

573/2021/AR

Spółka	Rekomendacja fundamentalna	Wycena w horyzoncie 12M (zł)	Rekomendacja relatywna	Analityk
Brand24	Bez rekomendacji	31,3	Bez rekomendacji	Sobiesław Pająk, CFA

Wydarzenie: Program motywacyjny na lata 2021-23.

W piątek 29 października (po sesji) Brand24 poinformował o zamiarze rekomendowania, planowanemu na listopad, Nadzwyczajnemu Walnemu Zgromadzeniu Spółki przyjęcia programu motywacyjnego na lata 2021-23, który ma stanowić kontynuację obowiązujących w Spółce mechanizmów motywujących kluczową kadrę kierowniczą do realizacji długoterminowej strategii biznesowej.

Zarząd Spółki zamierza rekomendować Walnemu Zgromadzeniu, aby warunkiem uzyskania przez osoby objęte programem uprawnienia do objęcia akcji Spółki było m.in. spełnienie przez Spółkę **warunku operacyjnego** dla danego okresu rozliczeniowego przy jednoczesnym spełnieniu **'warunku lojalnościowego'** - pozostawaniu przez uczestnika programu w czynnym stosunku służbowym ze Spółką.

W ocenie zarządu miarodajnymi wskaźnikami dla spełnienia warunku operacyjnego będą dwa wskaźniki:

- (i) **skonsolidowane przychody**, oraz
- (ii) **'skonsolidowany wynik'** (rozumiany jako **EBITDA** (wynik operacyjny + amortyzacja) pomniejszony o **koszty prac rozwojowych** za dany okres, skorygowany o **zdarzenia nadzwyczajne i jednorazowe** oraz **koszty przeprowadzenia programu** (wskaźnik ten efektywnie oznacza skorygowaną EBITDA pomniejszoną o koszty prac rozwojowych)¹.

Poniższa tabela przedstawia: proponowane przez zarząd warunki operacyjne za poszczególne lata ('rozbite' na założone przez zarząd 'części składowe' budujące dany warunek operacyjny w przypadku warunku drugiego) w porównaniu z obecną prognozą DM BOŚ SA danego parametru za poszczególne okresy.

Brand24; Program motywacyjny na lata 2021-23 - proponowane wartości parametrów służących do oceny kryterium warunków operacyjnych			
mln PLN	2021	2022	2023
Proponowany program motywacyjny 2021-23			
Skonsolidowana sprzedaż (warunek operacyjny I)	15,857	20,343	26,847
Skonsolidowany 'wynik' (warunek operacyjny II)	1,288	0,901	3,873
Skorygowana EBITDA - składowa warunku operacyjnego II	3,358	4,534	7,387
Koszty prac rozwojowych - składowa warunku operacyjnego II	2,070	3,634	3,514
Prognozy DM BOŚ SA			
Skonsolidowana sprzedaż (warunek operacyjny I)	15,535	19,098	22,345
Skonsolidowany 'wynik' (warunek operacyjny II)	1,475	1,528	2,890
Skorygowana EBITDA - składowa warunku operacyjnego II	3,647	5,342	6,703
Koszty prac rozwojowych - składowa warunku operacyjnego II	2,172	3,814	3,814
Różnica między kryteriami programu motywacyjnego a prognozami DM BOŚ ((Program motywacyjny/ DM BOŚ) - 1, %)			
Skonsolidowana sprzedaż (warunek operacyjny I)	2%	7%	20%
Skonsolidowany 'wynik' (warunek operacyjny II)	-13%	-41%	34%
Skorygowana EBITDA - składowa warunku operacyjnego II	-8%	-15%	10%
Koszty prac rozwojowych - składowa warunku operacyjnego II	-5%	-5%	-8%
Skorygowana marża EBITDA - implikowana przez proponowane kryteria programu motywacyjnego	21,2%	22,3%	27,5%
Skorygowana marża EBITDA - prognozy DM BOŚ	23,5%	28,0%	30,0%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA.

Spółka przewiduje, że w ramach programu jego uczestnicy otrzymują uprawnienie do objęcia łącznie **nie więcej niż 107 892 akcji** zwykłych na okaziciela Spółki (**maksymalne rozwodnienie równe 4,9%**), najprawdopodobniej (wzorując się na poprzednim programie motywacyjnym Spółki) po cenie 0,1 PLN. Przy obecnej cenie rynkowej (21,50 PLN) wartość akcji, które będą mogły być zaoferowane beneficjentom programu motywacyjnego na lata 2021-23 wynosi 2,32 mln PLN.

