

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

Brand24

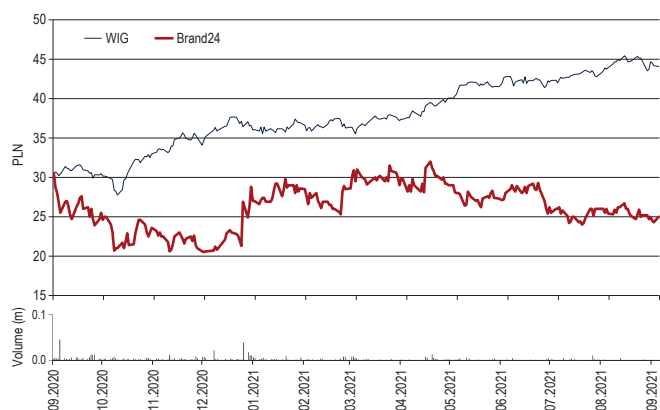
28/2021/GPW (95) 1 października 2021

Analityk: Sobiesław Pająk, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi
Bloomberg: B24 PW
Kurs: 25,0 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 31,3 (↓)

Kapitalizacja: 14 mln USD
Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD
12M przedział kursowy: 20,50-32,00 zł
Free float: 39,6%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Opinia inwestycyjna

Wyniki Brand24 za II kwartał 2021 roku odzwierciedlają kontynuację procesu odbudowy pozycji firmy tak w ujęciu biznesowym (wzrost liczby klientów netto, dalsza poprawa „odsezonowanego” wskaźnika konwersji, *MRR* i „klienckiego” *churnu*), jak i finansowym (istotny wzrost przychodów i EBITDA, tak w ujęciu rok-do-roku jak i kwartał-do-kwartału).

Oczekując kontynuacji tych tendencji w kolejnych kwartałach (po wynikach za I połowę 2021 roku nie widzimy potrzeby korygowania naszych całorocznych projekcji) podkreślamy, iż w chwili obecnej Spółka znajduje się w trakcie kluczowego dlań procesu aktualizacji swego cennika (w tym – po raz pierwszy od dekady – także dla obecnej bazy klienckiej), którego odbiór przez klientów będzie mieć istotne znaczenie dla jej przyszłości. Dotychczas (wrzesień) podniesiono ceny klientom, którzy historycznie otrzymywali duże rabaty, w bieżącym miesiącu planowana jest podwyżka cen dla nowych klientów na wszystkich rynkach, a proces podwyżki cen pakietów dla „starych” klientów (stopniowo rynek po rynku, kończąc na najistotniejszych) zaplanowano na przełom 2021 i 2022 roku.

Skorygowane zyski

Skorygowane zyski (EBITDA, operacyjny, przed opodatkowaniem, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego oraz saldo pozostałych przychodów i kosztów 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 akcję*	PLN	-0,23	0,21	0,83	1,33
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	b.z.	b.z.	288	59
Dług (gotówka) netto	mln PLN	2,9	2,6	1,2	-1,1
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów C/Z*	mln PLN	0,1	-0,3	-1,6	-4,0
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	27,0	16,7	11,7	9,4
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	24,5	15,8	10,5	8,0
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	b.z.	68,5	22,6	14,2
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	4,3	3,7	2,9	2,4
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	27,6	14,9	10,1	8,2
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	39,1	92,6	35,8	21,5
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	2,6	1,1	2,8	4,7
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda na akcję	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

- Aktualizacja (w górę) cennika Brand24 dla nowych klientów: październik 2021
- Publikacja wyników finansowych za 3 kwartał 2021: 22 listopada 2021
- Aktualizacja (w górę) cennika Brand24 dla dotychczasowych klientów: stopniowo (rynek po rynku) w okresie grudzień 2021 – luty 2022
- Ujednoczenie polskiej i globalnej wersji Brand24: stopniowo, do końca 3 kw. 2023
- Zakończenie prac nad (współfinansowanym przez EU) projektem „Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych”: do końca 2023

Potencjalne katalizatory

- Przyrost abonentów netto i/lub wzrost ARPU powyżej oczekiwań
- Komercyjny sukces nowych produktów (np. *Custom Reports*)
- Progresja wyników finansowych powyżej oczekiwań

