

Fabrity Holding

Kupuj

(Poprzednio: Buy; 33 PLN)

Powolny powrót do wzrostów

Cena docelowa: PLN 33
Upside: +28%

Rozstrzygnięcie pierwszego dużego przetargu dla Frontexu pozwoli na szybszą odbudowę przychodów u tego partnera począwszy od najbliższego kwartału. Sądzymy, że większy efekt z tego tytułu będzie widoczny w roku 2026, natomiast nadal czekamy na informację o innych umowach ramowych u tego klienta. Fabrity, poprzez ekspozycję na współpracę z Frontexem jest beneficjentem trendu wzrostu wydatków na bezpieczeństwo w Europie, w tym przypadku na rozwiązania IT wspierające szczelność granic. Dlatego mimo dużej koncentracji przychodów na jednym zleceniodawcy, uważamy, że spółka łatwiej poradzi sobie w najbliższych latach ze spowolnieniem widocznym na rynku i wydzie wzmocnione względem konkurentów w większym stopniu zależnych od zleceń od mniejszych, prywatnych podmiotów.

#Prognoza wyników za 3Q25. Zakładamy wyhamowanie spadków na przychodach i prognozujemy spadek sprzedaży o 2%, natomiast dzięki oszczędnościom kosztowym liczymy na utrzymanie wyniku operacyjnego na poziomie 1,6mln PLN. Z kolei zysk netto powinien istotnie wzrosnąć dzięki wyższym przychodom finansowym, konsolidacji udziału mniejszości oraz zakończeniu deficytowej działalności PerfectBota obciążającej wyniki poniżej EBIT. Na poprawę przychodów liczymy dopiero w kolejnych okresach.

#Wycena. Nasze nieco bardziej pesymistyczne szacunki na ten rok wynikają ze słabszego niż zakładaliśmy 2Q25. Obniżamy szacunek EBITDA o 6%, a EBIT o 8% do 5,7mln PLN, natomiast korekta prognozy zysku netto jest mniejsza, tylko o 2%, dzięki oczekiwanemu mniejszemu podatkowi oraz wyższym przychodom odsetkowym. Na lata 2026-27 obniżyliśmy w dół prognozy przychodów, EBITDA i wyniku operacyjnego o 2-4% przyjmując nieco bardziej pesymistyczne założenie odnośnie popytu w sektorze prywatnym. Korekty prognoz niweluje pozytywny efekt upływu czasu (szczególnie biorąc pod uwagę nasze założenie najwyższego w sektorze kosztu kapitału 13% - wyższa premia rynkowa w związku z niską płynnością). W konsekwencji nie zmieniamy naszej ceny docelowej 33 PLN, opartej na wycenie DCF i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ. Rekordowo niskie wskaźniki globalnych spółek z sektora wpływają natomiast mocno na założenia wyceny porównawczej, która spada o 20% do 26 PLN.

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	Y/Y
Przychody	18.4	18.6	16.6	17.4	18.0	-2%
EBITDA	2.1	2.2	1.5	1.8	2.1	3%
adj. EBITDA	1.9	2.0	1.5	1.8	2.1	14%
EBIT	1.6	1.6	1.0	1.2	1.6	-1%
Zysk netto	0.8	0.2	0.9	0.8	1.3	77%
Zysk netto skor.	0.8	1.2	0.9	0.8	1.3	77%
P/E (x)	7.7	8.8	10.0	27.3	22.3	0.0
EV/EBITDA (x)	6.5	6.2	8.1	9.0	8.9	0.0
marża EBITDA	11.3%	12.1%	9.3%	10.2%	11.8%	0.5pp
marża EBITDA	8.8%	8.3%	6.1%	7.1%	8.9%	0.0pp
marża netto	4.1%	1.0%	5.3%	4.5%	7.5%	3.3pp

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	53.4	68.7	74.7	71.0	85.3	93.9
EBITDA	7.6	8.7	8.6	7.8	10.3	11.7
EBIT	5.0	6.4	6.6	5.7	8.4	9.8
Zysk netto	25.1	12.9	7.2	4.6	6.8	8.2
EPS (PLN)	10.2	5.3	2.6	1.7	2.5	2.9
P/E (x)	2.5	4.9	9.9	15.5	10.4	8.7
EV/EBITDA (x)	6.6	4.7	7.1	8.2	6.2	5.6
FCFF Yield (%)	-2.7%	5.7%	14.8%	8.5%	8.6%	11.1%
DY (%)	30.7%	15.6%	25.2%	11.7%	8.6%	8.6%

