

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Brand24

18/2021/GPW (78) 15 sierpnia 2021

Analityk: Sobiesław Pająk, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Bloomberg: B24 PW

Kurs: 24,80 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 32,1 (-)

Kapitalizacja: 14 mln USD

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 20,50-40,10 zł

Free float: 39,6%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Opinia inwestycyjna

Po stabilizacji sytuacji w Spółce w pierwszej połowie ubiegłego roku (przywrócenie dostępu do profili w serwisach Facebook i Instagram¹, istotne ograniczenie kosztów operacyjnych, pozyskanie finansowania), Brand24 osiągnął próg rentowności na poziomie operacyjnym (IV kw.) oraz zwiększył (po osiągnięciu, na koniec I kw. br., poziomu 3 600 aktywnych użytkowników) strumień generowanej wewnętrznie gotówki w stopniu umożliwiającym samofinansowanie swej bieżącej działalności. W chwili obecnej Spółka realizuje kluczowe projekty (unifikacja narzędzia *Brand24* (odejście od podziału na wersję lokalną i globalną) i rozszerzenie jego funkcjonalności o elementy *AI*, wprowadzenie hiszpańskiej i portugalskiej wersji językowej narzędzia, wprowadzenie *Custom Reports* (wysokomarżowy produkt *premium*) i – być może – innych komplementarnych produktów (znajdujących się obecnie na etapie *proof of concept*)) oraz stoi w obliczu wdrożenia w życie kluczowych decyzji (aktualizacja cennika, w tym – po raz pierwszy od dekady – także dla obecnej bazy klienckiej), których odbiór przez klientów będzie miał istotne znaczenie dla jej przyszłości.

¹ Upraszczejac, wcześniejsza blokada kont Spółki na tych platformach cofneta ja w rozwoju o 2 lata.

Skorygowane zyski

Skorygowane zyski (EBITDA, operacyjny, przed opodatkowaniem, netto) pomijaja koszty wyceny programu motywacyjnego oraz saldo pozostalych przychodow i kosztow operacyjnych

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	mln PLN	13,4	15,5	19,1	22,3
EBITDA	mln PLN	1,5	3,6	5,3	6,7
EBITDA, skor.	mln PLN	2,3	3,6	5,3	6,7
Zysk operacyjny	mln PLN	-1,0	0,8	2,5	3,8
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	-0,2	0,8	2,5	3,8
Zysk netto	mln PLN	-1,3	0,5	1,8	2,9
Zysk netto, skor.	mln PLN	-0,5	0,5	1,8	2,9
Zysk na akcje*	PLN	-0,23	0,21	0,83	1,33
Zmiana r/r zysku na akcje*	%	b.z.	b.z.	288	59
Dlug (gotowka) netto	mln PLN	2,9	2,6	1,2	-1,1
Dlug (gotowka) netto, z wyliczeniem leasingow	mln PLN	0,1	-0,3	-1,6	-4,0
C/Z*	x	b.z.	115,5	29,7	18,6
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	26,8	16,6	11,6	9,3
Wartosc przedsiebiorstwa/ EBITDA*	x	24,3	15,6	10,4	8,0
Wartosc przedsiebiorstwa/ zysk operacyjny*	x	b.z.	67,9	22,4	14,1
Wartosc przedsiebiorstwa/ sprzedaz	x	4,2	3,7	2,9	2,4
Wartosc przedsiebiorstwa/ przeplywy pieniezne z dzialalnosci operacyjnej	x	27,4	14,8	10,0	8,1
Wartosc przedsiebiorstwa/ wolne przeplywy gotowkowe dla firmy	x	38,8	91,9	35,6	21,3
Stopa wolnych przeplywow gotowkowych dla firmy	%	2,6	1,1	2,8	4,7
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda na akcje	PLN	0,0	0,0	0,0	0,0
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	2,2	2,2	2,2	2,2

* Wskaźniki obliczane w oparciu o skorygowane zyski i liczbę akcji na koniec okresu.

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za 1 półrocze 2021: 30 września 2021
2. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2021: 22 listopada 2021
3. Aktualizacja (w górę) cennika *Brand24* (w tym dla obecnych klientów): wrzesień-listopad 2021
4. Ujednolicenie polskiej i globalnej wersji *Brand24*: III kw. 2023 (perspektywa ok. 2 lat)
5. Zakończenie prac nad (współfinansowanym przez EU) projektem 'Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych': do końca 2023

Potencjalne katalizatory

1. Przyrost abonentów netto i/lub wzrost *ARPU* powyżej oczekiwań
2. Komercyjny sukces nowych produktów (np. *Custom Reports*)
3. Progresa wyników finansowych powyżej oczekiwań

- Przedmiotem działalności Grupy jest udostępnianie klientom usługi monitoringu publicznych zasobów Internetu (wzmianek o produktach, markach, zdefiniowanych słowach kluczowych), którą świadczy jako tzw. usługę w chmurze *SaaS* (*Software as a Service*) przy pomocy autorskiego oprogramowania *Brand24*

- połączonego z wykorzystywaniem zewnętrznych dostawców usług informatycznych oraz rozwiązań serwerowych. Brand24 służy analizie działań marketingowych, ocenie percepcji marki/produktu przez użytkowników oraz śledzeniu działań konkurencji.
- Chmura obliczeniowa jako model dystrybucji eliminuje początkowe wydatki inwestycyjne klienta związane z zakupem sprzętu i oprogramowania, pomaga obniżyć koszty operacyjne, przyspiesza proces implementacji oraz zapewnia elastyczną skalowalność do własnych potrzeb, a dla dostawcy produktu (sprzedawanego jako usługa) oznacza powracające i przewidywalne przychody, uproszczony proces dystrybucji, globalny zasięg oferowanych usług, standaryzację produktu, brak konieczności kontroli nad jakością wdrożenia u każdego z klientów oraz zachowanie wszelkich praw autorskich. Zarówno globalny rynek usług w chmurze publicznej jak i segment SaaS powinny (prognozy *Gartner*) w okresie 2021-22 rosnać średniorocznie o ok. 20%. Rynek, na którym działa Spółka to rynek globalny, charakteryzujący się rozdrobnioną konkurencją, na którym Brand24 stara się zagospodarować część jego „środkowego” segmentu.
 - W okresie 2021-23 prognozujemy średnie roczne tempo wzrostu przychodów Brand24 rzędu 19% oraz wzrost skor. marży EBITDA do 30% w horyzoncie końca 2023 roku. Pragniemy zaznaczyć, iż z uwagi na szereg czynników (uruchamianie nowych produktów, planowana aktualizacja cennika, dopiero co osiągnięta dodatnia rentowność na poziomie operacyjnym, itd.) prognozy finansowe dla Spółki obciążone są (naszym zdaniem) ponadprzeciętnym ryzykiem błędu (tak odgórnego jak oddolnego).
 - Uznając, iż Spółkę charakteryzuje ponadprzeciętny poziom ryzyka specyficznego, wyceniając jej akcję metodą DCF przyjmujemy podwyższony poziom parametru Beta (1,50); wycena ta (wykazująca dużą wrażliwość na założenia związane z poziomem stopy dyskontowej) sugeruje wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale 23,4-39,5 PLN z wartością centralną na poziomie 29,2 PLN. Porównanie (oparte na medianach) Spółki do spółek SaaS przynosi bardzo szeroki zakres implikowanych wartości akcji (od kilkunastu do ponad 80 PLN, w zależności od wskaźnika i roku), z wartością średnią na poziomie 57,9 PLN. Centralna wartość naszej ważonej (DCF = waga 90%, metoda porównawcza = waga 10%) wyceny akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 32,1 PLN.

Tabela 1. Główne czynniki ryzyka

Czynnik ryzyka	Opis	Czy zmateriałizował się w przeszłości?	Istotność dla biznesu Spółki*	Prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości*
Spadek dostępności danych, wzrost ceny pozyskania danych, kwestie związane z własnością danych/ treści – wyniki ryzyko reputacyjne	Negatywny wpływ na jakość wyników dostępnych dla użytkowników narzędzia Grupy (które funkcjonuje w oparciu o dane gromadzone z publicznej sieci Internet oraz nabywane od zewnętrznych dostawców) → negatywny wpływ na działalność, zainteresowanie i popyt klientów, perspektywy oraz wyniki finansowe Grupy (obniżenie przychodów i/lub wzrost kosztów (treść, marketing, PR)). Udostępnianie wyników agregacji treści z Internetu może prowadzić do naruszenia przysługującym osobom trzecim praw do baz danych i/lub praw autorskich (ryzyko odszkodowawcze). Planowana reforma prawa autorskiego na poziomie unijnym może nałożyć na Grupę obowiązek uiszczania opłat w związku z linkowaniem do treści objętych ochroną prawną-autorską. W sierpniu 2019 Facebook i Instagram zablokowały konta Brand24, w związku z czym Spółka wstrzymała monitorowanie danych z tych portali do czasu wyjaśnienia sprawy (co nastąpiło w marcu 2020 roku, gdy dostęp Spółki do profili w serwisach Facebook i Instagram został przywrócony), w efekcie czego liczba aktywnych klientów spadła w okresie IV kw. 19 – I kw. 20 o 565 (16% w porównaniu ze stanem na koniec III kw. 19).	Tak	Wysoka	Średnie
Ryzyko związane z technologią informatyczną	Ryzyko awarii oprogramowania, urządzeń elektronicznych i/lub infrastruktury informatycznej, ryzyko uzyskania dostępu do informacji zgromadzonych w systemach IT Grupy przez niepowołane osoby trzecie (fizyczne/elektroniczne wtargnięcia, wirusy komputerowe, <i>ransomware</i>) lub utraty dostępu do tych informacji przez Grupę. Czasowe przerwy w dostępie do danych mogą mieć negatywny wpływ na ciągłość świadczenia usług przez Grupę oraz na postrzeganie wiarygodności technologii Grupy przez użytkowników końcowych. Częste problemy techniczne mogłyby skłonić klientów Grupy do zaprzestania korzystania z oprogramowania Brand24 i/lub spowodować konieczność poniesienia istotnych kosztów technicznych i/lub prawnych.	Nie	Wysoka	Średnie

* Ocena Spółki.

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 1. Główne czynniki ryzyka (kontynuacja)

