

Research

CEE | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

Ailleron

Ailleron Kupuj

Mocny kwartał w SM, zapas gotówki na kolejne akwizycje

 Cena docelowa: 27 PLN
 Potencjał wzrostu: +34%

Aktualizujemy nasz model po wynikach kwartalnych i podnosimy nieznacznie cenę docelową z 26 PLN do 27 PLN. Pierwszy kwartał z konsolidacją amerykańskiej spółki Prosoft LLC potwierdza skuteczność strategii M&A, która w ostatnich kilku latach wspierała rozwój skali biznesu. Przychody Software Mind wzrosły ze 153mln PLN w 2021 roku do 391mln PLN w 2023, a w 2025 oczekujemy 560mln PLN, przy utrzymaniu ponadprzeciętnej marży operacyjnej na poziomie średnich kilkunastu procent.

Wyniki za 2Q24. Przychody wzrosły o 23% r/r, EBIT o 104%, a zysk netto był 3x większy r/r. Po raz pierwszy konsolidowane były wyniki spółki Prosoft LLC, która kontrybuowała 29,3mln PLN do przychodów i 4,5mln PLN do EBITDA. Szerzej opisujemy wyniki na str. 3.

Prognozy. W raporcie nie zmieniamy znacząco naszych prognoz. Słaby kwartał w Fintechu skłania nas do obniżenia założeń rentowności dla tego segmentu, ale z drugiej strony na plus zaskoczył Software Mind, gdzie marża 16,6% implikuje, że portfel kontraktów w grupie jest bardzo rentowny. To drugi kwartał z rzędu, z podwyższoną marżą, po słabszym drugim półroczu zeszłego roku, choć przypominamy, że jednocześnie negatywnie na rentowność w 2H24 wpływać może dalsze umocnienie PLN do USD. Przyjęliśmy średnią marżę EBIT w Software Mind w drugim półroczu na poziomie 15%. W latach 2025-26 zakładamy wzrost zysku operacyjnego w SM o odpowiednio 17% (w tym +10% organicznie) i 11%, przy wzroście przychodów o odpowiednio 20% i 10%. W FinTechu założyliśmy powrót do dodatniej rentowności w kolejnym roku, z EBIT 4mln PLN w 2025 roku i 6mln PLN w 2026 roku (marża 4% i 6%). Ostatnio generowane w tym obszarze wyniki nie wskazują na możliwość szybkiego zbliżenia się do marżowości SM, którą docelowo chciałaby spółka osiągnąć w tym obszarze.

Wycena. Naszą cenę docelową 27 PLN (poprzednio 26 PLN) opieramy na modelu DCF. Wycena porównawcza do grupy podmiotów zagranicznych zwraca wartość na akcję 45 PLN (o 18% więcej niż w lipcu), w tym 37 PLN bazując na wskaźniku P/E. Wzrost kursów wybranych spółek od dołka na początku wakacji, przy jednoczesnym dalszym obniżaniu konsensusu przez sell-side skutkowało wzrostem wskaźników międzynarodowych software housów, szczególnie dla lat 2025-26. Spółki zagraniczne w naszej grupie porównawczej są jednak nieporównywalnie większe od Aillerona i dlatego przyjmujemy do wyznaczania ceny docelowej jedynie metodę DCF. Na naszych prognozach dla lat 2025-26 spółka wyceniana jest na P/E 9,4x oraz 7,9x, a przy cenie docelowej 27 PLN P/E wynosi odpowiednio 12,7x i 10,6x. Przy założeniu powrotu do dwucyfrowego wzrostu wyniku i w kontekście znacznej ekspozycji na klientów w Stanach Zjednoczonych nie byłoby to naszym zdaniem zbyt wygórowane wartości.

Podsumowanie konferencji po wynikach 2Q24:

- Łączny koszt przejęcia Prosoft ujęty w 1H24 wyniósł 3,0mln PLN;
- Rozliczenie z Pekao miało pozytywne przełożenie na przychody FinTech w 1H24 w wysokości 4,8mln PLN oraz miało pozytywny wpływ (niecałe 3mln) na wynik operacyjny segmentu FinTech;
- Wyniki numer8 są sezonowo zbliżone w poszczególnych kwartałach roku;
- W zobowiązaniach na bilansie pojawił się retention bonus dla wybranej grupy z Prosoft w okresie dwuletnim (około 5mln PLN w zobowiązaniach finansowych), koszty związane z tym programem to około 700 tys. PLN w 2Q24;
- Klienci zwiększają budżety na kolejny rok. Wzrosty w tym roku tylko symboliczne, powinny być zauważalne w 2025 roku.
- Na rynku jest dostępnych tak wielu pracowników, że nie ma konieczności utrzymywania długiej 'ławki'. Można dość szybko zrekrutować pracowników do nowych projektów.

