

# XTB

## Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

### Przeskok do wyższej ligi

Cena docelowa: 31,8 PLN

Potencjał wzrostu: 37%

Podnosimy naszą wycenę XTB o 19% do 31,8 PLN na akcję i podtrzymujemy rekomendację 'Kupuj', która oferuje 37% potencjału wzrostu w perspektywie 12 miesięcy. Utrzymująca się wysoka zmienność, bardzo dobre wyniki za ostatnie dwa kwartały i utrwalenie korzystnej struktury przychodów przekonują nas do podniesienia długoterminowych założeń modelowych odnośnie średniej rentowności na lata. Spółka ewidentnie odskoczyła konkurencji w ostatnich kwartałach, a z nową kampanią marketingową może wykonać kolejny skok do przodu. Uważamy, że w III kw.'22 spółka ma szansę osiągnąć niemal 200mln PLN zysku netto, a cały rok może zamknąć się zyskiem w okolicach 750-800mln PLN. Potencjał dywidendowy na przyszły rok robi się spektakularny.

**Utrwalenie korzystnej struktury przychodów.** Z punktu widzenia długoterminowych prognoz dla spółki najważniejsza jest dla nas zdolność do generowania powtarzalnych zysków przy danej bazie klientowskiej. Ta zależy od wolumenu obrotu oraz jego rentowności. Wolumen uzależniony jest głównie od zmienności, więc nie pozostaje nam nic innego jak założyć na przyszłość jego spadek wraz z zakładanym powrotem zmienności rynków do długoterminowych średnich. Od 2018 spółka raz do roku w raporcie rocznym podaje strukturę rentowności w podziale na przychody powtarzalne (spreads, swapy, prowizje i opłaty) oraz market making. Ostatnio podzieliła się nią również za 1H'22. Do tej pory zakładaliśmy na przyszłość średnią z całego dostępnego okresu, ale widać w nim wyraźne dwa różne światy. W okresie 2018-19 powtarzalne przychody wynosiły 104-113 PLN/lot, a w okresie 2020-1H'22 było to już 176-191 PLN/lot. Uznaliśmy, że nowszy okres jest bardziej reprezentatywny na przyszłość, dlatego podnosimy założenie średniej rentowności z powtarzalnych przychodów do 184 PLN/lot z 160 PLN/lot poprzednio. Wynika to z powrotu pobierania swapów, popularyzacji indywidualnego inwestowania, wprowadzeniu kryptowalut do oferty, zmiany mixu obrotu w stronę towarów i indeksów oraz zmiana struktury klientów po wprowadzeniu oferty darmowego tradingu na akcjach. Do tego dochodzi średni wynik z market makingu na poziomie 34 PLN/lot, więc łączna rentowność wynosi 218 PLN/lot. Market making stanowi zatem 15% zakładanych przychodów.

**Spółka odskakuje konkurencji.** Spółka nie zwalnia tempa w akwizycji nowych klientów. W 2021 celem spółki było pozyskiwanie co najmniej 35 tysięcy nowych klientów kwartalnie (faktycznie spółka pozyskała 189tys. klientów), w tym założeniem minimum jest 40 tysięcy kwartalnie, a po dwóch kwartałach było to już 101tys. Nadal nie możemy uwierzyć w trwałe utrzymanie takiej skali akwizycji nowych klientów, dlatego w długim terminie obniżamy ją do 80 tysięcy rocznie, co stabilizuje nam wyniki w pod koniec okresu prognozy. Takie podejście pozostawia sporo upsidu biorąc pod uwagę ostatnie osiągnięcia spółki. Jedno jest pewne, że spółka skutecznie odskakuje konkurencji. Dobrym przykładem jest Plus500, który podobnie jak XTB publikuje co kwartał te statystyki. Od ostatnich czterech kwartałów XTB pozyskuje kwartalnie średnio 50% więcej nowych klientów niż Plus500, a w 2Q'22 liczba aktywnych klientów w XTB po raz pierwszy przekroczyła tę w Plus500. Kiedyś przewaga Plus500 była 2-3 krotna. Z takim tempem rozwoju XTB powinno być notowane ze sporą premią do Plus500, a jest wręcz odwrotnie i wskaźniki XTB są 10% niższe.

**Prognoza wyników na III kw.'22.** Zakładamy pozyskanie 40tys. nowych klientów oraz wzrost liczby aktywnych klientów kw/kw do 159tys. Szacowany przez nas wolumen obrotu w lotach wynosi 1462tys., 2% niżej kw/kw. Pierwsza połowa roku postawiła wysoko poprzeczkę jeśli chodzi o rentowność obrotu. Podwyższona zmienność skłania nas jednak do utrzymania ponadprzeciętnej rentowności na lata na poziomie 246 PLN, ale nadal implikuje to spadek o 10% kw/kw. Średni koszt pozyskania nowego klienta szacujemy na 1114 PLN – spadek o 7% kw/kw. Zakładamy kolejny kwartał z wysoką kontrybucją przychodów finansowych (osłabienie PLN, wzrost oprocentowania depozytów), dzięki czemu zysk netto może sięgnąć 200mln PLN.

