

53/2022/GPW (142) 4 grudnia 2022

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

Brand24

Nadchodzące wydarzenia	2
Potencjalne katalizatory	2
Czynniki ryzyka	2
Opinia inwestycyjna	2
III kw. 2022 r. – wyniki finansowe	3
Aktualizacja całorocznych prognoz	6
Wycena	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	9
Zastrzeżenia prawne	11

53/2022/GPW (142) 4 grudnia 2022

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

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Bloomberg: B24 PW

Kurs: 23,50 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 31,6 zł (↑)

Kapitalizacja: 12 mln USD

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 19,35-27,10 zł

Free float: 40%

Brand24

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wybranych danych operacyjnych na IV kwartał 2022: połowa stycznia 2023
2. Publikacja wyników finansowych za IV kwartał 2022: marzec 2023
3. Ujednoczenie polskiej i globalnej wersji *Brand24*: stopniowo, do końca 3 kw. 2023
4. Zakończenie prac nad (współfinansowanym przez EU) projektem „Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych”: do końca 2023

Potencjalne katalizatory

1. Wzrost *ARPU/ MRR* powyżej oczekiwań
2. Komercyjny sukces nowych produktów (np. *Insight24*)
3. Progresa wyników finansowych powyżej oczekiwań
4. Silny USD względem PLN

5. Zbyt wolne dostosowanie się do zmian w sposobie prezentacji/konsumpcji treści w Internecie
6. Ryzyko walutowe (słaby USD względem PLN)
7. Niekorzystne zmiany algorytmów wyszukiwania
8. Wzrost konkurencji w sektorze
9. Wzrost nakładów na R&D
10. Ceny transferowe
11. RODO

Czynniki ryzyka

1. Spadek dostępności danych, wzrost ceny pozyskania danych
2. Awarie oprogramowania i infrastruktury informatycznej
3. Zachowanie płynności finansowej
4. Koncentracja produktowa
12. Niemożność pozyskania nowych klientów i utrzymania obecnych
13. Wzrost wskaźnika odpływu klientów
14. Niska płynność akcji
15. Mniejszy od oczekiwanego dalszy wzrost *ARPU/ MRR*

Opinia inwestycyjna

Proces wprowadzenia podwyżek cen abonamentów (wpierw nowym a następnie „starym” klientom Spółki) i przebudowy cennika przez Brand24 okazał się sukcesem, przynosząc wyraźny wzrost miesięcznych powtarzalnych przychodów, przychodów na użytkownika (w tym na nowego użytkownika; *Initial ARPU* wyraźnie powyżej *ARPU* dla wszystkich klientów), poprawiając widoczność przychodów generowanych w kolejnych okresach i podnosząc ich poziom oraz – co za tym idzie – materialnie obniżając ryzyko związane z bieżącą działalnością Spółki. Jednakże równocześnie doprowadził (co przyznaje zarząd Spółki, choć konsekwentnie nie ujawnia (od trzech kwartałów) danych) do bardzo istotnego ograniczenia przyrostu liczby użytkowników *Brand24*. Efekty procesu podwyżek cen abonamentów (pomijając ewentualny składnik walutowy, związany ze zmianami w kursie PLN względem USD i poziomem kursów zabezpieczonych przez Spółkę) wydają się już być w większości odzwierciedlone w poziomie przychodów generowanych przez Spółkę, które

Skorygowane zyski

Skorygowane zyski (EBITDA, operacyjny, przed opodatkowaniem, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego oraz saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych

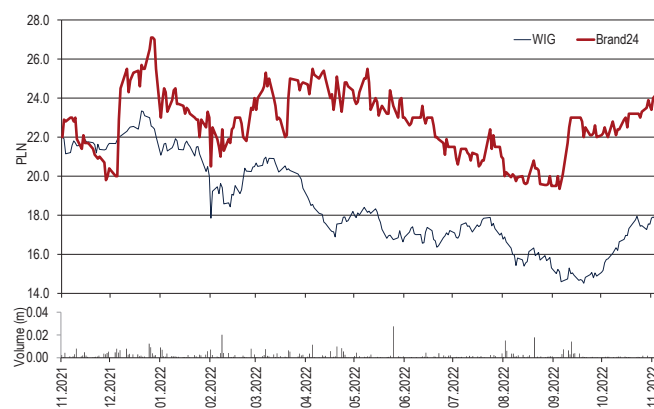
Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	mln PLN	15,8	21,8	25,9	30,2
EBITDA	mln PLN	3,0	5,6	7,1	10,3
EBITDA, skor.	mln PLN	3,4	5,6	7,2	9,5
Zysk operacyjny	mln PLN	0,8	3,2	4,5	6,6
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	1,3	3,2	4,5	5,9
Zysk netto	mln PLN	0,3	1,7	3,5	5,5
Zysk netto, skor.	mln PLN	0,8	1,7	3,6	4,8
Zysk na akcję*	PLN	0,34	0,78	1,57	2,06
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	b.z.	127%	101%	31%
Dług (gotówka) netto	mln PLN	1,3	-0,2	-3,5	-9,5
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów	mln PLN	-0,7	-2,2	-5,5	-11,5
C/Z*	x	68,3	30,1	15,0	11,4
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	17,5	12,6	8,6	6,4
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	15,4	9,3	6,9	4,7
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	42,3	16,2	11,0	7,6
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	3,4	2,4	1,9	1,5
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	15,6	10,2	7,3	5,1
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	49,1	19,5	13,5	7,4
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	2,0%	5,1%	7,4%	13,5%
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	2,3	2,3