Czynnik ryzyka	Opis	Czy zmaterializował się w przeszłości?	Istotność dla biznesu Spółki*	Prawdopodobieństwo wystąpienia w przyszłości*
Ryzyko związane z utratą płynności finansowej	Po osiągnięciu na koniec I kw. 2021 roku 3 600 aktywnych użytkowników strumień wewnętrznie generowanej gotówki (po raz pierwszy w historii) pokrywa bieżące wydatki Spółki, umożliwiając samofinansowanie bieżącej działalności. Pod koniec 2019 roku Spółka odnotowała spadek przychodów z racji konieczności wstrzymania przez Spółkę monitoringu portali społecznościowych Facebook oraz Instagram. Spółka skorzystała wówczas z finansowania zewnętrznego, tj. zawarła umowę z Uncapped Ltd (pożyczka do poziomu 250 tys. Euro) oraz przeprowadziła emisję akcji pozyskując 2,769 mln złotych. Zwracamy uwagę, że Zarząd jest upoważniony do podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w granicach kapitału docelowego, poprzez emisję nowych akcji o łącznej wartości nominalnej nie wyższej niż 13 000 PLN (tj. nie więcej niż 130 tysięcy akcji; hipotetyczne wpływy – przy obecnym poziomie ceny rynkowej akcji Spółki – powyżej 3 mln PLN), co ogranicza ryzyko materializacji tego czynnika w przyszłości.	Tak	Wysoka	Średnie
Koncentracja produktowa	Działalność operacyjna Grupy opiera się na jednej podstawowej aktywności – sprzedaży dostępu do oprogramowania służącego do monitoringu Internetu (w tym mediów społecznościowych), która efektywnie odpowiada za ponad 99% łącznych przychodów (komplementarne produkty premium (np. <i>Custom Reports</i>) również bazują na danych dostarczanych przez podstawowe narzędzie Spółki).	-	Średnie	Średnie
Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży, w której działa Grupa	Dynamiczna zmiana w obszarze formatu treści publikowanych w Internecie i sposobu ich konsumpcji (np. dynamiczne odejście od tekstu na rzecz obrazu), do której dostosowanie oprogramowania Brand24 nastąpiłoby w zbyt wolny sposób. Standardy w branży monitoringu Internetu zmieniają się w sposób ciągły, wprowadzane są zmiany w świadczonych usługach oraz dostępności produktów. Brak możliwości dostosowania się do tych zmian wywołałoby pogorszenie się pozycji konkurencyjnej Grupy.	-	Średnie	Średnie
Ryzyko walutowe	Niedopasowanie walutowe; większość kosztów działalności operacyjnej ponoszona w PLN, znaczna (i rosnąca w czasie; 46% w 2018 roku, 54% w 2019 roku, 59% w 2020 roku) część przychodów ze sprzedaży generowana w walutach obcych (USD). Obecnie w skali miesiąca nadwyżka przychodów w USD nad kosztami operacyjnymi w USD wynosi około 80 tysięcy USD; Spółka zabezpieczyła ok. 70% swej oczekiwanej ekspozycji walutowej netto w horyzoncie do końca 2021 roku. Słaby PLN względem USD korzystny dla wyników Spółki, silny PLN względem USD niekorzystny dla wyników Spółki. Brak stosowania instrumentów finansowych zabezpieczających ryzyko walutowe w horyzoncie wybiegającym poza koniec 2021 roku.	Nie	Średnia	Średnie
Ryzyko związane z obecną strukturą akcjonariatu i kontrolą nad Spółką	Główni akcjonariusze posiadający >60% głosów na WZ Spółki. Interesy i działania głównych akcjonariuszy mogą nie zawsze być w pełni zbieżne z interesami pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych.	Nie	Średnia	Średnie
Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym	Pojawienie się nowych produktów lub technologii umożliwiających monitoring Internetu, czy też ryzyko udoskonalenia i ekspansji oprogramowania już istniejącego na rynku (np. Google Alerts). Pojawienie się na rynku rozwiązania bardziej innowacyjnego i/lub bardziej efektywnego kosztowo oraz przeznaczanie przez podmioty konkurencyjne istotnie wyższych środków na promocję dostępnych rozwiązań i/lub wejście na rynek podmiotów posiadających dostęp do licznej bazy potencjalnych klientów → odpowiednio stworzona aplikacja konkurencyjnego podmiotu mogłaby (przynajmniej hipotetycznie) zrewolucjonizować rynek i/lub wyprzeć oferowane przez Grupę usługi/produkt.	-	Niska	Średnie
Ryzyko zmian algorytmów wyszukiwania	Ewentualna zmiana sposobu działania algorytmów wyszukiwania mogłaby spowodować pogorszenie pozycjonowania oprogramowania Grupy. Pogorszenie pozycjonowania oprogramowania Grupy (i) utrudniłoby dotarcie do potencjalnego klienta oraz zwiększyłoby koszt jego pozyskania oraz (ii) spowodowałoby wzrost kosztów pozycjonowania (w skrajnym przypadku mogłoby nawet wykluczyć podmiot z wyników wyszukiwania).	Nie	Niska	Średnie
Wzrost nakładów na badania i rozwój	Konieczność poniesienia nakładów na R&D wyższych niż te, które mogłyby być sfinansowane przez Grupę.	Nie	Niska	Średnie
Ryzyko związane z umową ze spółką zależną (Brand24 Global Inc) w USA	Ceny transferowe, RODO (możliwość przekazywania danych osobowych do państwa trzeciego – USA).	Nie	Niska	Niskie
Ryzyko związane z pozyskaniem i utrzymaniem klientów, reakcja klientów na podwyżki cen pakietów	Pozyskanie klienta jest realizowane obecnie w oparciu o ruch przychodzący, którego zadaniem jest umożliwienie odbiorcom samodzielnego odnalezienia w Internecie oprogramowania <i>Brand24</i> , przetestowanie go oraz zakupienie do niego dostępu przy możliwie minimalnym kontakcie z pracownikami Grupy. Istotną kwestią jest reakcja klientów (potencjalnych i obecnych) na zbliżającą się aktualizację (w górę) cennika Spółki (w tym, prawdopodobnie, również – po raz pierwszy od dekady – obejmującą obecnych klientów Spółki (a nie tylko przyszłych/nowych)). Oprogramowanie <i>Brand 24</i> sprzedawane jest głównie poprzez stronę internetową Emitenta. Skuteczne pozyskiwanie i utrzymanie klientów przez Grupę uzależnione jest od wielu czynników (m.in. skuteczności działań marketingowych, atrakcyjności oferowanego produktu, poziomu wyedukowania klienta, świadomości korzyści płynących ze stałego monitoringu Internetu, otoczenia konkurencyjnego, regulacji prawnych i polityki cenowej).	-	-	-
Ryzyko zmiany preferencji klientów co do produktu i odbioru sieci Internet	Sieć Internet jest szybko zmieniającym się środowiskiem, na którego rozwój znaczący wpływ miało pojawienie się oraz wzrost popularności mediów społecznościowych. Nie da się przewidzieć przyszłego kształtu sieci Internet oraz przyszłego sposobu komunikacji oraz konsumpcji zawartych w niej treści. Zmiana sposobu konsumpcji treści w Internecie mogłaby (i) wymóc wprowadzenie znaczących i kosztownych zmian w produkcie oferowanym przez Grupę (potencjalny znaczny negatywny wpływ na rentowność), (ii) wymusić zmianę modelu biznesowego, (iii) wymagać dużo czasu na dostosowanie, i/lub (iv) spowodować utratę pozycji konkurencyjnej Grupy.	-	-	-
Niska płynność akcji na GPW	Średnie dzienne obroty na poziomie około 50 tys. złotych	-	-	-

* Ocena Spółki.

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

1. Wycena

Metody wyceny	Wyceniamy Brand24 metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą (bazującą na medianach wskaźników wartość przedsiębiorstwa/EBITDA, wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż oraz C/Z opartych o prognozy na lata 2021, 2022 i 2023 dla szerokiego spektrum spółek (w zdecydowanej większości zagranicznych) oferujących oprogramowanie w trybie SaaS (<i>Software as a Service</i>)).
Większa waga DCF niż wyceny porównawczej	Z powyższych metod wyceny zdecydowanie większą wagę (90%) przypisujemy metodzie DCF; niska waga przyznana metodzie porównawczej (10%) jest konsekwencją: (i) bardzo dużej różnicy wielkości między „przeciętną” firmą z grupy porównawczej a Spółką (mediana kapitalizacji rynkowej w grupie porównawczej ponad 400-krotnie większa od kapitalizacji rynkowej Spółki) oraz (ii) bardzo dużego zróżnicowania wskaźników wyceny dla spółek w grupie porównawczej (maksimum równe od kilkunastokrotności do kilkudziesięciokrotności minimum, w zależności od roku i wskaźnika) i ich wysokiego średniego poziomu.
Założenia przyjęte w wycenie	W wycenie metodą DCF zakładamy: (i) stopę wolną od ryzyka w wysokości 1,8% (rentowność rządowych obligacji 10-letnich), (ii) premię za ryzyko rynku akcji w wysokości 6,5% (założenie jednakowe dla wszystkich pokrywanych przez nas spółek), (iii) parametr Beta (nielewarowana) w wysokości 1,50 (konsekwencja istotnie wyższego od przeciętnej dla rynku, naszym zdaniem, poziomu ryzyka specyficznego Spółki: dopiero co osiągnięty próg rentowności na poziomie operacyjnym i zdolność do finansowania działalności z bieżąco generowanej gotówki, relatywnie niewielka skala działalności, koncentracja produktowa, działalność na rynku o charakterze globalnym charakteryzującym się dynamicznym rozwojem i zmianami, itp.), oraz (iv) wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym w wysokości 3,0% (w scenariuszu bazowym). Przyjmujemy również wykorzystanie przez Spółkę tarczy podatkowej płynącej z jej dotychczasowych strat (przy naszych prognozach wyników finansowych, Spółka zaczyna płacić podatek dochodowy w „pełnym wymiarze” na przełomie 2023 i 2024 roku). Jeśli chodzi o liczbę akcji Spółki przyjętą w wycenie (2 195 843) to zakładamy, iż w ramach kończącego się właśnie drugiego programu motywacyjnego opartego na akcjach Spółka wyemituje przed końcem 2021 roku (po cenie równej nominalowi; beneficjentem programu) 38 tysięcy akcji. Równocześnie nasza wycena akcji Spółki abstrahuje od rozwadniającego wartość (<i>ceteris paribus</i>) możliwego (i bardzo prawdopodobnego) uruchomienia w przyszłości (najprawdopodobniej przed końcem bieżącego roku) trzeciego programu motywacyjnego opartego na akcjach i emisji akcji w jego ramach.
Beta	
Tarcza podatkowa	
Akcje z programów motywacyjnych	
Wrażliwość wyceny na zmiany w założeniach	W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale 23,4-39,5 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz premii za ryzyko rynku akcji z wartością centralną (wyznaczoną dla: rezydualnego wzrostu w wysokości 3,0% oraz premii za ryzyko rynku akcji w wysokości 6,5%) na poziomie 29,2 PLN. Pragniemy zauważyć, iż nasza wycena akcji Spółki charakteryzuje się istotną wrażliwością na założenie odnośnie premii za ryzyko rynku akcji – podwyższenie/ obniżenie tego założenia o 0,5 punktu procentowego (względem poziomu przyjętego w scenariuszu bazowym) pociąga za sobą (<i>ceteris paribus</i>) spadek/ wzrost naszej oceny wartości fundamentalnej akcji Spółki o około 10% (wrażliwość wyceny na zmiany w tempie wzrostu w okresie rezydualnym jest niższa: szybsze/ wolniejsze o 0,5 punktu procentowego (względem założenia bazowego) rezydualne tempo wzrostu skutkuje (przy innych założeniach niezmiennych) wzrostem/ spadkiem wyceny o około 3%). W przypadku przyjęcia założenia (odmiennego do poczynionego przez nas), iż ryzyko specyficzne Spółki nie odbiega istotnie od średniej dla rynku i – co za tym idzie – szacowania wartości akcji Spółki przy niezależnym parametrze Beta

Tabela 2. Brand24; model DCF

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
Sprzedaż	15,5	19,1	22,3	25,8	28,8	31,5	34,1	36,6	38,9	41,1	43,3	45,3	
<i>zmiana r/r</i>	16%	23%	17%	15%	12%	9%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	
Marża operacyjna (EBIT), skor.	5,4%	13,0%	17,0%	18,4%	19,2%	19,9%	20,5%	20,9%	21,2%	21,4%	21,5%	21,6%	
Zysk operacyjny (EBIT), skor.	0,8	2,5	3,8	4,7	5,5	6,3	7,0	7,6	8,2	8,8	9,3	9,8	
<i>zmiana r/r</i>	b.z.	196%	53%	25%	17%	14%	11%	9%	8%	7%	6%	5%	
Efektywna kasowa stawka podatkowa (T)	0%	4%	12%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Skor. EBIT x (1-T)	0,8	2,4	3,3	3,8	4,5	5,1	5,7	6,2	6,7	7,1	7,5	7,9	
<i>zmiana r/r</i>	b.z.	183%	41%	15%	17%	14%	11%	9%	8%	7%	6%	5%	
Amortyzacja (D):	2,8	2,9	2,9	4,3	4,7	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	6,1	
Rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,2	1,2	1,2	2,6	2,9	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	
Aktywów z tytułu prawa do użytkowania	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	
Skor. EBIT x (1-T) + D	3,6	5,2	6,3	8,2	9,2	10,4	11,1	11,7	12,3	12,9	13,5	14,0	
<i>zmiana r/r</i>	56%	44%	19%	31%	13%	13%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	
Wydatki inwestycyjne:	-1,6	-2,3	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne (pomniejszone o dotacje)	-1,6	-2,3	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	
Przejęcia spółek zależnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Płatności zobowiązań z tyt. umów leasingu w związku z aktywami z tytułu prawa do użytkowania	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	
Zmiana kapitału obrotowego netto	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	0,6	1,6	2,5	5,1	5,6	5,7	5,9	6,4	6,8	7,3	7,7	8,1	
<i>zmiana r/r</i>	-57%	152%	60%	104%	9%	1%	4%	9%	7%	6%	6%	5%	3,0%
Koszt kapitału własnego													
Stopa wolna od ryzyka	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
Premia za ryzyko rynku akcji	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Odlewarowana Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Zalewarowana Beta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Wymagana stopa zwrotu	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Koszt długu													
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Efektywna kasowa stawka podatkowa	0%	4%	12%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,6%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)													
Waga długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,6%	6,3%	5,8%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,043	1,164	1,298	1,448	1,615	1,802	2,010	2,242	2,501	2,790	3,113	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,958	0,859	0,770	0,691	0,619	0,555	0,497	0,446	0,400	0,358	0,321	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	1,5	2,1	3,9	3,8	3,5	3,3	3,2	3,1	2,9	2,8	2,6	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych													32,7
Prawo do dywidendy przed horyzontem wyceny													0,0
Waga długu w okresie rezydualnym													0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym													100%
Średni koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz													11,6%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz													11,6%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym													11,6%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym													3,0%
Wartość rezydualna													97,1
Wartość bieżąca wartości rezydualnej													31,2
Wartość operacji Spółki													63,9
Wartość udziałów w spółkach konsolidowanych metodą praw własności													0,0
Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych (w spółkach zależnych, w których Spółka ma <100% udział)													0,0
Gotówka (dług) netto, bez leasingów, na koniec 2021P													0,3
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy													64,1
Liczba akcji (w milionach)													2,2
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)													29,2

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA.