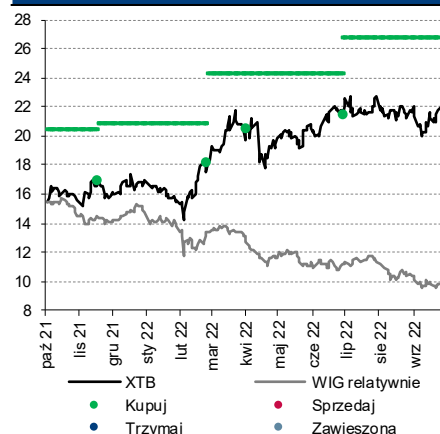
mIn PLN	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	239	798	626	1 427	964	999
EBITDA	72	523	286	904	465	501
EBIT	65	516	277	893	454	490
Zysk netto	58	402	238	764	381	410
EPS (PLN)	0,5	3,4	2,0	6,5	3,2	3,5
DPS (PLN)	0,17	0,24	1,79	1,50	4,88	2,44
P/E (x)	47,2	6,8	11,5	3,6	7,1	6,6
EV/EBITDA (x)	31,0	3,4	6,3	1,2	2,8	2,4
P/BV (x)	5,5	3,1	3,0	1,8	2,1	1,9
DY (%)	0,7%	1,0%	7,7%	6,5%	21,0%	10,5%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

#### DANE SPÓŁKI

Ticker	XTB		
Sektor	Finanse inne		
Kurs (PLN)	23,16		
52 tyg. min/max (PLN)	13,7 / 23,74		
Liczba akcji (mln szt.)	117,4		
Kapitalizacja (mln PLN)	2 719		
Free-float	33,0%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	4,27		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,7%	5,0%	50,4%

#### KURS NA TLE WIG



#### HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	20.07.2022	26,8
Kupuj	22.04.2022	24,4
Kupuj	18.03.2022	24,4
Kupuj	08.12.2021	21,0
Kupuj	20.10.2021	20,5
Kupuj	19.07.2021	24,1

#### AKCJONARIAT

	Udział %
XXZW Investment Group	67,0%

#### WAŻNE DATY

Raport za III kw.'22	08.11.2022
----------------------	------------

#### ANALITYK

Maciej Marciniowski  
maciej.marciniowski@trigon.pl

**XTB**

Bloomberg ticker

XTB PW

**Rekomendacja**  
**Cena docelowa (PLN)**

**Kupuj**  
**31,8**

**Kurs (PLN)**  
**Potencjał wzrostu**

**23,2**  
**37%**

Poprzednia rekomendacja  
Poprzednia cena docelowa (PLN)

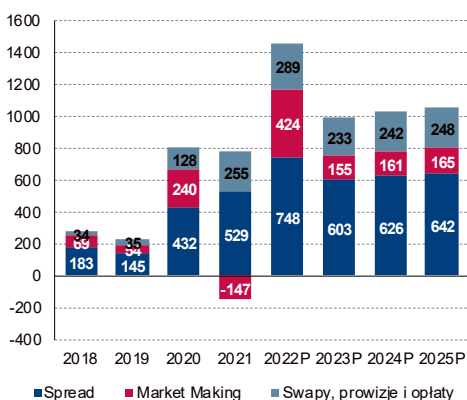
Kupuj  
26,8

Liczba akcji (mln)  
Kapitalizacja (mln PLN)  
EV (mln PLN)

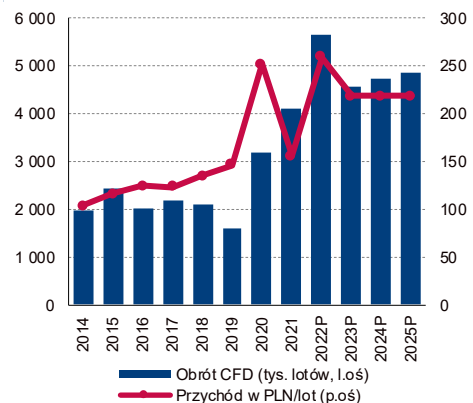
117,4  
2 719  
1 805

Maciej Marcinowski  
maciej.marcinowski@trigon.pl

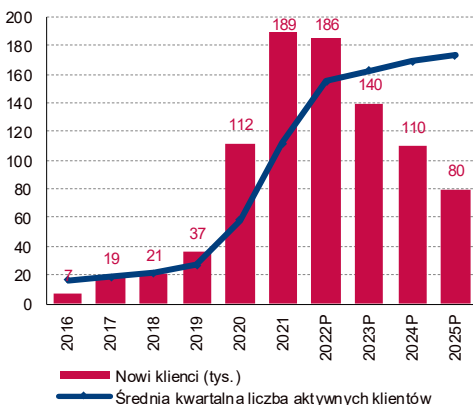
**Struktura przychodów w podziale na źródła [PLNm]**



**Wolumen obrotu CFD i rentowność na lota**



**Statystyki klientów spółki**



**Wskaźniki rynkowe**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
P/E (x)	6,8	11,5	3,6	7,1	6,6
P/E skor. (x)	6,8	11,5	3,6	7,1	6,6
P/BV (x)	3,1	3,0	1,8	2,1	1,9
EV/EBITDA (x)	3,4	6,3	1,2	2,8	2,4
FCF Yield (%)	17,1%	7,0%	31,3%	14,0%	15,1%
DY (%)	1,0%	7,7%	6,5%	21,0%	10,5%

**Wskaźniki finansowe**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
EPS (PLN)	3,4	2,0	6,5	3,2	3,5
EPS skor. (PLN)	3,4	2,0	6,5	3,2	3,5
DPS (PLN)	0,2	1,8	1,5	4,9	2,4
Współczynnik wypłaty dywidendy (%)		52%	74%	75%	75%
BVPS (PLN)	7,6	7,8	12,8	11,2	12,2
Liczba akcji (mln)	117,4	117,4	117,4	117,4	117,4
Kapitalizacja (mln PLN)	2 723	2 723	2 723	2 723	2 723
EV (mln PLN)	1 791	1 809	1 124	1 316	1 192