Źródło: Spółka, Trigon

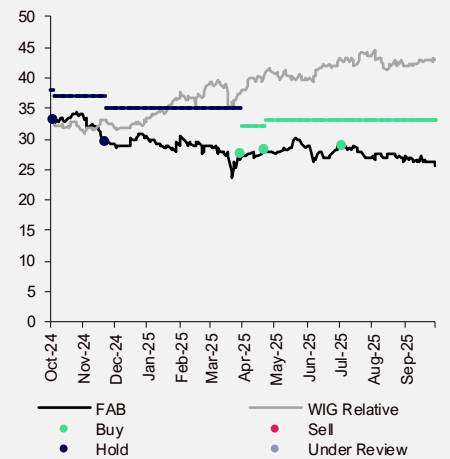
Raport w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW

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

FACT SHEET

Ticker	FAB
Sektor	IT
Price (PLN)	25.7
52 tyg. min/max (PLN)	23,6 / 34,9
Liczba akcji (mln)	2.8
Kapitałizacja (mln PLN)	71
S&P Global ESG Scores	---
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0.0
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	-4% -9% -21%

ZMIANA KURSU VS WIG INDEX



REKOMENDACJE	DATA	TP
Kupuj	21.07.2025	33
Kupuj	09.05.2025	33
Kupuj	17.04.2025	32
Trzymaj	10.12.2024	35
Trzymaj	22.10.2024	37
Trzymaj	19.07.2024	38
Trzymaj	19.04.2024	39

AKCJONARIUSZE	Udział%
Grzegorz Stulgis	24.6%
Tomasz Burczyński	9.8%
Janusz Żebrowski	9.5%
FRAM	5.4%

KALENDARZ INWESTORA

3Q'25 Earnings	27.11.2025
----------------	------------

ANALITYK

Dominik Niszczyński, CFA

Wycena	Obecna			Poprzednia			Zmiana		
DCF	33	100%	0	33	100%	0	-1%	0%	0.0%
Porównawcz.	26	0%	0	33	0%	0	-20%	0%	0.0%

Zmiany prognoz	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Przychody	71	73	-2%	85	87	-2%	94	96	-2%
EBITDA	8	8	-6%	10	11	-4%	12	12	-3%
marża	11.0%	11.4%	-0.4pp	12.1%	12.3%	-0.2pp	12.5%	12.6%	-0.1pp
EBIT	6	6	-8%	8	9	-4%	10	10	-3%
marża	8.0%	8.5%	-0.5pp	9.8%	10.0%	-0.1pp	10.4%	10.5%	-0.1pp
Zysk netto	5	5	-2%	7	7	-4%	8	8	-3%
marża	6.5%	6.5%	0.0pp	8.0%	8.1%	-0.1pp	8.7%	8.8%	-0.1pp

Trigon vs kons.	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Przychody	71	-	-	85	-	-	94	-	-
EBITDA	8	-	-	10	-	-	12	-	-
marża	11.0%	-	-	12.1%	-	-	12.5%	-	-
EBIT	6	-	-	8	-	-	10	-	-
marża	8.0%	-	-	9.8%	-	-	10.4%	-	-
Zysk netto	5	-	-	7	-	-	8	-	-
marża	6.5%	-	-	8.0%	-	-	8.7%	-	-

KPIs (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
L. akcji	2.5	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2%
DPS (PLN)	7.9	4.0	6.5	3.0	2.2	2.2	-23%
EPS (PLN)	10.2	5.3	2.6	1.7	2.5	2.9	-22%
BVPS (PLN)	13.7	15.0	9.4	9.5	9.8	10.5	-5%
ND / EBITDA (x)	-1.8	-2.6	-1.2	-0.9	-0.7	-0.5	
ND / Equity (x)	-0.4	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	
FCFF	-1	2	9	5	6	7	-240%
NWC	12	16	15	15	17	17	
Dług netto	-13	-23	-10	-7	-7	-6	
Mniejszości i inne korekty EV	0	0	0	0	0	0	
skor. dług netto	-13	-23	-10	-7	-7	-6	