Czynniki ryzyka

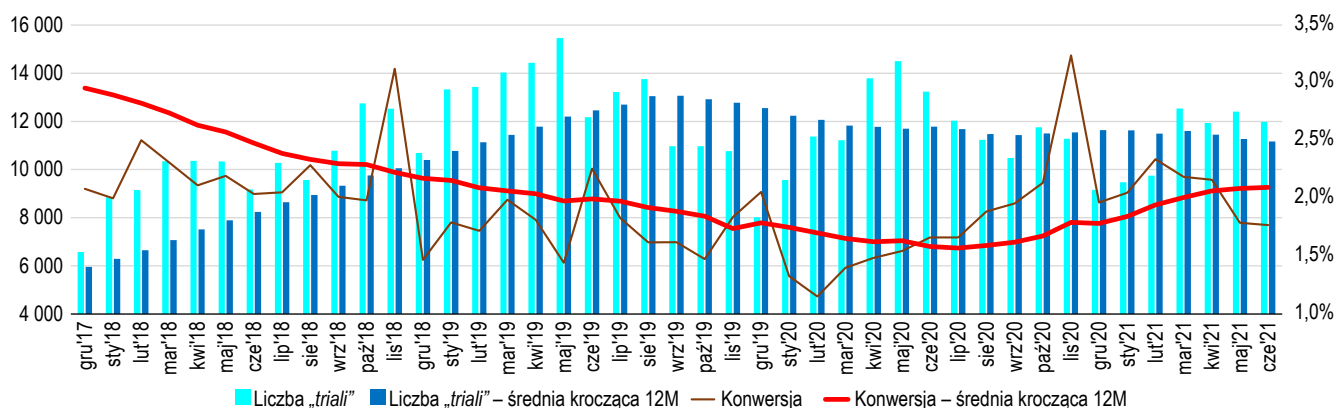
- Spadek dostępności danych, wzrost ceny pozyskania danych
- Awarie oprogramowania i infrastruktury informatycznej
- Zachowanie płynności finansowej
- Koncentracja produktowa
- Zbyt wolne dostosowanie się do zmian w sposobie prezentacji/ konsumpcji treści w Internecie
- Ryzyko walutowe
- Niekorzystne zmiany algorytmów wyszukiwania
- Wzrost konkurencji w sektorze
- Wzrost nakładów na R&D
- Ceny transferowe
- RODO
- Niemożliwość pozyskania nowych klientów i utrzymania obecnych
- Wzrost wskaźnika odpływu klientów
- Niska płynność akcji

Nieznaczny (o ok. 2%) spadek naszej wyceny akcji Spółki ma charakter techniczny i jest wyłącznie następstwem wzrostu rynkowych rentowności polskich rządowych 10-letnich obligacji (stopy wolnej od ryzyka).

II kw. 2021r. – kluczowe wskaźniki efektywności (KPIs)

Konwersja. 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) – poprawę komunikacji (podstron aplikacji wprowadzających do produktu), jaka towarzyszy nowym użytkownikom w pierwszych doświadczeniach z produktem, oraz optymalizację 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 (najlepiej widoczne to jest w preferowanej przez nas serii danych opartej o 12-miesięczną średnią kroczącą, która ukazuje trendy po wyeliminowaniu śródrocznego czynnika sezonowego). O ile okres wakacyjny to z reguły okres niższej konwersji (przynajmniej dla danych nieodsezonowanych; ma to także miejsce w bieżącym roku, gdy konwersja w miesiącach maj-czerwiec (1,8%) była niższa, niż w okresie styczeń-kwiecień (2,0-2,3%)), to (i) wskaźnik konwersji w ujęciu rok-na-rok w drugim kwartale 2021 roku nadal wzrastał (1,8-2,2% w porównaniu z 1,5-1,7% rok wcześniej), choć wolniej niż w poprzednich miesiącach (‘wypłaszczenie’ krzywej reprezentującej średnią 12-miesięczną), a (ii) na jesieni Zarząd Spółki oczekuje jego dalszego wzrostu. Równocześnie pragniemy zauważyć, iż w okresie kwiecień-czerwiec’21 liczba „*triali*” była lekko (o 10-14%, w zależności od miesiąca) niższa, niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.