**Rachunek zysków i strat (mln PLN)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>798</b>	<b>626</b>	<b>1 427</b>	<b>964</b>	<b>999</b>
Koszty operacyjne	-282	-349	-534	-510	-510
<b>EBITDA</b>	<b>523</b>	<b>286</b>	<b>904</b>	<b>465</b>	<b>501</b>
Amortyzacja	-8	-9	-11	-12	-12
<b>EBIT</b>	<b>516</b>	<b>277</b>	<b>893</b>	<b>454</b>	<b>490</b>
Zysk brutto	499	290	938	471	507
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0
Zysk netto	402	238	764	381	410
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>402</b>	<b>238</b>	<b>764</b>	<b>381</b>	<b>410</b>

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>469,1</b>	<b>199,0</b>	<b>884,7</b>	<b>393,1</b>	<b>422,4</b>
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-384,2</b>	<b>54,9</b>	<b>-38,7</b>	<b>-11,6</b>	<b>-11,9</b>
CAPEX	-4,7	-8,0	-31,3	-11,6	-11,9
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-32,8</b>	<b>-216,2</b>	<b>-157,9</b>	<b>-572,8</b>	<b>-286,1</b>
Dywidenda/buy back	-28,2	-210,1	-176,1	-572,8	-286,1
FCF	464,5	191,0	853,4	381,4	410,5
Przeptywy pieniężne netto	52,1	37,7	688,1	-191,3	124,4

**Bilans (mln PLN)**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>4 134,1</b>	<b>3 977,1</b>	<b>4 238,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	13,3	16,2	35,6	35,6	35,6
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,6	1,2	1,2	1,2
Należności handlowe	1 288,9	2 137,0	2 415,9	2 450,2	2 587,0
Instrumenty dłużne	398,6	331,9	347,1	347,1	347,1
Gotówka	542,2	589,4	1 277,5	1 086,1	1 210,6
<b>Pasywa</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>4 134,1</b>	<b>3 977,1</b>	<b>4 238,3</b>
Kapitał własny	888,3	915,6	1 503,2	1 311,8	1 436,3
Kapitały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	1 299,9	2 138,2	2 461,2	2 495,5	2 632,3
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Dług netto	-932,2	-913,9	-1 599,0	-1 407,7	-1 531,1
Kapitał obrotowy netto	-11,0	-1,2	-45,3	-45,3	-45,3

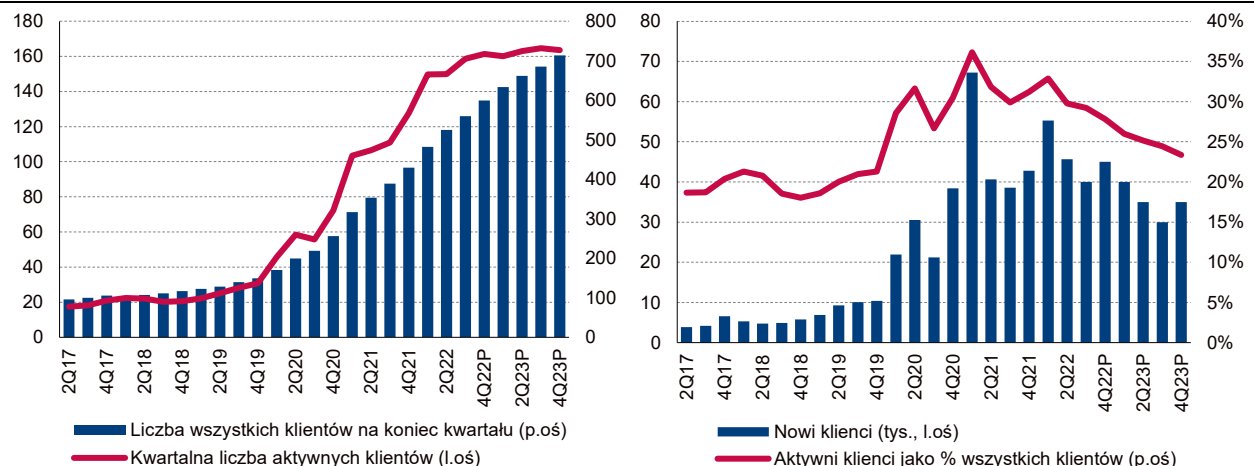
**Wskaźniki operacyjne**

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
wzrost sprzedaży (%)	-17%	233%	-22%	128%	-32%
wzrost kosztów (%)	1%	62%	24%	53%	-4%
wzrost EPS (%)	-43%	597%	-41%	221%	-50%
marża EBITDA (%)	65,6%	45,7%	63,4%	48,3%	50,2%
marża EBIT (%)	64,7%	44,2%	62,6%	47,1%	49,0%
marża netto (%)	50,4%	38,0%	53,5%	39,6%	41,1%
ROE (%)	12,2%	58,3%	26,4%	63,1%	27,1%
ROA (%)	5,5%	23,5%	8,8%	21,0%	9,4%
Koszty/Przychody (%)	35%	56%	37%	53%	51%
Kapitał własny/aktywa (%)	39%	29%	36%	33%	34%
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Dług netto/EBITDA (x)	-1,8	-3,2	-1,8	-3,0	-3,1
Fundusze własne	409	529	660	718	909
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4120	1665	2029
Bufory kapitałowe	69	75	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	16%	43%	45%