Tabela 3. Wycena DCF Brand24; analiza wrażliwości (względem rezydualnego tempa wzrostu oraz premii za ryzyko rynku akcji)

Rezydualny (nominalny) wzrost wolnych przepływów pieniężnych	Premia za ryzyko rynku akcji				
	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
	Waga długu w okresie rezydualnym				
	0%	0%	0%	0%	0%
	Rezydualny WACC				
	10,1%	10,8%	11,6%	12,3%	13,1%
Implikowana wartość Brand24 w horyzoncie 12 miesięcy (PLN/akcję)					
2,0%	33,4	30,2	27,6	25,4	23,4
2,5%	34,6	31,2	28,4	26,0	23,9
3,0%	36,0	32,3	29,2	26,7	24,5
3,5%	37,6	33,5	30,2	27,4	25,1
4,0%	39,5	34,9	31,2	28,3	25,8

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

równym 1,00, nasz szacunek wartości fundamentalnej w horyzoncie 12 miesięcy wyniósłby (przy pozostałych założeniach scenariusza bazowego niezmiennych) 48,8 PLN (czyli i tak znacznie mniej, niż wartość akcji Spółki implikowana przez porównanie ze światowymi spółkami SaaS – omówienie w kolejnym paragrafie).

Jak zaznaczono na wstępie, porównanie (oparte na medianach) Spółki do spółek SaaS przynosi bardzo szeroki zakres implikowanych wartości akcji Spółki, sięgający (w zależności od wskaźnika i roku) od kilkunastu PLN do ponad 80 PLN, z wartością średnią (równe wagi dla poszczególnych lat i wskaźników) na poziomie 57,9 PLN.

Tabela 4. Brand24; Wycena względem spółek SaaS

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Kraj	Marża brutto na sprzedaży 2020	Marża EBITDA 2020	Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			Cena/Zysk			Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
					2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
LIVECHAT	812	Polska	84%	65%	22,8	19,7	17,4	27,4	24,0	21,4	14,9	12,9	11,3
SPRINKL	4 655	USA	68%	ujemna	bd.	ujemna	ujemna	bd.	ujemna	ujemna	bd.	6,6	4,8
MELWATER	1 341	Norwegia	71%	8%	32,7	21,5	14,1	200,9	54,9	31,9	3,2	2,7	2,1
LIVEPERSON INC	4 393	USA	71%	ujemna	223,6	539,9	71,6	ujemna	ujemna	ujemna	9,2	7,5	5,9
ZENDESK INC	14 864	USA	76%	ujemna	bd.	bd.	bd.	174,2	108,9	73,5	bd.	bd.	bd.
ATLISSIAN CORP PLC-CLASS A	84 860	Australia	83%	7%	154,2	134,7	123,5	249,4	205,3	154,0	41,0	32,9	26,4
J2 GLOBAL INC	6 553	USA	84%	40%	10,6	9,4	8,4	14,5	13,4	12,1	4,3	3,8	3,4
FUJI SOFT INC	1 743	Japonia	23%	9%	8,2	7,5	6,8	20,2	19,4	17,4	0,7	0,7	0,6
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	87	Wlk. Brytania	54%	24%	14,7	bd.	bd.	19,7	bd.	bd.	3,7	bd.	bd.
ZIGEXN CO LTD	441	Japonia	83%	ujemna	11,3	9,2	7,4	ujemna	18,4	15,5	3,4	2,7	2,4
NICE LTD	16 696	Izrael	66%	27%	25,7	22,6	19,0	39,3	34,9	30,9	8,8	7,7	6,5
TRUECAR INC	387	USA	92%	3%	11,6	8,5	bd.	ujemna	ujemna	64,1	0,5	0,5	bd.
SALESFORCE.COM INC	228 111	USA	74%	21%	35,6	29,2	23,8	52,8	61,0	51,4	10,4	8,5	7,0
SPS COMMERCE INC	4 081	USA	68%	23%	bd.	bd.	bd.	64,5	53,5	42,3	bd.	bd.	bd.
MODEL N INC	1 231	USA	59%	1%	52,2	45,0	35,3	76,2	66,7	50,5	6,4	5,5	4,8
CORNERSTONE ONDEMAND INC	3 786	USA	69%	14%	14,1	11,8	9,3	21,7	19,4	16,6	5,4	4,7	3,8
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	6 108	Kanada	74%	39%	42,6	35,1	30,6	98,0	75,3	59,2	17,4	14,6	12,9
CHANNELADVISOR CORP	711	USA	79%	20%	20,5	17,2	10,1	25,9	19,7	16,9	4,3	3,9	2,6
WISETECH GLOBAL LTD	8 103	Australia	81%	30%	58,7	44,8	34,0	113,9	82,7	60,0	21,4	17,5	14,4
BOX INC - CLASS A	3 970	USA	71%	11%	21,5	17,1	15,4	37,3	30,2	23,2	5,2	4,7	4,2
AUTOMATIC DATA PROCESSING	90 986	USA	42%	26%	24,4	22,2	22,9	35,7	32,5	29,9	6,1	5,7	5,9
DOCUSIGN INC	57 952	USA	75%	ujemna	287,6	137,6	102,3	389,5	165,6	123,9	40,6	28,1	21,6
SERVICENOW INC	114 217	USA	78%	14%	59,9	47,6	36,4	98,1	77,1	59,7	19,1	15,0	11,8
WORKDAY INC-CLASS A	58 148	USA	72%	6%	54,5	48,2	41,7	85,2	75,5	61,9	14,2	12,3	10,6
HUBSPOT INC	31 144	USA	81%	3%	195,7	146,5	bd.	364,7	243,8	164,9	24,0	18,6	bd.
SPLUNK INC	24 271	USA	75%	ujemna	ujemna	ujemna	301,1	ujemna	ujemna	ujemna	11,4	9,8	7,9
CITRIX SYSTEMS INC	12 673	USA	85%	25%	bd.	bd.	bd.	20,5	17,2	15,6	bd.	bd.	bd.
Mediana	-	-	74%	20%	30,6	29,2	27,2	58,7	57,2	50,5	8,8	7,6	6,2
Minimum	-	-	23%	ujemna	8,2	7,5	6,8	14,5	13,4	12,1	0,5	0,5	0,6
Maximum	-	-	92%	65%	287,6	539,9	301,1	389,5	243,8	164,9	41,0	32,9	26,4
Brand24 - EBITDA (skor)/ Zysk netto (skor)/ Sprzedaż (mln PLN)					3,6	5,3	6,7	0,5	1,8	2,9	15,5	19,1	22,3
Brand24 - dług netto, łącznie z leasingami (mln PLN)					2,6	1,2	-1,1	-	-	-	2,6	1,2	-1,1
Implikowana wartość akcji (PLN)					49,7	70,5	83,6	12,6	47,8	67,2	61,0	65,2	64,0
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)					67,9			42,5			63,4		
Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)					57,9								

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ

Ważona wycena

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (90%-10%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 32,1 PLN na akcję Spółki.

2. Rynek

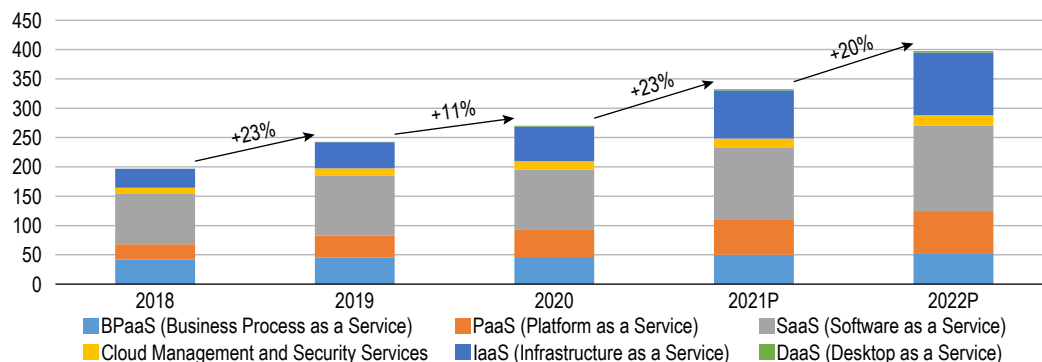
Czym jest chmura obliczeniowa?

Najogólniej mówiąc, Grupa Brand24 działa na rynku usług w chmurze. **Chmura obliczeniowa** (*Cloud Computing*) to dostarczanie usług obliczeniowych (oprogramowanie + niezbędna infrastruktura) za pośrednictwem Internetu. Tego typu model dystrybucji oznacza eliminację konieczności zakupu licencji oraz konieczności instalowania i administrowania oprogramowaniem u klienta. Cechą charakterystyczną usług świadczonych w chmurze jest standaryzacja: usługa nie jest tworzona pod konkretny podmiot, lecz dla szerokiej grupy klientów i zawiera pakiet ustandaryzowanych rozwiązań. Działanie chmury polega na przeniesieniu ciężaru świadczenia usługi na serwer i udzielenie do niego dostępu (np. za pośrednictwem przeglądarki internetowej) komputerom klientów. Klient płaci za używane usługi w chmurze; eliminuje to jego wydatki inwestycyjne związane z zakupem sprzętu i oprogramowania, pomaga obniżyć koszty operacyjne i zapewnia elastyczną skalowalność. W ramach rynku *Cloud Computing* można wyróżnić następujące segmenty usług: (i) SaaS (*Software-as-a-Service*; oprogramowanie jako usługa; największy segment, reprezentujący w roku ubiegłym (szacunki *Gartner*) niemal 37% ogółu wydatków użytkowników końcowych na usługi w chmurze obliczeniowej), (ii) IaaS (*Infrastructure-as-a-Service*; infrastruktura (informatyczna) jako usługa), (iii) PaaS (*Platform-as-a-Service*; platforma (sprzętowo-systemowa, stanowiąca środowisko pracy programistów) jako usługa), (iv) BPaaS (*Business-Process-as-a-Service*; to usługa outsourcingu całych procesów biznesowych), (v) DaaS (*Desktop as a Service*; środowisko pulpitu (aplikacje wraz z powiązаныmi bazami danych) jako usługa), oraz (vi) usługi zarządzania chmurą i bezpieczeństwa w chmurze (*Cloud Management and Security Services*). Według szacunków *Gartner* (kwiecień 2021), rynek usług w chmurze publicznej (w kategoriach wydatków użytkowników końcowych) w 2020 roku zanotował wzrost rok do roku o ok. 11% (do ok. 270 mld USD) i w kolejnych dwóch latach powinien rosnąć w średniorocznym tempie ok. 21%.

Segmenty rynku usług w chmurze

Perspektywy wzrostu dla usług w chmurze publicznej

Wykres 1. Globalny rynek usług w chmurze publicznej – wydatki użytkownika końcowego (mld USD)



Źródło: *Gartner* (listopad 2019 = dane za 2018, lipiec 2020 = dane za 2019, kwiecień 2021 = dane za 2020 + prognozy na 2021-22).

Opłaty abonamentowe = standard w SaaS

Przychody spółek sprzedających swe produkty w formie **SaaS** (tak, jak robi to Brand24) generowane są najczęściej poprzez pobieranie z góry opłat abonamentowych za dostęp do produktu (oprogramowania), choć istnieją też inne modele pobierania opłat (za transakcję bądź wolumen).

SaaS z perspektywy dostawcy

Sprzedaż oprogramowania w formie SaaS niesie korzyści tak po stronie dostawcy, jak i klienta. Dla dostawcy produktu, sprzedaż oprogramowania w trybie SaaS oznacza: powracające i przewidywalne przychody, dogodny punkt startowy dla realizacji strategii produktowych typu „*land & expand*”, uproszczony proces dystrybucji, globalny zasięg oferowanych usług, wystandaryzowany charakter oprogramowania, brak konieczności kontroli nad jakością wdrożenia u każdego z klientów, obniżenie kosztów serwisu i gwarancji, brak problemu piractwa, oraz

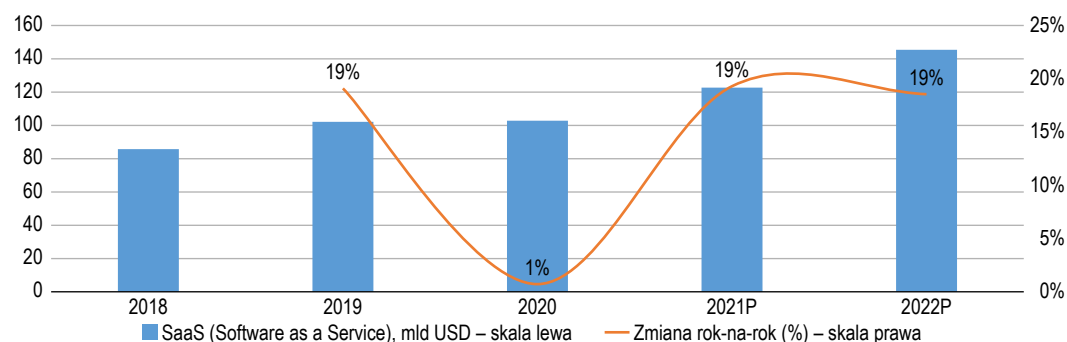
SaaS z perspektywy klienta

zachowanie wszelkich praw autorskich. Z kolei dla klienta, kupno oprogramowania w trybie SaaS oznacza: oszczędności na kosztach (sprzętu, infrastruktury, wsparcia i serwisu) początkowych – cykliczne i relatywnie niskie płatności abonamentowe (zamiast wysokiego jednorazowego kosztu zakupu oprogramowania i niezbędnej infrastruktury), uproszczenie procesu implementacji aplikacji (krótki czas wdrożenia oraz marginalne koszty implementacji – również dla aktualizacji oprogramowania do najnowszej wersji, która najczęściej wykonywana jest przez dostawcę automatycznie i bezobsługowo ze strony klienta), możliwość (pomimo standaryzacji produktu) dostosowania oferty do większości własnych potrzeb (mnogość dostępnych pakietów) wraz ze skalowalnością produktu (do zmian w zapotrzebowaniu) oraz szeroką dostępność usługi (możliwość korzystania z aplikacji z dowolnego miejsca za pomocą komputerów stacjonarnych i urządzeń mobilnych).

