

## Ailleron

### Duże przejęcie w USA, zgodnie z realizowaną strategią

**Przejęcie za 40,6mln USD amerykańskiej spółki Prosoft LLC.** Prosoft LLC to amerykański software house mający długoterminowe relacje z dużą grupą amerykańskich klientów oraz silny zespół sprzedażowy, którego brakowało w Software Mind do pozyskiwania kolejnych zleceń z USA. Zespoły Prosoft zlokalizowane są na zachodniej półkuli w strefie czasowej klientów z USA, w tym w Kostaryce, Hondurasie, Argentynie i Brazylii. Spółka nabyta przez SM powinna być konsolidowana od początku 2Q24. Szacujemy, że rocznie generuje 150-160mln PLN przychodów przy rentowności operacyjnej nieco ponad 10%, to jest górne kilkanaście mln PLN zysku operacyjnego. Ta duża transakcja pozwoli z nadwyżką zagospodarować pozostałą w Software Mind gotówkę na akwizycje. Na akcjonariuszy Ailleron przypada połowa kwoty zakupu, to jest 80mln PLN, czyli 6,5 PLN na akcję ALL. W wyniku przejęcia udział przychodów SM z USA wzrośnie do 50%, zmniejszy się też ryzyko wynikające z umocnienia PLN, co wpływało ostatnio negatywnie na marżę. Zarówno przychody jak i znaczna większość kosztów ponoszone są w przyjętym podmiocie w dolarze (zespoły w LatAm opłacane przeważnie w USD).

**Wycena i rekomendacja.** Początek roku nie przyniesie raczej przełomu w postrzeganiu spółki przez inwestorów, ale liczymy na pozytywne przyjęcie wyników od momentu konsolidacji amerykańskiego przejęcia to jest od początku 2Q24. Obniżamy nasze szacunki zysku netto z 24mln PLN do 16mln PLN w 2024 roku, ale nadal sądzimy, że spółka będzie stanie wygenerować wyższe marże w średniej perspektywie, po ustabilizowaniu się kursów walutowych. Nieznaczny spadek wyceny dotychczas posiadanego biznesu kompensuje w pewnym stopniu lekko pozytywny efekt przejęcia i w konsekwencji korygujemy naszą cenę docelową tylko o 1 PLN na akcję w dół i ustalamy cenę docelową na poziomie 25 PLN na akcję oraz podtrzymujemy rekomendację KUPUJ. Nasze szacunki nie uwzględniają wpływu ugody z bankiem Pekao.

**Prognozy 1Q24.** Zakładamy 17mln PLN przychodów w FinTechu i 101mln PLN w Software Mind, o 6% więcej r/r. Rentowność w Software Mind pozostanie raczej poniżej 10% z uwagi na umocnienie polskiej waluty, w szczególności średnio w kwartale o 9% r/r do USD i o 8% r/r do EUR. Efekt umocnienia r/r będzie już znacznie mniejszy od 2Q24. Wynik operacyjny prognozujemy na poziomie 7mln PLN, w tym spadek o prawie 40% r/r w Software Mind do 8mln PLN i stabilizację na poziomie -1mln PLN w FinTechu.

PLNm	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	v/y	q/q
Przychody	76.7	101.7	111.7	123.3	110.6	115.7	114.4	126.2	118.0	7%	-6%
EBITDA	12.2	10.2	18.8	20.0	15.6	13.7	10.7	10.1	11.1	-29%	11%
EBIT	9.4	7.0	15.5	16.2	11.9	9.8	7.9	6.0	6.9	-42%	16%
Zysk netto	-0.7	3.0	5.6	5.3	2.8	1.8	-3.9	3.6	1.3	-55%	-65%
P/E 12M trailing	37.7	23.9	15.0	14.1	11.2	12.0	31.0	43.0	66.7		
EV/EBITDA 12M trailing	11.9	11.1	9.1	8.1	7.5	7.6	8.5	9.9	10.7		
zmiana przychodów r/r	97%	120%	86%	73%	44%	14%	2%	2%	7%		
marża EBITDA	15.9%	10.0%	16.8%	16.2%	14.1%	11.8%	9.3%	8.0%	9.4%		
marża EBIT	12.3%	6.9%	13.9%	13.1%	10.8%	8.5%	6.9%	4.7%	5.9%		
marża netto	-	2.9%	5.0%	4.3%	2.6%	1.6%	-	2.9%	1.1%		