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

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

potrzebują kolejnego impulsu (albo wzrostu liczby użytkowników *Brand24*, albo kolejnej modyfikacji cen („rozciąganie” cennika – podwyżki cen „górných” pakietów, obniżka ceny „dolnego” pakietu; „uszczerbienie” możliwości korzystania z darmowych kont testowych) albo istotniejszej kontrybucji ze strony innych produktów – np. *Insights24¹*).

III kw. 2022 r. – wyniki finansowe

W czwartek 17 listopada (po zamknięciu sesji) *Brand24* opublikował swoje wyniki finansowe za III kwartał 2022 roku.

Przypominamy, że **wybrane dane operacyjne za III kwartał 2022 roku** (których wydzźwięk odebraliśmy **marginalnie negatywnie**²) Spółka opublikowała 14 października po sesji – nasz „szybki” komentarz do tych danych opublikowaliśmy tego samego dnia wieczór (opracowanie numer 562/2022/AR) a poniżej omawiamy najistotniejsze kwestie.

Wartość miesięcznych powtarzalnych przychodów (*MRR*) na koniec III kwartału 2022 r. wyniosła 1,802 mln PLN, co oznacza wzrost o ok. 524 tys. PLN, czyli o 41% w ujęciu rok do roku, oraz o 70 tys. PLN (4%) w ujęciu kwartał do kwartału. W ujęciu dolarowym (klienci wersji „globalnej” – stojący za większością przychodów – płać ceny wyrażone w USD), *MRR* na koniec III kwartału wyniósł 410 tys. USD, jedynie o 2 tys. USD (to jest o 0,5%) więcej, niż na koniec II kwartału 2022 r.; wzrost kw./kw. *MRR* w złotych był zatem głównie pokłosiem osłabienia się lokalnej waluty względem USD (*MRR* w dolarach wzrósł kw./kw. tylko symbolicznie). Liczyliśmy na nieco większy wzrost *MRR* na koniec III kwartału 2022 roku niż ten, który zastał zaraportowany przez Spółkę.

Średni przychód operacyjny przypadający na użytkownika subskrypcyjnego (*ARPU*) na koniec III kwartału 2022 r. wyniósł 475 PLN (108 USD);

oznacza to wzrost o 23 PLN (5%) w ujęciu kwartał do kwartału (w ujęciu dolarowym wzrost kw./kw. *ARPU* wyniósł 2 USD, czyli 1,9%).

Równocześnie Spółka poinformowała, iż jej średni przychód operacyjny przypadający na nowego użytkownika subskrypcyjnego (tj. użytkownika pozyskanego w III kwartale 2022 roku) – tak zwane **Initial ARPU** – w trzecim kwartale bieżącego roku wyniósł 554 PLN (126 USD) – istotnie (o 16%) powyżej *ARPU* dla wszystkich klientów (przypominamy, że w I kwartale 2022 roku *Initial ARPU* wyniosło 495 PLN (120 USD), przewyższając o ok. 15% *ARPU* dla wszystkich klientów w tym kwartale, a w II kwartale 2022 roku *Initial ARPU* wyniosło 528 PLN (124 USD); zatem w III kwartale tego roku parametr ten wzrósł o 5% (1,6%) kwartał-do-kwartału w PLN (w USD)). Odbieramy tak sam poziom *Initial ARPU* powyżej *ARPU* dla wszystkich klientów, jak i dalszy wzrost *ARPU* dla nowych klientów w ujęciu kwartał do kwartału, pozytywnie; świadczy to o stopniowym dalszym przesuwaniu się portfela klientów *Brand24* w kierunku większych marek.

Spółka konsekwentnie nie ujawnia **liczby klientów** na koniec kwartału, argumentując (wcześniej), iż parametr ten przestał stanowić dla niej istotny *KPI* a jej uwaga skupia się na takich zmiennych jak *MRR* czy *ARPU*. Choć trudno nie zgodzić się z argumentacją Spółki (o „prymacie” *MRR/ARPU* nad liczbą użytkowników), to sądzimy, iż kontynuowanie ujawnień w zakresie liczby klientów mogłoby być użyteczne przynajmniej dla części społeczności inwestycyjnej.