Perspektywy wzrostu dla globalnego rynku SaaS

Wg. szacunków *Gartner* (kwiecień 2021), segment SaaS globalnego rynku usług w chmurze publicznej (w kategoriach wydatków użytkowników końcowych) w 2020 roku zanotował tylko marginalny (o ok. 1%, do ok. 103 mld USD) wzrost rok do roku, natomiast w kolejnych dwóch latach powinien wrócić do tempa wzrostu, które notował przed pandemią (ok. 19%).

Wykres 2. Globalny rynek SaaS (Software as a Service) – wydatki użytkownika końcowego



Źródło: *Gartner* (listopad 2019 = dane za 2018, lipiec 2020 = dane za 2019, kwiecień 2021 = dane za 2020 + prognozy na 2021-22)

Rynek oprogramowania do monitoringu Internetu

Rozdrobniona konkurencja, trzy segmenty rynku

Branża monitoringu Internetu, w której działa Brand24, znajduje się na etapie szybkiego rozwoju i charakteryzuje się rosnącym poziomem konkurencyjności. W sposób ciągły zmieniają się standardy branżowe, wprowadzane są zmiany w świadczonych usługach czy dostępności produktów. Grupa Brand24 prowadzi działalność w segmencie charakteryzującym się rozdrobnioną konkurencją, obejmującą zarówno „mega” spółki technologiczne (dla których monitoring Internetu stanowi z reguły jeden z wielu obszarów działalności), jak i mniejsze (bardziej „sfokusowane”) podmioty (w większości prywatne). Rynek oprogramowania do monitoringu Internetu można podzielić na trzy segmenty: (i) firmy kierujące swą ofertą do dużych przedsiębiorstw/ marek, oferujące wysoką funkcjonalność (rozwinięta analityka) za wysoką cenę (cena najpopularniejszych (najtańszych) abonamentów rzędu kilku tysięcy USD/ miesiąc (dużych kilkuset USD/ miesiąc), często konieczność kupna usług na dłuższy okres (minimum rok)), (ii) firmy oferujące darmowe rozwiązania o ograniczonej funkcjonalności, oraz (iii) firmy próbujące zagospodarować obszar pomiędzy powyższymi dwoma biegunami (do tej grupy należy Brand24 oraz (zdaniem Zarządu) jej dwaj najbliżsi konkurenci: Mention Solutions SAS i Awario).

Brand24 próbuje zagospodarować część „środkowego” segmentu rynku

Brand24 w porównaniu do konkurencji (częstotliwość, zasięg, cena)

W porównaniu do konkurencyjnych rozwiązań Brand24 oferuje: (i) aktualizację wyników monitoringu co kilka minut (porównywalna częstotliwość do tych oferowanych w górnym segmencie rynku (nakierowanym na obsługę klientów *enterprise*) i segmencie „środką” (jak twierdzi Zarząd, jest ona „marginalnie wyższa od średniej” w tym segmencie w celu odróżnienia się in plus od najbliższej konkurencji), dużo większa niż w „dolnym” segmencie rynku (gdzie standardem

jest aktualizacja co godzinę)), (ii) zasięg monitoringu porównywalny, zdaniem Zarządu, z segmentem *enterprise*, wyróżniający się in plus na tle „środkowego” segmentu rynku (i znacznie szerszy niż w segmencie „*free*”; rozwiązanie Spółki zostało stworzone w celu zbierania potencjalnie wszystkich możliwych wyników pojawiających się w sieci w kontekście wybranej marki, produktu czy usługi i stara się zbierać dane z możliwie największej ilości dostępnych źródeł, w tym z mediów społecznościowych, portali branżowych, blogów, forów, newsletterów, podcastów, itd. – głównym zadaniem jest by użytkownik nie był w stanie ręcznie znaleźć jakiegokolwiek wyniku, którego nie znalazło wcześniej narzędzie Brand24), oraz (iii) wielokrotnie niższą cenę (najlepszy porównywalny miernik: cena za słowo kluczowe) niż w segmencie *enterprise*, lekko (o około 10%) wyższą niż w przypadku Awario (który, jednakże, w chwili obecnej (od roku) zmaga się z problemem blokady jego kont przez Facebook), oraz około dwukrotnie niższą cenę niż Mention (który, jednakże, nadrabia to oferując również plany darmowe).

Tabela 5. Wybrani konkurenci – spółki oferujące rozwiązania zbliżone do Brand24

Spółka	Typ	Kraj	Opis
Alphabet Inc	Spółka publiczna	USA	Jeden z produktów firmy, Google Alerts, wysyła użytkownikowi alerty za każdym razem, gdy słowo kluczowe lub fraza jest cytowana w sieci. Wartość rynkowa: >1 700 mld USD. Wzrost sprzedaży 2020-23P <i>per annum</i> : 14%. Marża EBITDA 2021P: 47%.
SalesForce	Spółka publiczna	USA	Firma projektuje i rozwija oprogramowanie dla przedsiębiorstw (specjalizując się w obszarze CRM), oferując je w chmurze w trybie SaaS. Wartość rynkowa: >200 mld USD. Wzrost sprzedaży 2020-23P <i>per annum</i> : 22%. Marża EBITDA 2021P: 29%.
Sprinklr	Spółka publiczna	USA	Spółka rozwija i oferuje klientom (na całym świecie) w trybie SaaS platformę CMX, która łączy różne aplikacje służące do marketingu w mediach społecznościowych i ich monitoringu. Wartość rynkowa: >4 mld USD. Długoterminowy cel marży operacyjnej: >20%.
Meltwater	Spółka publiczna	Norwegia	Firma zajmująca się monitoringiem mediów online, oferując (w trybie SaaS) rozwiązania do monitorowania i analizowania wiadomości online. Wartość rynkowa: >1 mld USD. Wzrost sprzedaży 2020-23P <i>per annum</i> : 14%. Marża EBITDA 2021P: 10%.
Runtime Collective	Spółka prywatna	Wielka Brytania	Rozwiązanie spółki (Brandwatch) monitoruje media społecznościowe (oferowane w trybie SaaS) w celu analizy obecności ich marek w sieci.
Sysomos	Spółka prywatna	Kanada	Firma zajmująca się analizą mediów społecznościowych; jej flagowy produkt (Media Analysis Platform) wydobywa i analizuje treści z mediów społecznościowych.
TalkWalker	Spółka prywatna	Luksemburg	Firma dostarcza platformę dającą wgląd w media społecznościowe, wspomagając rozwój marek.
Mention Solutions SAS	Spółka prywatna	Francja	Aplikacja spółki (obsługującej 750 000 klientów w 125 krajach świata, w tym >4 000 klientów <i>enterprise</i>) tworzy alerty dla marki, branży, firmy i konkurentów w czasie rzeczywistym dla słów kluczowych w 42 językach.
Awario	Spółka prywatna	Białoruś	Awario to narzędzie społecznościowe, które daje markom wgląd w ich klientów, rynek i konkurencję; pozwala markom monitorować w czasie rzeczywistym, co ludzie o nich mówią w sieci (od roku profile firmy są zablokowane przez Facebook).
BrandMentions	Spółka prywatna	Rumunia	Platforma SaaS, która umożliwia śledzenie kampanii marketingowych, wzmianek o marce, słowach kluczowych i konkurencji.
MediaToolKit	Spółka prywatna	Chorwacja	Narzędzie do monitorowania internetowych wzmianek o marce w czasie rzeczywistym.
YouScan	Spółka prywatna	Cypr	Rozwiązanie do monitorowania mediów społecznościowych w regionie Europy Wschodniej.
Falcon.io	Spółka prywatna	Dania	Platforma SaaS do monitorowania mediów społecznościowych, umożliwiająca marketerom dostarczanie bardziej spersonalizowanych wrażeń związanych z marką w oparciu o wzbogacone profile klienckie.
SentiOne	Spółka prywatna	Polska	Jedno z najpopularniejszych rozwiązań do monitorowania sieci w Europie pozwalające na śledzenie w wielu językach; Narodowe Centrum Badań i Rozwoju przyznało spółce 18,8 mln PLN dofinansowania na rozwój technologii AI. 70% wzrost sprzedaży w 2020 r/r (sprzedaż = 15 mln PLN). 33% marży EBITDA w 2020 roku (EBITDA = 5 mln PLN).
NetAnalyze	Spółka prywatna	Polska	Spółka dostarcza narzędzia do monitorowania internetu, oferuje audyty oraz raporty odnośnie obecności firm w sieci.

Źródło: Bloomberg, Crunchbase, Sprinklr, www.g2.com, Spółka, Puls Biznesu, DM BOS

3. Historia, struktura Grupy, akcjonariat, programy motywacyjne i kapitał docelowy

Spółka matka + spółka dystrybucyjna w USA

Spółka tworzy grupę kapitałową, w skład której wchodzi Brand 24 SA jako podmiot dominujący oraz spółka zależna Brand 24 Global Inc. z siedzibą w USA, w której Spółka posiada 100% kapitału zakładowego. Podstawowym przedmiotem działalności Grupy jest sprzedaż dostępu do oprogramowania umożliwiającego monitoring treści w Internecie. Spółka zależna odpowiada za obsługę sprzedaży

we wszystkich obsługiwanych przez Grupę krajach poza granicami Polski. Działalność operacyjna spółki zależnej sprowadza się do roli dystrybutora usług jakie świadczy Spółka (spółka zależna obsługuje jedynie sprzedaż w rozumieniu obsługi systemu płatności i faktur dla klienta, wszelkimi ryzykami związanymi z produktem obciążona jest Spółka).

Tabela 6. Historia Grupy Brand24 – główne wydarzenia

2011	III kw. uruchomienie prototypu Brand24, utworzenie Brand 24 S.A. z siedzibą w Warszawie
	IV kw. objęcie przez Larq S.A. 30% akcji, pozyskanie pierwszych klientów w Polsce
2012	IV kw. zwiększenie zaangażowania przez Larq S.A. do 51% akcji, wycena Spółki osiąga 4 mln zł
2013	I kw. wejście na rynek azjatycki
	IV kw. rozwój oprogramowania Brand24 o kolejne funkcje
2014	I kw. liczba klientów przekracza 500
	II kw. uruchomienie testowej wersji globalnej oprogramowania Brand24
2015	III kw. pierwsi klienci z USA
	I kw. uruchomienie pełnej wersji globalnej oprogramowania Brand24
2016	IV kw. inwestycja funduszu Inovo VC w wysokości 1,4 mln PLN – wycena Spółki osiąga 28 mln PLN
	I kw. Venture Inc S.A. inwestuje w 11,5% akcji Spółki, liczba klientów oprogramowania Brand24 przekracza 1 000
2017	III kw. powołanie spółki w USA do obsługi klientów zagranicznych, Brand 24 Global Inc.
	I kw. liczba krajów skąd pochodzą klienci Brand24 przekracza 85, liczba klientów przekracza 1 500
2018	IV kw. pozyskanie przez Spółkę 3,5 mln PLN w ramach podwyższenia kapitału zakładowego przeprowadzonego w ramach transakcji pre-IPO – wycena Spółki osiąga 60 mln PLN
	I kw. debiut na rynku NewConnect – wycena Spółki osiąga poziom ponad 90 mln PLN
2019	II kw. uruchomienie analityki geograficznej wzmianek w Brand24, liczba klientów na koniec czerwca 2018 roku: 2 544
	III kw. wdrożenie płatności rocznych – automatyzacja płatności długoterminowych
2020	IV kw. podjęcie uchwały przez WZ o przejściu na rynek główny GPW, liczba klientów na koniec 2018 roku: 3 096
	I kw. dodanie nowych funkcji do oprogramowania Brand24, w tym np. generowanie automatycznych raportów PDF oraz możliwości monitorowania opinii Google
2021	III kw. liczba klientów na koniec września 2019 roku: 3 631
	Facebook i Instagram blokują konta Brand24, w związku z czym Spółka wstrzymuje monitorowanie danych z tych portali
2020	I kw. liczba klientów na koniec marca 2020 roku: 3 066, przywrócenie dostępu Spółki do profili w serwisach Facebook i Instagram
	II kw. pozyskanie przez Spółkę 2,8 mln PLN w ramach podwyższenia kapitału zakładowego w związku z emisją akcji serii J
2021	IV kw. pilotażowe wdrożenie <i>Custom Reports</i>
	I kw. liczba klientów na koniec marca 2021 roku: 3 610
2021	rekomenacja dofinansowania projektu Spółki „Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych” w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Dolnośląskiego kwotą 3,8 mln PLN; wprowadzenie akcji Spółki do obrotu giełdowego na rynku podstawowym, wykluczenie akcji z obrotu na rynku NewConnect; kampania cross-sellingowa <i>Custom Reports</i> do obecnych i byłych klientów
	III kw. zawarcie umowy z Województwem Dolnośląskim – Dolnośląską Instytucją Pośredniczącą umowy o dofinansowanie projektu „Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych”

Źródło: Spółka

4 najwięksi akcjonariusze = 60%, free float = 40%

Największym akcjonariuszem Spółki (28,9%; obecnym w niej praktycznie od jej powstania) jest LARQ SA – polska spółka holdingowa działająca w obszarze innowacyjnych mediów, nowych technologii i infrastruktury. Dwaj założyciele (i jednocześnie członkowie zarządu Spółki: M. Sadowski i P. Wierzejewski) posiadają po 10,5% ogółu akcji Brand24. Zbliżony udział (10,4%) posiada Venture INC SA – notowany na GPW fundusz Venture Capital założony i prowadzony przez twórców i kluczowych menadżerów LiveChat Software. Pozostałe 39,6% akcji stanowi *free float*.