Źródło: Spółka, Trigon DM

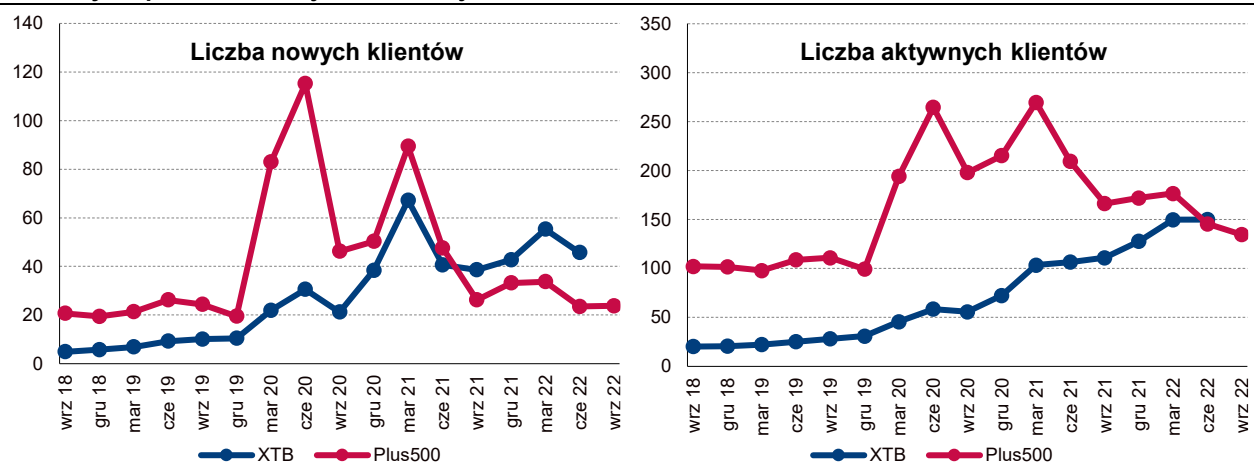
## Założenia operacyjne

Kluczowy dla wyników jest rozwój bazy klientów...



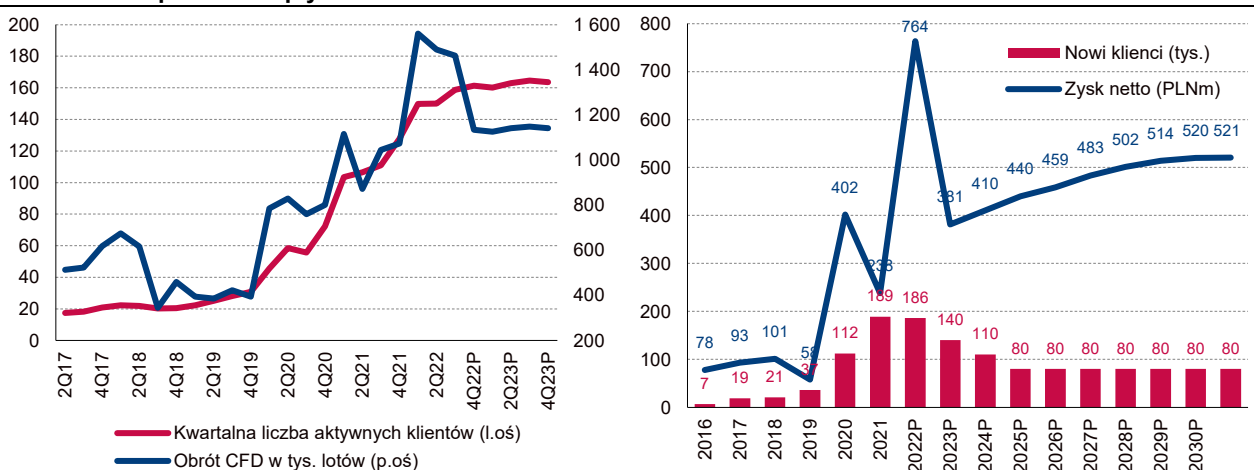
Źródło: XTB, Trigon DM

...w którym spółka odskakuje konkurencji...



