

Flash Note

CEE | Equity Research

Ailleron

Negocjacje z Tailwind Capital Partners dotyczące potencjalnej sprzedaży Software Mind [pozytywne]

- List intencyjny w sprawie negocjacji sprzedaży 100% akcji SM na rzecz Tailwind podpisano 25 listopada;
- Tailwind miał wyłączność na negocjacje na okres 60 dni od dnia zawarcia listu intencyjnego, natomiast w styczniu przedłużono okres wyłączności do 27 lutego 2026;
- List intencyjny zawiera założenia przyjęte dla ustalenia mechanizmu ceny sprzedaży akcji w Software Mind, przy czym ostateczne potwierdzenie ceny sprzedaży uzależnione jest od wyników badań due diligence oraz od osiągniętych przez Software Mind wyników.

Komentarz: Po raz pierwszy w trwającym od lutego 2025 przeglądzie opcji strategicznych spółka informuje o rozmowach z konkretnym kupującym. Tailwind (www.tailwind.com) jest amerykańskim funduszem z aktywami głównie w USA, a więc znaczna ekspozycja Software Mind na tamtejszy rynek dobrze pasowałaby geograficznie do profilu potencjalnego kupującego. Wynik EBIT Software Mind w tym roku szacowaliśmy na 54mln PLN (EBITDA 68mln PLN), a na rok 2026 prognozowaliśmy 55mln PLN, w tym obciążenie 8mln PLN amortyzacją związaną z przejęciem Prosoft, to jest adj. EBIT 63mln PLN. Uwzględniając odsetki od długu (dług netto na koniec 3Q około 150mln PLN w SM) skor. wynik netto Software Mind może przy obecnych marżach wynosić około 45mln PLN, z czego niecała połowa (część spółek zależnych SM ma akcjonariuszy mniejszościowych), a więc blisko 20mln PLN przypadłaby na akcjonariuszy Ailleron. Przypominamy że Ailleron i Enterprise Investors mają po 50% udziałów w SM. Fundusz EI nabył swoje udziały w transakcji zakupu i podniesienia kapitału sfinalizowanej w kwietniu 2021 za łącznie 111mln PLN.

#Podatek od ewentualnego zysku z transakcji, przeznaczenie środków. Zwracamy uwagę, że spółka prawdopodobnie zapłaci wysoki podatek od transakcji (bardzo niska wartość podatkowa w księgach, szacujemy na około 30mln PLN), jednak w dalszej kolejności sądzimy, że powinna z sukcesem ubiegać się o jego zwrot w ramach ulgi holdingowej, podobnie jak udało się Fabrity po sprzedaży spółek zależnych. Zakładamy, że większość uzyskanej kwoty z ewentualnej sprzedaży byłaby przeznaczona na dywidendę lub buyback, a istotnie mniejsza część na doinwestowanie segmentu FinTech.

#Outlook, wycena. Spółka poinformowała o udzieleniu okresu wyłączności do 27 lutego, dlatego niewykluczone, że już w tym miesiącu rozstrzygnie się czy transakcja będzie miała miejsce i o jakiej wartości. Ailleron ma podać wyniki za 4Q25 26 lutego – widzimy istotne prawdopodobieństwo, że do tego czasu lub w kolejnych tygodniach strony dojdą do porozumienia, dlatego mimo obecnej ceny rynkowej przewyższającej naszą cenę docelową trzymalibyśmy akcje w oczekiwaniu na dalszą komunikację ze spółki. Co do wyceny to nie chcemy spekulować jakie mogą być mnożniki transakcji, przypominamy natomiast że grupa porównawcza spółek z sektora software house z naszej grudniowej rekomendacji, charakteryzowała się medianą mnożnika P/E 13x na rok 2026. Wartość akcji Ailleron wyznaczona metodą porównawczą bazującą na skorygowanym zysku netto dla lat 2025-27 wynosiła 20 PLN (skor. zysk netto grupy w 2026 szacowaliśmy na 19mln PLN), powyżej 17,2 PLN na akcję wynikającej z DCF. Z kolei mediana mnożnika EV/EBITDA w grupie porównawczej dla roku 2026 wynosiła 7,1x.

#Co zostaje w grupie po ewentualnej transakcji. W przypadku sprzedaży zostanie w grupie biznes FinTech, który w ciągu ostatnich 4 kwartałów wygenerował stratę -0,5mln PLN na poziomie EBIT, ale już wyraźny zysk 8,8mln EBITDA przed leasingiem (różnica wynika m.in. z wysokiej amortyzacji leasingu wynajmowanego biura). Jednostkowy dług netto Ailleronu, to jest poza SM, na koniec 3Q25 wynosił 29mln PLN uwzględniając należności i zobowiązania leasingowe, a bez leasingu dług netto to 11mln PLN. **(Dominik Niszczy)**

mln PLN	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	410	453	557	577	581	605
EBITDA	61	50	84	76	80	86
EBIT	48	36	62	53	56	64
Zysk netto	13	4	23	22	16	20
EPS (PLN)	1.1	0.3	1.8	1.8	1.3	1.7
P/E (x)	16.1	60.3	9.3	9.7	13.6	10.4
EV/EBITDA (x)	6.9	8.7	6.9	7.6	6.7	5.7
P/BV (x)	3.2	2.5	2.1	1.7	1.5	1.4
DY (%)	1.9%	5.8%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%

Źródło: dane spółki, Trigon

TRIGON DOM MAKLEKSKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715)". Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.