

## Ailleron

### Wysoka marża w Software Mind, kolejne zlecenia w FinTechu

**Prognozy 2Q24.** Zakładamy 21mln PLN przychodów w FinTechu i 123mln PLN w Software Mind, z czego prawie 30mln PLN dołoży nowo przejęta spółka. Jeśli chodzi o wynik operacyjny to dzięki zaksięgowaniu dużej części ugody z Pekao Fintech może nadrobić stratę z 1Q i osiągnąć wynik zbliżony do zera po półroczu. W Software Mind przejeśliśmy marżę wyższą o 1p.p. q/q na poziomie 15% (konserwatywnie, biorąc pod uwagę brak one-offa związanego z przejściem, który obniżył marżę o 3p.p. w 1Q, oraz uwzględniając, że number8 w 2023 osiągnął marżę EBITDA 18% i miał raczej mały komponent amortyzacji). Szacujemy wzrost zysku operacyjnego w SM do 18,5mln PLN i łącznie w grupie do 21mln PLN. Po pozytywnym zaskoczeniu w 1Q24 nie wykluczamy, że spółce uda się zbliżyć nawet do rentowności skorygowanego zysku EBIT w SM z poprzedniego kwartału (wyniosła 17%), co przy obecnym mocnym kursie PLN byłoby, jak sądzimy, pozytywnie przejęte przez rynek. Wyniki za 1Q24 pokazały bardzo silną dyscyplinę kosztową w SM, mogącą się utrzymać do momentu poprawy warunków na rynku.

**Korekta celów w programie motywacyjnym.** Zwracamy uwagę na ogłoszone w czerwcu już po przejściu w USA zmiany w celach finansowych, na których oparty jest program motywacyjny. Wśród warunków są nieco bardziej ambitne niż poprzednio założenia skorygowanego skonsolidowanego zysku netto (EPS w latach 2024-2025 odpowiednio 2,03 PLN i 2,35 PLN, to jest odpowiednio 25mln PLN i 29mln PLN). Nasze założenia skor. zysku odpowiednio 20mln PLN i 27mln PLN wyglądają w tym kontekście dość konserwatywnie, ale przy obecnym kursie USD/PLN pozostajemy ostrożni. Ustalono też cele dla jednostkowego zysku (w tej pozycji segment FinTech) z zyskiem na akcję 0,13 PLN w 2024 (2mln PLN) i 0,24 PLN w 2025 (3mln PLN).

**Wycena i rekomendacja.** Globalny rynek software house pozostaje w trudnej sytuacji. Widać pewne pierwsze oznaki wzrostu popytu w USA, jednak w Europie nadal odczuwalne jest spowolnienie. Przecena kursów akcji największych spółek z sektora (dwucyfrowe spadki ytd) wskazuje na ostrożne podejście inwestorów. Na tym tle Ailleron wyróżnił się w 1Q24 wysoką rentownością, a przejście w USA, które oceniamy pozytywnie stanowi upside w scenariuszu odbicia na amerykańskim rynku. W naszych prognozach uwzględniamy pozytywny efekt ugody z Pekao, nieco słabszą rentowność FinTechu względem poprzednich prognoz i lepszą marżę w Software Mind przy niższym poziomie przychodów. Przypominamy, że oprócz dodatkowych prac dla Pekao, Ailleron informował również o zawarciu ramowej umowy współpracy z Credit Agricole, przy rozliczaniu świadczeń w formule time&materials, co ułatwi osiągnięcie trwałej poprawy rentowności w tym obszarze. Korygujemy wycenę lekko w górę do 26 PLN na akcję i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ. Wycena porównawcza pozostaje bez zmian na poziomie 38 PLN - wyższe szacunki wyniku równoważy spadek wskaźników spółek zagranicznych z sektora.