Programy motywacyjne oparte na akcjach (przeszłe i przyszłe)

W latach 2018-2020 obowiązywał w Spółce (drugi) program motywacyjny oparty na akcjach dla kluczowych pracowników/ współpracowników. Przyznanie praw do nabycia (maksymalnie 102 143) akcji (po cenie 0.1 PLN) uzależnione było/jest od spełnienia (i) kryterium lojalnościowego, oraz (ii) warunków operacyjnych (liczba klientów + przychody + wynik netto), przy czym program przewiduje możliwość przyznawania do połowy pakietu na uczestnika na podstawie samego kryterium lojalnościowego (tj. przy niespełnionych kryteriach operacyjnych). Warunki operacyjne (i) za rok 2018 (liczba klientów = 2 935, przychody = 10,76 mln PLN, wynik netto = -1,09 mln PLN) zostały spełnione, (ii) za rok 2019 (liczba klientów = 4 364, przychody = 15,97 mln PLN, wynik netto = 0,633 mln PLN) nie zostały spełnione,

i (iii) za rok 2020 (liczba klientów = 6 213, przychody = 23,74 mln PLN, wynik netto = 4,67 mln PLN) nie zostały spełnione. W związku z realizacją (drugiego) programu motywacyjnego dotychczas Spółka przydzieliła beneficjentom programu 20 541 akcji i zamierza zaoferować objęcie kolejnych 38 000 akcji. Należy się spodziewać, iż przed końcem bieżącego roku zostanie ustanowiony w Spółce trzeci program motywacyjny oparty na akcjach, którego ramy mogą być podobne do tych z przeszłości.

Kapitał docelowy = elastyczność + poduszka bezpieczeństwa

W ramach kapitału docelowego zarząd Spółki upoważniony jest do emisji do 130 000 akcji do dnia 18 czerwca 2023 roku. Decyzja o ewentualnym skorzystaniu z tego uprawnienia będzie zależać od potrzeb inwestycyjnych Spółki i daje jej komfort w zakresie ewentualnej poduszki płynnościowej (choć w roku bieżącym Spółka zdołała zbilansować swe bieżące wydatki operacyjne z poziomem gotówki generowanym z bieżącej sprzedaży).

4. Model biznesowy i produkt

Brand24 = oprogramowanie do monitorowania treści w Internecie

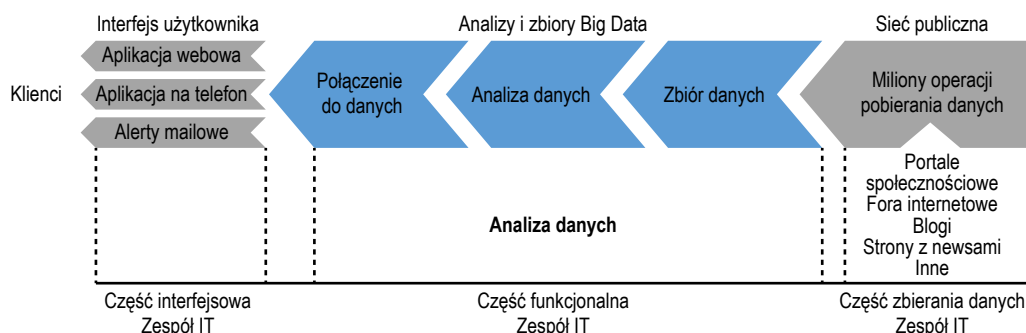
Spółka jest twórcą i dostawcą oprogramowania analitycznego *Brand24* służącego do monitorowania treści w Internecie. Oprogramowanie *Brand24*, zgodnie z kryteriami zdefiniowanym przez użytkownika, zbiera i wstępnie analizuje publiczne wzmianki na temat: marek, produktów oraz ogólnie poruszanych tematów zawierających monitorowane słowa kluczowe. Oprogramowanie dostępne jest w wersji web (za pośrednictwem przeglądarki internetowej) oraz w formie aplikacji mobilnej na urządzenia z systemem Android oraz iOS. Oprogramowanie *Brand24* pozwala użytkownikowi na: (i) uzyskanie informacji o klientach (zrozumienie ich preferencji w celu lepszego dostosowania komunikacji i działań marketingowych), (ii) akwizycję klientów (dotarcie do obecnych i potencjalnych klientów oraz generowanie *leadów* sprzedażowych), (iii) spersonalizowaną komunikację (nawiązanie bezpośredniej korespondencji z klientami tam, gdzie pojawia się dyskusja na temat danej marki czy produktu; pozwala to punktowo wpływać na wizerunek marki, co przekłada się na lepsze jej postrzeganie oraz wzrost poziomu zadowolenia klientów), (iv) odnalezienie tzw. *Influencerów* (osób, które wpływają na aktualne trendy w konkretnej branży; umożliwia to dodatkowe promowanie danej marki przy bezpośredniej współpracy z osobami cenionymi w danym środowisku), oraz (v) analizę trendów, zasięgów działań promocyjnych w Internecie, sentymentu grup docelowych itp. Funkcjonalność *Brand24* wspiera zarządzanie marką w Internecie poprzez: (i) ochronę wizerunku (szybki dostęp do dyskusji na temat firmy/ produktu o największym zasięgu), (ii) analizę efektywności działań marketingowych (umożliwiająca optymalizację jej kosztów), (iii) analizę działań konkurencji, (iv) identyfikację osób komunikujących wątki związane z marką i nawiązanie z nimi interakcji w miejscu pozostawienia śladów tej komunikacji, oraz (v) budowanie relacji z klientami w sieci (co powinno prowadzić do podnoszenia satysfakcji związanej z korzystaniem z produktów lub usług marki). Oprogramowanie *Brand24* dostarczane jest w formie SaaS w chmurze publicznej w kilku wariantach abonamentowych: (i) dla wersji globalnej (www.Brand24.com) oraz (ii) dla wersji polskiej (www.Brand24.pl).

Co może użytkownik Brand24?

Wsparcie zarządzania marką w Internecie

Format SaaS, wersja globalna i polska

Wykres 3. Uproszczony schemat działania narzędzia Brand24



Źródło: Spółka

**95%/5% przychodów =
abonament za dostęp
do narzędzia Brand24/
spersonalizowane analizy**

Ponad 99% przychodów Grupy stanowią przychody z tytułu dostępu do oprogramowania *Brand24*, przy czym 95% przychodów pochodzi z przyznania użytkownikom w ramach abonamentu dostępu do narzędzia analitycznego *Brand24*. Pozostałą część przychodów stanowi sprzedaż (poza abonamentem) analiz spersonalizowanych „pod klienta” (niemożliwych do uzyskania w sposób automatyczny w ramach dostępu do samego narzędzia *Brand24*, lecz których źródłem jest to narzędzie; rozwinięciem tej linii jest, omówiona w dalszej części opracowania, ostatnio wprowadzona usługa *Custom Reports*).

**4 plany funkcjonalne
w wersji polskiej,
3 w wersji globalnej**

Spółka udostępnia w wersji polskiej cztery plany funkcjonalne *Brand24*, a w wersji globalnej – trzy. Plany funkcjonalne w wersji polskiej: (i) wersja *Personal Plus* to najtańszy plan (cena 149 PLN miesięcznie) przeznaczony dla początkujących w monitoringu sieci oraz osób prywatnych (najlepiej sprawdza się w monitoringu niewielkiej marki lub ogólnego tematu); użytkownik dostaje możliwość monitorowania czterech zwrotów kluczowych, a aktualizacja wyników odbywa się dwa razy na dobę; liczba wpisów dodawanych przez system w ciągu miesiąca jest ograniczona do 5 000; (ii) plan *Professional Premium* (najpopularniejszy tak w Polsce (ok. 49% subskrypcji), jak i za granicą (ok. 65% subskrypcji)) przeznaczony jest dla małych i średnich firm (cena 299 PLN miesięcznie); dostęp do 10 zwrotów kluczowych, brak limitu dodawanych przez system wpisów; dodatkowe opcje, możliwość tworzenia grup, dostęp do liderów opinii, generowanie raportów w formacie PDF (automatyczne tworzenie analiz dotyczących podstawowych danych na temat wyszukiwanej przez użytkownika firmy); (iii) plan *Professional Business* (cena 799 PLN miesięcznie) jest dostosowany do potrzeb firm i agencji poszukujących narzędzia oferującego rozbudowany monitoring marki, konkurencji i wybranych tematów (30 zwrotów kluczowych, aktualizacja co pół godziny, brak limitu wpisów); dostęp do konsultanta po stronie Spółki (pomoc w konfiguracji projektów, doborze optymalnego zestawu słów kluczowych, tworzeniu analiz); (iv) plan *Professional Max* (cena 1 999 PLN miesięcznie) to najbardziej rozbudowana opcja monitoringu, kierowana do największych agencji, domów mediowych i marek (90 zwrotów kluczowych + opcja aktualizacji w czasie rzeczywistym).

**Różnice między polską
a globalną wersją**

Wersja globalna rozwiązania *Brand24* różni się od wersji polskiej: (i) brakiem pakietu *Professional Business*, (ii) ustalonymi w USD (a nie PLN) cenami (*Personal Plus* = 49 USD miesięcznie, *Professional Premium* = 99 USD miesięcznie, *Professional Max* = 299 USD miesięcznie (podniesiona w połowie 2021 roku, dla nowych klientów, z 199 USD), (iii) ilością zwrotów kluczowych, których monitorowanie umożliwia dany plan (*Personal Plus* = 5, *Professional Premium* = 10, *Professional Max* = 25 (podniesiony, wraz ze wzrostem ceny, z 20 poprzednio)), (iv) sposobem zbierania danych dla klienta (w wersji polskiej zbieranie danych jest skupione na „polskim Internecie”, natomiast w wersji zagranicznej na całej sieci Internet; z racji wielkości tych zasobów, dane zbierane są przechowywane w inny sposób i przez różny czas), oraz (v) obsłudze płatności (tylko opcja *prepaid* za pomocą karty kredytowej w wersji globalnej, w wersji polskiej: *prepaid* kartą kredytową, systemami internetowych płatności, lub fakturą z odroczonym terminem płatności). W obu wersjach klienci mają możliwość dokonywania opłat jednorazowych jak również cyklicznych (z dyskontem w cenie) przedpłacając różne okresy (od 2 miesięcy do 36 miesięcy). Zdecydowana większość klientów (ok. 80%) to klienci dokonujących opłat co miesiąc, pozostałe 20% dokonuje zakupów na dłuższe okresy (najczęściej sześciu- i dwunastomiesięczne) – przy czym udział tej drugiej grupy w łącznej liczbie klientów Grupy rośnie. W horyzoncie do 2 lat Spółka planuje ujednoczenie obu wersji.

