

39/2021/GPW (129) 5 grudnia 2021

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

Analityk: Sobiesław Pająk, CFA

# Brand24

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Kapitalizacja: 12 mln USD

Bloomberg: B24 PW

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

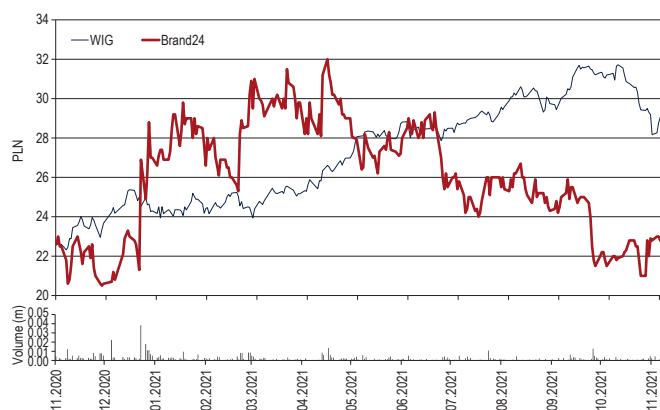
Kurs: 21,90 zł

12M przedział kursowy: 20,50-32,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 31,3zł (→)

Free float: 40%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Opinia inwestycyjna

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

Oczekując w kolejnych kwartałach istotnego wzrostu *MRR* Spółki przy wolniejszym od niego (lecz szybszym niż wcześniej zakładaliśmy) wzroście kosztów – po wynikach za III kwartały 2021 roku umiarkowanie podwyższamy nasze projekcje przychodów na rok bieżący i lata kolejne, lecz równocześnie umiarkowanie obniżamy nasze prognozy skor. *EBITDA* na lata 2021-22 (począwszy od roku 2023 skala zmiany naszych prognoz skor. *EBITDA* Spółki jest marginalnie dodatnia) – podkreślamy, iż w chwili obecnej Spółka znajduje się w trakcie kluczowego dlań (i pierwszego od dekady) procesu aktualizacji swego cennika dla obecnej bazy klienckiej, którego recepcja przez klientów będzie mieć zasadnicze znaczenie dla jej przyszłości.

### 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	15,9	20,4	24,7
EBITDA	mln PLN	1,5	2,8	4,8	6,9
EBITDA, skor.	mln PLN	2,3	3,4	4,8	6,9
Zysk operacyjny	mln PLN	-1,0	0,6	2,3	4,2
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	-0,2	1,2	2,3	4,2
Zysk netto	mln PLN	-1,3	0,0	1,5	3,2
Zysk netto, skor.	mln PLN	-0,5	0,6	1,5	3,2
Zysk na akcję*	PLN	-0,23	0,29	0,69	1,42
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	b.z.	b.z.	138%	106%
Dług (gotówka) netto	mln PLN	2,9	2,7	1,8	-1,0
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów	mln PLN	0,1	-0,1	-1,1	-3,8
C/Z*	x	b.z.	76,0	31,9	15,5
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	23,6	16,9	12,3	8,4
Wartość przedsiębiorstwa/ <i>EBITDA</i> *	x	21,6	15,0	10,6	7,0
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	b.z.	43,0	21,8	11,5
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	3,8	3,2	2,5	2,0
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	24,4	14,4	10,0	7,1
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	34,5	85,4	37,7	16,6
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	2,9%	1,2%	2,7%	6,0%
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	2,3

\* 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 dotychczasowych klientów: stopniowo (rynek po rynku) w okresie grudzień 2021 – luty 2022
- Ujednolicenie 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, większy od zakładanego wzrost *MRR* w wyniku aktualizacji cennika dla dotychczasowych klientów
- 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
- Niemożność pozyskania nowych klientów i utrzymania obecnych
- Wzrost wskaźnika odpływu klientów
- Niska płynność akcji
- Mniejszy od zakładanego wzrost *MRR* w wyniku aktualizacji cennika dla dotychczasowych klientów