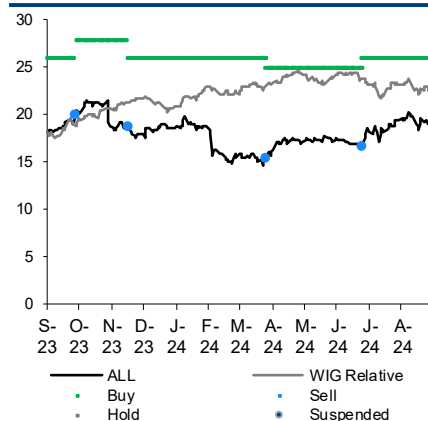
PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	212	410	467	552	656	719
EBITDA	36	61	50	86	106	118
EBIT	27	48	36	70	85	97
Net profit	7	13	4	20	26	32
EPS (PLN)	0.60	1.07	0.29	1.64	2.13	2.56
P/E (x)	33.6	18.8	69.7	12.3	9.4	7.9
EV/EBITDA (x)	13.7	9.4	12.4	7.9	6.3	5.4
P/BV (x)	1.9	3.7	3.0	2.4	2.0	1.7
DY (%)	1.6%	1.6%	5.0%	0.0%	2.5%	2.5%

Source: Company, Trigon DM

FACT SHEET

Ticker	ALL
Sector	IT
Price (PLN)	20.1
52wk Range (PLN)	14 / 21.5
Number of shares (m)	12.4
Market Cap (mPLN)	248
Free-float	40%
Avg Vol 3M (mPLN)	0.1
Price performance	1M 3M 1Y
	-1.1% 12.1% -14.3%

RELATIVE SHARE PRICE PERFORMANCE



RECOMMENDATIONS

RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Buy	19.07.2024	26
Buy	19.04.2024	25
Buy	11.12.2023	26
Buy	23.10.2023	28
Buy	30.08.2023	26

SHAREHOLDERS

SHAREHOLDERS	Stake %
Rafał Styczeń	23.9%
Dariusz Orłowski	23.3%
Esaliens TFI	7.3%
Grzegorz Młynarczyk	5.7%

INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	27.11.2024
----------------	------------

ANALYST

Dominik Niszczyński	dominik.niszczy@trigon.pl
---------------------	---------------------------

Ailleron

Bloomberg ticker

ALL PW

Rekomendacja

Buy

Cena docelowa (PLN)

27.0

Kurs (PLN)

20.1

Potencjał wzrostu

34%

Poprzednia rekomendacja

Buy

Poprzednia cena docelowa (PLN)

26.0

Liczba akcji (mln)

12.4

Kapitalizacja (mln PLN)

248

EV (mln PLN)

623

Dominik Niszcz

dominik.niszcz@trigon.pl

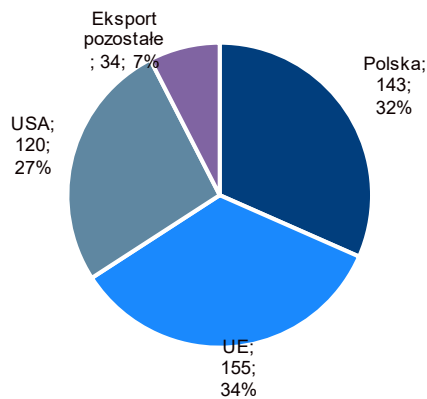
Wskaźniki rynkowe

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	18.8	69.7	12.3	9.4	7.9
P/E skor. (x)	14.0	15.5	11.5	9.4	7.9
P/BV (x)	3.7	3.0	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	9.4	12.4	7.9	6.3	5.4
EV/EBITDA skor. (x)	9.4	12.4	7.9	6.3	5.4
EV/Sprzedaż (x)	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9
FCF Yield (%)	2.2%	5.5%	6.6%	7.4%	9.5%
DY (%)	1.6%	5.0%	0.0%	2.5%	2.5%