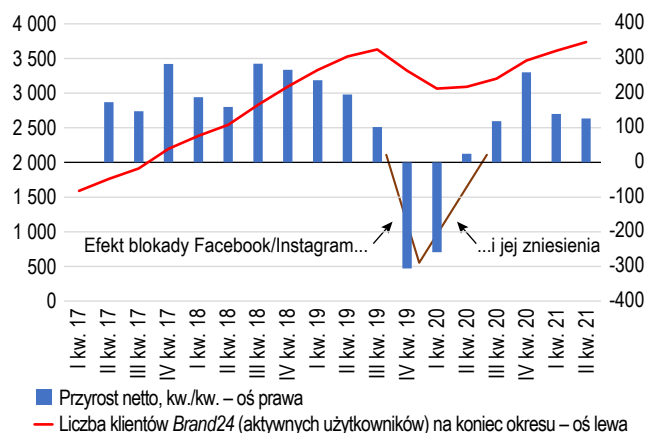
Wykres 1. Brand24; Liczba klientów w okresie testowym (oś lewa) i konwersja na wersję płatną (oś prawa)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

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. W II kw. 2021 roku Spółka pozyskała netto 127 klientów, umiarkowanie poniżej dolnej granicy zakresu kwartalnych pozyskań, w jaki „celuje” Zarząd (150-300).

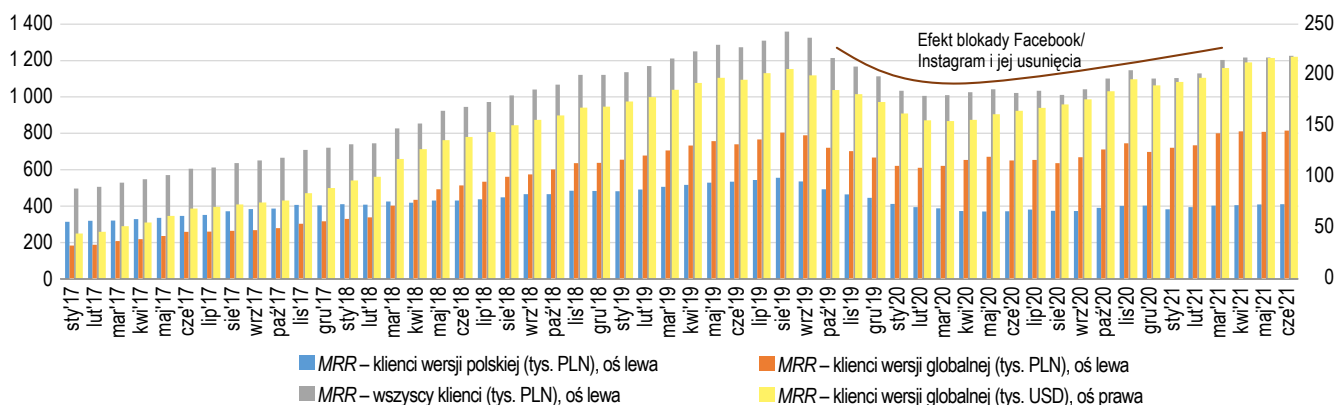
Wykres 2. Brand24 – aktywni użytkownicy i ich kwartalne zmiany



Źródło: Spółka

Miesięczne powtarzalne przychody z abonamentów (za dostęp do narzędzia Brand24 opłacany cyklicznie) ucierpiały na czasowej blokadzie przez Facebook i Instagram; choć proces odbudowy był kontynuowany w II kwartale 2021 roku (*MRR* dla wersji polskiej za czerwiec 2021 roku wyższy rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 11%/2%, *MRR* (denominowany w USD) dla wersji globalnej za czerwiec 2021 roku wyższy rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 32%/5%), to łączny

Wykres 3. Brand24; Miesięczne powtarzalne przychody z abonamentów (MRR)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

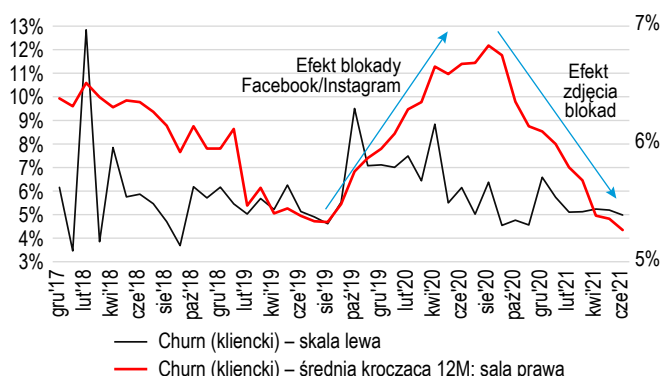
(denominowany w PLN) MRR Spółki nie wrócił jeszcze do swego poziomu sprzed blokady (wciąż brakuje mu do tego ok. 10%; choć denominowany w USD MRR dla wersji globalnej już to uczynił)¹.