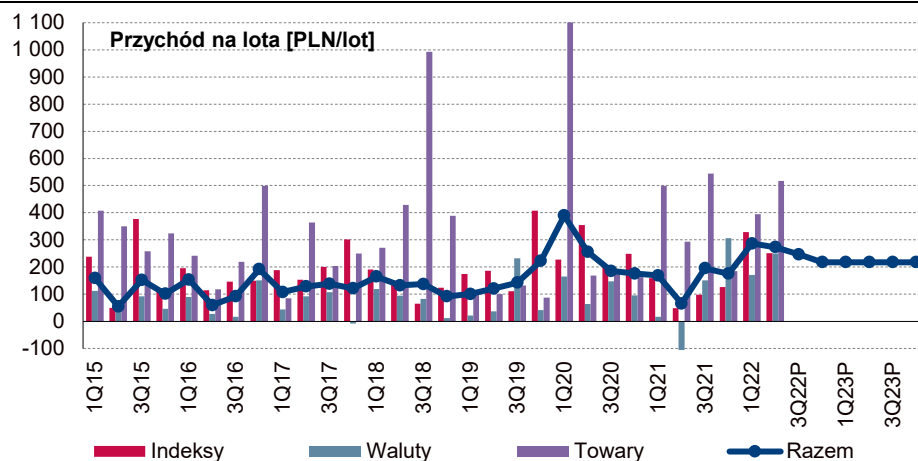
Źródło: XTB, Plus500, Trigon DM

...a ma on bezpośredni wpływ na wolumen obrotu



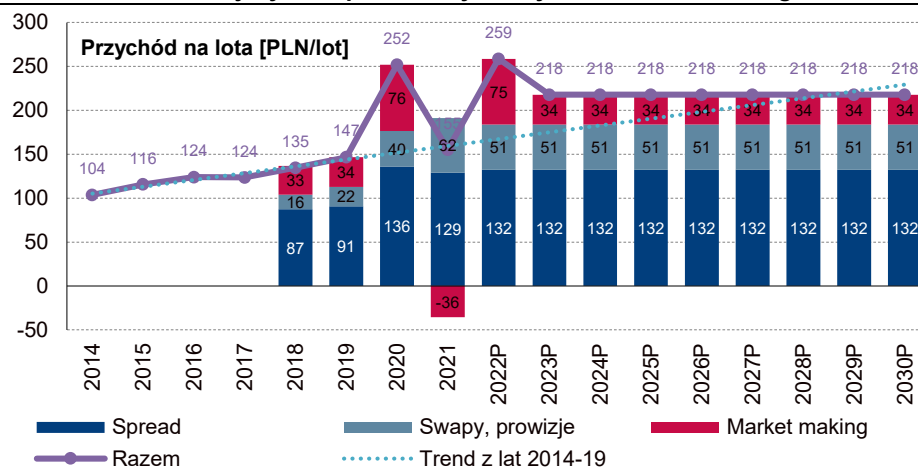
Źródło: XTB, Trigon DM

**Oprócz wolumenów liczy się również rentowność obrotu...**



Źródło: XTB, Trigon DM

**...która w coraz mniejszym stopniu zależy od wyniku z market makingu**



Źródło: XTB, Trigon DM

## Zmiana prognoz

**XTB: Zmiana prognoz rocznych wyników**

Zmiany prognoz mIn PLN	2022P			2023P			2024P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	<b>1 427</b>	1 199	19%	<b>964</b>	844	14%	<b>999</b>	877	14%
EBITDA	<b>904</b>	726	24%	<b>465</b>	408	14%	<b>501</b>	444	13%
EBIT	<b>893</b>	715	25%	<b>454</b>	396	15%	<b>490</b>	432	13%
Zysk netto	<b>764</b>	581	31%	<b>381</b>	322	19%	<b>410</b>	350	17%

Źródło: Trigon DM

## Wycena dochodowa

Jako metodę wyceny dochodowej stosujemy model zdyskontowanych dywidend (DDM). Uważamy, że dla spółki finansowej, działającej na regulowanym rynku metoda ta jest najlepsza, podobnie jak dla wyceny banków. Z uwagi na określone wymogi kapitałowe spółki takie nie mogą w pełni dysponować posiadaną gotówką, więc kluczowe jest to co może trafić z powrotem do akcjonariuszy w postaci dywidendy.

### Założenia do wyceny:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,5%,
- Premia za ryzyko 5,5% (spółka wchodzi w skład indeksu mWIG40),
- Beta nielewarowana na poziomie 1,2x,
- Podstawowe KPI:

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Nowi klienci [tys.]	21	37	112	189	186	140	110	80	80	80	80	80	80	80
Klienci na koniec okresu [tys.]	117	149	256	429	600	713	794	840	880	914	942	963	979	989
Srednia kwartalna liczba aktywnych klientów [tys.]	21	27	58	112	155	163	169	173	180	187	194	199	203	206
Wolumen obrotu CFD [tys. lotów]	2 095	1 597	3 175	4 105	5 646	4 556	4 724	4 846	5 030	5 246	5 426	5 570	5 679	5 754
Rentowość obrotu CFD [PLN/lot]	135	147	252	155	259	218	218	218	218	218	218	218	218	218

### XTB: Wycena DDM

mIn PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	>2031P
EPS	6,5	3,2	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,4	4,4	4,4	
DPS	1,5	4,9	2,4	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3	4,4
Stopa wypłaty dywidendy	74%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	100%
ROE	63,1%	27,1%	29,9%	29,3%	28,1%	27,4%	26,3%	25,1%	23,9%	22,5%	22,5%
Koszt kapitału	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Współczynnik Tier 1	43,1%	44,8%	52,6%	55,8%	60,7%	63,9%	68,1%	72,0%	76,3%	80,6%	
Kapitał nadwyżkowy ponad T1 14% (mIn PLN)	485	625	758	872	996	1 119	1 249	1 377	1 506	1 632	

Stopa wzrostu DPS (g)	0,0%
PV strumienia dywidend 2022-2031P	14,6
Wartość rezydualna dywidend	33,8
PV w wartości rezydualnej dywidend	8,7
PV kapitału nadwyżkowego w 2031P na akcję	4,1
<b>Wartość wewnętrzna (1.01.2022)</b>	<b>27,4</b>
Miesiąc	10
Wartość wewnętrzna (obecnie)	30,3
<b>12M cena docelowa</b>	<b>34,3</b>

		Analiza wrażliwości wyceny				
		Stopa wolna od ryzyka				
Stopa wzrostu (g)		5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
	-1,0%	36,1	34,7	33,5	32,3	31,2
	-0,5%	36,6	35,2	33,9	32,7	31,6
	<b>0,0%</b>	<b>37,2</b>	<b>35,7</b>	<b>34,3</b>	<b>33,1</b>	<b>31,9</b>
	0,5%	37,8	36,2	34,8	33,5	32,3
1,0%	38,5	36,8	35,4	34,0	32,7	

Źródło: Trigon DM

W wycenie zakładamy stopę wypłaty dywidendy na poziomie 75% w okresie szczegółowej prognozy 2022-31. Spółka musi utrzymywać współczynnik wypłacalności na minimum 8%, a do wypłaty 75% dywidendy wystarczy wykazać poziom 14% na koniec roku. Spółka może swobodnie sterować poziomem współczynnika kapitałowego ograniczając ekspozycję na ryzyko poprzez hedging w zewnętrznych instytucjach. W okresie rezydualnym zerujemy wzrost spółki (g=0%), co pozwala założyć 100% dywidendy po okresie prognozy (wymóg to 14% Tier 1 na koniec każdego kwartału). Wygenerowany kapitał nadwyżkowy ponad Tier 1 14% jest dyskontowany i dodawany do wyceny.

## Wycena porównawcza

Na giełdzie w Londynie notowanych jest trzech bliskich konkurentów XTB i do tych spółek ograniczamy naszą analizę porównawczą. Do wyceny porównawczej wykorzystujemy dwa zestawy wskaźników:

- 1) Wycena na podstawie mediany wskaźnika P/E dla lat 2022-24P.
- 2) Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2022-24P.