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Avg.
adj. EBITDA r/r	-33%	15%	10%	0%	32%	14%	
EBIT r/r	0%	29%	3%	-14%	48%	17%	
adj. EPS r/r	50%	-2%	-36%	16%	49%	19%	
Marża brutto	18.1%	18.7%	9.5%	8.0%	9.7%	10.3%	12.4%
marża adj. EBITDA	11.5%	10.3%	10.5%	11.0%	12.1%	12.5%	11.3%
marża EBIT	9.3%	9.3%	8.9%	8.0%	9.8%	10.4%	9.3%
marża netto skor.	10.5%	7.9%	5.3%	6.5%	8.0%	8.7%	7.8%
ROE (%)	74%	35%	28%	17%	25%	28%	35%
ROA (%)	41%	23%	15%	11%	15%	18%	21%

KPIs	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
FCFE	29.1	19.0	5.7	5.4	5.8	5.4	-29%
FCFE yield (%)	45.8%	30.1%	8.0%	7.6%	8.1%	7.6%	-30%

Źródło: Spółka, Trigon

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	2.5	4.9	9.9	15.5	10.4	8.7
adj. P/E (x)	11.3	11.6	18.1	15.5	10.4	8.7
EV/EBITDA (x)	6.6	4.7	7.1	8.2	6.2	5.6
adj. EV/EBITDA (x)	8.1	5.7	7.8	8.2	6.2	5.6
P/BV (x)	1.9	1.7	2.7	2.7	2.6	2.4
FCFF Yield (%)	-2.7%	5.7%	14.8%	8.5%	8.6%	11.1%
DY (%)	30.7%	15.6%	25.2%	11.7%	8.6%	8.6%
	0	0	0	0	0	0

Wsk. przy cenie docelowej	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	3.2	6.3	12.7	19.9	13.4	11.2
adj. P/E (x)	14.5	14.9	23.2	19.9	13.4	11.2
EV/EBITDA (x)	8.9	6.8	9.4	10.8	8.2	7.3
adj. EV/EBITDA (x)	11.0	8.2	10.4	10.8	8.2	7.3
P/BV (x)	2.4	2.2	3.5	3.5	3.4	3.1
FCFF Yield (%)	-1.9%	4.0%	11.1%	6.5%	6.5%	8.4%
DY (%)	23.9%	12.1%	19.6%	9.1%	6.7%	6.7%

Rachunek wyników (PLNr)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	53.4	68.7	74.7	71.0	85.3	93.9
Koszt własny sprzedaży	-43.8	-55.8	-67.6	-65.3	-77.0	-84.2
Zysk ze sprzedaży	9.6	12.9	7.1	5.7	8.3	9.7
Koszty sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty ogólnego zarządu	-4.7	-6.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Wynik na pozostałej dział.	0.0	-0.2	-0.5	0.0	0.1	0.1
EBITDA	7.6	8.7	8.6	7.8	10.3	11.7
adj. EBITDA	6.2	7.1	7.8	7.8	10.3	11.7
Amortyzacja	-2.6	-2.3	-2.0	-2.1	-1.9	-1.9
EBIT	5.0	6.4	6.6	5.7	8.4	9.8
Wynik na dział. finansowej	22.1	9.2	-1.7	0.1	0.3	0.3
EBT	27.1	15.6	4.9	5.8	8.7	10.1
Zysk mniejszości	0.8	1.1	1.1	0.1	0.2	0.0
Zysk netto	25.1	12.9	7.2	4.6	6.8	8.2
Zysk netto skor.	5.6	5.5	4.0	4.6	6.8	8.2

Bilans (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	9	6	8	8	8	9
Aktywa obrotowe	52	49	41	35	37	37
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności	17	22	21	21	23	24
Gotówka	18	25	15	12	12	11
Aktywa	61	56	49	43	45	46
Kapitał własny	34	37	26	26	27	29
Zobowiązania d-t	4	3	4	4	4	4
Zobow. oprocentowane	3	2	3	3	3	3
Zobowiązania k-t	19	11	12	11	12	11
Zobow. oprocentowane	2	1	2	2	2	2
Zobow. handlowe	5	6	6	5	6	7
Pasywa	61	56	49	43	45	46