**Podwyżka cen (w tym dla
obecnych klientów) na
bliskim horyzoncie**

W najbliższym czasie (po wakacjach, ale przed *Black Friday* (26 listopada)) Spółka zamierza zaktualizować cennik *Brand24* (podnieść ceny pakietów), nie tylko dla nowych, lecz również dla obecnych klientów (w tym drugim przypadku brak korekt cenowych od dekady). Będzie to znaczące wydarzenie dla Spółki, wiążące się z ryzykiem zwiększonego odpływu klientów (*churnu*). Aby ograniczyć to ryzyko,

**Cel = wyższe przychody
(*ceteris paribus*)**

i umożliwić optymalną reakcję na wywołane podwyżką cen zachowania klientów, Spółka zamierza przeprowadzać proces podwyżek stopniowo, zaczynając od najmniej istotnych (z jej punktu widzenia) rynków geograficznych, a kończąc na najistotniejszym – Polsce. Celem Spółki (co uznajemy za jak najbardziej racjonalne) jest, by łączny strumień przychodowy generowany przez jej klientów (iloczyn liczby aktywnych użytkowników i cen jednostkowych) po aktualizacji cennika był zauważalnie wyższy niż przed tą aktualizacją.

**Jak Brand24 działa
w praktyce?**

Do rozpoczęcia korzystania z *Brand24* w pierwszym kroku wymagana jest rejestracja użytkownika na stronie internetowej, poprzez założenie konta i wybranie odpowiedniego preferowanego rodzaju usługi, spośród dostępnych planów abonamentowych. Po zalogowaniu się przez użytkownika na własne konto w *Brand24*, rozpoczęcie projektu rozpoczyna się od wyboru funkcji „dodania nowego projektu”, czyli wpisania w odpowiednie rubryki zwrotu kluczowego, słowa wymaganego oraz słowa wykluczonego. Kolejnym krokiem jest wskazanie źródeł i kategorii, z których użytkownik chce wyszukać informacji, autorów lub domen wykluczonych oraz wybór ustawień powiadomień (to jest częstotliwości pobierania informacji o zmianach). Po wykonaniu powyższych kroków zostaje utworzony projekt, po czym następuje przeszukiwanie sieci, pod względem wybranych kryteriów, a następnie następuje otrzymanie pierwszych wyników wyszukiwania. Użytkownik może filtrować otrzymane wyniki wyszukiwania, sortować je oraz dostaje wgląd we wszystkie historyczne własne wyszukiwania. *Brand24* w głównej mierze udostępnia usługę śledzenia publicznych konwersacji użytkowników Internetu na temat danych marek czy produktów oraz umożliwia klientom włączanie się do powstających w sieci dyskusji na interesujący ich temat. Technologia wykorzystywana przez *Brand24* (stworzona wewnętrznie przez zespół założycieli i pracowników i od dekady rozwijana) charakteryzuje się: (i) działaniem w czasie rzeczywistym, (ii) możliwością uzyskania dostępu do oprogramowania w dowolnym czasie, z dowolnego miejsca i z dowolnego urządzenia z podłączeniem do Internetu, (iii) automatyzacją procesu wyszukiwania poruszanych w Internecie zagadnień przy wykorzystaniu technologii *Big Data* (wykorzystanie tzw. *web crawlers*), (iv) archiwizacją wzmianek identyfikowanych dla byłych i obecnych klientów oraz udostępnianiem zasobów archiwalnych przy kolejnych wyszukiwaniach, (v) śledzeniem milionów źródeł jednocześnie, (vi) łatwą skalowalnością na dziesiątki tysięcy użytkowników bez potrzeby proporcjonalnego powiększania zespołu osobowego oraz zmiany technologii oraz (vii) oszczędnością czasu i zasobów dzięki automatyzacji analityki trendów i sentymentu.

**Cechy technologii
stworzonej przez Spółkę**

**Klienci – rozproszona
baza, najczęściej SMEs**

Brand24 monitoruje około 100 tysięcy słów kluczowych dla klientów z ponad 120 krajów. Żaden klient nie odpowiada za $\geq 10\%$ przychodów Grupy. Najczęstszymi odbiorcami oprogramowania Grupy są małe firmy, zatrudniające do 50 osób, które stanowią około 50% całkowitej liczby klientów, jednocześnie klienci Grupy to również rozpoznawalne globalne i regionalne marki (między innymi Intel, Carlsberg, IKEA, OLX, H&M, Vichy, GlaxoSmithKleine i Credit Agricole). Udział klientów zagranicznych w łącznej liczbie klientów Grupy rośnie (28%/40%/51%/56%/60% w 2016/2017/2018/2019/2020 roku). Ponad 50% wszystkich kont klienckich zakładanych jest na podstawie bezpośredniego wejścia na stronę Brand 24 oraz z polecenia, co jest zgodne ze strategią pozyskania klienta przez Emitenta opartą o tzw. *inbound marketing* (marketing przychodzący).

**>50% pozyskań klientów
= *inbound marketing***

5. Strategia

**Główny cel: wzrost
wartości dla
akcjonariuszy**

Głównym celem Spółki jest wzrost wartości dla akcjonariuszy, którego przejawem byłoby istotne zwiększenie generowanych wyników finansowych w oparciu o (i) wzrost liczby klientów aplikacji *Brand24* (o około 150 – 300 nowych klientów netto kwartalnie, wg. Zarządu, głównie na rynkach zagranicznych), która pozostanie „koniem napędowym” biznesu Grupy (rosnąca skala i rozłożenie kosztów stałych

Środek (do osiągnięcia celu) → wzrost wyników finansowych: wzrost klientów aplikacji Brand24 (w tym na arenie międzynarodowej) + komercjalizacja komplementarnych produktów

Od aplikacji oferującej dane do aplikacji oferującej wnioski

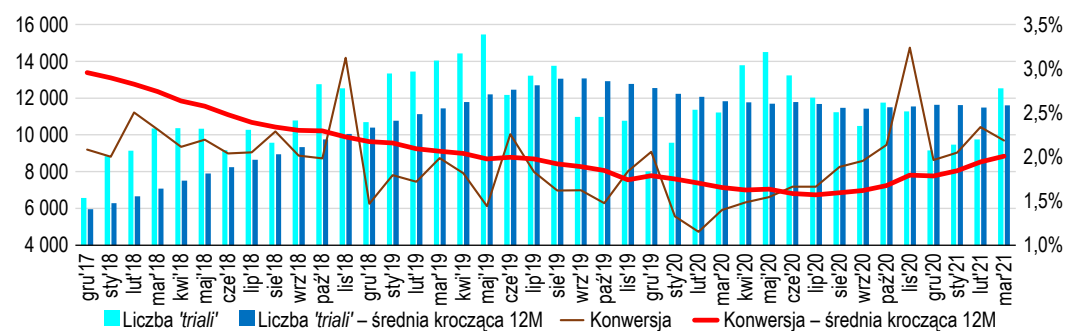
Poprawa konwersji z wersji testowej narzędzia do wersji płatnej

powinno zaowocować poprawą rentowności), oraz (ii) komercjalizację nowych, komplementarnych (oferowanych do tej samej grupy docelowej co rozwiązanie *Brand24*) produktów (np. *Custom Reports*), która powinna poszerzyć źródła przychodów Grupy. Wzrostowi wyników Grupy powinno służyć wzmocnienie pozycji na arenie międzynarodowej poprzez zwiększenie skali i efektywności działań skupiających się na pozyskiwaniu klientów oraz dalszy rozwój i udoskonalanie oprogramowania *Brand24* – czemu z kolei ma służyć: poprawa jakości oprogramowania i prezentowanych danych, rozwój źródeł pozyskania klienta, poprawa konwersji z wersji testowej narzędzia do wersji płatnej, wprowadzenie nowych wersji językowych (hiszpańskiej i portugalskiej), działania umożliwiające utrzymanie klienta oraz unifikacja narzędzia *Brand24*.

Działania operacyjne podjęte w celu osiągnięcia powyższych strategicznych celów (a na poziomie narzędzia mające ambicję transformacji aplikacji oferującej dane w aplikację oferującą wnioski) obejmują: (i) uruchomienie nowej, responsywnej wersji *Brand24* wprowadzającej nowe metryki pomiaru obecności marki w Internecie (*AVE Metric (Advertising Value Equivalency; ekwiwalent reklamowy*²; IV kw. 2020), *Presence Score*³ (II kw. 2021; „rewolucyjna”, zdaniem Spółki, metryka w produktach monitoringu mediów), *Reputation Score*⁴ (II kw. 2021)), oraz (ii) inwestycje w *Content Marketing*, który daje najlepsze wyniki ilości rejestracji kont testowych i sprzedaży, oferując jednocześnie najlepsze proporcje kosztu akwizycji klienta (*CAC; Client Acquisition Cost*) do średniego przychodu w cyklu życia (*CLV; Customer Lifetime Value*)⁵. Obecnie Grupa realizuje sprzedaż w oparciu o ruch przychodzący (*inbound marketing*)⁶, który polega na umożliwieniu odbiorcom samodzielnego odnalezienia w Internecie oprogramowania *Brand24*, przetestowanie go oraz zakupienie do niego dostępu w możliwie zautomatyzowany sposób i przy możliwie minimalnym kontakcie z pracownikami Grupy.

Spółka pracuje nad poprawą procesu przejścia użytkownika z wersji testowej narzędzia do wersji płatnej poprzez, m.in., optymalizację ścieżki konwersji (drogi jaką musi odbyć użytkownik, aby stać się płacącym klientem) – poprawa komunikacji (podstron aplikacji wprowadzających do produktu), jaka towarzyszy nowym użytkownikom w pierwszych doświadczeniach z produktem, oraz optymalizacja jakości i ilości danych, jakie otrzymuje użytkownik chwilę po założeniu konta. Mniej więcej od połowy ubiegłego roku wskaźnik konwersji z wersji testowej *Brand24* na płatną rośnie (uśrednione dane kroczące; poprawa wynikająca, zdaniem Zarządu, z wprowadzenia monitoringu newsletterów, podcastów i TikToka). O ile okres wakacyjny to z reguły okres niższej konwersji (przynajmniej dla danych nieodsezonowanych), to na jesieni Zarząd oczekuje jej dalszego wzrostu.

Wykres 4. Brand24; Liczba klientów w okresie testowym (oś lewa) i konwersja na wersję płatną (oś prawa)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

2 Pomocnicza metryka (pomagająca w śledzeniu i ocenie efektywności komunikacji), która wyraża ilość pieniędzy, jaką trzeba byłoby wydać na publikację wybranego przekazu, gdyby był reklamą.
 3 Opracowana przez Spółkę metryka, która pomaga w pomiarze obecności (popularności) w Sieci w danym momencie danej marki/tematu, pomagając ocenić efektywność działań marketingowych/ PR oraz porównywać świadomość poszczególnych marek w Sieci.
 4 Wykorzystująca AI metryka pozwalająca markom ocenić reputację i porównać ją do konkurencji.
 5 Brand24 pozyskuje ok. 50% ruchu i 30% rejestracji kont testowych w postaci ruchu organicznego. *Content Marketing* w segmencie narzędzi marketingowych stanowi bardzo głębokie źródło ruchu, oferując (zdaniem Spółki) możliwość zwielokrotnienia ruchu w najbliższych 3-5 latach.
 6 Choć Spółka prowadzi aktywne testy sprzedaży opartej o marketing wychodzący (*outbound marketing*), to *inbound marketing* pozostanie głównym kanałem komunikacji z klientem i jego pozyskania.

Działania umożliwiające utrzymanie klienta

Kluczowym wyzwaniem firmy działającej w modelu SaaS jest minimalizacja liczby klientów, którzy rezygnują z dostępu do oprogramowania (*churn*). Należy zauważyć, że na obecnym etapie rozwoju rynku, część klientów wykorzystuje oprogramowanie do monitoringu Internetu projektowo (czyli przez określony, stosunkowo krótki czas), głównie w celu monitoringu konkretnej kampanii reklamowej, konkursu lub w ramach cyklicznych audytów, a nie w sposób ciągły do codziennej pracy (w związku z tym, zadaniem na najbliższe lata jest edukacja klientów z segmentu SME pokazująca oprogramowanie *Brand24* jako produkt codziennego użytku).

Unifikacja narzędzia *Brand24* w horyzoncie dwóch lat

Celem standaryzacji rozwiązania *Brand24* jest odejście od podziału na wersję globalną i polską. Różnice (na bieżąco adresowane) między wersjami obejmują kwestie produktowe i cenowe. Różnice w produkcie – główna różnica pomiędzy wersją polską i globalną polega na jakości danych startowych/ danych historycznych. Użytkownik wersji globalnej, w momencie uruchomienia oprogramowania otrzymuje fragment danych z ostatnich kilku tygodni/miesiący, w przeciwieństwie do użytkownika wersji polskiej, gdzie dostępne są dane historyczne nawet z ostatnich 8 lat. Różnica w jakości prezentowanych danych wynika z wielkości analizowanych obszarów danych (Internet polskojęzyczny jest wielokrotnie mniejszy niż Internet globalny) oraz okresu funkcjonowania i archiwizowania danych przez każdą z wersji oprogramowania *Brand24* (archiwum danych polskiego Internetu jest zbierane przez *Brand24* od 9 lat a archiwum Internetu globalnego od 5 i pół roku). Różnice w cenie – ze względu na różnice w ilości zbieranych dla przeciętnej marki danych w wersji zagranicznej (dowolna marka działająca na globalnym rynku generuje kilkunastokrotnie/ kilkudziesięciokrotnie więcej wyników niż marka typowo lokalna lub polski oddział marki globalnej), cennik tego produktu odbiega (w górę) od wersji polskiej (większa ilość wyników to większy wysiłek technologiczny odnajdywania i przechowywania danych). Spółka zamierza zakończyć proces unifikacji w horyzoncie ok. 2 lat. Z perspektywy cenowej unifikacji obu wersji intencją Spółki jest dorównanie (w górę) wersji polskiej do wersji globalnej.