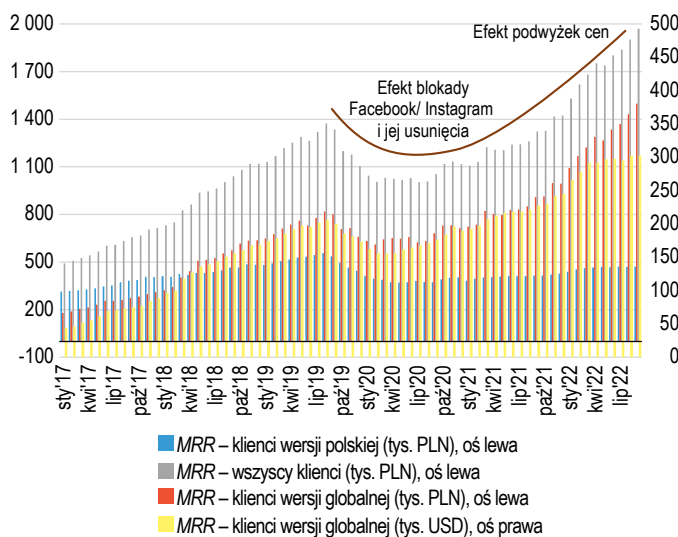
Wskaźnik odejść klientów (*churn* „kliencki”) znajdował się w przedziale 4,1-4,8% (12-miesięczna średnia krocząca tego parametru na poziomie 5%). Ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostawał klientem Spółki pozostawała w III kwartale 2022 roku na (historycznie wysokim) poziomie 20.

W okresie lipiec-wrzesień’22 liczba „*triali*” była lekko wyższa rok-do-roku (o 6%), lecz **konwersja** (czwarty kwartał z rzędu) była niższa w ujęciu rok-do-roku (o około 25%).

¹ Choć produkt ten, charakteryzujący się kilkunastokrotnie wyższym niż w przypadku narzędzia *Brand24* średnim przychodem na klienta, generuje obecnie (w skali roku) setki tysięcy złotych przychodu, to wciąż jest to niewiele biorąc pod uwagę skalę przychodów generowanych przez narzędzie *Brand24*.

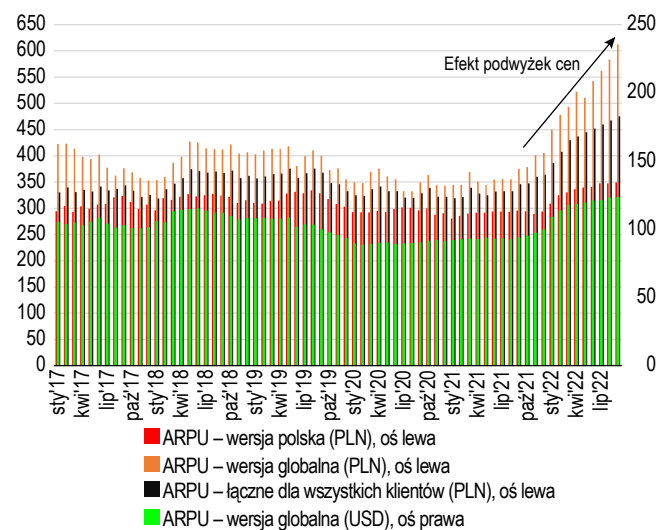
² Pozytyw (*Initial ARPU* – poziom + trend) był dla nas ciut lżejszego kalibru niż negatyw w postaci lekko mniejszej niż sądził się skali wzrostu kw./kw. miesięcznych powtarzalnych przychodów (zaledwie 0,5% w kategoriach dolarowych).

Wykres 1. Brand24; Miesięczne powtarzalne przychody z abonamentów (MRR)



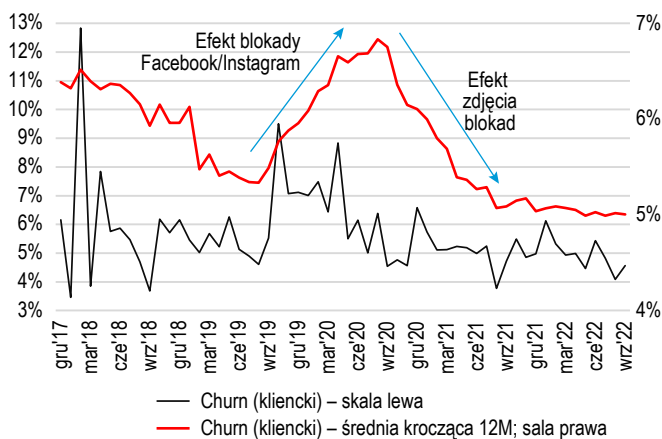
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wykres 2. Brand24; Przeciętne miesięczne przychody abonamentowe na użytkownika (ARPU)



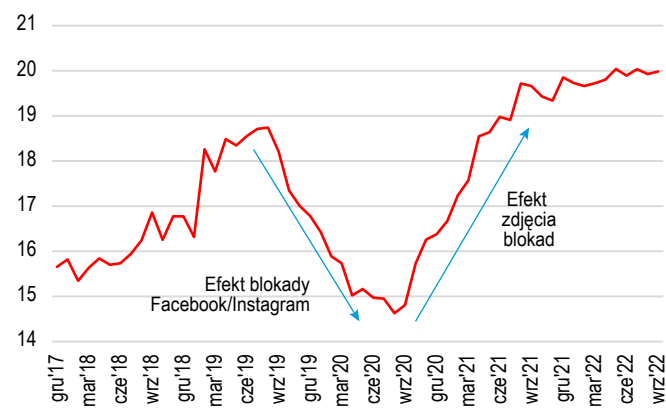
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wykres 3. Brand24; (miesięczny) wskaźnik odejść klientów



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA.