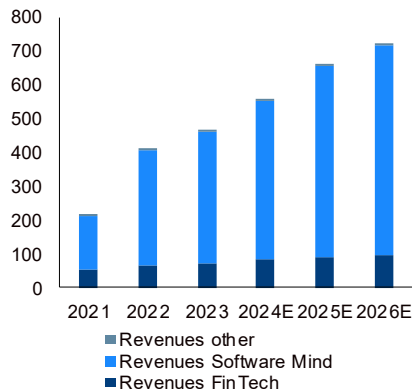
Wskaźniki finansowe

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (PLN)	1.1	0.3	1.6	2.1	2.6
EPS skor. (PLN)	1.4	1.3	1.7	2.1	2.6
DPS (PLN)	0.3	1.0	0.0	0.5	0.5
BVPS (PLN)	5.4	6.8	8.4	10.1	12.1
Liczba akcji (mln)	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
Kapitalizacja (mln PLN)	248	248	248	248	248
EV (mln PLN)	577	623	684	669	638

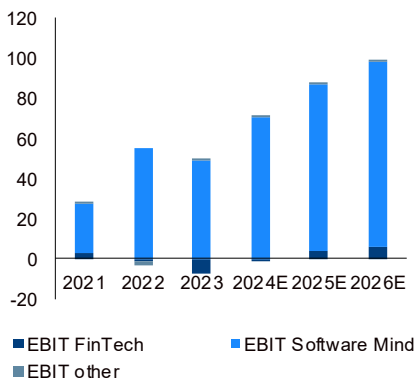
Struktura przychodów w 2023 roku (mln PLN)



Przychody w podziale na segmenty



EBIT w podziale na segmenty



Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	410.1	466.8	552.4	655.7	719.2
COGS	-294.8	-360.1	-405.9	-479.1	-522.1
Gross profit from sales	115.3	106.7	146.5	176.6	197.1
EBITDA	61.1	50.1	86.5	105.6	117.7
EBITDA skor.	61.1	50.1	86.5	105.6	117.7
Amortyzacja	-13.0	-14.5	-16.8	-20.2	-20.7
EBIT	48.2	35.6	69.7	85.4	97.0
Zysk brutto	47.9	31.8	60.0	73.3	86.0
Zysk mniejszości	-25.3	-17.4	-29.5	-33.0	-38.1
Zysk netto	13.2	3.6	20.2	26.3	31.6
Zysk netto skor.	17.7	16.0	21.6	26.3	31.6

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przeptywy z działalności operacyjnej	45.6	55.2	61.2	70.0	83.4
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-126.7	-19.8	-174.0	-28.2	-13.6
CAPEX	-27.2	-12.1	-7.0	-11.7	-13.6
Przeptywy z działalności finansowej	59.1	-11.9	68.2	-14.9	-14.2
Dywidenda	-4.0	-12.4	0.0	-6.2	-6.2
Leasing	-6.0	-8.8	-8.8	-8.9	-9.0
FCF	12.4	34.3	45.3	49.5	60.8
Przeptywy pieniężne netto	-21.9	23.5	-44.6	26.9	55.6

Bilans (mln PLN)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktywa	419.1	435.7	572.2	634.2	703.0
Rzeczowe aktywa trwałe	28.4	43.2	51.0	51.2	52.3
Wartość firmy	149.5	145.4	297.4	314.0	314.0
Wartości niematerialne i prawne	28.8	34.6	40.8	41.0	41.9
Gotówka	89.4	112.9	68.3	95.2	150.8
Pasywa	419.1	435.7	572.2	634.2	703.0
Kapitał własny	67.1	84.1	104.4	124.5	149.9
Kapitały mniejszości	115.4	125.4	154.9	187.9	226.0
Zobowiązania oprocentowane	98.5	119.4	196.5	196.7	197.7
Dług netto skor.	6.6	19.7	81.1	65.8	35.4
Kapitał obrotowy netto	66.1	56.3	61.7	71.2	78.1