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 zdjęcia². W okresie II kwartału 2021 rok wskaźnik ten uległ dalszej poprawie, spadając (12-miesięczna średnia krocząca) do poziomu niższego, niż przed wprowadzeniem ww. blokad.

Wskaźnik **ARPU** (*average revenue per user*) wskazuje średni przychód abonamentowy

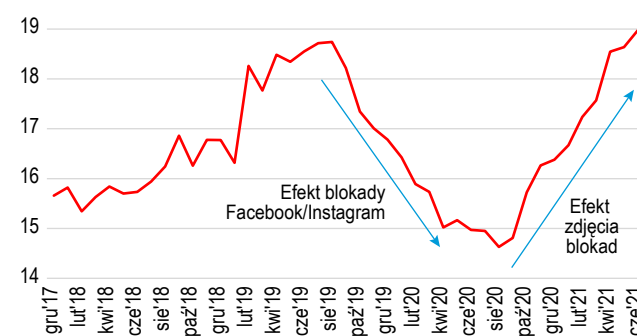
przypadający na użytkownika subskrypcyjnego Brand24. Wskaźnik ten wyższy jest w wersji globalnej niż polskiej. Jego wielkość jest uzależniona od: okresów promocyjnych, udziałów poszczególnych pakietów w łącznym ‘mixie’ sprzedażowym, kursu PLN/USD oraz polityki cenowej Spółki (zmiany cennika)³. W II kwartale bieżącego roku (i) złotówkowe ARPU dla wersji polskiej wzrosło o ok. 2% w ujęciu kwartał-do-kwartału (pozostając równocześnie marginalnie, o ok. 1%, niższe niż w II kw. 2020 roku oraz o ponad 10% niższe niż przed wprowadzeniem blokad przez Facebook i Instagram), a (ii) dolarowe ARPU dla wersji globalnej wzrosło symbolicznie (o <1%) kwartał-do-kwartału (rosnąc równocześnie rok-do-roku o ok. 4% i pozostając około 10% poniżej poziomu sprzed wprowadzenia blokad przez Facebook i Instagram).

Wykres 4. Brand24; (miesięczny) wskaźnik odejść klientów



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA.

Wykres 5. Brand24; ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostaje klientem Spółki*



* średnie ruchome, 12M

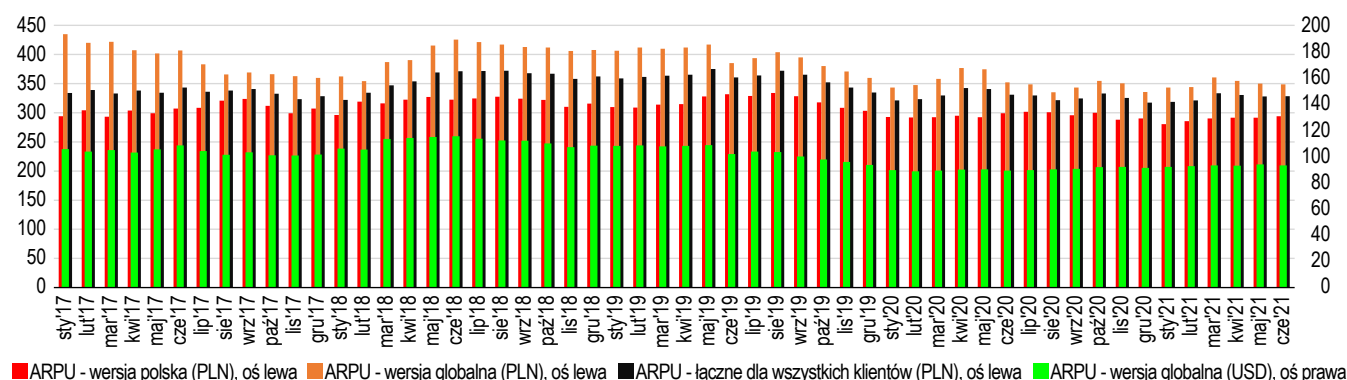
Źródło: Szacunki DM BOŚ SA (w oparciu o dane wejściowe dotyczące miesięcznego churnu klienckiego Spółki).