Przypominamy, że latach 2018-2020 obowiązywał w Spółce **poprzedni program motywacyjny** oparty na akcjach dla kluczowych pracowników/współpracowników. Przyznanie praw do nabycia (maksymalnie 102 143) akcji (po cenie 0,1 PLN) uzależnione było od spełnienia (i) 'kryterium lojalnościowego', oraz (ii) warunków operacyjnych (liczba klientów + przychody + wynik netto), przy czym program przewidywał **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

¹ Spółka podkreśla, iż proponowane na potrzeby programu motywacyjnego wartości wskaźników operacyjnych stanowią wyłącznie projekcję wskazującą pożądane do realizacji cele biznesowe na lata 2021-2023 i w związku z tym w żadnym przypadku nie powinny i nie mogą być traktowane jako prognoza wyników finansowych Spółki.

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 poprzedniego programu motywacyjnego dotychczas Spółka przydzieliła beneficjentom programu 20 541 akcji (i zamierza zaoferować przed końcem bieżącego roku objęcie kolejnych 38 000 akcji). Księgowe (niekasowe) koszty wyceny programu motywacyjnego (księgowane w całości w ostatnim kwartale roku) wyniosły 360 tys. PLN w 2019 roku oraz 800 tys. PLN w 2020 roku (ostatnia transza kosztów wyceny poprzedniego programu motywacyjnego obciąża raportowane wyniki IV kw. bieżącego roku; jej wielkość nie została do tej pory przez Spółkę ujawniona). Przypominamy, iż skorygowana EBITDA Spółki pomija wpływ tej niekasowej pozycji kosztowej.

Komentarz

- (i) *Propozycja ustanowienia programu motywacyjnego na lata 2021-23, jego wielkość i 'filozofia konstrukcji' nie powinny stanowić zaskoczenia.*
- (ii) *Przyjęte **proponowane wartości warunku I (skonsolidowanej sprzedaży) są wyższe od naszych obecnych prognoz**; o ile różnica na rok bieżący jest pomijalna (2%), o tyle na rok przyszły (7%) jest zauważalna, a na rok 2023 (20%) jest duża. Jest to (najprawdopodobniej) konsekwencją wyższych od naszych założeń odnośnie (a) wzrostu ARPU (trwający obecnie proces aktualizacji cennika), i/lub (b) pozyskań klientów netto, i/lub (iii) kontrybucji Custom Reports.*
- (iii) *Przyjęte proponowane wartości warunku II (skonsolidowanego 'wyniku') są niższe od naszych obecnych prognoz na lata 2021-22 (znacznie niższe w przypadku roku 2022 – o ponad 40%), lecz istotnie wyższe (o ponad 30%) od naszej obecnej prognozy na rok 2023. Jest to konsekwencją różnic w składowej skorygowanej EBITDA (druga składowa w postaci kosztów prac rozwojowych nie odbiega znacząco od naszych obecnych prognoz – rozbieżności rzędu 5-8% (w zależności od roku)). W szczególności, **o ile przyjęta, proponowana na potrzeby programu motywacyjnego, składowa w postaci skorygowanej EBITDA jest umiarkowanie niższa (odpowiednio o 8% i 15%) od naszych obecnych prognoz na lata 2021 i 2022 (co, zwłaszcza w warunkach wyższej od prognozowanej przez nas sprzedaży, implikuje wyższy od naszych obecnych prognoz poziom kosztów operacyjnych – najprawdopodobniej kosztów HR i sprzedaży), o tyle jest ona o 10% wyższa od naszych obecnych prognoz dla roku 2023.***
- (iv) ***Rozbieżności** pomiędzy wartościami warunków operacyjnych (sprzedaży i skorygowanej EBITDA) przyjętymi w propozycji programu motywacyjnego i naszymi obecnymi prognozami (uogólniając: wyższe od naszych prognoz przychody, lecz niższe – w krótkim i średnim terminie – zyski) **można zinterpretować na dwa różne sposoby**. Pierwszy sposób to sposób typowy dla inwestorów amerykańskich: póki firma ma możliwość szybko rosnąć na przychodach (a ma, o czym świadczy odgórna rozbieżność w stosunku do naszych prognoz) to powinna się na tym koncentrować, mniejszą uwagę przywiązując do poziomu zysków w krótkim terminie (staną się one priorytetem wtedy, gdy możliwości dalszego wzrostu przychodów staną się ograniczone). Tego typu inwestor odbierze tego typu rozbieżność **pozytywnie**. Ale inny inwestor, przykładający większą wagę do zysków w średnim terminie, odbierze tego typu rozbieżność **negatywnie**.*

Pragniemy na koniec zauważyć, iż w ostatnim miesiącu cena rynkowa akcji Brand24 znajdowała się – bez widocznego dla nas powodu – pod presją, spadając o 17% z poziomu 25,9 PLN (5 października) do 21,5 PLN (29 października).

Niniejszy raport nie stanowi rekomendacji 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 dla celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.