| PLNm                   | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24E | v/y  | q/q  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| Przychody              | 101.7 | 111.7 | 123.3 | 110.6 | 115.7 | 114.4 | 126.2 | 106.7 | 145.2 | 26%  | 36%  |
| EBITDA                 | 10.2  | 18.8  | 20.0  | 15.6  | 13.7  | 10.7  | 10.2  | 13.8  | 25.7  | 88%  | 86%  |
| EBIT                   | 7.0   | 15.5  | 16.2  | 11.9  | 9.8   | 7.9   | 6.0   | 10.2  | 20.7  | 111% | 103% |
| Zysk netto             | 3.0   | 5.6   | 5.3   | 2.8   | 1.8   | -3.9  | 2.8   | 1.6   | 6.4   | 253% | 315% |
| P/E 12M trailing       | 26.2  | 16.5  | 15.5  | 12.3  | 13.2  | 34.1  | 57.6  | 89.4  | 29.7  |      |      |
| EV/EBITDA 12M trailing | 12.2  | 9.9   | 8.9   | 8.2   | 8.3   | 9.3   | 10.8  | 14.2  | 11.4  |      |      |
| zmiana przychodów r/r  | 120%  | 86%   | 73%   | 44%   | 14%   | 2%    | 2%    | -3%   | 26%   |      |      |
| marża EBITDA           | 10.0% | 16.8% | 16.2% | 14.1% | 11.8% | 9.3%  | 8.0%  | 13.0% | 17.7% |      |      |
| marża EBIT             | 6.9%  | 13.9% | 13.1% | 10.8% | 8.5%  | 6.9%  | 4.8%  | 9.5%  | 14.3% |      |      |
| marża netto            | 2.9%  | 5.0%  | 4.3%  | 2.6%  | 1.6%  | -     | 2.3%  | 1.5%  | 4.4%  |      |      |

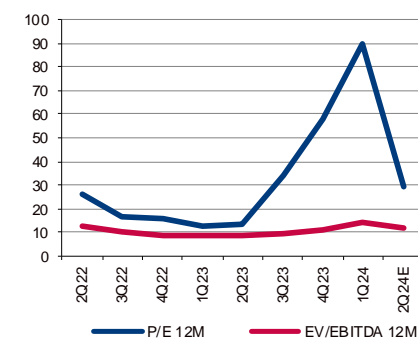
**Kupuj**  
(Poprzednia: Buy, 25 PLN)

**Cena docelowa: 26 PLN**  
Cena bieżąca: 16.6 PLN  
Potencjał wzrostu: 57%

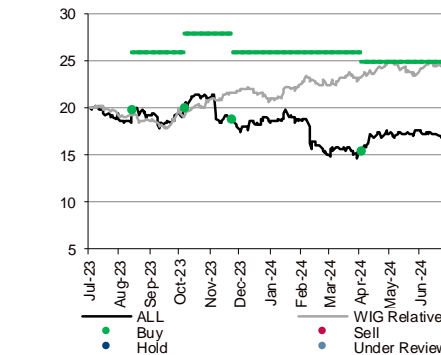
Raport za 2Q24  
25.09.2024

| DANE SPÓŁKI             |             | REKOMENDACJE | Data       | Wycena |
|-------------------------|-------------|--------------|------------|--------|
| Ticker                  | ALL         | Kupuj        | 19.04.2024 | 25     |
| Sektor                  | TMT         | Kupuj        | 11.12.2023 | 26     |
| Kurs (PLN)              | 16.6        | Kupuj        | 23.10.2023 | 28     |
| 52 tyg. min/max (PLN)   | 14,6 / 24,2 | Kupuj        | 30.08.2023 | 26     |
| Liczba akcji (mln szt.) | 12.4        |              |            |        |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 205         |              |            |        |
| Free-float              | 1           |              |            |        |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0.24        |              |            |        |
| Zmiana kursu            | 1M          | 3M           | 1Y         |        |
|                         | -9.9%       | -3.8%        | 28.9%      |        |

#### P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



#### KURS NA TLE WIG



| PLNm          | 2021 | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody     | 212  | 410.1 | 466.8 | 555.7 | 665.9 | 718.9 |
| EBITDA        | 36   | 61.1  | 50.1  | 86.7  | 107.5 | 118.8 |
| EBIT          | 27   | 48.2  | 35.6  | 68.0  | 86.4  | 96.6  |
| Zysk netto    | 7    | 13.2  | 3.6   | 18.8  | 27.0  | 31.7  |
| EPS (PLN)     | 0.60 | 1.1   | 0.3   | 1.5   | 2.2   | 2.6   |
| DPS (PLN)     | 0.3  | 0.3   | 1.0   | 0.0   | 0.5   | 0.5   |
| P/E (x)       | 27.7 | 15.5  | 57.6  | 10.9  | 7.6   | 6.5   |
| EV/EBITDA (x) | 4.3  | 8.9   | 10.7  | 7.2   | 5.6   | 4.8   |
| P/BV (x)      | 1.5  | 3.1   | 2.4   | 2.0   | 1.7   | 1.4   |
| DY (%)        | 1.9% | 1.9%  | 6.0%  | 0.0%  | 3.0%  | 3.0%  |