1 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*).

2 Warto zaznaczyć, iż: (i) w podzbiore 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 od churnu „klienckiego”.

3 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 (*ceteris paribus*) wzrostu tego wskaźnika w przyszłości.

Wykres 6. Brand24; Przeciętne miesięczne przychody abonamentowe na użytkownika (ARPU)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Sumując, zestaw KPIs Spółki za 2Q21 oceniamy **marginalnie pozytywnie** (pozytywy = dalsza poprawa ‘odsezonowanego’ wskaźnika konwersji, *MRR* i ‘klienckiego’ *churnu*, negatywy = pozyskania klientów netto umiarkowanie poniżej dolnej granicy zakresu kwartalnych pozyskań, w jaki ‘celuje’ Zarząd oraz lekki spadek liczby ‘*triali*’ w ujęciu rok-do-roku).

II kw. 2021 r. – wyniki finansowe

Brand24 opublikował wyniki za pierwszą połowę 2021 roku 30 września, po sesji.

Grupa Brand24 zakończyła II kwartał 2021 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 3,8 mln PLN (wzrost rok-do-roku/kwartał-do-kwartału o 15%/ 8%), przy wzroście liczby użytkowników narzędzia Brand24 oraz *MRR* (operacyjnych przychodów z abonamentów). Koszty operacyjne w II kwartale bieżącego roku nieznacznie wzrosły (głównie dotyczy to kosztów sprzedaży). Czynnikiem wpływającym (przejściowo) na wysokość kosztów ogólnego zarządu były koszty poniesione w związku z ubieganiem się o dofinansowanie projektu B+R (pozyskane w lipcu). Skonsolidowana EBITDA Grupy wyniosła w II kwartale 0,8 mln PLN (w porównaniu do 0,6 mln PLN/ 0,7 mln PLN w II kw. 2020/ I kw.

2021). Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w pierwszej połowie 2021 roku uległy skokowej poprawie w ujęciu rok-do-roku (1,5 mln PLN w porównaniu do 0,1 mln PLN) z uwagi na normalizację zmiany stanu zobowiązań (-0,2 mln PLN *versus* -1,0 mln PLN); sytuacja taka jest zgodna z oczekiwaniami (w perspektywie całego bieżącego roku oczekujemy poprawy operacyjnych przepływów pieniężnych o około 80% (1,8 mln PLN w kategoriach bezwzględnych) do ok. 3,8 mln PLN).

Wyniki Brand24 za II kwartał 2021 roku są w pełni zgodne z naszymi oczekiwaniami (marginalnie je przewyższając – rozbieżność rzędu 100 tysięcy PLN – na poziomie przychodów, zysku brutto na sprzedaży oraz EBITDA).

Po pierwszej połowie 2021 roku realizacja naszych całorocznych prognoz wynosi: (i) 47% na poziomie przychodów (w porównaniu do 49% po pierwszej połowie ubiegłego roku), (ii) 50% na poziomie zysku brutto na sprzedaży (w porównaniu do 49% po pierwszej poł. 2020 roku), (iii) 42% na poziomie (skor.) EBITDA (realizacja na poziomie 37% rok temu) oraz (iv) 50% na poziomie (skor.) zysku operacyjnego (strata operacyjna po pierwszym półroczu w ubiegłym roku).

Tabela 1. Brand24; Wyniki finansowe za II kw. 2021 roku

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	II kw. 2021	II kw. 2020	Zmiana r/r	I kw. 2021	Zmiana k/k	I-II kw. 2021	I-II kw. 2020	Zmiana r/r
Przychody	3,8	3,3	15%	3,5	8%	7,4	6,6	12%
Zysk brutto na sprzedaży	2,2	1,7	25%	1,9	17%	4,0	3,3	21%
EBITDA	0,8	0,6	43%	0,7	25%	1,5	0,9	78%
Zysk operacyjny	0,3	0,0	b.z.	0,1	b.z.	0,4	-0,4	b.z.
Zysk netto	0,1	-0,1	b.z.	0,0	b.z.	0,2	-0,6	b.z.
Marża brutto na sprzedaży	56,7%	52,0%	-	52,4%	-	-	-	-
Marża EBITDA	22,2%	17,8%	-	19,1%	-	-	-	-
Marża operacyjna	7,4%	-1,2%	-	3,8%	-	-	-	-

Źródło: Spółka.