Ostateczna wycena porównawcza jest średnią z dwóch powyższych metod. Każdej z nich przypisujemy równą wagę 50%

### Wskaźniki spółek z grupy porównawczej

Spółka	Kapitalizacja (m ln EUR)	P/E			EV/EBITDA			DY		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
CMC Markets PLC	711	11,9	9,1	8,3	5,3	4,1	3,6	5,6%	4,2%	5,5%
Plus500 Ltd	1 864	5,1	7,8	6,9	1,9	3,0	2,8	5,7%	5,6%	3,4%
IG Group Holdings PLC	3 607	8,1	7,9	7,2	3,2	3,0	2,8	5,9%	6,2%	6,3%
<b>Mediana</b>		<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,5%</b>
<b>XTB</b>	<b>571</b>	<b>3,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>6,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>10,5%</b>
Premia/dyskonto		-56%	-9%	-9%	-38%	27%	27%	15%	277%	91%

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Wskaźniki dla XTB są przyjęte zgodnie z naszymi projekcjami. Wartości wskaźników wszystkich spółek z grupy porównawczej przedstawiają konsensus Bloomberg. Nie dokonywaliśmy korekty o zdarzenia jednorazowe.

### XTB: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2022P	2023P	2024P	Średnia
P/E	52,8	25,6	25,3	<b>34,5</b>
EV/EBITDA	32,4	19,9	19,9	<b>24,1</b>
<b>Średnia</b>	<b>42,6</b>	<b>22,7</b>	<b>22,6</b>	<b>29,3</b>

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

## Podsumowanie wycen

### XTB: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wycena (PLN)	Waga
DDM	34,3	50%
Porównawcza	29,3	50%
<b>12M cena docelowa</b>	<b>31,8</b>	
Potencjał w zroście	37%	

Źródło: Trigon DM

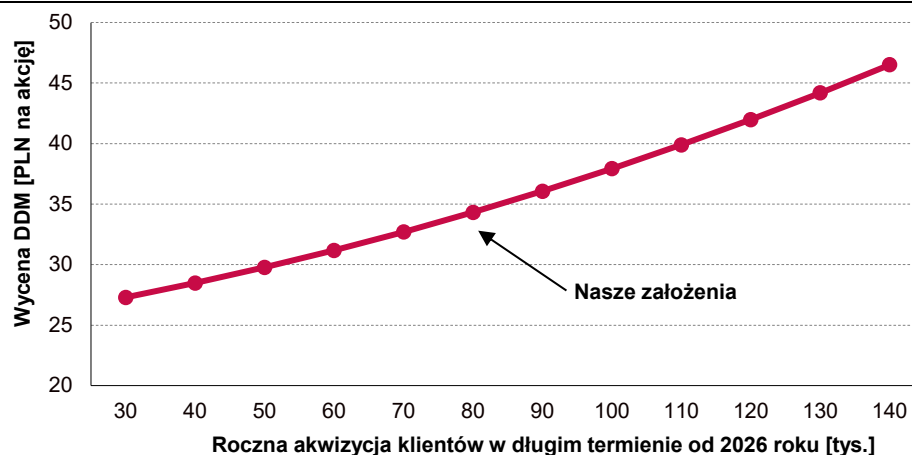
### Porównanie wskaźników XTB przy obecnym kursie i na naszej cenie docelowej

	P/E			EV/EBITDA			DY		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Wskaźniki bazujące na cenie bieżącej</b>									
	3,6	7,1	6,6	1,2	2,8	2,4	6,5%	21,0%	10,5%
<b>Wskaźniki bazujące na cenie docelowej</b>									
	4,9	9,8	9,1	2,4	5,0	4,4	4,7%	15,3%	7,7%

Źródło: Trigon DM

## Analiza wrażliwości

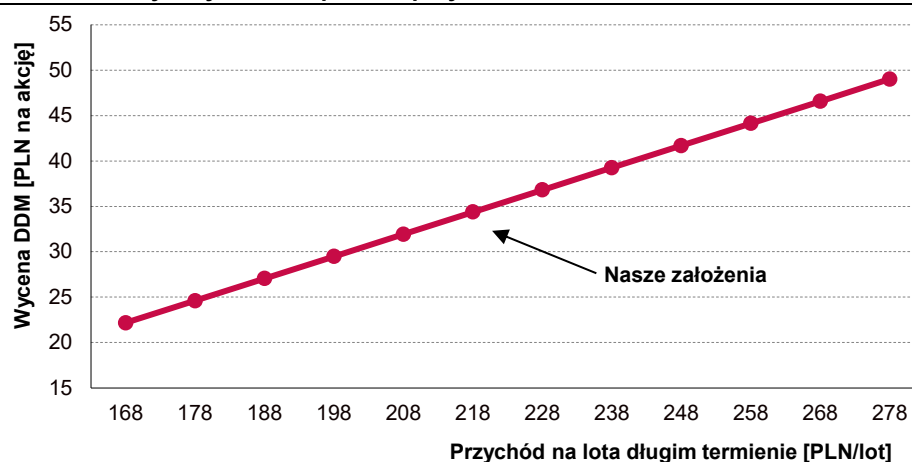
### Wrażliwość wyceny DDM na poziom akwizycji klientów



Źródło: Trigon DM

Spadek poziomu akwizycji nowych klientów w kierunku zera ma coraz mniejszy negatywny wpływ na wycenę. Wynika to z faktu, iż zmienną egzogeniczną jest zakładana roczna akwizycja nowych klientów w długim terminie (od 2026 roku), a założenia na lata 2022-25 są niezmiennie. W związku z tym wartość bieżąca dywidend z zysków za lata 2021-25 oraz baza klientów wypracowana przez te lata stabilizuje powyższą wrażliwość wyceny w jej dolnych przedziałach.