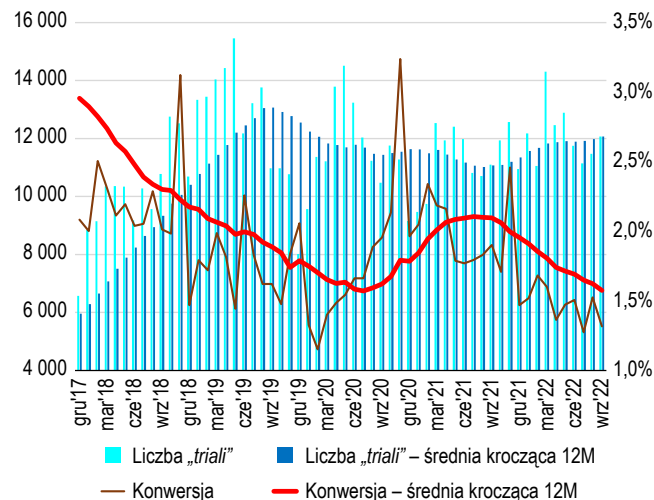
Wykres 4. Brand24; ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostaje klientem Spółki*



* średnie ruchome, 12M

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

Wykres 5. Brand24; Liczba klientów w okresie testowym (oś lewa) i konwersja na wersję płatną (oś prawa)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Sprzedaż. Grupa Brand24 zakończyła III kwartał 2022 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 5,8 mln PLN (wzrost rok-do-roku/kwartał-do-kwartału o 45%/8%); wielkość ta leży lekko powyżej naszych oczekiwań (5,7 mln PLN). Znając przychody za pierwsze trzy kwartały roku, uważamy, iż nasza całoroczna prognoza przychodów w wysokości 21,8 mln PLN (kosmetycznie obniżona w tym raporcie z uwagi na ostatnie umocnienie PLN) jest realistyczna (realizacja całorocznej prognozy po trzech kwartałach roku w wysokości 74% w porównaniu do 72% realizacji po pierwszych trzech kwartałach w ubiegłym roku). Wzrost przychodów Spółki wynika głównie ze zmian cennikowych głównego produktu oraz sprzedaży nowych produktów (*Insights24* oraz aplikacji *Media Monitoring* na platformę Semrush Marketplace).

Marża brutto na sprzedaży wyniosła w III kwartale 2022 roku 61,6%, w porównaniu z 56,5%/61,7% w III kwartale 2021 roku/ II kwartale 2022 roku. Wzrost marży brutto na sprzedaży o 5 punktów procentowych w ujęciu rok-do-roku był zgodny z naszymi oczekiwaniami i pozwolił na szybszy (od przychodów) wzrost zysku brutto na sprzedaży (58% versus 45%). Po wynikach za pierwsze trzy kwartały roku uważamy, iż nasza obecna prognoza poziomu zysku brutto na sprzedaży za cały rok bieżący (lekko podwyższona w tym raporcie) jest realistyczna, jeśli wręcz nie lekko ostrożna (realizacja całorocznej prognozy po pierwszych trzech kwartałach roku w wysokości 74% w porównaniu do 71% realizacji po pierwszych trzech kwartałach w ubiegłym roku).

Koszty operacyjne. Baza kosztów operacyjnych zwiększyła się rok-do-roku o 32% (wolniej od przychodów), rosnąc istotnie w obszarze kosztów sprzedaży (o 31% r/r; tu Spółka intensyfikuje swe działania w celu poprawienia dynamiki wzrostów przychodów), usług obcych (o 37% r/r; obszar

częściowo pokrywający się z kosztami sprzedaży) i kosztów ogólnego zarządu (o 40% r/r); koszty wynagrodzeń wzrosły r/r o 20%. W ujęciu kw/kw wzrost kosztów operacyjnych (7%) był marginalnie wolniejszy od wzrostu przychodów (8%).

EBITDA (1,6 mln PLN), **zysk operacyjny** (1,0 mln PLN) oraz **zysk netto** (0,4 mln PLN) – znacząco wyższe r/r oraz lekko wyższe kw./kw. (oprócz zysku netto, który kw./kw. okazał się lekko (o 67 tysięcy złotych, czyli o 15%) niższy pod wpływem ujemnych różnic kursowych (w wysokości 468 tysięcy złotych) związanych z kontraktami walutowymi zabezpieczającymi dolarową ekspozycję Spółki). Z perspektywy naszych całorocznych prognoz tych parametrów, po wynikach III kw. nie widzimy obecnie istotnego oddolnego ryzyka dla żadnego z nich (realizacje całorocznych prognoz w przedziale 74-75%).