Po publikacji przez Spółkę wyników za pierwsze półrocze 2021 roku nie widzimy oddolnego zagrożenia dla naszych całorocznych projekcji na rok bieżący dla Brand24. Nasze prognozy na cały rok 2021 i lata kolejne nie ulegają zmianom.

Aktualizacja cennika

Brand24 znajduje się w trakcie kluczowego dlań procesu aktualizacji swego cennika (w tym – po raz pierwszy od dekady – także dla obecnej bazy klienckiej); jego odbiór przez klientów będzie mieć istotne znaczenie dla przyszłości Spółki.

Oczywiście proces ten będzie nieuchronnie prowadził do przejściowego wzrostu ‘klienckiego’ *churnu*; celem (jak najbardziej racjonalnym) Spółki jest, by łączny strumień przychodowy generowany przez klientów (iloczyn liczby aktywnych użytkowników i cen jednostkowych) po aktualizacji cennika był zauważalnie wyższy niż przed tą aktualizacją.

Etap 1. We wrześniu podwyżka cen objęła klientów, którzy historycznie otrzymywali duże rabaty. Zarząd Spółki jest zadowolony z ich reakcji (suma wyższych przychodów jednostkowych winna zawiązką pokryć ubytek związany z częściowym ubytkiem liczby klientów w tej grupie, prowadząc (*ceteris paribus*) do wzrostu MRR).

Etap 2. Drugim etapem aktualizacji cennika jest, zaplanowana na październik, podwyżka cen dla nowych klientów Spółki na wszystkich rynkach geograficznych.

Etap 3. Finalny (i najważniejszy) etap nastąpi na przełomie tego i przyszłego roku (po *Black Friday*, przypadającym na 26 listopada), kiedy ceny pakietów mają wzrosnąć dla obecnych klientów.

Aby ograniczyć ryzyko większego niż zakładany *churnu*, 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. Cały proces przewidziany jest do realizacji w okresie grudzień 2021 – luty 2022.

Wycena

Nadal 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 (*Software as a Service*)).

Z powyższych metod wyceny zdecydowanie większą wagę (90%) przypisujemy tej pierwszej; 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 niemal 500-krotnie większa od kapitalizacji rynkowej Spółki) oraz (ii) bardzo dużego zróżnicowania wskaźników wyceny dla spółek w grupie porównywalnej (maksimum równe od kilkunastokrotności do ponad osiemdziesięciokrotności minimum, w zależności od roku i wskaźnika) i ich wysokiego (naszym zdaniem) średniego (mierzonego tak medianą jak i średnią) poziomu.

W wycenie metodą DCF zakładamy: (i) stopę wolną od ryzyka w wysokości 2,19% (rentowność rządowych obligacji 10-letnich; w porównaniu z 1,80% w naszym poprzednim (inicjującym) raporcie o Spółce z połowy sierpnia), (ii) premię za ryzyko rynku akcji w wysokości 6,5% (założenie jednakowe dla wszystkich pokrywanych przez nas spółek; bez zmian w porównaniu z raportem inicjującym), (iii) parametr Beta (nielewarowana) w wysokości 1,50 (bez zmian w porównaniu z raportem inicjującym; konsekwencja istotnie wyższego od przeciętnej dla rynku, naszym zdaniem, poziomu ryzyka specyficznego Spółki: dopiero co osiągnięty punkt 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,

założenie bez zmian). Przyjmujemy również wykorzystanie przez Spółkę tarczy podatkowej płynącej z jej dotychczasowych strat (przy naszych prognozach wyników finansowych, Spółka zaczyna płać podatek dochodowy w „pełnym wymiarze” na przełomie 2024 i 2025 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; beneficjentom programu) 38 tysięcy akcji. Równocześnie nasza wycena akcji Spółki abstrahuje od rozważanego wartości (*ceteris paribus*) możliwego (i bardzo prawdopodobnego) uruchomienia w przyszłości (najprawdopodobniej przed końcem bieżącego roku) trzeciego programu motywacyjnego opartego na akcjach i emisji akcji w jego ramach (podobnie jak i od ewentualnej emisji akcji w ramach kapitału docelowego, która – jednakże – w przeciwieństwie do akcji „motywacyjnych” nie jest obecnie przesądzona).