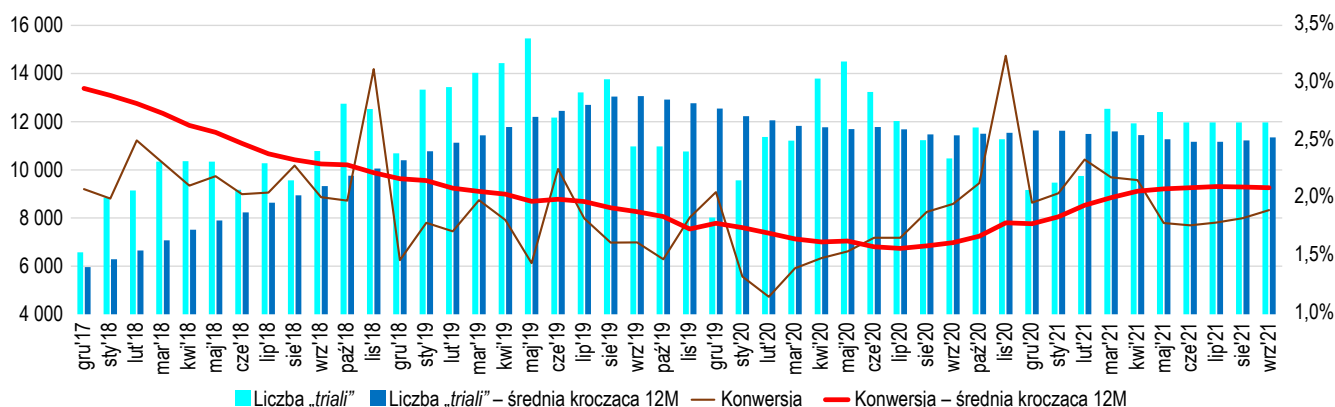
Dotychczas: (i) podniesiono ceny klientom, którzy historycznie otrzymywali duże rabaty (wrzesień; wg. Zarządu, odbiór tej akcji był pozytywny, skutkując (niewielkim) wzrostem *MRR*) oraz (ii) podwyższono (w połowie listopada) ceny dla nowych klientów na wszystkich rynkach (miarodajna ocena wpływu tego ruchu na *MRR* będzie możliwa w połowie grudnia; spodziewalibyśmy się pozytywnego wpływu o skali większej, niż w przypadku podwyżki dla klientów „wysokorabatowych”). Najistotniejszy dla Spółki trzeci etap podwyżek cen pakietów, dotyczący „starych” klientów (stopniowo rynek po rynku, kończąc na najistotniejszych) zaplanowano na okres od grudnia 2021 do stycznia 2022 roku<sup>1</sup>.

### III kw. 2021r. – wyniki finansowe i KPIs

Brand24 opublikował wyniki za pierwszą połowę 2021 roku 22 listopada, po sesji.

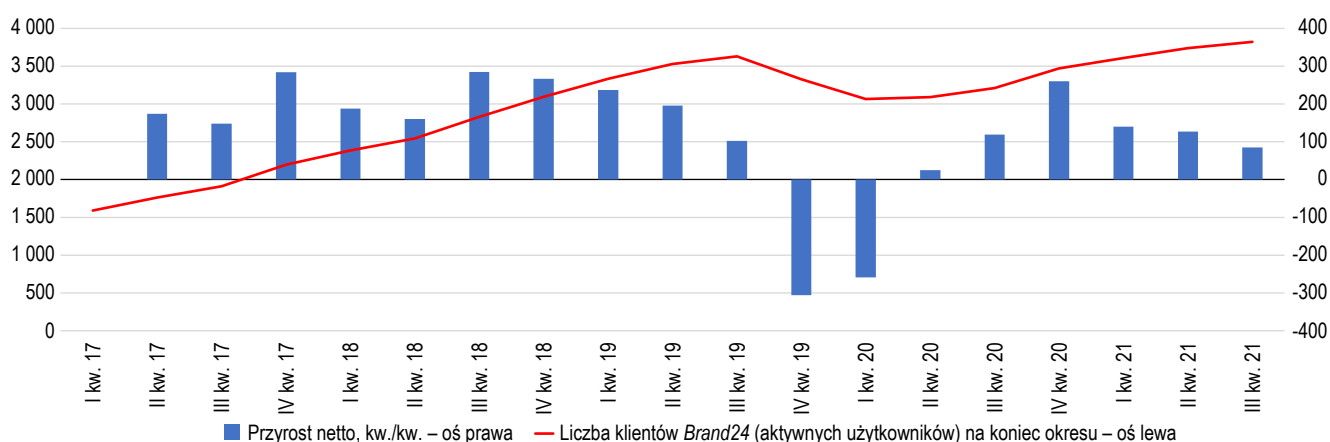
Zestaw *KPIs* Spółki za 3Q21 oceniamy **lekką pozytywnie** (pozytywy = dalsza poprawa *MRR* (widoczna zwłaszcza w przypadku klientów wersji globalnej), *ARPU* klientów wersji globalnej, „klienckiego” *churnu* oraz zaniknięcie (we wrześniu) spadkowej w ujęciu rok-do-roku tendencji (utrzymującej się przez pięć poprzednich miesięcy) w zakresie liczby „*triali*”; negatywy = pozyskania klientów netto niższe rok-do-roku i zauważalnie poniżej dolnej granicy zakresu kwartalnych pozyskań, w jaki „celuje” Zarząd oraz wypłaszczenie „odsezonowanego” wskaźnika konwersji).