Wskaźniki operacyjne

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
wzrost sprzedaży (%)	93%	14%	18%	19%	10%
wzrost EPS skor. (%)	139%	-10%	35%	22%	20%
marża brutto na sprzedaży (%)	28.1%	22.9%	26.5%	26.9%	27.4%
marża EBITDA skor. (%)	14.9%	10.7%	15.7%	16.1%	16.4%
marża EBIT (%)	11.7%	7.6%	12.6%	13.0%	13.5%
marża netto skor. (%)	4.3%	3.4%	3.9%	4.0%	4.4%
ROE (%)	17.7%	21.2%	22.9%	23.0%	23.0%
ROA (%)	5.1%	3.7%	4.3%	4.4%	4.7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	6.6%	2.6%	1.3%	1.8%	1.9%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2.1	0.8	0.4	0.6	0.7
Dług netto/kapitał własny (x)	0.1	0.2	0.8	0.5	0.2
Dług netto/EBITDA (x)	0.1	0.4	0.9	0.6	0.3
Mniejszości minus akt. nieop. (wart. rynkowa)	322	355	355	355	355
Cykl konwersji gotówki (dni)	103	100	86	89	93
Cykl rotacji zapasów (dni)	-1	-1	-1	-1	-1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	72	70	59	59	61
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-32	-30	-28	-30	-32

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wyniki za 2Q24

mln PLN	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	Y/Y	Q/Q	2Q24E
Przychody	115.7	114.4	126.2	106.7	142.8	23%	34%	145.2
Przychody FinTech	14.8	19.9	24.1	16.0	16.5	11%	3%	21.0
Przychody Software Mind	100.2	94.1	101.4	90.2	125.6	25%	39%	123.2
Przychody pozostałe	0.7	0.4	0.8	0.5	0.7	-4%	31%	1.0
Koszty op. FinTech	17.3	21.3	26.4	18.6	17.1	-2%	-8%	18.5
Koszty op. Software Mind	85.2	82.2	92.4	77.5	104.8	23%	35%	104.7
EBITDA	13.7	10.7	10.2	13.8	24.1	77%	74%	25.7
EBIT	9.8	7.9	6.0	10.2	20.0	104%	96%	20.7
EBIT FinTech	-2.5	-1.4	-2.3	-2.6	-0.6	-	-	2.5
EBIT Software Mind	15.0	11.9	8.9	12.7	20.8	39%	64%	18.5
EBIT pozostałe	-2.7	-2.6	-0.6	0.2	-0.3	-	-	-0.3
Zysk netto	1.8	-3.9	2.8	1.6	7.8	327%	400%	6.4
P/E 12M trailing	15.1	39.0	65.9	102.0	28.4			
zmiana przychodów r./r.	14%	2%	2%	-3%	23%			
marża EBITDA	12%	9%	8%	13%	17%			
marża EBIT	8%	7%	5%	10%	14%			
marża netto	2%	-	2%	1%	5%			

Zródło: dane spółki, Trigon DM

#FinTech

- Wzrost przychodów o 11% r/r, strata EBIT 0,6mln PLN, niższa o 2mln PLN r/r;

#Software Mind

- Pierwszy kwartał konsolidacji spółki Prosoft LLC, która kontrybuowała 29,3mln PLN do przychodów i 4,5mln PLN do EBITDA;

- Bez Prosoft przychody Software Mind niższe o 4% r/r, EBIT o kilka procent lepszy r/r, mimo znacznego umocnienia PLN do USD i EUR;

#Pozostałe

- Efektywna stopa podatkowa wyniosła tylko 3%. Podatek był dzięki temu niższy o prawie 3mln PLN niż dla stopy 19% (z czego około połowa wpłynęła na wynik netto akcjonariuszy j.d.);

- Środki pieniężne na koniec 2Q24 wyniosły w grupie 79mln PLN, dług netto 150mln PLN.

Komentarz. #FinTech. Mimo informacji o wpływie pierwszej płatności z tytułu umowy z Pekao w FinTechu po raz kolejny segment odnotował stratę kwartalną, co zaskoczyło nas negatywnie. Jednocześnie spółka przypomina w komentarzu o sezonowości w tym segmencie, gdzie najwyższe zyski generowane są w ostatnim kwartale oraz o negatywnym wpływie przesunięcia rozstrzygnięć części przetargów na drugie półrocze. **#Software Mind.** Wyższe od naszych szacunków okazały się wyniki Software Mind, mimo niesprzyjających kursów walutowych i organicznego spadku przychodów (ujęcie w PLN). Wzrost EBIT o 39% r/r w większości wynikał z konsolidacji Prosoft (pozytywny wpływ na EBITDA 4,5mln PLN, podobny na EBIT), ale przypominamy o wysokiej bazie z 2Q23. Mocna była marża operacyjna na poziomie 16,6%, wzrost r/r z 15%. **#Wynik operacyjny** w grupie był zbliżony do naszych oczekiwań, natomiast lekkie przebicie na zysku netto wynikało z niższej efektywnej stopy podatkowej, co traktujemy jako one-off. Oceniamy wyniki neutralnie. Kolejne 3 kwartały będą pod pozytywnym wpływem r/r z tytułu konsolidacji Prosoft.