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w pierwszych trzech kwartałach 2022 roku wzrosły o 95% rok-do-roku (4,0 mln PLN w porównaniu z 2,0 mln PLN), głównie z uwagi na znacznie wyższy r/r (o 933 tys. PLN) zysk netto oraz przyrost zobowiązań do wykonania świadczenia (tj. efektywnie przedpłat klientom). Za sam III kwartał 2022 roku przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły 1,2 mln PLN w porównaniu z 0,5 mln PLN za III kwartał 2021 roku.

Sumując, wyniki Brand24 za III kwartał 2022 roku odbieramy **lekko pozytywnie**; choć skala wzrostu przychodów i zysków (znaczna w ujęciu rok-do-roku, lekka w ujęciu kwartał-do-kwartału) nie stanowi dużego zaskoczenia i implikuje (*ceteris paribus*) racjonalność naszych obecnych całorocznych prognoz za rok bieżący, to zarówno kwartalna sprzedaż jak i EBITDA oraz zysk operacyjny (choć już nie zysk netto) okazały się lekko (o około 100-200 tysięcy złotych) wyższe od naszych oczekiwań.

Tabela 2. Brand24; Wyniki finansowe za III kw. 2022 roku

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	III kw. 2022	III kw. 2021	Zmiana r/r	II kw. 2022	Zmiana k/k	I-III kw. 2022	I-III kw. 2021	Zmiana r/r
Przychody	5,8	4,0	45%	5,4	8%	16,1	11,4	42%
Zysk brutto na sprzedaży	3,6	2,3	58%	3,3	8%	9,9	6,3	57%
EBITDA (skor.)	1,6	0,9	87%	1,4	21%	4,2	2,4	76%
Zysk operacyjny (skor.)	1,0	0,3	191%	0,8	34%	2,4	0,8	216%
Zysk netto (skor.)	0,4	0,2	83%	0,4	-15%	1,3	0,4	255%
Marża brutto na sprzedaży	61,6%	56,5%	-	61,7%	-	61,4%	55,3%	-
Marża EBITDA (skor.)	28,3%	22,0%	-	25,4%	-	26,3%	21,2%	-
Marża operacyjna (skor.)	17,3%	8,6%	-	14,0%	-	15,0%	6,7%	-

Źródło: Spółka.

Aktualizacja całorocznych prognoz

Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy dla Spółki na rok bieżący i lata kolejne, inkorporując – między innymi – ostatnio opublikowane rzeczywiste wyniki Spółki za trzeci kwartał (nieco lepsze od naszych oczekiwań na poziomie przychodów, EBITDA i zysku operacyjnego, lecz nie na poziomie zysku netto). Dodatkowo bierzemy pod uwagę ostatnie zmiany kursu PLN względem USD; wypadkowa wprowadzonych korekt skutkuje wzrostem naszych prognoz EBITDA i zysku operacyjnego za rok bieżący o około 500 tysięcy złotych (po roku 2022 nasze prognozy nie ulegają istotnym zmianom).

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 -0,4 mln PLN; wielkość tych kosztów za rok bieżący nie została publicznie zakomunikowana i nie jest uwzględniona w naszych prognozach, lecz nie ma to wpływu na naszą wycenę, która oparta jest o wartości skorygowanych zysków (pomijających niekasowe koszty związane z wyceną programu motywacyjnego)).

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 31,6 PLN na akcję Spółki (poprzednio: 28,8 PLN).

Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywiera (*ceteris paribus*) przesunięcie w przód momentu wyceny, wzrost (od naszej poprzedniej wyceny we wrześniu) median mnożników przyszłych zysków dla spółek z segmentu *SaaS*, oraz nasza decyzja o obniżeniu (dla wszystkich krytych polskich spółek) przyjmowanego poziomu stopy wolnej od ryzyka dla okresu rezydualnego (po roku 2033) do 5,0% (z 7,0% dotychczas; przyjmowana stopa wolna od ryzyka dla okresu dokładnych prognoz (następna dekada) pozostaje na poziomie rynkowej (lecz nie wyższej, niż 7,0%) rentowności w terminie wykupu polskich 10-letnich obligacji skarbowych).

Tabela 3. Brand24; Zmiany rocznych prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	2022P			2023P			2024P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Przychody	21,8	22,1	-1%	25,9	26,0	-1%	30,2	30,1	0%
EBITDA	5,6	5,1	9%	7,1	7,1	0%	10,3	10,3	0%
Skor. EBITDA	5,6	5,2	9%	7,2	7,2	0%	9,5	9,5	0%
Zysk operacyjny	3,2	2,7	17%	4,5	4,5	0%	6,6	6,6	0%
Skor. EBIT	3,2	2,8	17%	4,5	4,5	0%	5,9	5,8	0%
Zysk netto	1,7	1,7	-2%	3,5	3,4	3%	5,5	5,3	4%
Skor. zysk netto	1,7	1,8	-2%	3,6	3,5	3%	4,8	4,5	5%
Dług (gotówka) netto	-0,2	-0,2	-27%	-3,5	-3,4	2%	-9,5	-9,2	3%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA.