**Kupuj**  
(Poprzednia: Buy, 26 PLN)

**Cena docelowa: 25 PLN**

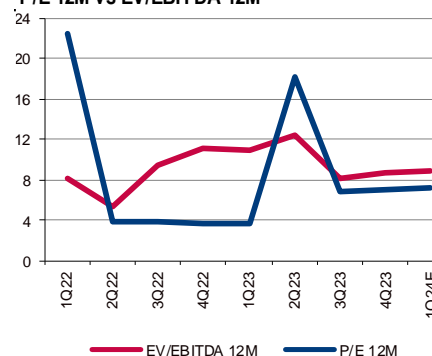
Cena bieżąca: 15.1 PLN

Potencjał wzrostu: 66%

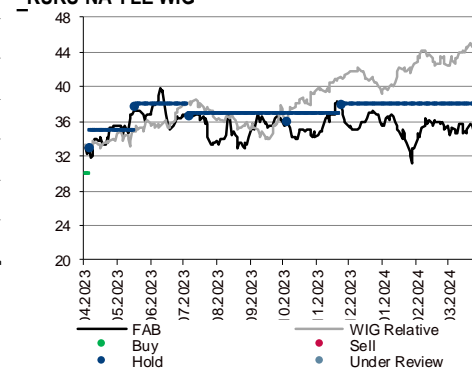
Raport za 1Q24  
22.05.2024

DANE SPÓŁKI	REKOMENDACJE	Data	Wycena
Ticker	FAB	Kupuj	11.12.2023 26
Sektor	TMT	Kupuj	23.10.2023 28
Kurs (PLN)	15.1	Kupuj	30.08.2023 26
52 tyg. min/max (PLN)	14 / 24.2		
Liczba akcji (mln szt.)	12.4		
Kapitalizacja (mln PLN)	187		
Free-float	1		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0.22		
Zmiana kursu	1M 3M 1Y		
	-0.8% -17.6% -25.5%		

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



KURS NA TLE WIG



PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	212	410.1	466.8	592.4	695.3	750.8
EBITDA	36	61.1	50.0	76.6	107.5	117.4
EBIT	27	48.2	35.5	55.3	83.2	92.6
Zysk netto	7	13.2	4.3	14.6	26.7	31.0
EPS (PLN)	0.60	1.1	0.4	1.2	2.2	2.5
DPS (PLN)	0.3	0.3	1.0	0.5	0.5	0.5
P/E (x)	25.2	14.1	43.0	12.8	7.0	6.0
EV/EBITDA (x)	3.8	8.1	9.8	7.7	5.2	4.5
P/BV (x)	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2	1.0
DY (%)	2.1%	2.1%	6.6%	3.3%	3.3%	3.3%

Wycena / Waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	24.8	100%	26.3	100%	-6%
Wycena porównawcza	37.9	0%	40.2	0%	-6%
SOTP	0.0	0%	0.0	0%	0%

Zmiany prognoz	2024E			2025E			2026E		
mIn PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	592.4	523.4	13%	695.3	613.9	13%	750.8	-	-
EBITDA	76.6	84.0	-9%	107.5	103.5	4%	117.4	-	-
EBIT	55.3	68.4	-19%	83.2	86.0	-3%	92.6	-	-
Zysk netto	14.6	24.0	-39%	26.7	30.6	-13%	31.0	-	-
P/E (x)	12.8	7.8		7.0	6.1		6.0	-	-
EV/EBITDA (x)	7.7	7.6		5.2	5.8		4.5	-	-
P/BV (x)	1.3			1.2			1.0	-	-
DY (%)	3.3%			3.3%			3.3%	-	-