| Wycena / Waga      | Obecna |      | Poprzednia |      | Zmiana |
|--------------------|--------|------|------------|------|--------|
| Wycena DCF         | 26.4   | 100% | 24.8       | 100% | 6%     |
| Wycena porównawcza | 38.2   | 0%   | 37.9       | 0%   | 1%     |

| Zmiany prognoz<br>mln PLN | 2024E |       |        | 2025E |       |        | 2026E |       |        |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                           | Nowa  | Stara | Zmiana | Nowa  | Stara | Zmiana | Nowa  | Stara | Zmiana |
| Przychody                 | 555.7 | 592.4 | -6%    | 665.9 | 695.3 | -4%    | 718.9 | 751   | -4%    |
| EBITDA                    | 86.7  | 76.6  | 13%    | 107.5 | 107.5 | 0%     | 118.8 | 117   | 1%     |
| EBIT                      | 68.0  | 55.3  | 23%    | 86.4  | 83.2  | 4%     | 96.6  | 93    | 4%     |
| Zysk netto                | 18.8  | 14.6  | 29%    | 27.0  | 26.7  | 1%     | 31.7  | 31    | 2%     |
| P/E (x)                   | 10.9  | 14.0  |        | 7.6   | 7.7   |        | 6.5   | 6.6   |        |
| EV/EBITDA (x)             | 7.2   | 8.8   |        | 5.6   | 5.9   |        | 4.8   | 4.9   |        |
| P/BV (x)                  | 2.0   |       |        | 1.7   |       |        | 1.4   |       |        |
| DY (%)                    | 0.0%  |       |        | 3.0%  |       |        | 3.0%  |       |        |

| Wskaźniki rynkowe  | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|------|------|-------|-------|-------|
| P/E (x)            | 15.5 | 57.6 | 10.9  | 7.6   | 6.5   |
| P/E skor. (x)      | 11.6 | 12.8 | 10.3  | 7.6   | 6.5   |
| P/BV (x)           | 3.1  | 2.4  | 2.0   | 1.7   | 1.4   |
| EV/EBITDA (x)      | 8.9  | 10.7 | 7.2   | 5.6   | 4.8   |
| EV/adj. EBITDA (x) | 8.9  | 10.7 | 7.2   | 5.6   | 4.8   |
| EV/Sprzedaż (x)    | 0.5  | 0.4  | 0.5   | 0.4   | 0.3   |
| FCFF Yield (%)     | 2.3% | 6.4% | 5.8%  | 7.8%  | 10.4% |
| DY (%)             | 1.9% | 6.0% | 0.0%  | 3.0%  | 3.0%  |

| Wskaźniki finansowe | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN)           | 1.1  | 0.3  | 1.5   | 2.2   | 2.6   |
| adj. EPS (PLN)      | 1.4  | 1.3  | 1.6   | 2.2   | 2.6   |
| DPS (PLN)           | 0.3  | 1.0  | 0.0   | 0.5   | 0.5   |
| BVPS (PLN)          | 5.4  | 6.8  | 8.3   | 10.0  | 12.1  |

| Wskaźniki operacyjne   | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża ZBnS (%)         | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| marża skor. EBITDA (%) | 14.9% | 10.7% | 15.6% | 16.1% | 16.5% |
| marża EBIT (%)         | 11.7% | 7.6%  | 12.2% | 13.0% | 13.4% |
| marża netto (%)        | 3.2%  | 0.8%  | 3.4%  | 4.0%  | 4.4%  |

| Wskaźniki operacyjne          | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE (%)                       | 17.7% | 21.2% | 21.4% | 23.8% | 23.2% |
| ROA (%)                       | 3.8%  | 0.8%  | 3.8%  | 4.6%  | 4.9%  |
| CAPEX/Sprzedaż (%)            | 6.6%  | 2.6%  | 2.3%  | 2.3%  | 2.3%  |
| CAPEX/Amortyzacja (x)         | 2.1   | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| Dług netto/kapitał własny (x) | 0.1   | 0.0   | 0.9   | 0.6   | 0.3   |
| Dług netto/EBITDA (x)         | 0.1   | 0.1   | 1.1   | 0.6   | 0.3   |