Zmiana prognoz

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wy cena DCF	26.7	100%	26.4	100%	1.1%
Wy cena porów naw cza	45.3	0%	38.2	0%	18.7%

Zmiany prognoz mln PLN	2024E			2025E			2026E		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	553	556	-1%	656	666	-1%	720	719	0%
EBITDA	86	87	0%	106	108	-2%	118	119	-1%
EBIT	70	68	2%	85	86	-1%	97	97	0%
Zysk netto	20	19	7%	26	27	-2%	32	32	0%

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,50% w okresie szczegółowej prognozy, bazująca na 10-letnich obligacjach, oraz 5,0% w TV
- 2) Premia rynkowa 6,5% (zgodnie z naszą metodologią dla mniejszych spółek z sWIG80);
- 3) Beta nielewarowana 1,0x, rezydualna stopa wzrostu 2,5%, o 2,5p.p. poniżej stopy wolnej od ryzyka w TV;
- 4) Program motywacyjny ujęty w przepływach w DCF.

ALL: wycena DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Przychody	552.8	656.2	719.7	775.1	819.9	858.5	884.3	910.8	938.1	
EBITDA	86.5	105.8	117.9	124.9	131.3	136.8	140.9	145.2	149.5	
EBIT	69.7	85.4	97.0	103.3	108.7	113.2	116.6	120.1	123.7	
Stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	
NOPLAT	57.7	69.2	78.6	83.7	88.0	91.7	94.0	96.6	99.2	
Amortyzacja	16.8	20.4	20.8	21.6	22.6	23.6	24.3	25.0	25.8	
Nakłady inwestycyjne	-8.0	-11.6	-13.6	-15.2	-16.1	-17.0	-17.5	-18.1	-18.6	
Lease capex	-8.8	-8.9	-9.0	-9.2	-9.4	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5	
Zmiana kapitału obrotowego	-5.4	-9.5	-6.9	-6.0	-4.9	-4.2	-4.3	-4.4	-4.5	
Przejęcia, inne korekty	-167.0	-16.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCF	-114.7	42.9	69.9	74.9	80.3	84.5	86.6	89.0	91.5	1,041.9
Dług / (Dług + Kapitał)	41%	33%	17%	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	1.39	1.17	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Koszt długu po podatku (%)	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%	5.2%
Koszt kapitału własnego (%)	15.8%	14.6%	13.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%
WACC (%)	11.7%	11.7%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%
Suma PV FCF	247									
Stopa w zrostu FCF TV	2.5%									
Zdykontowana TV	410									
Dług netto, mniejszości, inne kor. (bop)	361									
Wartość KW (mln PLN)*	296									
Wy płacona dywidenda	0.0									
Liczba akcji (mln)	12.4									
Wartość 1 akcji (PLN)	23.9									
Cena docelowa za 12M	26.7									

		9.5%	10.5%	WACC TV	11.5%	12.5%	13.5%
	1.5%	28.7	26.6	24.9	23.5	22.3	
	2.0%	30.0	27.6	25.7	24.2	23.0	
g	2.5%	31.6	28.8	26.7	25.0	23.6	
	3.0%	33.4	30.2	27.8	25.9	24.4	
	3.5%	35.5	31.8	29.0	26.9	25.2	

Źródło: Trigon DM

*w tym:

udziały ALL w Software Mind (+)	277
EV Fintech, pozostałe (+)	25
Dług netto ALL, (-)	6