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale 22,9-37,5 PLN (poprzednio 23,4-39,5 PLN) w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz premii za ryzyko rynku akcji w okresie rezydualnym z wartością centralną (wyznaczoną dla: rezydualnego wzrostu w wysokości 3,0% oraz premii za ryzyko rynku akcji w okresie rezydualnym w wysokości 6,5%) na poziomie 28,2 PLN (poprzednio 29,2 PLN). Nieznaczny (o 3%) spadek naszej wyceny metodą DCF jest konsekwencją istotnego (o prawie 40 punktów bazowych) wzrostu przyjętej stopy wolnej od ryzyka (rentowności polskich 10-letnich obligacji rządowych; z 1,80% do 2,19%); negatywny wpływ płynący ze wzrostu stopy wolnej od ryzyka przewyższa, *ceteris paribus*, pozytywny wpływ będący następstwem przesunięcia wyceny w czasie o 1,5 miesiąca. 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 (*ceteris paribus*) 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 niezalewarowanym parametrze Beta równym 1,00, nasz szacunek wartości fundamentalnej w horyzoncie 12 miesięcy wyniósłby (przy pozostałych założeniach scenariusza bazowego niezmiennych) 45,8 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 do ponad 80 PLN, z wartością średnią (równe wagi dla poszczególnych lat i wskaźników) na poziomie 59,2 PLN (poprzednio 57,9 PLN). Wzrost wyceny relatywnej o 2% jest konsekwencją wzrostu median wskaźników wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA i cena/ zysk, po których wyceniane są obecnie światowe spółki SaaS z grupy porównywanej.

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (90%-10%; wagi poszczególnych metod wyceny bez zmian) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 31,3 PLN na akcję Spółki (poprzednio 32,1 PLN na akcję). Spadek finalnej ważonej wyceny (o 2% w porównaniu z poprzednim raportem z połowy sierpnia) wynika ze spadku wyceny metodą DCF (znacząco wyższa waga, niż wyceny relatywnej), czyli efektywnie ze wzrostu stopy wolnej od ryzyka (rentowności polskich rządowych 10-letnich obligacji).

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>	n.m.	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>	n.m.	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	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%
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	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
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	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
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)	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,030	1,153	1,290	1,444	1,617	1,810	2,026	2,268	2,539	2,842	3,181	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,971	0,867	0,775	0,692	0,618	0,552	0,494	0,441	0,394	0,352	0,314	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	1,5	2,2	4,0	3,9	3,5	3,2	3,2	3,0	2,9	2,7	2,5	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych													32,5
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													11,9%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz													11,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym													11,9%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym													3,0%
Wartość rezydualna													92,8
Wartość bieżąca wartości rezydualnej													29,2
Wartość operacji Spółki													61,7
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													62,0
Liczba akcji (w milionach)													2,2
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)													28,2

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				
	10,4%	11,2%	11,9%	12,7%	13,4%
Implikowana wartość Brand24 w horyzoncie 12 miesięcy (PLN/akcję)					
2,0%	32,1	29,2	26,8	24,7	22,9
2,5%	33,2	30,1	27,5	25,3	23,4
3,0%	34,4	31,0	28,2	25,9	23,9
3,5%	35,8	32,1	29,1	26,6	24,4
4,0%	37,5	33,4	30,0	27,3	25,0