|  |    |    |    |    |    |
|--|----|----|----|----|----|
| Cykl konwersji gotówki (dni)             | 49 | 48 | 39 | 37 | 38 |
| Cykl rotacji zapasów (dni)               | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 72 | 70 | 59 | 59 | 61 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 23 | 23 | 20 | 22 | 24 |

| Rachunek wyników (mln PLN)                | 2021         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                          | <b>212.4</b> | <b>410.1</b> | <b>466.8</b> | <b>555.7</b> | <b>665.9</b> | <b>718.9</b> |
| Koszt własny sprzedaży                    | 56.4         | 64.0         | 73.7         | 87.6         | 98.1         | 105.9        |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>           | <b>153.4</b> | <b>344.4</b> | <b>390.5</b> | <b>464.6</b> | <b>564.3</b> | <b>609.4</b> |
| Koszty sprzedaży                          | 7.0          | 5.1          | 2.6          | 3.5          | 3.5          | 3.6          |
| Koszty ogólnego zarządu                   | 2.7          | -1.5         | -7.2         | 3.1          | 5.9          | 8.5          |
| Zysk ze sprzedaży                         | 24.6         | 55.6         | 48.9         | 65.6         | 81.8         | 89.6         |
| Wynik na Ootherj działalności operacyjnej | 0.1          | -2.4         | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>35.7</b>  | <b>61.1</b>  | <b>50.1</b>  | <b>86.7</b>  | <b>107.5</b> | <b>118.8</b> |
| <b>adj. EBITDA</b>                        | <b>35.7</b>  | <b>61.1</b>  | <b>50.1</b>  | <b>86.7</b>  | <b>107.5</b> | <b>118.8</b> |
| Amortyzacja                               | -8.3         | -13.0        | -14.5        | -18.6        | -21.1        | -22.1        |
| <b>EBIT</b>                               | <b>27.4</b>  | <b>48.2</b>  | <b>35.6</b>  | <b>68.0</b>  | <b>86.4</b>  | <b>96.6</b>  |
| Wynik na działalności finansowej          | -0.2         | -0.3         | -3.8         | -10.0        | -9.4         | -8.9         |
| <b>Zysk brutto</b>                        | <b>25.5</b>  | <b>47.9</b>  | <b>31.8</b>  | <b>58.0</b>  | <b>77.0</b>  | <b>87.8</b>  |
| Podatek dochodowy                         | -8.5         | -9.3         | -10.9        | -12.7        | -16.9        | -19.2        |
| Zysk mniejszości                          | -9.6         | -25.3        | -17.4        | -26.5        | -33.2        | -36.8        |
| <b>Net profit</b>                         | <b>7.4</b>   | <b>13.2</b>  | <b>3.6</b>   | <b>18.8</b>  | <b>27.0</b>  | <b>31.7</b>  |
| <b>Net profit</b>                         | <b>7.4</b>   | <b>17.7</b>  | <b>16.0</b>  | <b>20.0</b>  | <b>27.0</b>  | <b>31.7</b>  |