Tabela 4. Brand24; model DCF

(mln PLN)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	>2033P
Sprzedaż	21,8	25,9	30,2	34,0	37,4	40,6	43,7	46,6	49,3	51,9	54,4	56,1	
<i>zmiana r/r</i>	<i>38%</i>	<i>19%</i>	<i>17%</i>	<i>13%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>	
Marża operacyjna (EBIT), skor.	14,8%	17,5%	19,4%	20,3%	21,1%	21,7%	22,1%	22,3%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	
Zysk operacyjny (EBIT), skor.	3,2	4,5	5,9	6,9	7,9	8,8	9,7	10,4	11,1	11,7	12,2	12,6	
<i>zmiana r/r</i>	<i>159%</i>	<i>40%</i>	<i>29%</i>	<i>18%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>	
Efektywna kasowa stawka podatkowa (T)	4%	13%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Skor. EBIT x (1-T)	3,1	3,9	4,7	5,6	6,4	7,1	7,8	8,4	9,0	9,5	9,9	10,2	
<i>zmiana r/r</i>	<i>147%</i>	<i>27%</i>	<i>21%</i>	<i>18%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>	
Amortyzacja (D):	2,4	2,6	3,7	4,1	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,3	5,4	
Rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,3	1,5	2,5	2,9	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	
Aktywów z tytułu prawa do użytkowania	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	
Skor. EBIT x (1-T) + D	5,5	6,6	8,4	9,7	11,0	11,8	12,6	13,3	14,0	14,6	15,2	15,6	
<i>zmiana r/r</i>	<i>61%</i>	<i>19%</i>	<i>28%</i>	<i>15%</i>	<i>14%</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	
Wydatki inwestycyjne:	-2,2	-2,1	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne (pomniejszone o dotacje)	-2,2	-2,1	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-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	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
Zmiana kapitału obrotowego netto	0,4	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	2,7	3,7	6,0	6,7	7,0	7,4	8,0	8,6	9,1	9,6	10,1	10,4	
<i>zmiana r/r</i>	<i>149%</i>	<i>37%</i>	<i>63%</i>	<i>11%</i>	<i>4%</i>	<i>6%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>4%</i>	<i>3%</i>	<i>3,0%</i>
Koszt kapitału własnego													
Stopa wolna od ryzyka	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	5,00%
Premia za ryzyko rynku akcji	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Odlewarowana Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Zalewarowana Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Wymagana stopa zwrotu	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	14,1%
Koszt długu													
Koszt długu przed opodatkowaniem	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Efektywna kasowa stawka podatkowa	4%	13%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	12,4%	11,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
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	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	14,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	12,4%	11,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	14,1%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,013	1,171	1,354	1,565	1,809	2,091	2,417	2,795	3,231	3,734	4,317	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,987	0,854	0,739	0,639	0,553	0,478	0,414	0,358	0,310	0,268	0,232	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	3,6	5,1	4,9	4,5	4,1	3,8	3,6	3,3	3,0	2,7	2,4	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych													41,0
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													15,6%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz													15,6%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym													14,1%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym													3,0%
Wartość rezydualna													96,5
Wartość bieżąca wartości rezydualnej													22,3
Wartość operacji Spółki													63,3
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 2022P													2,2
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy													65,6
Liczba akcji (w milionach)													2,2
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)													29,4

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA.

Tabela 5. Brand24; Wycena względem spółek SaaS

Spółka	Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA		Cena/Zysk		Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	
	2022P	2023P	2022P	2023P	2022P	2023P
LIVECHAT	14,8	13,1	17,6	15,7	9,1	8,0
SPRINKL	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	3,0	2,6
MELWATER	ujemna	14,8	ujemna	33,8	1,0	0,9
LIVEPERSON INC	245,0	15,8	ujemna	23,5	2,2	2,0
ZENDESK INC	b.d.	b.d.	89,5	83,2	b.d.	b.d.
ATLASSIAN CORP PLC-CLASS A	44,1	52,2	72,3	84,7	11,0	8,5
CONSENSUS CLOUD SOLUTION	8,6	7,8	11,2	10,4	4,6	4,2
FUJI SOFT INC	10,1	8,6	24,9	22,4	0,9	0,8
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	28,9	11,3	575,9	21,3	3,2	2,3
ZIGEXN CO LTD	b.d.	b.d.	17,7	15,0	b.d.	b.d.
NICE LTD	15,6	13,8	23,9	21,2	5,1	4,3
SALESFORCE.COM INC	18,6	15,1	33,2	31,7	5,7	4,8
SPS COMMERCE INC	35,5	29,7	58,8	52,8	10,3	8,6
MODEL N INC	b.d.	b.d.	54,7	37,8	b.d.	b.d.
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	30,3	25,8	63,9	61,5	13,1	11,3
CHANNELADVISOR CORP	18,6	17,3	25,7	21,6	4,0	3,7
WISETECH GLOBAL LTD	58,8	44,6	103,9	75,9	29,1	23,3
BOX INC - CLASS A	13,6	12,1	25,2	20,3	3,8	3,6
AUTOMATIC DATA PROCESSING	29,5	21,6	36,1	31,5	7,7	5,9
DOCUSIGN INC	18,4	18,2	21,5	25,8	4,3	3,6
SERVICENOW INC	34,1	26,1	54,0	42,8	10,7	8,4
WORKDAY INC-CLASS A	29,3	27,2	40,5	45,1	8,4	6,8
HUBSPOT INC	60,9	52,6	108,8	95,4	7,5	6,2
SPLUNK INC	ujemna	31,6	ujemna	59,7	5,2	3,4
Mediana	29,1	17,8	38,3	31,7	5,2	4,3
Minimum	8,6	7,8	11,2	10,4	0,3	0,5
Maximum	245,0	52,6	575,9	95,4	29,1	23,3
Brand24 – EBITDA (skor)/ Zysk netto (skor)/ Sprzedaż (mln PLN)	5,6	7,2	1,7	3,6	21,8	25,9
Brand24 – dług netto, łącznie z leasingami (mln PLN)	-0,2	-3,5	-	-	-0,2	-3,5
Implikowana wartość akcji (PLN)	73,7	57,7	29,9	49,8	50,4	50,0
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)	65,7		39,9		50,2	
Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)			51,9			