Wycena porównawcza

ALL: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E skor.		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
GLOBALANT SA	7,488	17.7	15.4	13.0	30.0	25.9	21.4
ENDAVA PLC- SPON ADR	1,527	11.0	8.9	6.8	19.6	17.7	11.9
EPAM SYSTEMS INC	10,262	12.1	11.6	10.4	19.5	18.1	16.0
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	953	17.2	13.7	10.9	43.6	33.5	28.2
THOUGHTWORKS HOLDING INC	1,276	24.2	14.1	10.9	121.9	26.8	18.4
CAPGEMINI SE	33,184	10.6	10.0	9.3	16.3	15.3	14.1
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	33,977	10.4	9.6	8.9	16.5	15.4	14.2
PERFICIENT INC	2,387	16.3	14.9	15.0	19.9	18.3	17.3
KAINOS GROUP PLC	1,310	12.6	13.0	11.4	19.6	18.9	16.9
NAGARRO SE	1,025	8.7	7.9	6.4	15.9	13.9	10.6
INNOFACTOR OYJ	61	8.5	7.2	6.4	16.0	12.9	10.5
IT LINK SA	44	6.0	5.4	5.1	10.4	9.3	8.6
Mediana: spółki zagraniczne		11.5	10.8	9.9	19.6	17.9	15.1
AILLERON		7.9	6.3	5.4	11.5	9.4	7.9
Wycena na akcję		45.3	57.0	58.6	34.1	38.2	38.6
Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników		53.6			37.0		
<i>Źródło: Bloomberg, Trigon DM</i>		średnia wycena		45.3			

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 (w szczególności umocnienie PLN do USD i EUR).

Income statement (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	212	410	467	552	656	719
Przychody FinTech	56	64	74	83	93	100
Przychody Software Mind	153	344	391	467	560	616
Przychody pozostałe	7	5	3	3	3	3
EBIT FinTech	3	-1	-7	-1	4	6
EBIT Software Mind	25	56	49	71	83	92
EBIT pozostałe	0	-2	0	0	0	0
EBITDA	36	61	50	86	106	118
EBITDA skor.	36	61	50	86	106	118
Amortyzacja	-8	-13	-14	-17	-20	-21
EBIT	27	48	36	70	85	97
Wynik na działalności finansowej	0	0	-4	-10	-12	-11
Zysk brutto	26	48	32	60	73	86
Podatek dochodowy	-9	-9	-11	-10	-14	-16
Zysk mniejszości	-10	-25	-17	-29	-33	-38
Zysk netto	7	13	4	20	26	32
Zysk netto skor.	7	18	16	22	26	32
marża brutto ze sprzedaży						
marża EBITDA	16.8%	14.9%	10.7%	15.7%	16.1%	16.4%
marża EBITDA skor.	16.8%	14.9%	10.7%	15.7%	16.1%	16.4%
marża EBIT	12.9%	11.7%	7.6%	12.6%	13.0%	13.5%
marża netto skor.	3.5%	4.3%	3.4%	3.9%	4.0%	4.4%
zmiana przychodów r./r.	36%	93%	14%	18%	19%	10%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	47%	64%	-7%	37%	21%	12%
zmiana EBITDA skor. r./r.	50%	71%	-18%	73%	22%	11%
zmiana EBIT r./r.	76%	76%	-26%	95%	23%	14%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-22%	139%	-10%	35%	22%	20%
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Przychody	110.6	115.7	114.4	126	107	143
Przychody FinTech	14.9	14.8	19.9	24	16	17
Przychody Software Mind	94.9	100.2	94.1	101	90	126
Przychody pozostałe	0.8	0.7	0.4	1	1	1
EBIT FinTech	-1.0	-2.5	-1.4	-2	-3	-1
EBIT Software Mind	13.1	15.0	11.9	9	13	21
EBIT pozostałe	-0.1	-2.7	-2.6	-1	0	0
EBITDA	15.6	13.7	10.7	10	14	24
EBITDA skor.	15.6	13.7	10.7	10	14	24
Amortyzacja	-3.7	-3.9	-2.8	-4	-4	-4
EBIT	11.9	9.8	7.9	6	10	20
Wynik na działalności finansowej	-0.5	-0.4	-7.7	5	0	-2
Zysk brutto	11.4	9.4	0.2	11	10	18
Podatek dochodowy	-3.3	-2.2	-1.9	-4	-3	-1
Zysk mniejszości	-5.3	-5.4	-2.3	-4	-6	-9
Zysk netto	2.8	1.8	-3.9	3	2	8
Zysk netto skor.	2.8	6.7	1.9	5	3	8
marża EBITDA skor.	14.1%	11.8%	9.3%	8.0%	13.0%	16.9%
marża EBIT	10.8%	8.5%	6.9%	4.8%	9.6%	14.0%
marża netto skor.	2.6%	5.8%	1.7%	3.6%	2.5%	5.6%
zmiana przychodów r./r.	44.1%	13.7%	2.4%	2%	-3%	23%
zmiana EBITDA skor. r./r.	28.2%	34.3%	-43.2%	-49%	-11%	77%
zmiana EBIT r./r.	26.6%	39.7%	-49.3%	-63%	-14%	104%
zmiana zysku netto skor. r./r.	231.8%	226.2%	-69.3%	-47%	-4%	19%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Aktywa trwałe	98	210	226	392	409	411
Rzeczowe aktywa trwałe	23	28	43	51	51	52
Wartości niematerialne i prawne	18	29	35	41	41	42
Wartość firmy	55	150	145	297	314	314
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	2	3	3	3	3	3
Aktywa obrotowe	181	209	209	180	225	292
Zapasy	1	1	1	1	1	1
Należności handlowe	63	99	82	97	115	126
Pozostałe	111	89	113	68	95	151
Gotówka	5	21	14	14	14	14
Aktywa	279	419	436	572	634	703
Kapitał własny	133	67	84	104	125	150
Kapitał zakładowy	42	42	42	42	42	42
Pozostałe	83	12	38	42	56	76
Zysk (strata) netto	7	13	4	20	26	32
Kapitały mniejszości	82	115	125	155	188	226
Zobowiązania długoterminowe	19	159	134	211	211	212
Zobowiązania oprocentowane	18	84	87	164	164	165
Pozostałe	1	76	48	48	48	48
Zobowiązania krótkoterminowe	45	77	92	102	110	115
Zobowiązania oprocentowane	5	15	33	33	33	33
Zobowiązania handlowe	19	33	26	36	44	49
Pozostałe	21	29	33	33	33	33
Pasywa	279	419	436	572	634	703
Kapitał obrotowy netto	45	66	56	62	71	78
Dług netto	-89	9	6	128	101	47
Dług netto skor.	-52	7	20	81	66	35
Dług netto/EBITDA (x)	-2.5	0.1	0.1	1.5	1.0	0.4
Dług netto/kapitał własny (x)	-0.7	0.1	0.1	1.2	0.8	0.3
ROE (%)	6%	18%	21%	23%	23%	23%
ROA (%)	3%	5%	4%	4%	4%	5%
Cykl konwersji gotówki (dni)	137	103	100	86	89	93
Cykl rotacji zapasów (dni)	-8	-1	-1	-1	-1	-1
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	101	72	70	59	59	61
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-44	-32	-30	-28	-30	-32