| Bilans (mln PLN)                    | 2021         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                | <b>98.1</b>  | <b>209.6</b> | <b>226.2</b> | <b>396.4</b> | <b>399.3</b> | <b>402.4</b> |
| <b>Aktywa obrotowe</b>              | <b>180.6</b> | <b>209.5</b> | <b>209.5</b> | <b>153.7</b> | <b>215.3</b> | <b>279.7</b> |
| Zapasy                              | 1.0          | 0.7          | 0.6          | 0.7          | 0.8          | 0.9          |
| Należności handlowe                 | 62.9         | 98.6         | 81.6         | 97.2         | 116.5        | 125.7        |
| Gotówka                             | 111.3        | 89.4         | 112.9        | 41.5         | 83.7         | 138.7        |
| <b>Aktywa</b>                       | <b>278.7</b> | <b>419.1</b> | <b>435.7</b> | <b>550.1</b> | <b>614.6</b> | <b>682.0</b> |
| <b>Kapitał własny</b>               | <b>133.0</b> | <b>67.1</b>  | <b>84.1</b>  | <b>103.0</b> | <b>123.8</b> | <b>149.3</b> |
| <b>Kapitały mniejszości</b>         | <b>82.5</b>  | <b>115.4</b> | <b>125.4</b> | <b>151.9</b> | <b>185.0</b> | <b>221.8</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>18.5</b>  | <b>159.5</b> | <b>134.1</b> | <b>193.3</b> | <b>194.8</b> | <b>196.3</b> |
| Zobowiązania oprocentowane          | 17.6         | 83.8         | 86.5         | 145.7        | 147.1        | 148.7        |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | <b>44.7</b>  | <b>77.2</b>  | <b>92.0</b>  | <b>101.9</b> | <b>111.0</b> | <b>114.6</b> |
| Zobowiązania oprocentowane          | 4.7          | 14.8         | 32.9         | 32.9         | 32.9         | 32.9         |
| Zobowiązania handlowe               | 19.3         | 33.2         | 25.9         | 35.8         | 44.9         | 48.5         |
| <b>Pasywa</b>                       | <b>278.7</b> | <b>419.1</b> | <b>435.7</b> | <b>550.1</b> | <b>614.6</b> | <b>682.0</b> |
| <b>Dług netto</b>                   | <b>-89.1</b> | <b>8.7</b>   | <b>6.4</b>   | <b>137.0</b> | <b>96.2</b>  | <b>42.8</b>  |

| Rachunek przepływów (mln PLN)                | 2021         | 2022          | 2023         | 2024E         | 2025E        | 2026E        |
|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>Przeplwy z działalności operacyjnej</b>   | <b>26.1</b>  | <b>45.6</b>   | <b>55.2</b>  | <b>58.2</b>   | <b>70.9</b>  | <b>84.9</b>  |
| Zysk (strata) netto                          | 1.0          | -21.4         | 9.8          | -5.7          | -10.3        | -5.8         |
| Amortyzacja                                  | 8.3          | 13.0          | 14.5         | 18.6          | 21.1         | 22.1         |
| <b>Przeplwy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-28.0</b> | <b>-126.7</b> | <b>-19.8</b> | <b>-180.0</b> | <b>-15.0</b> | <b>-16.2</b> |
| CAPEX  | -12.3        | -27.2         | -12.1        | -13.0         | -15.0        | -16.2        |
| <b>Przeplwy z działalności finansowej</b>    | <b>89.5</b>  | <b>59.1</b>   | <b>-11.9</b> | <b>50.3</b>   | <b>-13.7</b> | <b>-13.6</b> |
| Dywidenda                                    | -4.0         | -4.0          | -12.4        | 0.0           | -6.2         | -6.2         |
| <b>Przeplwy pieniężne netto</b>              | <b>87.6</b>  | <b>-21.9</b>  | <b>23.5</b>  | <b>-71.4</b>  | <b>42.2</b>  | <b>55.0</b>  |
| Środki pieniężne na początek okresu          | 23.7         | 111.3         | 89.4         | 112.9         | 41.5         | 83.7         |
| Środki pieniężne na koniec okresu            | 111.3        | 89.4          | 112.9        | 41.5          | 83.7         | 138.7        |