### Wrażliwość wyceny DDM na poziom przychodu na lota



Źródło: Trigon DM

Powyżej przedstawiamy wrażliwość naszej wyceny DDM na zakładany średni poziom rentowności na lota, przy innych warunkach nie zmienionych. Każda zmiana o 10 PLN/lot zmienia wycenę o ok. 2,4 PLN na akcję.



**Rachunek wyników (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>239,3</b>	<b>797,8</b>	<b>625,6</b>	<b>1 426,7</b>	<b>963,9</b>	<b>999,2</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-173,9</b>	<b>-282,0</b>	<b>-348,8</b>	<b>-534,0</b>	<b>-510,3</b>	<b>-509,7</b>
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-86,0	-119,1	-131,3	-190,9	-192,8	-198,6
Marketing	-37,7	-87,7	-120,1	-205,6	-175,6	-163,8
Koszty prowizji	-8,3	-22,5	-36,2	-53,8	-53,3	-56,9
Pozostałe usługi obce	-24,6	-29,4	-38,4	-46,3	-50,3	-51,3
Amortyzacja	-6,8	-7,8	-8,9	-11,3	-11,6	-11,9
Pozostałe	-10,4	-15,4	-13,9	-26,2	-26,7	-27,2
<b>EBITDA</b>	<b>72,2</b>	<b>523,5</b>	<b>285,7</b>	<b>904,0</b>	<b>465,3</b>	<b>501,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>65,4</b>	<b>515,7</b>	<b>276,8</b>	<b>892,7</b>	<b>453,7</b>	<b>489,6</b>
Wynik na działalności finansowej	4,0	-17,0	13,6	44,8	17,2	17,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>69,4</b>	<b>498,7</b>	<b>290,5</b>	<b>937,6</b>	<b>470,9</b>	<b>506,8</b>
Podatek dochodowy	-11,7	-96,6	-52,6	-173,9	-89,5	-96,3
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>57,7</b>	<b>402,1</b>	<b>237,8</b>	<b>763,7</b>	<b>381,4</b>	<b>410,5</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>57,7</b>	<b>402,1</b>	<b>237,8</b>	<b>763,7</b>	<b>381,4</b>	<b>410,5</b>

marża EBITDA	30,2%	65,6%	45,7%	63,4%	48,3%	50,2%
marża EBIT	27,3%	64,7%	44,2%	62,6%	47,1%	49,0%
marża netto	24,1%	50,4%	38,0%	53,5%	39,6%	41,1%

zmiana przychodów r./r.	-17%	233%	-22%	128%	-32%	4%
zmiana kosztów r./r.	1%	62%	24%	53%	-4%	0%
zmiana EBITDA r./r.	-40%	625%	-45%	216%	-49%	8%
zmiana EBIT r./r.	-44%	688%	-46%	222%	-49%	8%
zmiana zysku netto r./r.	-43%	597%	-41%	221%	-50%	8%

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P
<b>Przychody</b>	<b>55,3</b>	<b>200,0</b>	<b>183,6</b>	<b>439,8</b>	<b>396,4</b>	<b>350,4</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>-76,4</b>	<b>-84,8</b>	<b>-100,7</b>	<b>-131,0</b>	<b>-136,8</b>	<b>-129,0</b>
Wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-27,8	-37,2	-35,4	-46,5	-46,5	-51,2
Marketing	-25,1	-24,8	-37,2	-50,7	-54,7	-44,6
Podatki i opłaty	-8,1	-8,6	-9,8	-13,3	-14,3	-13,0
Pozostałe usługi obce	-10,2	-8,2	-11,3	-11,4	-11,0	-11,5
Amortyzacja	-2,4	-2,3	-2,3	-2,9	-2,8	-2,8
Pozostałe	-2,9	-3,7	-4,7	-6,4	-7,5	-5,9
<b>EBITDA</b>	<b>-18,7</b>	<b>117,5</b>	<b>85,2</b>	<b>311,6</b>	<b>262,4</b>	<b>224,3</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>-18,7</b>	<b>117,5</b>	<b>85,2</b>	<b>311,6</b>	<b>262,4</b>	<b>224,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>-21,1</b>	<b>115,3</b>	<b>82,9</b>	<b>308,8</b>	<b>259,7</b>	<b>221,5</b>
Wynik na działalności finansowej	-8,9	12,9	1,4	-0,1	17,3	23,6
<b>Zysk brutto</b>	<b>-29,9</b>	<b>128,2</b>	<b>84,2</b>	<b>308,6</b>	<b>277,0</b>	<b>245,0</b>
Podatek dochodowy	5,9	-23,9	-15,7	-56,0	-50,1	-46,6
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>-24,0</b>	<b>104,3</b>	<b>68,5</b>	<b>252,6</b>	<b>226,9</b>	<b>198,5</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>-24,0</b>	<b>104,3</b>	<b>68,5</b>	<b>252,6</b>	<b>226,9</b>	<b>198,5</b>

marża EBITDA	-	58,8%	46,4%	70,9%	66,2%	64,0%
marża EBIT	-	57,6%	45,1%	70,2%	65,5%	63,2%
marża netto	-	52,1%	37,3%	57,4%	57,2%	56,6%

zmiana przychodów r./r.	-73,9%	43,3%	31,2%	135,6%	616,8%	75,2%
zmiana kosztów r./r.	16,2%	41,0%	20,4%	50,8%	79,0%	52,1%
zmiana EBITDA r./r.	-	44,5%	45,7%	206,3%	-	90,8%
zmiana EBIT r./r.	-	45,0%	47,0%	209,4%	-	92,1%
zmiana zysku netto r./r.	-	52,5%	70,3%	183,7%	-	90,3%