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przeplwy z działalności operacyjnej	26	46	55	61	70	83
Zysk (strata) netto	7	13	4	20	26	32
Amortyzacja	8	13	14	17	20	21
Zmiany w kapitale obrotowym	1	-21	10	-5	-10	-7
Zmiana zapasów	4	0	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-8	-36	17	-15	-18	-11
Zmiana zobowiązań handlowych	4	14	-7	10	9	4
Pozostałe	9	41	27	29	33	38
Przeplwy z działalności inwestycyjnej	-28	-127	-20	-174	-28	-14
CAPEX	-12	-27	-12	-7	-12	-14
Pozostałe	-16	-100	-8	-167	-17	0
Przeplwy z działalności finansowej	90	59	-12	68	-15	-14
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	97	69	15	77	0	1
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	-4	-4	-12	0	-6	-6
Pozostałe	-4	-6	-14	-9	-9	-9
Przeplwy pieniężne netto	88	-22	24	-45	27	56
Środki pieniężne na początek okresu	24	111	89	113	68	95
Środki pieniężne na koniec okresu	111	89	113	68	95	151

Źródło: Spółka, Trigon DM

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



**NAGRŃDY
PSIK**
2023

CEE EQUITY RESEARCH

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

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

Grzegorz Balcerski
Gaming

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

Volodymyr Shkuropat
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 wybranym 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 dyrektywy 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 liczbie 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.

Mażza Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży 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 – AILLERON S.A.

KUPIJ – 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 oznaczone 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 przejęcia 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 progno wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

[Jako podstawy wyceny lub metodok oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto DCF i grupę porównawczą.](#)

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

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał 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.

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 w wypowiedziach 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 wyznaczając 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.

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 organizację, 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 utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

między Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi 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

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną 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 zajmuje 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 sporządzeniu 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, lub 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 przestrzegać.

Przyjmując 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, 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, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 25.09.2024 godz. 8:00

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 25.09.2024 godz.: 8:10