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Tabela 6. Brand24; Podsumowanie wyceny*

Metoda	Waga	Wycena (PLN)	Ważona wycena (PLN)
DCF	90%	29,4	31,6
Porównanie ze spółkami SaaS	10%	51,9	

* w horyzoncie 12 miesięcy.

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. Brand24; Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	15,7	13,4	15,8	21,8	25,9	30,2
Koszt sprzedanych produktów i usług	-7,1	-6,7	-6,9	-8,5	-9,7	-11,0
Zysk brutto na sprzedaży	8,6	6,7	8,9	13,3	16,2	19,2
Koszty sprzedaży	-5,5	-3,7	-4,3	-5,6	-6,6	-7,7
Koszty ogólnego zarządu	-3,6	-3,2	-3,3	-4,5	-5,0	-5,6
Saldo pozostałych przychodów/ kosztów operacyjnych	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,8
Koszty wyceny programu motywacyjnego	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	-0,9	-1,0	0,8	3,2	4,5	6,6
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-0,5	-0,2	1,3	3,2	4,5	5,9
Saldo przychodów/ kosztów finansowych	-0,2	-0,5	-0,3	-1,0	-0,1	0,0
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-1,1	-1,5	0,5	2,2	4,3	6,7
Skor. zysk (strata) przed opodatkowaniem	-0,7	-0,7	1,0	2,3	4,4	5,9
Podatek dochodowy	0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,1
Zysk (strata) netto	-1,0	-1,3	0,3	1,7	3,5	5,5
Skor. zysk (strata) netto	-0,6	-0,5	0,8	1,7	3,6	4,8
EBITDA	1,6	1,5	3,0	5,6	7,1	10,3
Skor. EBITDA	1,9	2,3	3,4	5,6	7,2	9,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Brand24; Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	9,5	8,4	8,4	10,6	12,5	11,6
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	5,0	2,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Wartości niematerialne	3,5	4,4	5,5	8,0	10,1	9,2
Należności długoterminowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	0,7	1,0	0,9	0,6	0,3	0,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	1,7	1,8	3,0	4,6	8,2	14,6
Należności handlowe	0,8	0,6	0,7	1,0	1,2	1,4
Należności z tyt. podatku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0,4	1,0	1,7	2,9	6,2	12,2
Aktywa	11,2	10,2	11,4	15,3	20,7	26,1
Pasywa	11,2	10,2	11,4	15,3	20,7	26,1
Kapitały własne	1,7	3,8	4,4	6,1	9,6	15,1
Zobowiązania długoterminowe	3,6	2,0	2,5	4,8	6,1	4,6
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,0
Zobowiązania z tyt. leasingu	3,4	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Inne zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Pozostałe (w tym zobowiązania do wykonania świadczenia)	0,0	0,0	1,0	2,6	3,9	3,1
Zobowiązania krótkoterminowe	6,0	4,3	4,5	4,4	5,0	6,4
Kredyty i pożyczki	1,4	1,1	1,0	0,0	0,0	0,7
Zobowiązania z tyt. leasingu	1,7	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania handlowe	1,5	0,8	1,0	1,4	1,6	1,9
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Zobowiązania do wykonania świadczenia	1,0	0,9	1,1	1,6	1,9	2,2
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe rezerwy	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Brand24; Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk (strata) netto	-1,0	-1,3	0,3	1,7	3,5	5,5
Amortyzacja	2,4	2,5	2,2	2,4	2,6	3,7
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki i udziały w zyskach	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0
Zmiana stanu rezerw	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
Zmiana stanu należności	-0,2	0,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Zmiana stanu pozostałych aktywów i zobowiązań	0,6	-1,2	0,4	1,1	0,8	0,6
Zmiana stanu programu motywacyjnego	0,4	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Inne korekty	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,8
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	2,5	2,1	3,4	5,1	6,8	8,7
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-2,2	-1,8	-2,1	-3,9	-3,7	-1,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,9	1,7	1,6	0,4
Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2,2	-1,8	-1,3	-2,2	-2,1	-1,2
Wypłata dywidend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji, dopłaty do kapitału	0,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	1,4	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0
Płatności zobowiązań z tytułu leasingu	-1,8	-1,7	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Odsetki	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przeptywy pieniężne z działalności finansowej	-0,6	0,3	-1,4	-1,8	-1,5	-1,5
Przeptywy pieniężne netto	-0,3	0,6	0,8	1,2	3,3	6,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Brand24; Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nominalny wzrost (rok/rok):						
Sprzedaż	32%	-15%	18%	38%	19%	17%
Koszt sprzedanych produktów i usług	17%	-6%	4%	23%	14%	13%
Zysk brutto na sprzedaży	48%	-22%	32%	50%	21%	19%
Koszty sprzedaży	49%	-31%	15%	31%	18%	17%
Koszty ogólnego zarządu	9%	-13%	6%	34%	12%	12%
Skor. EBITDA	162%	20%	48%	64%	27%	33%
Skor. EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	318%	41%	49%
Skor. zysk przed opodatkowaniem	n.m.	n.m.	n.m.	133%	93%	33%
Skor. zysk netto	n.m.	n.m.	n.m.	131%	105%	33%
Marże:						
Brutto na sprzedaży	54,9%	50,2%	56,3%	61,1%	62,6%	63,7%
EBITDA (skor.)	12,3%	17,4%	21,8%	25,9%	27,8%	31,6%
Zysku na działalności operacyjnej (skor.)	-3,2%	-1,3%	7,9%	14,8%	17,5%	19,4%
Zysku przed opodatkowaniem (skor.)	-4,7%	-4,9%	6,2%	10,4%	17,0%	19,5%
Zysku netto (skor.)	-4,0%	-3,8%	4,8%	8,0%	13,8%	15,8%
Koszt sprzedanych produktów i usług/ sprzedaż	45,1%	49,8%	43,7%	38,9%	37,4%	36,3%
Koszty sprzedaży/ sprzedaż	34,9%	28,0%	27,2%	25,7%	25,7%	25,7%
Koszty ogólnego zarządu/ sprzedaż	23,3%	23,6%	21,2%	20,6%	19,4%	18,6%
Rentowność kapitałów własnych	ujemna	ujemna	18%	33%	45%	38%
Rentowność majątku	ujemna	ujemna	10%	16%	22%	22%
Kapitał obrotowy netto/ Sprzedaż	-9%	-9%	-7%	-7%	-7%	-7%
Wydatki inwestycyjne/ Sprzedaż	14%	13%	14%	18%	14%	5%
Wskaźnik płynności bieżącej	29%	42%	66%	105%	164%	229%
Wskaźnik płynności szybkiej	28%	39%	62%	99%	157%	223%
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej/ EBITDA (skor)	131%	89%	99%	91%	95%	92%
Dług odsetkowy (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	72%	45%	29%	12%	10%	7%
Dług netto (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	54%	3%	gotówka netto	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 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	43	28	7	8	0	2
Procenty	49%	32%	8%	9%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	35	33	10	8	0	2
Procenty	40%	38%	11%	9%	0%	2%