Źródło: Spółka, Trigon DM



**Bilans (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>14,8</b>	<b>13,9</b>	<b>16,8</b>	<b>36,7</b>	<b>36,7</b>	<b>36,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	14,2	13,3	16,2	35,6	35,6	35,6
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,6	0,6	1,2	1,2	1,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 124,1</b>	<b>2 269,6</b>	<b>3 131,0</b>	<b>4 097,4</b>	<b>3 940,4</b>	<b>4 201,6</b>
Instrumenty dłużne	14,9	398,6	331,9	347,1	347,1	347,1
Należności handlowe	600,9	1 288,9	2 137,0	2 415,9	2 450,2	2 587,0
Pozostałe	24,0	39,9	72,6	56,9	56,9	56,9
Gotówka	484,4	542,2	589,4	1 277,5	1 086,1	1 210,6
<b>Aktywa</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>4 134,1</b>	<b>3 977,1</b>	<b>4 238,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>490,7</b>	<b>888,3</b>	<b>915,6</b>	<b>1 503,2</b>	<b>1 311,8</b>	<b>1 436,3</b>
Kapitał zakładowy	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Pozostałe	427,2	480,3	671,9	733,6	924,5	1 019,9
Zysk (strata) netto	57,7	402,1	237,8	763,7	381,4	410,5
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>10,8</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>
Zobowiązania oprocentowane	10,8	8,7	7,4	25,6	25,6	25,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>637,4</b>	<b>1 386,6</b>	<b>2 224,7</b>	<b>2 605,3</b>	<b>2 639,7</b>	<b>2 776,5</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Zobowiązania handlowe	597,3	1 299,9	2 138,2	2 461,2	2 495,5	2 632,3
Pozostałe	40,1	86,7	86,5	144,2	144,2	143,2
<b>Pasywa</b>	<b>1 138,9</b>	<b>2 283,5</b>	<b>3 147,7</b>	<b>4 134,1</b>	<b>3 977,1</b>	<b>4 238,3</b>
Kapitał obrotowy netto	3,6	-11,0	-1,2	-45,3	-45,3	-45,3
Dług netto	-488,5	-932,2	-913,9	-1 599,0	-1 407,7	-1 531,1
Dług netto skor.	-488,5	-932,2	-913,9	-1 599,0	-1 407,7	-1 531,1
Dług netto/EBITDA (x)	-6,8	-1,8	-3,2	-1,8	-3,0	-3,1
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
ROE (%)	12%	58%	26%	63%	27%	30%
ROA (%)	5%	23%	9%	21%	9%	10%
Fundusze własne	409	529	660	718	909	1033
Łączna ekspozycja na ryzyko	2563	2836	4120	1665	2029	1965
Bufory kapitałowe	69	75	0	0	0	0
Łączny współczynnik kapitałowy (%)	13%	16%	16%	43%	45%	53%

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>60,6</b>	<b>469,1</b>	<b>199,0</b>	<b>884,7</b>	<b>393,1</b>	<b>422,4</b>
Zysk (strata) netto	57,7	402,1	237,8	763,7	381,4	410,5
Amortyzacja	6,8	7,8	8,9	11,3	11,6	11,9
Zmiany w kapitale obrotowym	19,0	66,7	54,0	216,0	-7,5	28,6
Zmiana należności handlowych	-106,9	-562,8	-753,3	-113,1	-40,2	-101,2
Zmiana zobowiązań handlowych	126,0	629,5	807,2	329,1	32,7	129,9
Pozostałe	-22,9	-7,4	-101,7	-106,3	7,5	-28,6
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-18,1</b>	<b>-384,2</b>	<b>54,9</b>	<b>-38,7</b>	<b>-11,6</b>	<b>-11,9</b>
CAPEX	-3,3	-4,7	-8,0	-31,3	-11,6	-11,9
Pozostałe	-14,8	-379,5	62,9	-7,5	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-24,9</b>	<b>-32,8</b>	<b>-216,2</b>	<b>-157,9</b>	<b>-572,8</b>	<b>-286,1</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0,0	-2,1	-1,2	18,2	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-20,0	-28,2	-210,1	-176,1	-572,8	-286,1
Pozostałe	-4,9	-2,6	-4,8	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływ pieniężny netto</b>	<b>17,5</b>	<b>52,1</b>	<b>37,7</b>	<b>688,1</b>	<b>-191,3</b>	<b>124,4</b>
Środki pieniężne na początek okresu	468,0	484,4	542,2	589,4	1 277,5	1 086,1
Środki pieniężne na koniec okresu	484,4	542,2	589,4	1 277,5	1 086,1	1 210,6

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

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

### Research:

**Grzegorz Kujawski**  
*Konsument, Finanse*

**Maciej Marcinowski**  
*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Koproń**  
*Gry komputerowe, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnologia*

**Michał Kozak**  
*Paliwa, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszcz**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

### Sales:

**Paweł Szczepański**

**Paweł Czupryński**

**Maciej Sanderek**

**Michał Sopiński**

**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 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 poczyniony 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 wypiętych na wsparcie działalności oraz utrzymanie 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 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 wypłacanej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka  
WACC - średni ważony koszt kapitału

#### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – X-Trade Brokers S.A.

KUPLIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

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 (data wskazana na wstępie dokumentu) 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: Maciej Marciniowski

#### Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych dywidend.

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.

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.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. 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. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitenta dywidendę. Członkowie władz Emitenta 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 Emitenta, 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 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 umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora 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. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. 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.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonych 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, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

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.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. 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.

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.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [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 ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 20 października 2022 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 października 2022 r., godz. 8:00.