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



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

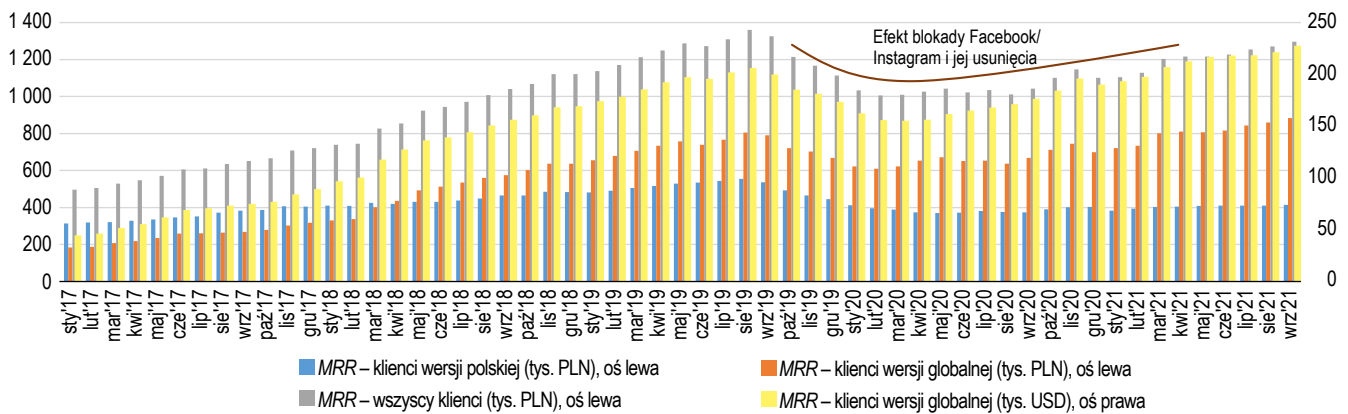
Wykres 2. Brand24 – aktywni użytkownicy i ich kwartalne zmiany



Źródło: Spółka

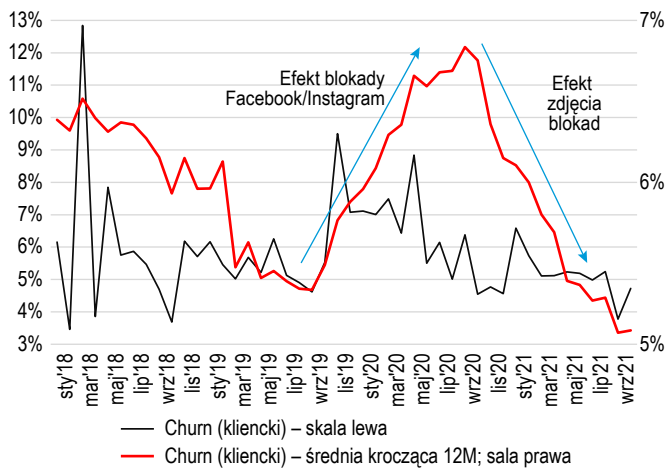
<sup>1</sup> Oczywiście proces ten będzie nieuchronnie prowadził do przejściowego wzrostu „klienckiego” *churnu*; celem (jak najbardziej racjonalnym) Spółki jest, by łączny strumień przychodowy generowany przez klientów (iloczyn liczby aktywnych użytkowników i cen jednostkowych) po aktualizacji cennika był zauważalnie wyższy niż przed tą aktualizacją.

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



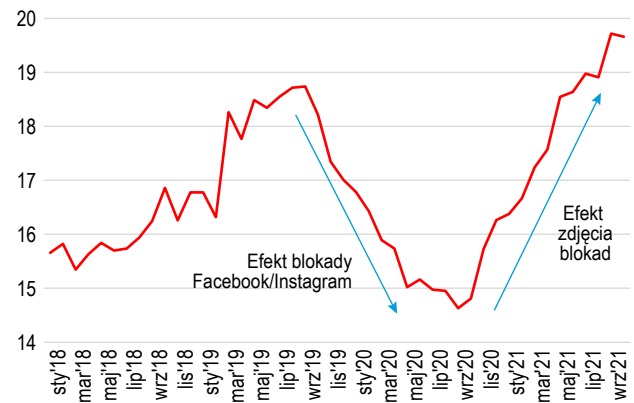
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**Wykres 4.** Brand24; (miesięczny) wskaźnik odejść klientów



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA.