Rach. przepływów (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CF operacyjny	5	5	11	7	8	10
Zmiana kapitału prac.	-6	-5	1	3	-1	0
Amortyzacja	-3	-2	-2	-2	-2	-2
CF inwestycyjny	29	14	-2	-1	-1	-3
CAPEX	-3	-1	-1	-1	-1	-1
CF finansowy	-25	-12	-19	-9	-7	-7
Leasing	-4	-2	-1	-1	-1	-1
Dywidenda/Buy-back	-19	-10	-18	-8	-6	-6
Zmiana gotówki	9	7	-10	-3	0	-1

Wycena DCF

DCF (PLNm)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
Revenues	71	85	94	100	104	108	112	117	121	125	
y/y	-5%	20%	10%	6%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	
EBITDA	8	10	12	12	13	13	14	15	15	16	
EBIT	6	8	10	10	11	11	11	12	12	13	
EBIT margin	8.0%	9.8%	10.4%	10.4%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	
Stopa poodatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
NOPLAT	5	7	8	8	9	9	9	10	10	10	
D&A	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	
CAPEX	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3	
Zmiana kapitału obrotowego	3	-1	0	0	1	0	0	0	0	0	
Lease capex	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
Przejęcia, inne korekty	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
FCF	8	6	7	8	8	8	8	8	9	9	9
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%
Premia rynkowa	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
WACC	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	12.5%
DFCF	7	5	6	6	5	4	4	4	3	3	
PV FCF 2025-2034E	49										
Stopa wzrostu FCF TV	2.0%										
TV	91										
Zdyskontowana TV	26										
EV	75										
Dług netto, inne	-10										
Dywidenda wypłacona	6										
Wartość kapitałów własnych	80										
Liczba akcji (mln)	2.8										
Wartość 1 akcji	29										
Wycena za 12M	33										

WACC TV

	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.5%
1.0%	34	33	32	31	30
1.5%	35	33	32	31	30
2.0%	35	34	33	32	31
2.5%	36	35	33	32	31
3.0%	37	35	34	33	32

Źródło: Trigon

Wycena porównawcza

Peers	EV/EBITDA			P/E			
	0	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
GLOBANT SA	6.4	6.1	5.7		9.8	9.5	8.8
ENDAVA PLC- SPON ADR	4.7	6.0	5.0		6.1	8.0	6.3
EPAM SYSTEMS INC	9.2	8.4	7.6		13.9	12.7	11.3
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	7.2	6.0	5.8		21.8	17.8	15.7
CAPGEMINI SE	7.4	7.0	6.6		10.8	10.1	9.4
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	8.3	8.0	7.4		13.1	12.2	11.2
KAINOS GROUP PLC	15.9	15.8	13.7		24.7	23.6	20.4
NAGARRO SE	7.4	6.6	6.0		12.9	9.9	8.8
IT LINK SA	5.9	5.3	4.7	-	-	-	
Mediana	7.4	6.6	6.0		13.0	11.2	10.3
Wycena na akcję (PLN)	23.4	27.1	27.7	0.0	21.6	27.5	30.3
Średnia ważona wycena na akcję (PLN)		26.1				26.5	
Wycena na akcję (PLN)				26.3			

Źródło: Trigon, Bloomberg

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 wpływów 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 wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – FABRITY HOLDING S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Dominik Niszczy

Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.
 - wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.
- Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.
- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.
 - wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.
- 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 prognozy wartości przedsiębiorstwa
 - wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto DCF, wycena porównawcza

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 Dokumentcie 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 Dokumentcie.

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 Dokumentcie 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.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie 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 wyznaczył 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 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 utajnieniu.

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 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
 - 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 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 od Emitenta dywidendy.

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 Dokumentcie 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.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 Dokumentcie 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: [23.10.2025] godz. [16:00]

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: [[23.07.2025] godz. [16:30]

Raport w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW