

# Research

Poland | Equity Research

Research Department

[research@trigon.pl](mailto:research@trigon.pl)[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## ARCHICOM

### Atak na pozycję lidera

Archicom to wyjątkowy deweloper skoncentrowany na segmencie podwyższonym z ugruntowaną pozycją lidera na rynku wrocławskim. Od pewnego czasu można jednak dojść do wniosku, że Wrocław powoli staje się „za ciasny” dla Spółki, a ambicje ARH wykraczają poza Dolny Śląsk i sięgają pozycji lidera polskiego rynku deweloperskiego.

Z naszego punktu widzenia, przeniesienie całego segmentu R4S Grupy Echo do Archicomu tworzy unikalną okazję do błyskawicznego przekształcania lokalnego lidera do statusu ogólnopolskiego potentata, co wydaje się być szczególnie istotne w kontekście rosnącej konkurencyjności i konsolidacji polskiej branży deweloperskiej. Dodatkowo jesteśmy zdania, że mocne brandy (Archicom i Echo Residential) oraz track-record w segmencie podwyższonym pozwolą Spółce na szybsze zaistnienie w świadomości klientów na nowych rynkach, a rozdzielenie działalności mieszkaniowej i komercyjnej pomiędzy ARH i ECH przełoży się na wzrost transparentności wyników i urealnienie wyceny obu Spółek.

Aktualizujemy nasze założenia modelowe uwzględniając w nich przejście części mieszkaniowej Echo Investment i w rezultacie podnosimy TP o 75% do 35 PLN, a rekomendację z TRZYMAJ do KUPUJ.

**Parametry transakcji.** W ramach reorganizacji Grupy Kapitałowej, Echo Investment wniesie do Archicomu całość swojej działalności mieszkaniowej, obejmując w zamian akcje nowej emisji (22,8mln akcji po cenie 36,34 PLN). Po sfinalizowaniu transakcji, udział ECH w kapitale zakładowym ARH wzrośnie do 89,3% - uważamy jednak, że Echo Investment nie będzie dążyć do delistingu Archicomu.

**Wyjątkowy landbank.** Na koniec pierwszego kwartału bank ziemi Archicomu pozwalał na budowę ponad 5 tys. lokali o łącznej powierzchni przekraczającej 260 tys. m<sup>2</sup>. Unikalne kompetencje w zakresie akwizycji gruntów i prowadzenia procesu deweloperskiego na rynku wrocławskich znajdują, naszym zdaniem, odzwierciedlenie w ponadprzeciętnej marży, do której z resztą Spółka przyzwyczaiła już rynek w ostatnich latach. Wraz z przejściem części mieszkaniowej od Echo, ARH zyskuje dostęp do ciekawego pipeline projektów na nowych, większych rynkach, takich jak Poznań (ponad 2 tys. lokali), Łódź (ponad 2 tys. lokali), Warszawa (ponad 1,5 tys. lokali) czy Kraków (ponad 600 lokali), a w niedalekiej przyszłości spodziewamy się również ekspansji na rynek trójmiejski. W rezultacie, nowy, połączony bank ziemi „nowego Archicomu” umożliwi wybudowanie prawie 12 tys. lokali, co naszym zdaniem daje Spółce ok. 4-letni komfort sprzedażowy. Analizując szczegółowe KPI banku ziemi zamieszczone w sprawozdaniu finansowym Echo Investment dochodzimy do wniosku, że po sfinalizowaniu transakcji średnia rentowność banku ziemi ARH powinna jeszcze wzrosnąć - wg szacunków ECH, rynkowa wartość banku ziemi należącego do grupy jest aż o 80% wyższa od ceny zakupu, co z naszego punktu widzenia istotnie wpływa na założenia dotyczące potencjalnej trajektorii rentowności w kolejnych latach.

**Zmiana prognoz.** Podnosimy nasze założenia dotyczące wolumenów przekazania na lata '23/'24/'25 o 86%/131%/127% do 1493/1732/2378 lokali – modelowo zakładamy konsolidację wyników części mieszkaniowej Echo Investment od sierpnia. Spodziewamy się również, że odbicie sprzedaży w segmencie podwyższonym i premium, historycznie opierającym się na transakcjach gotówkowych i powracających klientach, będzie mniejsze niż w przypadku niższych punktów cenowych, natomiast szeroka poprawa sentymentu do sektora oraz coraz odważniejsze ruchy cenowe większości deweloperów, dadzą Archicomowi przestrzeń do agresywniejszego zarządzania cennikiem. Dodatkowym wsparciem dla wyników kolejnych okresów wydaje się być strona kosztowa – koszty budowy od dłuższego czasu znajdują się na relatywnie niskich poziomach, a deweloperzy z coraz większym optymizmem wypowiadają się o poziomach marż w kolejnych 2-3 latach. Względem wcześniejszych prognoz podnosimy MBnS w '23/'24/'25 o 1,0%/5,7%/6,1%.

**Dywidenda.** Szacujemy, że po konsolidacji zadłużenia finansowego części mieszkaniowej Echo Investment gearing Archicomu wzrośnie na koniec roku z -10% do 12%, w związku z czym Spółka nadal będzie posiadać duży komfort bilansowy, a wzrost kosztów odsetkowych nie wpłynie materialnie na wynik finansowy. Spodziewamy się, że pomimo zwiększenia aktywności akwizycyjnej i budowlanej, a co za tym idzie wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy (saldo NWC w '23 -'25 -290mln PLN), DY będzie jednym z wyższych w sektorze – zakładamy odpowiednio 10,5%/10,8% w latach '24/'25. Zakładamy również, że najbliższe 2 lata upłyną Spółce na pracy nad zwiększeniem skali działalności (FCF Yield skor. o sprzedaż City2 w latach '24-'25 ~9-10%), a począwszy od '26 FCF Yield zakotwiczy się na poziomie ponad 20%.

**Wycena.** Naszą wycenę ARH opieramy w 100% na modelu DCF – przyjmujemy RFR 6,0% i premię rynkową 7,5%. W okresie rezidualnym zakładamy 2600 przekazania rocznie (vs. 1000 poprzednio) oraz MBnS na poziomie 29,0% (vs. 27,0% poprzednio). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 1 akcji na poziomie 35 PLN. Wycena porównawcza, oparta o polskich i zagranicznych deweloperów mieszkaniowych, zwraca wartość 35 PLN, a sam Archicom wyceniany jest z 38-49% dyskontem na P/E do grupy porównawczej.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	670	596	500	836	1 060	1 533
EBITDA skor.	151	146	117	204	221	303
EBIT skor.	148	143	114	201	218	300
Zysk netto skor.	100	109	110	160	164	234
EPS (PLN)	3,9	4,2	4,3	3,3	3,4	4,8
P/E skor. (x)	5,6	5,2	5,1	6,6	6,5	4,5
EV/EBITDA skor. (x)	4,8	3,6	4,4	6,3	5,3	3,9
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
DY (%)	11,6%	11,1%	5,6%	5,1%	10,5%	10,8%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

## Kupuj

(Poprzednia: Trzymaj, 20 PLN)

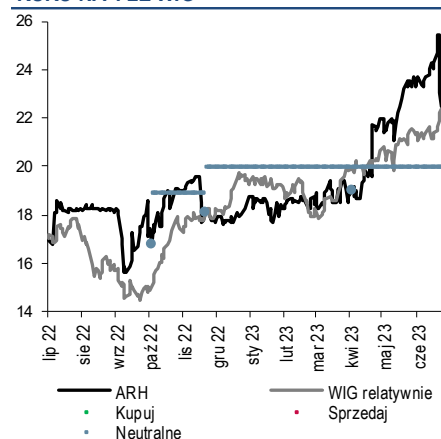
Cena docelowa: 35 PLN

Potencjał wzrostu: +60%

### DANE SPÓŁKI

Ticker	ARH		
Sektor	Deweloperzy		
Kurs (PLN)	21,90		
52 tyg. min/max (PLN)	15,2 / 24,5		
Liczba akcji (mln szt.)	25,7		
Kapitalizacja (mIn PLN)	562		
Free-float	26%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,1		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	6,9%	26,6%	32,4%

### KURS NA TLE WIG



### HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Trzy maj	24.04.2023	20,0
Trzy maj	12.12.2022	20,0
Trzy maj	24.10.2022	19,0

### AKCJONARIAT

	Udział %
Echo Investment	79,8%
OFE Allianz Polska	14,2%

### WAŻNE DATY

Raport za 1H'23	21.09.2023
Raport za 3Q'23	28.11.2023

### ANALITYK

David Sharma	+48 603 173 749
	david.sharma@trigon.pl

## ARCHICOM

Bloomberg ticker

ARH.PW

### Rekomendacja

**Kupuj**

**Cena docelowa (PLN)**

**35,0**

**Kurs (PLN)**

**21,9**

**Potencjał wzrostu**

**60%**

Poprzednia rekomendacja

Trzymaj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

20,0

Liczba akcji (mln)

25,7

Kapitalizacja (mln PLN)

562

EV (mln PLN)

787

David Shama

david.shama@trigon.pl

+48 (22) 433 83 49

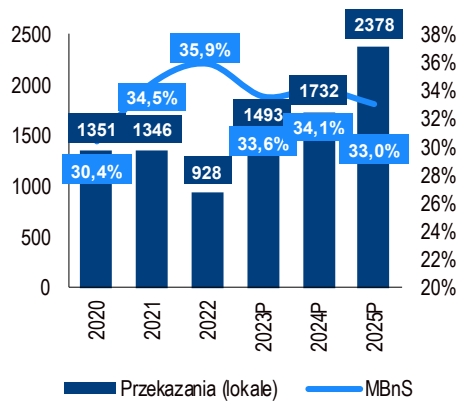
### Wskaźniki rynkowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,0	5,1	6,6	6,5	4,5
P/E skor. (x)	5,2	5,1	6,6	6,5	4,5
P/BV (x)	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA (x)	3,5	4,4	6,3	5,3	3,9
EV/EBITDA skor. (x)	3,6	4,4	6,3	5,3	3,9
EV/Sprzedaż (x)	0,9	1,0	0,9	0,6	0,4
FCF Yield (%)	42,3%	13,9%	5,2%	20,9%	9,6%
DY (%)	11,1%	5,6%	5,1%	10,5%	10,8%

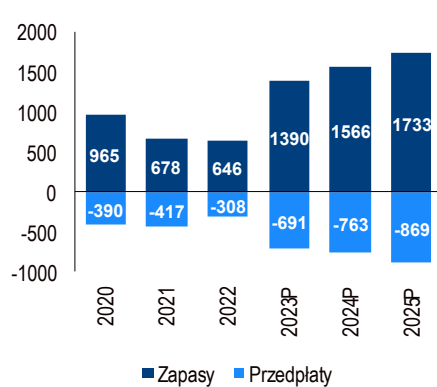
### Wskaźniki finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	4,4	4,3	3,3	3,4	4,8
EPS skor. (PLN)	4,2	4,3	3,3	3,4	4,8
DPS (PLN)	2,4	1,2	1,1	2,3	2,4
BVPS (PLN)	24,6	28,5	22,1	23,2	25,6
Liczba akcji (mln)	25,7	25,7	48,5	48,5	48,5
Kapitalizacja (mln PLN)	562	562	1 062	1 062	1 062
EV (mln PLN)	518	517	1 287	1 166	1 171

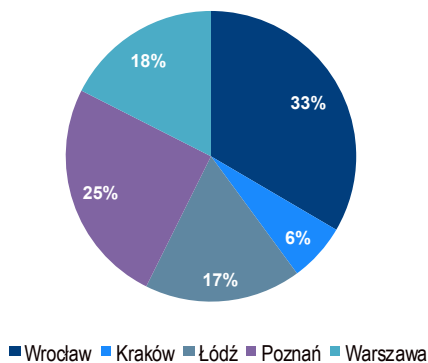
### Przekazania i MBnS



### Zapasy i przedpłaty



### Struktura banku ziemii Grupy Archicom (koniec 1Q'23)



### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>596</b>	<b>500</b>	<b>836</b>	<b>1 060</b>	<b>1 533</b>
Koszty wytworzenia	391	321	555	699	1 027
Zysk brutto ze sprzedaży	206	179	281	361	507
EBITDA	150	118	204	221	303
<b>EBITDA skor.</b>	<b>146</b>	<b>117</b>	<b>204</b>	<b>221</b>	<b>303</b>
Amortyzacja	3	3	3	3	3
EBIT	143	114	201	218	300
Zysk brutto	148	120	200	207	296
Zysk mniejszości	1	0	0	0	0
Zysk netto	112	110	160	164	234
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>109</b>	<b>110</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>234</b>

### Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>228</b>	<b>80</b>	<b>69</b>	<b>104</b>	<b>116</b>
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9	-8	-3	139	-3
CAPEX	-12	-7	-3	-3	-3
Przepływy z działalności finansowej	-152	-72	-126	-173	-118
Dywidenda	-62	-32	-54	-112	-115
FCF	219	72	66	243	113
Przepływy pieniężne netto	68	0	-59	71	-5

### Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>1 353</b>	<b>1 327</b>	<b>2 260</b>	<b>2 334</b>	<b>2 559</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	12	12	11	11	11
Wartość firmy	126	11	11	18	18
Wartości niematerialne i prawne	29	33	33	33	33
Gotówka	280	264	205	276	271
<b>Pasywa</b>	<b>1 353</b>	<b>1 327</b>	<b>2 260</b>	<b>2 334</b>	<b>2 559</b>
Kapitał własny	631	732	1 072	1 124	1 243
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0
Zobowiązania oprocentowane	338	347	692	642	642
Dług netto	-44	-45	225	104	109
Kapitał obrotowy netto	378	468	1 078	1 152	1 276

### Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	-	-16%	67%	27%	45%
wzrost EPS skor. (%)	17%	-2%	-23%	2%	43%
marża brutto na sprzedaży (%)	34,5%	35,9%	33,6%	34,1%	33,0%
marża EBITDA skor. (%)	24,5%	23,5%	24,4%	20,9%	19,8%
marża EBIT (%)	24,0%	22,9%	24,1%	20,6%	19,5%
marża netto skor. (%)	18,2%	21,9%	19,1%	15,4%	15,3%
ROE (%)	18%	15%	15%	15%	19%
ROA (%)	8%	8%	7%	7%	9%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,9%	1,4%	0,4%	0,3%	0,2%
CAPEX/Amortyzacja (x)	4,3	2,3	1,0	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-0,4	1,1	0,5	0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	316	480	625	540	405
Cykl rotacji zapasów (dni)	634	735	913	818	616
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	72	95	165	120	98
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	390	351	454	399	309

Zródło: Spółka, Trigon DM

## Wycena

### #ARH: Podsumowanie prognoz na lata '23-'32P

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	670	596	500	836	1060	1533	1624	1739	1735	1787	1841	1896	1953
r./r.				67%	27%	45%	6%	7%	0%	3%	3%	3%	3%
Przekazania (lokale)	1351	1346	928	1493	1732	2378	2498	2700	2600	2600	2600	2600	2600
r./r.				61%	16%	37%	5%	8%	-4%	0%	0%	0%	0%
Średnia wartość mieszkania (tys. PLN)	480	438	537	560	612	645	650	644	667	687	708	729	751
r./r.				4%	9%	5%	1%	-1%	4%	3%	3%	3%	3%
MBnS	30,4%	34,5%	35,9%	33,6%	34,1%	33,0%	31,9%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Rewaluacje	43	4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-8
EBIT	191	147	115	201	218	300	298	269	269	277	285	294	295
marża EBIT (%)	28,5%	24,7%	23,1%	24,1%	20,6%	19,5%	18,4%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,1%
EBIT skor.	148	143	114	201	218	300	298	269	269	277	285	294	303
marża EBIT skor. (%)	22,1%	24,0%	22,9%	24,1%	20,6%	19,5%	18,4%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%
Saldo na działalność finansowej	-12	1	5	-1	-11	-3	-3	-1	0	3	4	5	6
Przychody finansowe	3	6	14	8	6	8	8	10	12	14	15	16	18
Koszty finansowe	16	5	10	9	17	11	11	11	11	11	11	11	11
Zysk netto	133	112	110	160	164	234	233	212	213	221	229	236	238
marża netto (%)	19,8%	18,8%	22,1%	19,1%	15,4%	15,3%	14,4%	12,2%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%	12,2%
Zysk netto skor.	100	109	110	160	164	234	233	212	213	221	229	236	244
marża netto skor. (%)	15,0%	18,2%	21,9%	19,1%	15,4%	15,3%	14,4%	12,2%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%
Zapasy	965	678	646	1390	1566	1733	1795	1859	1948	2046	2073	2103	2135
Przedpłaty	390	417	308	691	763	869	955	1055	1165	1238	1243	1248	1254
OCF	5	228	80	69	104	116	239	222	238	184	191	196	202
Sprzedaż budynków	148	16	0	0	142	0	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX	-6	-1	-1	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
DY	11,6%	11,1%	5,6%	5,1%	10,5%	10,8%	15,4%	15,4%	14,0%	14,0%	14,6%	15,1%	15,6%
FCF Yield	14,8%	42,3%	13,9%	5,2%	20,9%	9,6%	21,4%	20,8%	24,3%	19,3%	21,0%	22,4%	24,3%

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

### #ARH: Zmiany prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	836	440	558%	1 060	428	148%	1 533	636	141%
EBITDA	204	78	109%	221	54	310%	303	98	209%
EBIT	201	75	101%	218	51	328%	300	95	215%
Zysk netto	160	62	158%	164	40	309%	234	75	212%

Źródło: Trigon DM

### #ARH: Zmiany wycen

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	35,0	100%	20,0	100%	75%
Wycena porównawcza	35,2	0%	27,7	0%	27%

Źródło: Trigon DM

### #ARH: Porównanie mnożników przy obecnej cenie i przy cenie docelowej

mIn PLN	Obecna cena			Cena docelowa		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
P/E skor. (x)	6,6	6,5	4,5	10,6	10,4	7,2
EV/EBITDA skor.	6,3	5,3	3,9	9,4	8,1	6,0
P/BV (x)	1,0	0,9	0,9	1,6	1,5	1,4
DY (%)	5,1%	10,5%	10,8%	3,2%	6,6%	6,8%

Źródło: Trigon DM

**Wycena dochodowa.** Naszą wycenę akcji Archicomu opieramy w 100% na wycenie DCF. Nasze założenie implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 35 PLN na akcję, co względem wczorajszej ceny zamknięcia implikuje 60% upside.

**Założenia wyceny DCF:**

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,0%.
- Premia rynkowa na poziomie 7,5% (metodologia Trigon DM dla Spółek poniżej SWIG80).
- Beta nielewarowana na poziomie 1,0x.
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 2,0%.

**#ARH: Wycena DCF**

ND (mln PLN)	2022
Kredyty, pożyczki, leasing (+)	220
Podatek odroczone (+)	20
Gotówka i ekwiwalenty (-)	264
City2 (-)	121
Dług netto ZCP Echo Investment (+)	236
<b>ND</b>	<b>90</b>

DCF (mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
<b>EBIT</b>	<b>201</b>	<b>218</b>	<b>300</b>	<b>298</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>277</b>	<b>285</b>	<b>294</b>	<b>303</b>	
Stopa podatkowa	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>159</b>	<b>172</b>	<b>237</b>	<b>236</b>	<b>213</b>	<b>212</b>	<b>219</b>	<b>225</b>	<b>232</b>	<b>239</b>	
Amortyzacja	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4
CAPEX	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Zmiany w kapitale obrotowym	-95	-74	-125	0	5	22	-38	-37	-39	-42	
<b>FCF</b>	<b>64</b>	<b>99</b>	<b>112</b>	<b>235</b>	<b>218</b>	<b>234</b>	<b>180</b>	<b>188</b>	<b>193</b>	<b>198</b>	<b>202</b>
Beta relewarowana	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Koszt kapitału własnego	15,9%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	14,1%
Koszt długu po podatku	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	4,0%
D/(D+E)	28,8%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%
<b>WACC</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>11,4%</b>
<b>DFCF</b>	<b>61</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>155</b>	<b>127</b>	<b>121</b>	<b>82</b>	<b>76</b>	<b>69</b>	<b>62</b>	
Stopa wolna od ryzyka	6,0%										
Premia rynkowa	7,5%										
Wartość bieżąca FCF 2023-2032P	918										
Rezydualna stopa wzrostu	2,0%										
Wartość rezydualna	2 135										
Zdyskontowana TV	675										
<b>EV</b>	<b>1 594</b>										
Dług netto	90										
Dywidenda wypłacona w 2023	51										
<b>Wartość spółki (mln PLN)</b>	<b>1 453</b>										
Liczba akcji (mln szt.)*	48,5										
Wartość jednej akcji na 21/07/2023 (PLN)	30,0										
<b>Cena docelowa 12M (PLN)</b>	<b>35,0</b>										
Upside	60%										

		WACC				
		11,9%	12,4%	12,9%	13,4%	13,9%
β	1,0%	37	35	33	31	30
	1,5%	38	36	34	32	30
	2,0%	39	37	35	33	31
	2,5%	40	38	36	34	32
	3,0%	42	39	37	35	33

Źródło: Trigon DM, \*liczba akcji uwzględnia emisję skierowaną do Echo Investment

**Wycena porównawcza.** Wycenę porównawczą Archicomu opieramy na wskaźnikach P/E oraz P/BV. W skład grupy porównawczej wchodzi polscy i brytyjscy deweloperzy mieszkaniowi. Wartość kapitałów własnych ARH w tym podejściu szacujemy na 35 PLN na akcję.