Nowe (komplementarne do *Brand24*) produkty

Strony internetowe *Brand24* odwiedzane miesięcznie przez ok. 100 tys. osób → potencjał promocyjny dla nowych produktów

Spółka zamierza dokonać poszerzenia działalności Grupy o produkty komplementarne, oferowane dla tej samej grupy docelowej, która korzysta już z rozwiązania *Brand24* poprzez wykorzystanie know-how zgromadzonego przez 10 lat budowy i ekspansji zagranicznej *Brand24*. Strony internetowe *Brand24*, odwiedzane przez około 100 tys. osób miesięcznie, posiadają znaczny potencjał promocyjny możliwy do wykorzystania przy nowych produktach Grupy. Próba poszerzenia działalności Grupy o produkty komplementarne, oferowane dla tej samej grupy docelowej co rozwiązanie *Brand24*, narzuca się więc sama przez się. Komercjalizacja pierwszego z „nowych” produktów Spółki, *Custom Reports* (pilotaże pod koniec ubiegłego roku, pierwsi klienci pozyskani przed oficjalnym „startem”, kampania *cross-sellingowa* do obecnych i byłych klientów *Brand24* w II kw. br.), już ma miejsce. *Customs Reports* to raporty *premium*, oparte o pracę analityków (choć częściowo też zautomatyzowane) będących w stanie „wyciągnąć” z narzędzia *Brand24* dodatkową analitykę i przedstawić ją w formie przez danego klienta preferowanej. Produkt ten, generujący przychód na użytkownika kilkunastokrotnie wyższy, niż w narzędziu *Brand24*, oferowany jest klientom nie mającym czasu na korzystanie z narzędzia *Brand24* lecz chcącym uzyskać wartość z oferowanych przez Grupę danych⁷. W przeciwieństwie do narzędzia *Brand24*, *Custom Reports* opierają się głównie o koszt zmienny (czas/wynagrodzenie analityka je sporządzającego) i charakteryzują się wysoką rentownością (ok. 80% na poziomie brutto na sprzedaży, w por. do ok. 50% dla *Brand24*). Do końca br. Spółka chciałaby mieć ok. 10 klientów *Custom Reports*, co powinno oznaczać ok. 10 tys. USD dodatkowych powtarzalnych miesięcznych przychodów. W średnim okresie czasu (do końca 2022 r.) Spółka pragnęłaby pozyskać ok. 40 klientów *Custom Reports*, co oznaczałoby (*ceteris paribus*) ok. 1,5 mln PLN dodatkowych powtarzalnych przychodów w skali roku.

Pierwszy „nowy” produkt (typu „premium”): *Custom Reports*

⁷ Przykładowy *Custom Report* Spółki można znaleźć pod adresem: <https://brand24.com/wp-content/uploads/Netflix-Sample-Report.pdf>.

Prace nad kolejnymi dwoma na etapie „proof of concept”/ „go-to-the-market”

Projekt AI dofinansowany z UE

Równolegle Spółka pracuje nad dwoma kolejnymi, komplementarnymi produktami (dedykowane raporty PR-owe, monitoring instrumentów finansowych), znajdującymi się na etapie „proof of concept”/ „go-to-the-market”.

W lipcu 2021 roku Spółka zawarła z Województwem Dolnośląskim – Dolnośląską Instytucją Pośredniczącą umowę o dofinansowanie projektu „Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych” (rekomendacja dofinansowania otrzymana w maju) kwotą 3,8 mln PLN (szacowana wartość całego projektu, do końca 2023 roku: ok. 6,8 mln PLN). Efektem realizacji projektu ma być ułatwienie analizy odnajdywanych treści dzięki wykorzystaniu sztucznej inteligencji. Spółka pragnie, by jej algorytmy (obecnie umożliwiające ocenę wychwytywanych treści pod kątem ich wagi oraz pozytywnego/negatywnego przekazu) rozumiały analizowane materiały i wyciągały wnioski. Spółka planuje wykorzystać nową technologię w dwóch obszarach: (i) wykorzystania jej w najdroższych pakietach abonamentowych *Brand24* z zamiarem przyciągnięcia nowych klientów i skłonienia tych korzystających z tańszych pakietów do migracji do droższych, i (ii) wykorzystania jej w projekcie *Custom Reports*.

6. Wyniki i prognozy finansowe

6.1. Wyniki finansowe za I kw. 2021

I kw. 2021: dodatnie rentowności na poziomie operacyjnym i netto

Grupa Brand24 zakończyła I kwartał 2021 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 3,5 mln PLN (wzrost rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 10%/ 7%), przy wzroście liczby użytkowników narzędzia *Brand24* oraz *MRR* (operacyjnych przychodów z abonamentów) odpowiednio o 4% i 6% kwartał do kwartału. Baza kosztów operacyjnych nie zmieniła się istotnie w porównaniu do poprzedniego kwartału (mimo zwiększonej liczby klientów korzystających z narzędzia *Brand24*). Czynnikiem wpływającym (przejściowo) na koszty ogólnego zarządu były koszty poniesione w związku z przeniesieniem Spółki z rynku New Connect na rynek główny. Zoptymalizowane koszty sprzedaży i nakłady na marketing w I kw. bieżącego roku, skupione na najefektywniejszych kanałach pozyskiwania ruchu, pozwoliły na generowanie nowych przychodów przy zachowaniu niższego niż w poprzednich kwartałach kosztu pozyskania klienta. Skonsolidowana EBITDA Grupy wyniosła w I kwartale 0,7 mln PLN (w porównaniu do 0,3 mln PLN/ 0,6 mln PLN w I kw. 20/ IV kw. 20).

Tabela 7. *Brand24*; Wyniki finansowe za I kw. 2021 roku

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw. 2021	I kw. 2020	Zmiana r/r	IV kw. 2020	Zmiana k/k
Przychody	3,5	3,2	10%	3,3	7%
Zysk brutto na sprzedaży	1,9	1,6	17%	1,6	20%
EBITDA	0,7	0,3	159%	0,6	8%
Zysk operacyjny	0,1	-0,4	b.z.	0,0	b.z.
Zysk netto	0,0	-0,4	b.z.	-0,1	b.z.
Marża brutto na sprzedaży	52,4%	49,3%	-	46,9%	-
Marża EBITDA	19,1%	8,1%	-	18,9%	-
Marża operacyjna	3,8%	-11,3%	-	0,0%	-

Źródło: Spółka.

6.2. Kluczowe wskaźniki efektywności (KPIs)

Do kluczowych wskaźników efektywności (*Key Performance Indicators* – KPIs) Spółki należą: (i) liczba aktywnych klientów (i ich przyrost (spadek) w kwartale), (ii) wskaźnik odejść klientów (*churn*), (iii) miesięczne przychody z abonamentów (*MRR* – *Monthly Recurring Revenue*), oraz (iv) średni przychód na użytkownika subskrypcyjnego (*ARPU*). Przystępując do ich krótkiego omówienia pragniemy zauważyć, iż blokada (później zdjęta) kont Brand24 przez platformy Facebook i Instagram (zdarzenie opisane dokładnie w sekcji poświęconej czynnikom ryzyka) „cofnęła” Spółkę w zakresie większości jej *KPI*-ów o mniej więcej 2 lata.

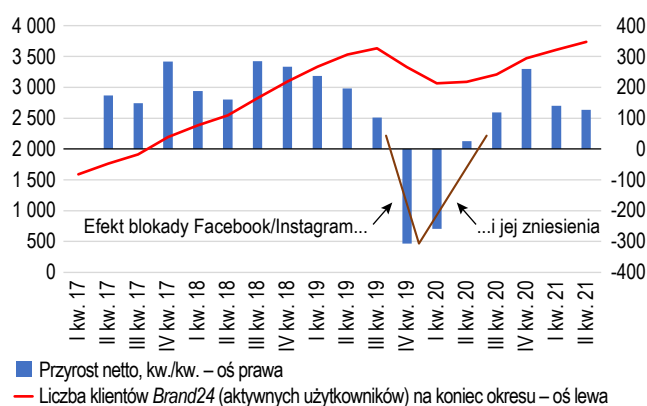
Liczba aktywnych klientów

Po spadkach w okresie IV kw. 2019 – I kw. 2020 (konsekwencja wstrzymania monitoringu danych z platform Facebook i Instagram), **liczba aktywnych klientów** Spółki powróciła do wzrostów, lecz – z wyjątkiem sezonowo mocnego IV kw. 2020 – skala kwartalnych przyrostów netto zdaje się być niższa niż przed blokadą.

MRR

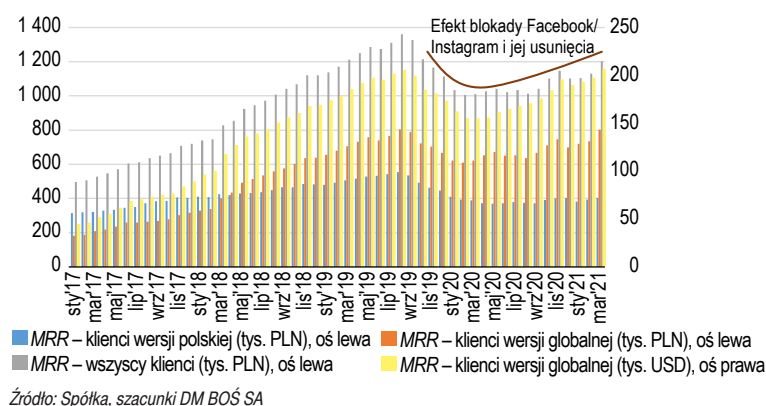
Miesięczne powtarzalne przychody z abonamentów (za dostęp do narzędzia *Brand24* opłacany cyklicznie) również ucierpiały na wspomnianej czasowej blokadzie; choć proces odbudowy konsekwentnie postępuje, to łączny (denominowany w PLN) *MRR* Spółki nie wrócił jeszcze do swego poziomu sprzed blokady (choć denominowany w USD *MRR* dla wersji globalnej już to uczynił). Poza wskaźnikami operacyjnymi, wpływ na poziom *MRR* w PLN ma oczywiście również kurs dolara amerykańskiego do złotówki; jako, iż głównym motorem napędowym wzrostu przychodów Spółki jest wersja globalna (ceny w USD), należy oczekiwać, iż wrażliwość złotówkowego *MRR* na kurs PLN/USD będzie się zwiększać (*ceteris paribus*).

Wykres 5. Brand24 – aktywni użytkownicy i ich kwartalne zmiany



Źródło: Spółka

Wykres 6. Brand24; Miesięczne powtarzalne przychody z abonamentów (MRR)

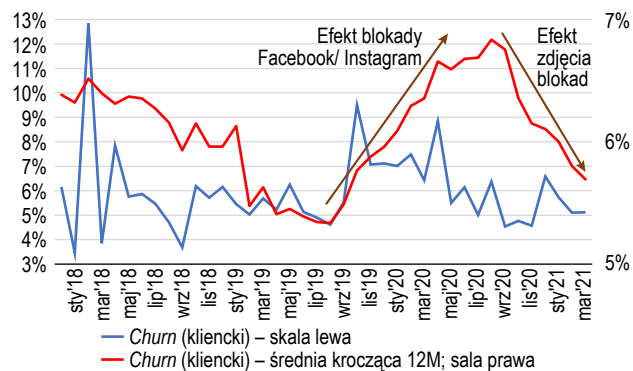


Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Churn

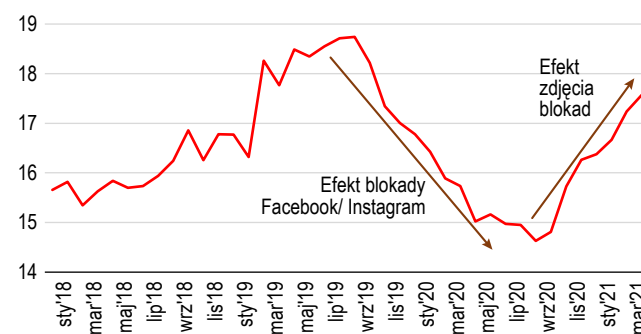
Wskaźnik odejść klientów (*churn „kliencki”*), typowo znajdujący się (dla danych miesięcznych) w przedziale 5-6% (co oznacza, że statystyczny aktywny użytkownik pozostaje klientem Spółki przez ok. 18-19 miesięcy), również znalazł się pod wpływem blokad kont przez Facebook/ Instagram i późniejszego ich zdjęcia. Warto zaznaczyć, iż: (i) w podzbiórce użytkowników pozostających klientami Spółki minimum 3 miesiące, wskaźnik *churn* spada do 3%, oraz (ii) *churn „przychodowy”* (mierzący nie procent odchodzących klientów, lecz procent przychodów jaki odchodzący klienci reprezentują) jest (i zawsze był) niższy o ok. 1pp niż *churn „kliencki”*.