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	14.1	43.0	12.8	7.0	6.0
P/E skor. (x)	10.5	11.7	12.8	7.0	6.0
P/BV (x)	1.3	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	8.1	9.8	7.7	5.2	4.5
EV/adj. EBITDA (x)	8.1	9.8	7.7	5.2	4.5
EV/Sprzedaż (x)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3
FCFF Yield (%)	2.5%	5.3%	4.2%	8.5%	11.0%
DY (%)	2.1%	6.6%	3.3%	3.3%	3.3%

Wskaźniki finansowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (PLN)	1.1	0.4	1.2	2.2	2.5
adj. EPS (PLN)	1.4	1.3	1.2	2.2	2.5
DPS (PLN)	0.3	1.0	0.5	0.5	0.5
BVPS (PLN)	11.5	10.6	11.3	12.9	14.9

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%	12.9%	15.5%	15.6%
marża EBIT (%)	11.7%	7.6%	9.3%	12.0%	12.3%
marża netto (%)	3.2%	0.9%	2.5%	3.8%	4.1%

ROE (%)	12.9%	11.7%	10.8%	17.8%	18.0%
ROA (%)	3.8%	1.0%	3.0%	4.7%	4.9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	6.6%	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%
CAPEX/Amortyzacja (x)	2.1	1.0	0.6	0.6	0.7
Dług netto/kapitał własny (x)	0.0	0.0	0.7	0.5	0.2
Dług netto/EBITDA (x)	0.1	0.1	1.3	0.7	0.4

Cykl konwersji gotówki (dni)	49	48	38	37	38
Cykl rotacji zapasów (dni)	1	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	72	70	57	59	61
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	23	23	20	22	23

Rachunek wyników (mIn PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przychody</b>	<b>212.4</b>	<b>410.1</b>	<b>466.8</b>	<b>592.4</b>	<b>695.3</b>	<b>750.8</b>
Koszt własny sprzedaży	56.4	64.0	73.7	81.1	92.5	99.9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>153.4</b>	<b>344.4</b>	<b>390.5</b>	<b>508.7</b>	<b>600.2</b>	<b>648.3</b>
Koszty sprzedaży	7.0	5.1	2.6	2.6	2.6	2.6
Koszty ogólnego zarządu	2.7	-1.5	-7.2	3.6	6.5	8.5
Zysk ze sprzedaży	24.6	55.6	48.9	52.9	78.0	85.6
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>50.0</b>	<b>76.6</b>	<b>107.5</b>	<b>117.4</b>
<b>adj. EBITDA</b>	<b>35.7</b>	<b>61.1</b>	<b>50.0</b>	<b>76.6</b>	<b>107.5</b>	<b>117.4</b>
Amortyzacja	-8.3	-13.0	-14.5	-21.3	-24.3	-24.8
<b>EBIT</b>	<b>27.4</b>	<b>48.2</b>	<b>35.5</b>	<b>55.3</b>	<b>83.2</b>	<b>92.6</b>
Wynik na działalności finansowej	-0.2	-0.3	-2.7	-11.1	-9.8	-9.2
<b>Zysk brutto</b>	<b>25.5</b>	<b>47.9</b>	<b>32.9</b>	<b>44.3</b>	<b>73.4</b>	<b>83.4</b>
Podatek dochodowy	-8.5	-9.3	-10.2	-9.3	-15.4	-17.5
Zysk mniejszości	-9.6	-25.3	-18.3	-20.4	-31.3	-34.9
<b>Net profit</b>	<b>7.4</b>	<b>13.2</b>	<b>4.3</b>	<b>14.6</b>	<b>26.7</b>	<b>31.0</b>
<b>Net profit</b>	<b>7.4</b>	<b>17.7</b>	<b>16.0</b>	<b>14.6</b>	<b>26.7</b>	<b>31.0</b>