## ALL: wycena DCF

|                                    | 2024E         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 2029E        | 2030E        | 2031E        | 2032E        | TV             |
|------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Przychody                          | 555.7         | 665.9        | 718.9        | 774.1        | 818.7        | 857.1        | 882.8        | 909.3        | 936.6        |                |
| EBITDA                             | 86.7          | 107.5        | 118.8        | 126.5        | 133.0        | 138.6        | 142.8        | 147.1        | 151.5        |                |
| <b>EBIT</b>                        | <b>68.0</b>   | <b>86.4</b>  | <b>96.6</b>  | <b>103.3</b> | <b>108.6</b> | <b>113.1</b> | <b>116.5</b> | <b>120.0</b> | <b>123.6</b> |                |
| Stopa podatkowa                    | 22%           | 22%          | 22%          | 22%          | 22%          | 22%          | 21%          | 21%          | 20%          |                |
| <b>NOPLAT</b>                      | <b>53.1</b>   | <b>67.5</b>  | <b>75.4</b>  | <b>80.6</b>  | <b>84.8</b>  | <b>88.3</b>  | <b>91.8</b>  | <b>95.1</b>  | <b>98.4</b>  |                |
| Amortyzacja                        | 18.6          | 21.1         | 22.1         | 23.3         | 24.4         | 25.5         | 26.3         | 27.1         | 27.9         |                |
| Nakłady inwestycyjne               | -13.0         | -15.0        | -16.2        | -17.4        | -18.4        | -19.5        | -20.1        | -20.7        | -21.3        |                |
| Leasing                            | -8.8          | -8.9         | -9.0         | -9.2         | -9.4         | -9.6         | -9.9         | -10.2        | -10.5        |                |
| Zmiana kapitału obrotowego         | -5.7          | -10.3        | -5.8         | -6.0         | -4.8         | -4.2         | -4.3         | -4.3         | -4.4         |                |
| Przejęcia, inne korekty            | -167.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |                |
| <b>FCF</b>                         | <b>-122.8</b> | <b>54.3</b>  | <b>66.5</b>  | <b>71.3</b>  | <b>76.6</b>  | <b>80.6</b>  | <b>83.9</b>  | <b>86.9</b>  | <b>90.1</b>  | <b>1,025.8</b> |
| Dług / (Dług + Kapitał)            | 43%           | 31%          | 16%          | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%             |
| Stopa wolna od ryzyka              | 5.50%         | 5.50%        | 5.50%        | 5.50%        | 5.50%        | 5.50%        | 5.50%        | 5.50%        | 5.50%        | 5.00%          |
| Premia rynkowa                     | 6.5%          | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%           |
| Beta nielewarowana                 | 1.00          | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00           |
| Beta lewarowana                    | 1.58          | 1.36         | 1.15         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00         | 1.00           |
| Koszt długu po podatku (%)         | 5.5%          | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         | 5.6%         | 5.2%           |
| Koszt kapitału własnego (%)        | 15.8%         | 14.3%        | 13.0%        | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        | 11.5%          |
| <b>WACC (%)</b>                    | <b>11.4%</b>  | <b>11.5%</b> | <b>11.8%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>11.5%</b>   |
| Suma PV FCF                        | 232           |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Stopa wzrostu FCF TV               | 2.5%          |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Zdyskontowana TV                   | 396           |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Dług netto, mniejszości, inne kor. | 336           |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Wartość KW (mln PLN)*              | 292           |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Wyplacona dywidenda                | 0.0           |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Liczba akcji (mln)                 | 12.4          |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| Wartość 1 akcji (PLN)              | 23.7          |              |              |              |              |              |              |              |              |                |
| <b>Cena docelowa za 12M</b>        | <b>26.4</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |                |

Źródło: Trigon DM

|          | 9.5%        | 10.5%       | WACC        | TV          | 12.5%       | 13.5% |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
|          | 28.3        | 26.2        | 24.5        | 23.1        | 22.0        |       |
|          | 29.6        | 27.3        | 25.4        | 23.9        | 22.6        |       |
| <b>g</b> | <b>31.2</b> | <b>28.5</b> | <b>26.4</b> | <b>24.7</b> | <b>23.3</b> |       |
|          | 33.0        | 29.8        | 27.4        | 25.5        | 24.0        |       |
|          | 35.1        | 31.4        | 28.7        | 26.5        | 24.8        |       |