Wykres 7. Brand24; (miesięczny) wskaźnik odejść klientów



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wykres 8. Brand24; ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostaje klientem Spółki



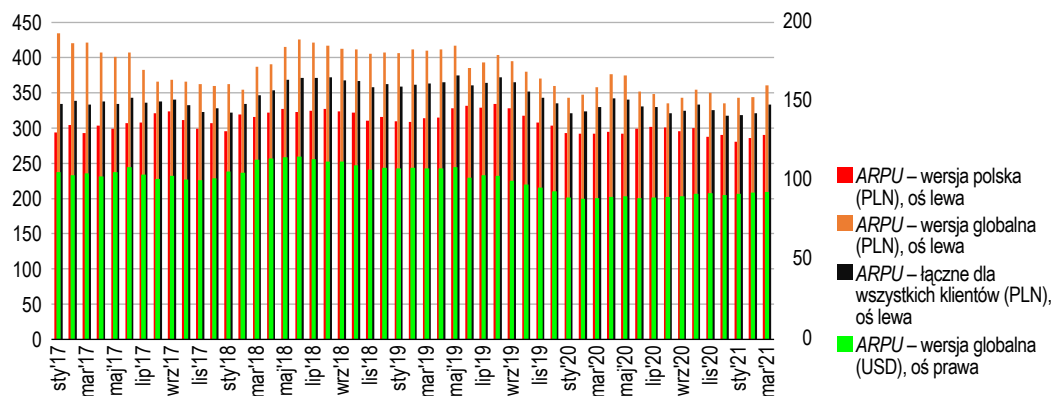
Źródło: Szacunki DM BOŚ SA (w oparciu o dane wejściowe dotyczące miesięcznego churnu klienckiego Spółki).

ARPU

Wskaźnik *ARPU* (*average revenue per user*) wskazuje średni przychód operacyjny przypadający na użytkownika subskrypcyjnego Brand24. Wskaźnik ten wyższy jest w wersji globalnej niż polskiej. Jego wielkość jest uzależniona od: okresów promocyjnych, udziałów poszczególnych pakietów w łącznym „mixie”

sprzedażowym, kursu PLN/USD oraz polityki cenowej Spółki (ewentualne zmiany cennika). Biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost udziału klientów wersji globalnej w łącznej liczbie klientów Spółki oraz planowaną w krótkim okresie korektę cennika *Brand24*, należy spodziewać się wzrostu tego wskaźnika w przyszłości.

Wykres 9. Brand24; Przeciętne miesięczne przychody abonamentowe na użytkownika (ARPU)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

7. Prognozy

Przychody

Przychody Grupy obejmują **przychody abonamentowe ze sprzedaży dostępu do narzędzia analitycznego Brand24** oraz **usługi analizy** – świadczenie usług w postaci wykonywania analiz (do tej kategorii zaliczane są, przynajmniej na razie, przychody z tytułu sprzedaży *Custom Reports*). Od sierpnia 2019 do marca 2020 Grupa nie oferowała pełnej funkcjonalności monitorowania portali społecznościowych z uwagi na blokadę kont przez Facebook/ Instagram, co stało za spadkiem przychodów w tym okresie o ok. 20%. Nasza prognoza przychodów Brand24 oparta jest o następujące główne założenia: (i) stabilny kurs PLN/USD (w okolicach 3,8), (ii) pozyskiwanie ok. 600 aktywnych użytkowników netto rocznie dla aplikacji Brand24 w latach 2021-23, późniejsze stopniowe wygaszanie się skali przyrostów netto w czasie, (ii) pozyskanie ok. 10/ 40/ 60 klientów *Custom Reports* w do końca 2021/2022/2023 roku (przyrost o 10 netto rocznie w kolejnych latach), (iii) niewielki spadek r/r łącznych przychodów na użytkownika w 2021 roku, ich wzrost (o 5% w przyszłym roku, o 3% rocznie po roku 2022) w latach następnych (rewizja cennika + rosnąca proliferacja *Custom Reports*).

Koszty operacyjne i marże

W Grupie dużą część kosztów stanowią **koszty stałe** (pracownicy (pomijając część zmienną wynagrodzeń), podwykonawcy, serwery (koszt poruszający się w sposób „schodkowy”)). Najistotniejszy **koszt zmienny** to koszt marketingu. W reakcji na wywołany blokadą kont Facebook/ Instagram spadek przychodów, Grupa ograniczyła koszty operacyjne swej działalności (w porównaniu z poziomem sprzed nałożenia blokady) o ok. 20%; miejsca na dalsze oszczędności kosztowe nie ma – w przewidywalnej przyszłości należy liczyć się ze wzrostem kosztów działalności Grupy. Zakładamy „powrót” do poziomów sprzed blokady marży brutto na sprzedaży z pominięciem *Customs reports* i 80% marżę brutto na sprzedaży dla *Custom Reports*. Przyjmujemy wzrost tak kosztów sprzedaży jak i ogólnego zarządu, lecz wolniejszy od tempa prognozowanego wzrostu przychodów; w efekcie, uważamy, iż w perspektywie końca 2023 roku znormalizowana (skorygowana) marża EBITDA Spółki może osiągnąć poziom 30% (oczywiście zakładając, iż nasze założenia co do rozwoju przychodów Grupy i ich struktury zmaterializują się).

8. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 8. Brand24; Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	11,8	15,7	13,4	15,5	19,1	22,3
Koszt sprzedanych produktów i usług	-6,0	-7,1	-6,7	-7,5	-8,6	-9,6
Zysk brutto na sprzedaży	5,8	8,6	6,7	8,1	10,5	12,7
Koszty sprzedaży	-3,7	-5,5	-3,7	-3,9	-4,4	-4,9
Koszty ogólnego zarządu	-3,3	-3,6	-3,2	-3,3	-3,6	-4,0
Saldo pozostałych przychodów/ kosztów operacyjnych	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty wyceny programu motywacyjnego	-0,6	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	-1,9	-0,9	-1,0	0,8	2,5	3,8
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-1,2	-0,5	-0,2	0,8	2,5	3,8
Saldo przychodów/ kosztów finansowych	-0,1	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-2,0	-1,1	-1,5	0,6	2,3	3,6
Skor. zysk (strata) przed opodatkowaniem	-1,3	-0,7	-0,7	0,6	2,3	3,6
Podatek dochodowy	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,7
Zysk (strata) netto	-1,7	-1,0	-1,3	0,5	1,8	2,9
Skor. zysk (strata) netto	-1,1	-0,6	-0,5	0,5	1,8	2,9
EBITDA	0,1	1,6	1,5	3,6	5,3	6,7
Skor. EBITDA	0,7	1,9	2,3	3,6	5,3	6,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA
Tabela 9. Brand24; Bilans

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	4,2	9,5	8,4	9,3	11,7	14,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	1,6	5,0	2,7	2,7	2,7	2,7
Wartości niematerialne	2,0	3,5	4,4	5,5	8,2	10,9
Należności długoterminowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	0,4	0,7	1,0	0,9	0,6	0,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	1,9	1,7	1,8	2,3	2,9	5,4
Należności handlowe	1,0	0,8	0,6	0,7	0,8	0,9
Należności z tyt. podatku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2	0,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0,6	0,4	1,0	1,3	1,6	4,0
Aktywa	6,1	11,2	10,2	11,6	14,6	19,6
Pasywa	6,1	11,2	10,2	11,6	14,6	19,6
Kapitały własne	2,3	1,7	3,8	4,3	6,1	9,0
Zobowiązania długoterminowe	0,5	3,6	2,0	2,7	4,3	5,8
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. leasingu	0,5	3,4	1,7	1,7	1,7	1,7
Inne zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania do wykonania świadczenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,7	2,2	3,8
Zobowiązania krótkoterminowe	3,2	6,0	4,3	4,7	4,2	4,7
Kredyty i pożyczki	0,0	1,4	1,1	1,1	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. leasingu	1,2	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Zobowiązania handlowe	0,6	1,5	0,8	1,0	1,2	1,4
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2
Zobowiązania do wykonania świadczenia	1,1	1,0	0,9	1,1	1,3	1,6
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe rezerwy	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA

Tabela 10. Brand24; Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk (strata) netto	-1,7	-1,0	-1,3	0,5	1,8	2,9
Amortyzacja	1,9	2,4	2,5	2,8	2,9	2,9
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Odsetki i udziały w zyskach	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Zmiana stanu rezerw	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1
Zmiana stanu należności	-0,5	-0,2	0,6	-0,1	-0,2	-0,2
Zmiana stanu pozostałych aktywów i zobowiązań do wykonania świadczenia	0,5	0,6	-1,2	0,4	0,8	0,7
Zmiana stanu programu motywacyjnego	0,6	0,4	0,8	0,0	0,0	0,0
Inne korekty	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	1,0	2,5	2,1	3,8	5,6	6,6
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-1,3	-2,2	-1,8	-2,3	-3,9	-3,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,7	1,6	1,6
Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1,3	-2,2	-1,8	-1,6	-2,3	-2,3
Wypłata dywidend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji, dopłaty do kapitału	0,0	0,0	2,7	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	0,0	1,4	-0,3	0,0	-1,1	0,0
Płatności zobowiązań z tytułu leasingu	-1,6	-1,8	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7
Odsetki	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przeptywy pieniężne z działalności finansowej	-1,7	-0,6	0,3	-1,9	-2,9	-1,9
Przeptywy pieniężne netto	-1,9	-0,3	0,6	0,4	0,3	2,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA
Tabela 11. Brand24; Wskaźniki

(mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nominalny wzrost (rok/rok):						
Sprzedaż	59%	32%	-15%	16%	23%	17%
Koszt sprzedanych produktów i usług	54%	17%	-6%	12%	15%	12%
Zysk brutto na sprzedaży	64%	48%	-22%	20%	30%	21%
Koszty sprzedaży	54%	49%	-31%	5%	11%	13%
Koszty ogólnego zarządu	103%	9%	-13%	5%	10%	10%
Skor. EBITDA	-11%	162%	20%	57%	46%	25%
Skor. EBIT	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	196%	53%
Skor. zysk przed opodatkowaniem	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	288%	59%
Skor. zysk netto	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	288%	59%
Marże:						
Brutto na sprzedaży	49,0%	54,9%	50,2%	52,0%	55,0%	57,0%
EBITDA (skor.)	6,2%	12,3%	17,4%	23,5%	28,0%	30,0%
Zysku na działalności operacyjnej (skor.)	-10,2%	-3,2%	-1,3%	5,4%	13,0%	17,0%
Zysku przed opodatkowaniem (skor.)	-11,3%	-4,7%	-4,9%	3,7%	11,8%	16,1%
Zysku netto (skor.)	-9,1%	-4,0%	-3,8%	3,0%	9,6%	13,1%
Koszt sprzedanych produktów i usług/ sprzedaż	51,0%	45,1%	49,8%	48,0%	45,0%	43,0%
Koszty sprzedaży/ sprzedaż	30,9%	34,9%	28,0%	25,3%	22,9%	22,1%
Koszty ogólnego zarządu/ sprzedaż	28,3%	23,3%	23,6%	21,3%	19,1%	17,9%
Rentowność kapitałów własnych	ujemna	ujemna	ujemna	12%	35%	39%
Rentowność majątku	ujemna	ujemna	ujemna	7%	16%	18%
Kapitał obrotowy netto/ Sprzedaż	-6%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Wydatki inwestycyjne/ Sprzedaż	11%	14%	13%	15%	21%	18%
Wskaźnik płynności bieżącej	58%	29%	42%	50%	68%	115%
Wskaźnik płynności szybkiej	54%	28%	39%	47%	64%	111%
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej/ EBITDA (skor.)	137%	131%	89%	106%	104%	98%
Dług odsetkowy (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	1%	72%	45%	29%	0%	0%
Dług netto (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	gotówka netto	54%	3%	gotówka netto	gotówka netto	gotówka netto
Współczynnik wypłaty dywidend	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dane przypadku.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	46	23	6	10	0	1
Procenty	53%	27%	7%	12%	0%	1%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	36	28	11	10	0	1
Procenty	42%	33%	13%	12%	0%	1%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odписы na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen surowców, poziomu zatrudnienia i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	4	0	1	0	1
Procenty	60%	27%	0%	7%	0%	7%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	7	1	1	0	1
Procenty	33%	47%	7%	7%	0%	7%

Recommendation tracker

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Brand24							
Sobieśław Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	15.08.2021	-	16.08.2021	24,80	32,10 –

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 16 sierpnia 2021 r., godz. 7:00.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 16 sierpnia 2021 r., godz. 7:10.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#brand24>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#brand24>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych na rzecz Brand24.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Brand24 i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Asystent analityka

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104