Bilans (mIn PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>98.1</b>	<b>209.6</b>	<b>225.8</b>	<b>387.1</b>	<b>387.5</b>	<b>388.8</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>180.6</b>	<b>209.5</b>	<b>206.2</b>	<b>150.9</b>	<b>211.1</b>	<b>273.9</b>
Zapasy	1.0	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
Należności handlowe	62.9	98.6	81.6	103.6	121.6	131.3
Gotówka	111.3	89.4	113.0	35.6	77.6	130.7
<b>Aktywa</b>	<b>278.7</b>	<b>419.1</b>	<b>432.0</b>	<b>538.0</b>	<b>598.6</b>	<b>662.7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>133.0</b>	<b>141.9</b>	<b>130.7</b>	<b>139.1</b>	<b>159.6</b>	<b>184.4</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>82.5</b>	<b>115.8</b>	<b>126.6</b>	<b>146.9</b>	<b>178.2</b>	<b>213.1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>18.5</b>	<b>84.6</b>	<b>88.8</b>	<b>154.1</b>	<b>154.3</b>	<b>154.9</b>
Zobowiązania oprocentowane	17.6	83.8	87.1	152.3	152.5	153.2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>44.7</b>	<b>76.9</b>	<b>86.0</b>	<b>97.9</b>	<b>106.5</b>	<b>110.2</b>
Zobowiązania oprocentowane	4.7	14.8	32.9	32.9	32.9	32.9
Zobowiązania handlowe	19.3	33.2	25.9	37.8	46.4	50.1
<b>Pasywa</b>	<b>278.7</b>	<b>419.1</b>	<b>432.0</b>	<b>538.0</b>	<b>598.6</b>	<b>662.7</b>
<b>Dług netto</b>	<b>-89.1</b>	<b>8.7</b>	<b>6.9</b>	<b>149.6</b>	<b>107.7</b>	<b>55.3</b>

Rachunek przepływów(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>26.1</b>	<b>45.6</b>	<b>48.8</b>	<b>46.1</b>	<b>72.8</b>	<b>84.6</b>
Zysk (strata) netto	1.0	-21.4	9.8	-10.2	-9.6	-6.1
Amortyzacja	8.3	13.0	14.5	21.3	24.3	24.8
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-28.0</b>	<b>-126.7</b>	<b>-13.6</b>	<b>-173.7</b>	<b>-15.8</b>	<b>-17.0</b>
CAPEX	-12.3	-27.2	-14.2	-12.7	-15.8	-17.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>89.5</b>	<b>59.1</b>	<b>-11.7</b>	<b>50.2</b>	<b>-14.9</b>	<b>-14.6</b>
Dywidenda	-4.0	-4.0	-12.4	-6.2	-6.2	-6.2
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>87.6</b>	<b>-21.9</b>	<b>23.6</b>	<b>-77.4</b>	<b>42.1</b>	<b>53.0</b>
Środki pieniężne na początek okresu	23.7	111.3	89.4	113.0	35.6	77.6
Środki pieniężne na koniec okresu	111.3	89.4	113.0	35.6	77.6	130.7