## ALL: Wycena porównawcza

| Spółka  | MC<br>[m EUR] | EV/EBITDA      |            |            | P/E skor.   |             |             |
|---|---------------|----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|   |               | 2024E          | 2025E      | 2026E      | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
| GLOBANT SA  | 7,075         | 15.6           | 13.8       | 11.4       | 27.7        | 23.4        | 19.6        |
| ENDAVA PLC- SPON ADR                                | 1,605         | 12.0           | 9.4        | 6.5        | 20.7        | 18.0        | 12.2        |
| EPAM SYSTEMS INC                                    | 9,963         | 11.1           | 10.2       | 9.0        | 18.4        | 16.9        | 14.8        |
| GRID DYNAMICS HOLDINGS INC                          | 746           | 11.8           | 9.4        | 7.0        | 31.9        | 25.6        | 19.3        |
| THOUGHTWORKS HOLDING INC                            | 769           | 13.6           | 8.7        | 6.3        | 44.3        | 15.0        | 9.0         |
| CAPGEMINI SE  | 33,158        | 10.2           | 9.3        | 8.6        | 15.6        | 14.5        | 13.3        |
| COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A                          | 31,455        | 9.2            | 8.7        | 8.1        | 14.8        | 13.8        | 12.5        |
| PERFICIENT INC                                      | 2,439         | 14.9           | 13.2       | 13.5       | 18.7        | 16.8        | 14.4        |
| KAINOS GROUP PLC                                    | 1,605         | 15.8           | 15.3       | 13.5       | 24.1        | 21.4        | 19.1        |
| NAGARRO SE  | 1,079         | 9.3            | 8.0        | 7.0        | 16.9        | 13.8        | 10.9        |
| INNOFACTOR OYJ                                      | 46            | 5.3            | 4.8        | 4.7        | 9.1         | 8.2         | 7.3         |
| IT LINK SA  | 52            | 7.1            | 6.4        | 6.0        | 12.3        | 11.0        | 10.2        |
| <b>Mediana: spółki zagraniczne</b>                  |               | <b>11.4</b>    | <b>9.3</b> | <b>7.5</b> | <b>18.6</b> | <b>15.9</b> | <b>12.9</b> |
| AILLERON  |               | 7.2            | 5.6        | 4.8        | 10.3        | 7.6         | 6.5         |
| Wycena na akcję                                     |               | 46.1           | 47.1       | 38.2       | 30.0        | 34.7        | 33.0        |
| <b>Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników</b> |               | <b>43.8</b>    |            |            | <b>32.6</b> |             |             |
|   |               | średnia wycena |            |            | <b>38.2</b> |             |             |

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

## Czynniki ryzyka

- 1) Ryzyko związane ze zwiększoną konkurencją na rynku software house'ów,
- 2) Ryzyko utraty klientów,
- 3) Ryzyko utraty kluczowych pracowników,
- 4) Ryzyko nieudanych przejęć,
- 5) Ryzyko niedotrzymania terminów płatności przez klientów,
- 6) Ryzyko roszczeń od Pekao w związku z wypowiedzeniem umowy,
- 7) Ryzyko walutowe

## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



**NAGRŃDY  
PSIK**  
2023

### CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Consumer, E-commerce, Financials*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategy, Banks, Financials*

**Kacper Koproń**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnology*

**Michał Kozak**  
*Oil&Gas, Chemicals, Utilities*

**Dominik Niszc**  
*TMT, E-commerce*

**Łukasz Rudnik**  
*Industrials, Metals&Mining*

**David Sharma**  
*Construction, Real Estate*

**Piotr Rychlicki**  
*Junior Analyst*

**Piotr Chodyra**  
*Junior Analyst*

### EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński**

### SALES TRADING

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Hubert Kwiecień**

**Disclaimer**

**Informacje ogólne**

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybrany przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

**Objaśnienia używanej terminologii fachowej:**

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczby głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
 min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
 EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
 zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
 CF – cash flow, przepływy pieniężne  
 CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe  
 OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa  
 FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów  
 ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
 ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale  
 NWC – kapitał obrotowy netto  
 Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.  
 Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
 DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji  
 RFR - stopa wolna od ryzyka  
 WACC - średni ważony koszt kapitału

**Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski**

Emitent – ALLERON S.A..  
 KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%  
 TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%  
 SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego. Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację. Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym. Dokument sporządził: Dominik Niszcz

**Stosowane metody wyceny**

SOTP - metoda sumy części wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.  
 - zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejścia lub restrukturyzacji.  
 - wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.  
 rNPV (risk-adjusted net present value) - metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto  
 - zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.  
 - wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.  
 Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)  
 - zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych  
 - wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów  
 Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)  
 - zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend  
 - wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend  
 Metoda wartości aktywów netto (NAV)  
 - zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny  
 - wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych  
 Mnożnik docelowy  
 - zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki  
 - wady: metoda ta jest bardzo subiektywna  
 Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa  
 - zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych  
 - wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał  
 Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa  
 - zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa  
 - wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie uległy zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie uległ zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczyl bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

- pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów
- Dom Maklerski posiada akcje Emitenta
- Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta.
- Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich
- Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem
- i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta
- ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu
- iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego
- iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe
- z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług
- wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu
- członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.
- żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmują stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał dywidendę od Emitenta.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

- nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski
- Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski
- nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestżegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawne, księgowej, reklam ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 19 lipca 2024

Data pierwszego rozpowszechnienia: 19 lipca 2024 r. godz.: [17:15]