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 dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	5	1	1	0	2
Procenty	44%	31%	6%	6%	0%	13%

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	7	2	4	1	0	2
Procenty	44%	13%	25%	6%	0%	13%

Recommendation tracker

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Brand24							
Sobieśław Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	15.08.2021	-	16.08.2021	24,80	32,10 —
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 →
Sobieśław Pająk	-	-		16.01.2022	17.01.2022	25,50	31,30 →
Sobieśław Pająk	-	-		07.02.2022	07.02.2022	23,60	31,30 →
Sobieśław Pająk	-	-		28.02.2022	28.02.2022	21,90	31,30 →
Sobieśław Pająk	-	-		14.04.2022	14.04.2022	25,00	31,30 →
Sobieśław Pająk	-	-		10.05.2022	10.05.2022	24,20	30,50 ↓
Sobieśław Pająk	-	-		26.05.2022	26.05.2022	23,80	30,50 →
Sobieśław Pająk	-	-		15.07.2022	15.07.2022	21,90	30,50 →
Sobieśław Pająk	-	-		16.08.2022	16.08.2022	22,40	30,50 →
Sobieśław Pająk	-	-		02.09.2022	02.09.2022	19,95	30,50 →
Sobieśław Pająk	-	-		28.09.2022	29.09.2022	19,35	28,20 ↓
Sobieśław Pająk	-	-		07.10.2022	07.10.2022	23,00	28,20 →
Sobieśław Pająk	-	-		28.10.2022	28.10.2022	22,00	28,20 →
Sobieśław Pająk	-	-		04.12.2022	05.12.2022	23,50	31,60 ↑

* 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: 5 grudnia 2022 r., godz. 7:20.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 5 grudnia 2022 r., godz. 7:30.

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 & biotechnologia)

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
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2022 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