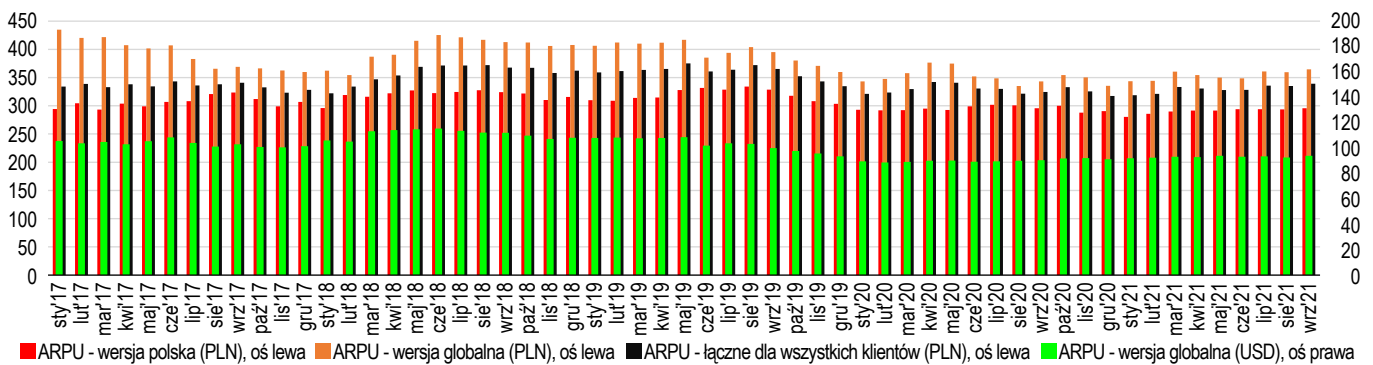
**Wykres 5.** Brand24; ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostaje klientem Spółki\*



\* średnie ruchome, 12M

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

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



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 1. Brand24; Wyniki finansowe za III kw. 2021 roku**

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	III kw 2021	III kw 2020	Zmiana r/r	II kw. 2021	Zmiana k/k	I-III kw 2021	I-III kw 2020	Zmiana r/r
Przychody	4,0	3,3	21%	3,8	5%	11,4	9,9	15%
Zysk brutto na sprzedaży	2,3	1,6	46%	2,2	5%	6,3	4,9	29%
EBITDA	0,9	0,6	41%	0,8	4%	2,4	1,5	63%
Zysk operacyjny	0,3	0,0	b.z.	0,3	22%	0,8	-0,4	b.z.
Zysk netto	0,2	-0,1	b.z.	0,1	71%	0,4	-0,7	b.z.
Marża brutto na sprzedaży	56,5%	46,9%	-	56,7%	-	-	-	-
Marża EBITDA	22,0%	18,9%	-	22,2%	-	-	-	-
Marża operacyjna	8,6%	0,0%	-	7,4%	-	-	-	-

Źródło: Spółka.

Grupa Brand24 zakończyła III kwartał 2021 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 4,0 mln PLN (wzrost rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 21%/ 5%), przy wzroście liczby użytkowników narzędzia Brand24 oraz *MRR* (operacyjnych przychodów z abonamentów). Koszty operacyjne w III kwartale bieżącego roku nieznacznie wzrosły (głównie dotyczy to kosztów sprzedaży (dodatkowe wydatki marketingowe) i kosztów wytworzenia). Skonsolidowana EBITDA Grupy wyniosła w III kwartale 0,9 mln PLN (w porównaniu do 0,6 mln PLN/ 0,8 mln PLN w 3Q20/ 2Q21). Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w pierwszych trzech kwartałach 2021 roku uległy skokowej poprawie w ujęciu rok-do-roku (2,0 mln PLN w porównaniu do 1,1 mln PLN) z uwagi na normalizację zmiany stanu zobowiązań (+0,1 mln PLN *versus* -0,8 mln PLN); sytuacja taka jest zgodna z oczekiwaniami (w perspektywie całego bieżącego roku oczekujemy poprawy operacyjnych przepływów pieniężnych o około 70% (1,5 mln PLN w kategoriach bezwzględnych) do ok. 3,5 mln PLN).