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

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	693	Polska	84%	65%	19,9	17,3	15,5	23,9	21,1	19,2	12,7	11,0	9,6		
SPRINKL	4 626	USA	68%	ujemna	bd.	ujemna	ujemna	bd.	ujemna	ujemna	bd.	8,2	6,9		
MELWATER	1 351	Norwegia	71%	8%	33,2	21,5	13,7	159,5	50,4	29,0	3,2	2,7	2,2		
LIVEPERSON INC	4 074	USA	71%	ujemna	207,6	677,1	66,7	ujemna	ujemna	ujemna	8,6	6,9	5,5		
ZENDESK INC	13 888	USA	76%	ujemna	bd.	bd.	bd.	163,2	101,6	70,1	bd.	bd.	bd.		
ATLASSIAN CORP PLC-CLASS A	96 905	Australia	83%	7%	176,3	149,1	125,8	284,8	231,6	174,1	46,8	37,6	30,3		
J2 GLOBAL INC	6 772	USA	84%	40%	11,0	9,9	8,7	14,8	13,7	12,5	4,5	4,0	3,5		
FUJI SOFT INC	1 779	Japonia	23%	9%	8,6	8,1	7,5	21,5	20,4	18,7	0,8	0,7	0,7		
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	89	Wlk. Brytania	54%	24%	15,9	bd.	bd.	22,1	bd.	bd.	4,1	bd.	bd.		
ZIGEXN CO LTD	408	Japonia	83%	ujemna	10,5	8,6	6,9	ujemna	17,2	14,5	3,2	2,5	2,1		
NICE LTD	17 671	Izrael	66%	27%	26,4	23,2	20,3	41,6	36,9	32,7	9,1	7,9	7,0		
TRUECAR INC	393	USA	92%	3%	13,2	10,4	bd.	ujemna	ujemna	147,8	0,5	0,5	bd.		
SALESFORCE.COM INC	264 663	USA	74%	21%	41,5	34,2	27,8	61,3	61,6	55,5	12,1	10,1	8,2		
SPS COMMERCE INC	5 766	USA	68%	23%	bd.	bd.	bd.	91,2	75,7	61,3	bd.	bd.	bd.		
MODEL N INC	1 170	USA	59%	1%	48,3	43,1	33,6	72,4	63,4	48,0	5,9	5,2	4,6		
CORNERSTONE ONDEMAND INC	3 827	USA	69%	14%	15,3	13,5	10,3	21,5	19,1	17,9	5,4	4,8	3,8		
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	6 765	Kanada	74%	39%	47,3	36,4	31,9	108,5	83,1	59,7	19,3	15,7	13,7		
CHANNELADVISOR CORP	774	USA	79%	20%	22,4	19,8	14,7	28,2	25,0	23,2	4,7	4,3	3,1		
WISETECH GLOBAL LTD	12 167	Australia	81%	30%	90,9	60,1	46,9	174,9	106,0	81,1	33,2	26,6	21,6		
BOX INC - CLASS A	3 558	USA	71%	11%	19,3	14,8	14,4	33,4	24,3	19,8	4,7	4,1	4,0		
AUTOMATIC DATA PROCESSING	84 342	USA	42%	26%	22,6	20,6	21,4	33,1	30,1	27,7	5,6	5,2	5,5		
DOCUSIGN INC	50 370	USA	75%	ujemna	250,0	118,0	91,9	338,5	138,4	107,8	35,3	24,2	18,5		
SERVICENOW INC	121 766	USA	78%	14%	63,6	50,5	38,5	103,9	81,9	63,4	20,4	16,0	12,6		
WORKDAY INC-CLASS A	61 246	USA	72%	6%	57,3	46,5	41,1	89,7	63,5	63,0	14,9	12,9	10,3		
HUBSPOT INC	32 126	USA	81%	3%	201,7	bd.	bd.	375,7	251,3	170,1	24,7	bd.	bd.		
SPLUNK INC	22 251	USA	75%	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	10,5	8,8	7,2		
CITRIX SYSTEMS INC	13 415	USA	85%	25%	bd.	bd.	bd.	22,0	18,7	17,5	bd.	bd.	bd.		
Mediana	-	-	74%	20%	33,9	28,7	27,8	66,9	62,5	55,5	8,6	6,9	6,3		
Minimum	-	-	23%	ujemna	8,6	8,1	6,9	14,8	13,7	12,5	0,5	0,5	0,7		
Maximum	-	-	92%	65%	250,0	677,1	125,8	375,7	251,3	174,1	46,8	37,6	30,3		
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)					55,2	69,3	85,3	14,4	52,2	73,8	59,5	59,4	64,2		
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)					69,9			46,8			61,0				
Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)					59,2										

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ

Tabela 5. Brand24; Podsumowanie wyceny*

Metoda	Waga	Wycena (PLN)	Ważona wycena (PLN)
DCF	90%	28,2	
Porównanie ze spółkami SaaS	10%	59,2	31,3

* w horyzoncie 12 miesięcy.

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 6. 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 BOŚ SA
Tabela 7. 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 BOŚ SA

Tabela 8. 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 BOŚ SA

Tabela 9. 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 BOŚ 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 rozwiązaniymi 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 substytutów 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							
Sobiesław Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	15.08.2021	-	16.08.2021	24,80	32,10 -
Sobiesław Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	1.10.2021	-	1.10.2021	25,00	31,30 ↓

* 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 z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 1 października 2021 r., godz. 17:50.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 1 października 2021 r., godz. 18:00.

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 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 jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych na rzecz Brand24.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ 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