**#ARH: Wycena porównawcza**

WYCENA PORÓWNAWCZA	Kraj	MC (EUR)	P/E			P/BV			ROE		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Archicom		138	6,6	6,5	4,5	1,0	0,9	0,9	14,9%	14,6%	18,8%
<b>Grupa porównawcza</b>											
Dom Development SA	POLAND	836	8,7	13,1	8,9	2,4	2,4	2,2	29,2%	23,8%	25,0%
Develia SA	POLAND	482	10,4	8,8	8,9	1,5	1,4	1,3	12,9%	13,5%	14,1%
Persimmon PLC	BRITAIN	3 792	12,1	10,4	8,7	0,9	0,9	0,9	7,6%	8,4%	10,4%
Taylor Wimpey PLC	BRITAIN	4 245	11,7	10,5	8,8	0,8	0,8	0,8	6,9%	7,8%	8,9%
Vistry Group PLC	BRITAIN	2 678	7,2	7,2	6,2	0,7	0,7	0,7	10,2%	9,6%	10,4%
Berkeley Group Holdings PLC	BRITAIN	4 911	11,1	11,9	10,8	1,2	1,2	0,0	11,4%	10,2%	11,3%
<b>Mediana</b>			<b>10,7</b>	<b>10,5</b>	<b>8,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>10,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,9%</b>
Archicom premia/(dyskonto)			-38%	-38%	-49%	-9%	-10%	3%	4,1p.p.	4,7p.p.	7,9p.p.
<b>Implikowana wartość 1 akcji (PLN)</b>			<b>35</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>21</b>			
waga roku			33%	33%	33%	33%	33%	33%			
waga wskaźnika				75%			25%				
<b>Wartość 1 akcji (PLN)</b>			<b>35</b>								

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

## Prognoza wyników za 2Q'23

### #ARH: Prognoza wyników za 2Q'23 [pozytywne]

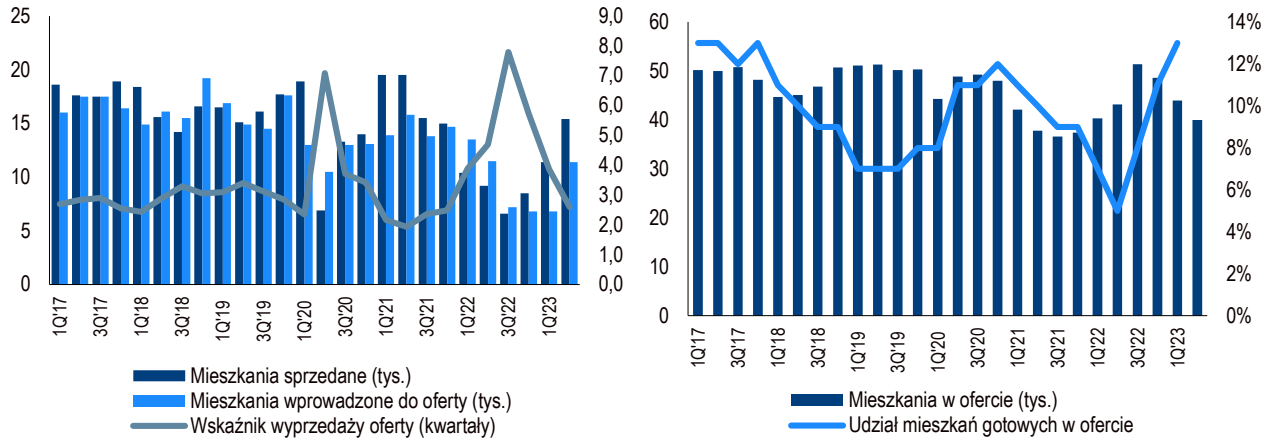
mIn PLN	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	Y/Y	Q/Q
Przychody	73,9	159,6	114,3	83,2	123,3	67%	48%
Zysk brutto ze sprzedaży	23,6	63,8	35,4	38,0	41,9	78%	10%
Rewaluacje	2,8	6,8	-20,4	0,0	0,0	-100%	-
EBITDA	8,9	54,2	1,5	19,8	25,9	191%	31%
EBIT	8,2	53,4	0,7	19,0	25,1	208%	32%
EBIT skor.	5,4	46,6	21,1	19,0	25,1	365%	32%
Zysk netto	9,3	42,8	16,6	17,2	16,3	75%	-5%
Marża brutto	31,9%	40,0%	31,0%	45,7%	34,0%	2,1p.p.	-11,7p.p.
Średnia cena mieszkania	715	537	476	644	590	-18%	-8%
Mieszkania przekazane	100	293	253	129	209	109%	62%
Mieszkania sprzedane	198	113	182	258	310	57%	20%
P/E12M trailing	3,6	3,3	5,1	6,5	6,0		
EV/EBITDA 12M trailing	2,8	2,6	4,4	5,9	4,7		
marża EBITDA	12,0%	33,9%	1,3%	23,8%	21,0%	9,0p.p.	-2,8p.p.
marża EBIT	11,0%	33,4%	0,6%	22,9%	20,4%	9,3p.p.	-2,5p.p.
marża netto	12,6%	26,8%	14,5%	20,7%	13,2%	0,6p.p.	-7,5p.p.

Źródło: Dane Spółki, Trigon DM

- Mieszkania.** Spółka przekazała 209 lokali, ponad dwukrotnie więcej r./r., natomiast po wyjątkowym 1Q'23 (MBnS 46%, średnia cena przekazywanego lokalu 644 tys. PLN) spodziewamy się normalizacji zarówno jednostkowej ceny mieszkania (590 tys. PLN, -8% kw./kw.) jak i MBnS (34%), głównie z uwagi na rozwodnienie struktury przekazania o inne projekty niż Browary Wrocławskie.
- Komercja.** W segmencie komercyjnym spodziewamy się 3mln PLN straty z działalności zaniechanej (efekt spadku EUR/PLN w tym okresie). Zakładamy sprzedaż City 2 (41mln EUR GAV) w '24.

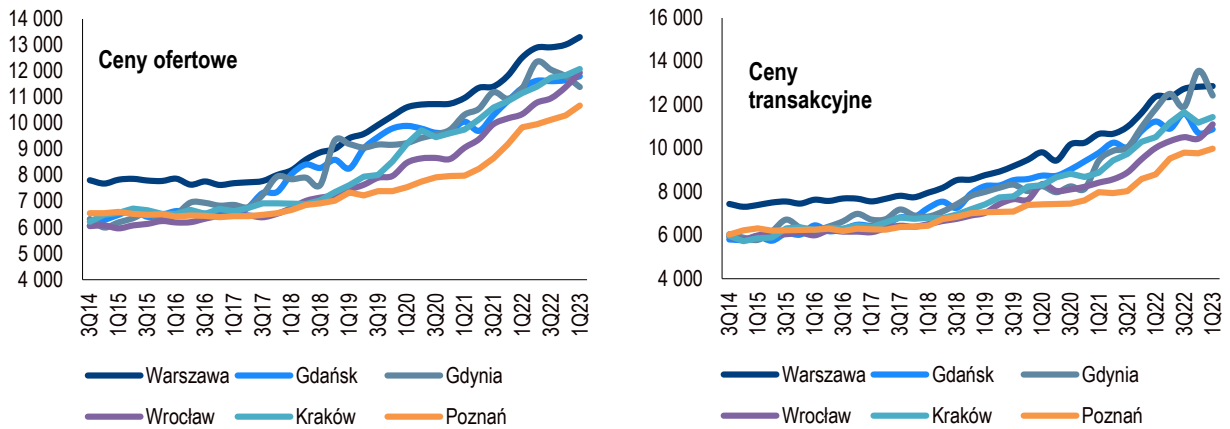
# Otoczenie rynkowe

**Rynek pierwotny: sprzedaż, wprowadzenia do oferty i oferta w 2Q'23 na 6 największych rynkach**



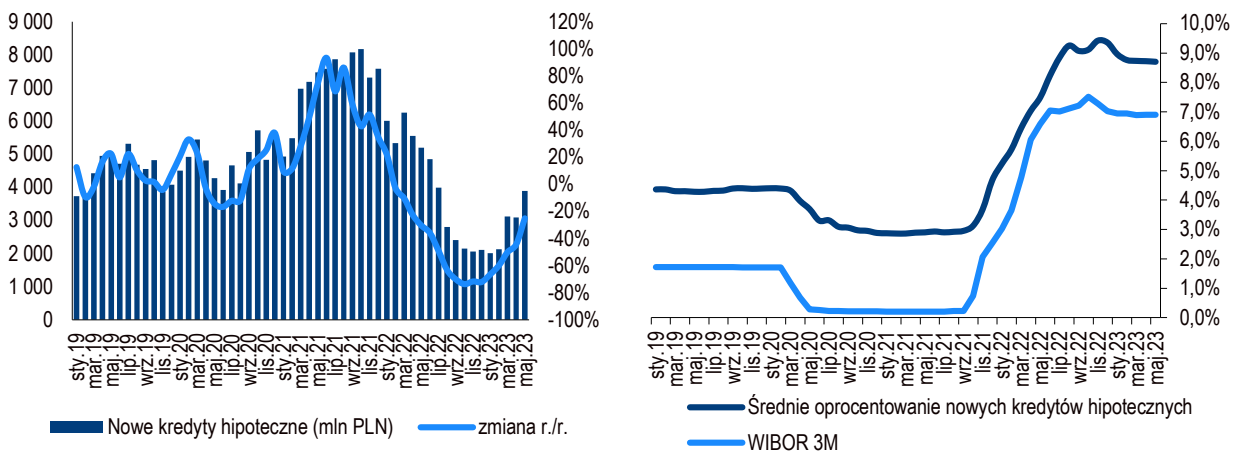
Źródło: JLL, Trigon DM

**Rynek pierwotny: ceny ofertowe (l.w.) oraz transakcyjne (p.w.) na największych rynkach (PLN/m<sup>2</sup>)**



Źródło: NBP, Trigon DM

**Rynek kredytowy: nowo udzielane kredyty hipoteczne (mln PLN) oraz średnie oprocentowanie na tle WIBOR 3M**



Źródło: NBP, Bloomberg, Trigon DM

## Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>670</b>	<b>596</b>	<b>500</b>	<b>836</b>	<b>1 060</b>	<b>1 533</b>
Koszty wytworzenia	466	391	321	555	699	1 027
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>204</b>	<b>206</b>	<b>179</b>	<b>281</b>	<b>361</b>	<b>507</b>
Rewaluacje	43	4	1	0	0	0
SG&A	64	63	64	79	143	207
Zysk ze sprzedaży	183	147	116	201	218	300
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	8	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>194</b>	<b>150</b>	<b>118</b>	<b>204</b>	<b>221</b>	<b>303</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>151</b>	<b>146</b>	<b>117</b>	<b>204</b>	<b>221</b>	<b>303</b>
Amortyzacja	3	3	3	3	3	3
<b>EBIT skor.</b>	<b>148</b>	<b>143</b>	<b>114</b>	<b>201</b>	<b>218</b>	<b>300</b>
Wynik na działalności finansowej	-12	1	5	-1	-11	-3
<b>Zysk brutto</b>	<b>178</b>	<b>148</b>	<b>120</b>	<b>200</b>	<b>207</b>	<b>296</b>
Podatek dochodowy	43	35	25	42	44	62
Zysk mniejszości	2	1	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>133</b>	<b>112</b>	<b>110</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>234</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>100</b>	<b>109</b>	<b>110</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>234</b>
marża brutto ze sprzedaży	30,4%	34,5%	35,9%	33,6%	34,1%	33,0%
marża EBITDA skor.	22,5%	24,5%	23,5%	24,4%	20,9%	19,8%
marża EBIT	22,1%	24,0%	22,9%	24,1%	20,6%	19,5%
marża netto skor.	15,0%	18,2%	21,9%	19,1%	15,4%	15,3%
zmiana przychodów r./r.	32%	-11%	-16%	67%	27%	45%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	32%	1%	-13%	57%	29%	40%
zmiana EBITDA skor. r./r.	61%	-23%	-21%	73%	8%	37%
zmiana EBIT skor. r./r.	51%	-3%	-20%	76%	8%	37%
zmiana zysku netto skor. r./r.	39%	-16%	-2%	45%	2%	43%
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P
<b>Przychody</b>	<b>152</b>	<b>74</b>	<b>160</b>	<b>114</b>	<b>83</b>	<b>123</b>
Koszty wytworzenia	95	50	96	79	45	81
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>56</b>	<b>24</b>	<b>64</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>42</b>
Rewaluacje	12	3	7	-20	0	0
SG&A	15	17	16	16	17	17
Zysk ze sprzedaży	53	10	54	-1	21	25
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0	-1	-1	1	-2	0