## ALL: wycena DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	TV
Przychody	592.4	695.3	750.8	808.7	855.5	895.9	922.8	950.5	979.0	
EBITDA	76.6	107.5	117.4	124.2	130.0	135.1	139.2	143.4	147.7	
<b>EBIT</b>	<b>55.3</b>	<b>83.2</b>	<b>92.6</b>	<b>98.7</b>	<b>103.8</b>	<b>108.0</b>	<b>111.2</b>	<b>114.5</b>	<b>118.0</b>	
Stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	20%	20%	
<b>NOPLAT</b>	<b>43.7</b>	<b>65.7</b>	<b>73.2</b>	<b>78.0</b>	<b>82.0</b>	<b>85.3</b>	<b>88.3</b>	<b>91.2</b>	<b>94.1</b>	
Amortyzacja	21.3	24.3	24.8	25.5	26.3	27.2	28.0	28.8	29.7	
Nakłady inwestycyjne	-12.7	-15.8	-17.0	-18.2	-19.3	-20.5	-21.1	-21.7	-22.4	
Leasing	-8.8	-8.9	-9.0	-9.2	-9.4	-9.6	-9.9	-10.2	-10.5	
Zmiana kapitału obrotowego	-10.2	-9.6	-6.1	-6.3	-5.1	-4.4	-4.5	-4.6	-4.7	
Przejęcia, inne korekty	-161.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>FCF</b>	<b>-127.8</b>	<b>55.8</b>	<b>65.8</b>	<b>69.7</b>	<b>74.4</b>	<b>78.0</b>	<b>80.8</b>	<b>83.5</b>	<b>86.3</b>	<b>982.9</b>
Dług / (Dług + Kapitał)	45%	34%	19%	1%	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	1.64	1.40	1.19	1.01	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%	5.6%	5.6%	5.6%	5.2%
Koszt kapitału własnego (%)	16.1%	14.6%	13.2%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%
<b>WACC (%)</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.7%</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>

		9.5%	10.5%	WACC TV 11.5%	12.5%	13.5%
Suma PV FCF 2023-31	214					
Stopa wzrostu FCF TV	2.5%					
Zdyskontowana TV	370					
Dług netto, mniejszości, inne kor.	309	1.5%	26.6	24.7	23.1	21.8
Wartość KW (mln PLN)*	275	2.0%	27.9	25.7	23.9	22.5
Wyplacona dywidenda	0.0	<b>g</b> 2.5%	29.4	26.8	<b>24.8</b>	23.2
Liczba akcji (mln)	12.4	3.0%	31.0	28.1	25.8	24.1
Wartość 1 akcji (PLN)	22.3	3.5%	33.0	29.6	27.0	25.0
<b>Cena docelowa za 12M</b>	<b>24.8</b>					

Źródło: Trigon DM

## ALL: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E skor.		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
GLOBANT SA	7,895	17.8	14.6	12.0	30.3	25.8	20.8
ENDAVA PLC- SPON ADR	1,847	13.2	9.8	6.9	23.6	17.3	12.9
EPAM SYSTEMS INC	14,280	16.5	14.3	12.3	26.2	22.3	19.0
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	830	13.1	10.5	7.9	32.9	26.8	20.7
THOUGHTWORKS HOLDING INC	716	12.3	8.0	5.7	36.5	13.5	8.2
CAPGEMINI SE	36,092	10.9	10.0	9.3	17.0	15.5	14.1
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	32,972	9.6	9.0	8.3	15.6	14.5	13.1
PERFICIENT INC	1,710	10.8	9.6	8.6	13.1	11.7	10.3
KAINOS GROUP PLC	1,463	14.5	13.0	11.3	21.9	19.5	17.0
NAGARRO SE	1,045	8.8	7.2	7.1	15.2	11.9	-
INNOFACTOR OYJ	47	5.7	5.2	5.1	9.3	7.8	7.4
IT LINK SA	57	7.5	6.7	-	13.6	12.2	-
<b>Mediana: spółki zagraniczne</b>		<b>11.6</b>	<b>9.7</b>	<b>8.3</b>	<b>19.4</b>	<b>15.0</b>	<b>13.6</b>
AILLERON		7.7	5.2	4.5	12.7	7.0	6.0
Wycena na akcję		39.3	51.8	46.7	23.0	32.3	34.1
<b>Średnia wycena dla poszczególnych wskaźników</b>		<b>45.9</b>			<b>29.8</b>		
Źródło: Bloomberg, Trigon DM		średnia wycena			37.9		

## 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)



### 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 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 – ALLERON S.A..  
 KUPUJ – 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 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 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.

Sporządzając 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 nie otrzymał dywidendy 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, 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, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 25 kwietnia 2024

Data pierwszego rozpowszechnienia: 25 kwietnia 2024 r. godz.: [8:00]