Wyniki Brand24 za III kwartał 2021 roku są w pełni zgodne z naszymi oczekiwaniami (rozbieżność rzędu 100 tysięcy PLN na poziomie przychodów, rzędu 30 tysięcy PLN na poziomie zysku brutto na sprzedaży oraz EBITDA).

#### Oczekiwania wyników za IV kw. 2021 roku

Spodziewamy się dalszego wzrostu (tak rok-do-roku jak i kwartał-do-kwartału) przychodów

i skorygowanej EBITDA Brand24 w IV kw. 2021 roku. W szczególności nasze wstępne oczekiwania na ostatni kwartał roku wynoszą: ok. 4,5 mln PLN na poziomie sprzedaży (wzrost kwartał-do-kwartału i rok-do-roku o, odpowiednio, ok. 13% i 29%) oraz ok. 1,0 mln PLN na poziomie skor. EBITDA (wzrost kwartał-do-kwartału i rok-do-roku o, odpowiednio, ok. 12% i 24%). Pragniemy przypomnieć, iż raportowane zyski Spółki za IV roku są obciążane (niekasowymi) kosztami wyceny programu motywacyjnego opartego na akcjach (w IV kw. ubiegłego roku wyniosły one -0,8 mln PLN, ich wartość w IV kw. bieżącego roku wyniesie około -0,6 mln PLN).

#### Aktualizacja całorocznych prognoz

Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy dla Spółki na rok bieżący i lata kolejne (główne zmiany dotyczą: (i) umiarkowanego wzrostu prognozy przychodów (o 2-10%, w zależności od roku), (ii) zwiększenia założeń co do tempa wzrostu kosztów osobowych i kosztów sprzedaży (zwłaszcza w krótkim i średnim terminie), oraz (iii) zmniejszenia prognoz amortyzacji w krótkim i średnim terminie). Wpływ netto wprowadzonych korekt na poziom prognozowanej skor. EBITDA za rok bieżący i następny jest umiarkowanie negatywny (obniżki rzędu 7-11%), lecz marginalnie pozytywny w dłuższym terminie (począwszy od roku 2023).

Uważamy, iż prognozy finansowe dla Spółki charakteryzują się ponadprzeciętnym ryzykiem (tak odgórnym, jak i oddolnym).

**Tabela 2. Brand24; Zmiany rocznych prognoz DM BOŚ**

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	2021P			2022P			2023P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Przychody	15,9	15,5	2%	20,4	19,1	7%	24,7	22,3	10%
EBITDA	2,8	3,6	-23%	4,8	5,3	-11%	6,9	6,7	3%
Skor. EBITDA	3,4	3,6	-7%	4,8	5,3	-11%	6,9	6,7	3%
Zysk operacyjny	0,6	0,8	-30%	2,3	2,5	-7%	4,2	3,8	11%
Skor. EBIT	1,2	0,8	41%	2,3	2,5	-7%	4,2	3,8	11%
Zysk netto	0,0	0,5	-91%	1,5	1,8	-16%	3,2	2,9	10%
Skor. zysk netto	0,6	0,5	34%	1,5	1,8	-16%	3,2	2,9	10%
Dług (gotówka) netto	2,7	2,6	6%	1,8	1,2	46%	-1,0	-1,1	-15%

Źródło: Spółka.

## Wycena

Nasza wycena akcji Spółki 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 (bez zmian). Pozytywny wpływ przesunięcia w przód momentu wyceny jest znoszony przez negatywny wpływ dalszego wzrostu stopy wolnej od ryzyka (rentowności 10-letnich obligacji rządowych) od momentu naszej poprzedniej wyceny.

## 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 odroczonek.

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 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 dostarczała 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 dostarczała 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
<b>Brand24</b>							
Sobieśław Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	15.08.2021	-	16.08.2021	24,80	32,10 -
Sobieśław Pająk	-	-	-	31.08.2021	31.08.2021	25,90	32,10 →
Sobieśław Pająk	-	-	-	01.10.2021	01.10.2021	25,00	31,30 ↓
Sobieśław Pająk	-	-	-	07.10.2021	07.10.2021	25,50	31,30 →
Sobieśław Pająk	-	-	-	04.11.2021	04.11.2021	21,80	31,30 →
Sobieśław Pająk	-	-	-	05.12.2021	06.12.2021	21,90	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: 6 grudnia 2021 r., godz. 7:05.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 6 grudnia 2021 r., godz. 7:15.

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 Stepień**  
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