<b>EBITDA</b>	<b>54</b>	<b>9</b>	<b>54</b>	<b>2</b>	<b>20</b>	<b>26</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>42</b>	<b>6</b>	<b>47</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>26</b>
Amortyzacja	1	1	1	1	1	1
<b>EBIT</b>	<b>53</b>	<b>8</b>	<b>53</b>	<b>1</b>	<b>19</b>	<b>25</b>
Wynik na działalności finansowej	0	4	-1	2	1	-1
<b>Zysk brutto</b>	<b>54</b>	<b>12</b>	<b>52</b>	<b>3</b>	<b>20</b>	<b>24</b>
Podatek dochodowy	12	3	9	1	4	5
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>41</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>41</b>	<b>9</b>	<b>43</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
marża brutto ze sprzedaży	37,1%	31,9%	40,0%	31,0%	45,7%	34,0%
marża EBITDA skor.	27,7%	8,3%	29,7%	19,2%	23,8%	21,0%
marża EBIT	35,0%	11,0%	33,4%	0,6%	22,9%	20,4%
marża netto skor.	27,3%	12,6%	26,8%	14,5%	20,7%	13,2%
zmiana przychodów r./r.	78%	-3%	36%	-64%	-45%	67%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	105%	-10%	49%	-68%	-33%	78%
zmiana EBITDA skor. r./r.	271%	-52%	55%	-76%	-53%	322%
zmiana EBIT r./r.	457%	-33%	78%	-99%	-64%	208%
zmiana zysku netto skor. r./r.	714%	235%	73%	-79%	-58%	75%

Źródło: Spółka, Trigon DM



## Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>217</b>	<b>274</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>104</b>	<b>104</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	16	12	11	11	11	11
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	30	29	33	33	33	33
Nieruchomości inwestycyjne	152	126	11	11	18	18
Należności długoterminowe	0	67	1	1	1	1
Aktywa finansowe	0	37	37	37	37	37
Pozostałe	19	2	5	5	5	5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 232</b>	<b>1 079</b>	<b>1 081</b>	<b>2 014</b>	<b>2 231</b>	<b>2 456</b>
Zapasy	965	678	646	1 390	1 566	1 733
Należności handlowe	47	117	130	379	349	412
Pozostałe	7	3	40	40	40	40
Gotówka	213	280	264	205	276	271
<b>Aktywa</b>	<b>1 460</b>	<b>1 353</b>	<b>1 327</b>	<b>2 260</b>	<b>2 334</b>	<b>2 559</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>614</b>	<b>631</b>	<b>732</b>	<b>1 072</b>	<b>1 124</b>	<b>1 243</b>
Kapitał zakładowy	257	257	257	485	485	485
Pozostałe	224	266	365	427	475	524
Zysk (strata) netto	100	109	110	160	164	234
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>384</b>	<b>144</b>	<b>176</b>	<b>311</b>	<b>311</b>	<b>311</b>
Zobowiązania oprocentowane	332	102	127	262	262	262
Pozostałe	52	42	49	49	49	49
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>460</b>	<b>577</b>	<b>419</b>	<b>877</b>	<b>899</b>	<b>1 005</b>
Zobowiązania oprocentowane	373	236	220	430	380	380
Zobowiązania handlowe	390	417	308	691	763	869
Pozostałe	-303	-76	-108	-243	-243	-243
<b>Pasywa</b>	<b>1 460</b>	<b>1 353</b>	<b>1 327</b>	<b>2 260</b>	<b>2 334</b>	<b>2 559</b>
Kapitał obrotowy netto	622	378	468	1 078	1 152	1 276
Dług netto	161	-44	-45	225	104	109
Dług netto skor.	161	-44	-45	225	104	109
Dług netto/EBITDA (x)	0,8	-0,3	-0,4	1,1	0,5	0,4
Dług netto/kapitał własny (x)	0,3	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1
ROE (%)	22%	18%	15%	15%	15%	19%
ROA (%)	7%	8%	8%	7%	7%	9%
Cykl konwersji gotówki (dni)	476	316	480	625	540	405
Cykl rotacji zapasów (dni)	756	634	735	913	818	616
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	26	72	95	165	120	98
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	306	390	351	454	399	309

## Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>5</b>	<b>228</b>	<b>80</b>	<b>69</b>	<b>104</b>	<b>116</b>
Zysk (strata) brutto	178	148	138	202	207	296
Amortyzacja	3	3	3	3	3	3
Zmiany w kapitale obrotowym	-88	116	-23	-95	-74	-125
Zmiana zapasów	-13	91	1	-5	-176	-167
Zmiana należności handlowych	1	-82	20	-115	30	-63
Zmiana zobowiązań handlowych	-76	106	-44	25	72	105
Pozostałe	-88	-38	-39	-41	-32	-59
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>102</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>139</b>	<b>-3</b>
CAPEX	-45	-12	-7	-3	-3	-3
Pozostałe	147	2	-1	0	142	0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-24</b>	<b>-152</b>	<b>-72</b>	<b>-126</b>	<b>-173</b>	<b>-118</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	56	-78	-20	-70	-50	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	-65	-62	-32	-54	-112	-115
Pozostałe	-15	-12	-21	-1	-11	-3
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>82</b>	<b>68</b>	<b>0</b>	<b>-59</b>	<b>71</b>	<b>-5</b>
Środki pieniężne na początek okresu	130	213	264	264	205	276
Środki pieniężne na koniec okresu	213	280	264	205	276	271

Źródło: Spółka, Trigon DM

# Trigon Dom Maklerski S.A.

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

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

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



## EQUITY RESEARCH TEAM

<b>Grzegorz Kujawski</b> , Head of Research <i>Konsument, Finanse</i>	662 051 707	<a href="mailto:grzegorz.kujawski@trigon.pl">grzegorz.kujawski@trigon.pl</a>
<b>Maciej Marciniowski</b> , Deputy Head of Research <i>Strategia, Banki, Finanse</i>	695 360 195	<a href="mailto:maciej.marcinowski@trigon.pl">maciej.marcinowski@trigon.pl</a>
<b>Kacper Kopron</b> <i>Gaming, TMT</i>	666 079 125	<a href="mailto:kacper.kopron@trigon.pl">kacper.kopron@trigon.pl</a>
<b>Katarzyna Kosiorek</b> <i>Biotechnologia</i>	604 554 054	<a href="mailto:katarzyna.kosiorek@trigon.pl">katarzyna.kosiorek@trigon.pl</a>
<b>Michał Kozak</b> <i>Paliwa, Chemia, Energetyka</i>	666 079 133	<a href="mailto:michal.kozak@trigon.pl">michal.kozak@trigon.pl</a>
<b>Dominik Niszczyński</b> <i>TMT</i>	662 044 556	<a href="mailto:dominik.niszczy@trigon.pl">dominik.niszczy@trigon.pl</a>
<b>Łukasz Rudnik</b> <i>Przemysł, Wydobycie</i>	887 309 797	<a href="mailto:lukasz.rudnik@trigon.pl">lukasz.rudnik@trigon.pl</a>
<b>David Sharma</b> <i>Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane</i>	603 173 749	<a href="mailto:david.sharma@trigon.pl">david.sharma@trigon.pl</a>
<b>Piotr Rychlicki</b> <i>Junior Analyst</i>	607 991 539	<a href="mailto:piotr.rychlicki@trigon.pl">piotr.rychlicki@trigon.pl</a>
<b>Piotr Chodyra</b> <i>Junior Analyst</i>	691 820 650	<a href="mailto:piotr.chodyra@trigon.pl">piotr.chodyra@trigon.pl</a>

## SALES & TRADING TEAM

<b>Paweł Szczepański</b> , Head of Sales	22 433 83 63	<a href="mailto:pawel.szczepanski@trigon.pl">pawel.szczepanski@trigon.pl</a>
<b>Michał Sopiński</b> , Deputy Head of Sales	22 433 82 70	<a href="mailto:michal.sopinski@trigon.pl">michal.sopinski@trigon.pl</a>
<b>Paweł Czupryński</b>	22 433 82 69	<a href="mailto:pawel.czuprynski@trigon.pl">pawel.czuprynski@trigon.pl</a>
<b>Maciej Senderek</b>	22 433 83 93	<a href="mailto:maciej.senderek@trigon.pl">maciej.senderek@trigon.pl</a>
<b>Hubert Kwiecień</b>	22 433 83 61	<a href="mailto:hubert.kwiecien@trigon.pl">hubert.kwiecien@trigon.pl</a>

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). 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. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki

min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni

średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

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 – ARCHICOM 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 (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 oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.  
Dokument sporządził: David Sharma

### **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 DC F.

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 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.

Posługując 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 nie posiada akcji 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 nie otrzymał od Emitenta dywidendy. 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 wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, ii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji 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.

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 Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. 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 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 ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 21 lipca 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 21 lipca 2023 r. godz.: 8:00.