

10/2022/GPW (42) 10 maja 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

Bloomberg: B24 PW

Kurs: 24,20 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 30,5 (↓)

Kapitalizacja: 12 mln USD

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 19,80-32,00 zł

Free float: 40%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Opinia inwestycyjna

Wszystko wskazuje na to, że proces wprowadzenia podwyżek cen abonamentów (wpierw nowym a następnie „starym” klientom Spółki) i przebudowy cennika 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), istotnie zwiększając widoczność i poziom przychodów generowanych w kolejnych okresach oraz – co za tym idzie – zmniejszając ryzyko związane z bieżącą działalnością Spółki. Nie mniej jednak, z punktu widzenia oceny wartości fundamentalnej akcji Spółki, wszystkie powyższe pozytywy zdają się być równoważone przez dalszy (bardzo znaczący) wzrost stopy wolnej od ryzyka (rentowności 10-letnich obligacji rządowych).

## I kw. 2022 r. – KPIs i oczekiwania wyników finansowych

Zestaw *KPIs* Brand24 za I kw. 2022 roku odbieramy **pozytywnie** z uwagi na istotne (choć niezaskakujące) wzrosty kw./kw. *MRR* oraz *ARPU* (odnośnie szczegółowej analizy odsyłamy do naszego wcześniejszego raportu 200/2022/AR, z dnia 13 kwietnia). Na szczególną uwagę zasługuje przywołany powyżej parametr *MRR* (miesięczne powtarzalne

### 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	21,6	25,7	29,8
EBITDA	mln PLN	3,0	5,1	7,3	10,3
EBITDA, skor.	mln PLN	3,4	5,2	7,4	9,5
Zysk operacyjny	mln PLN	0,8	2,7	4,6	6,6
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	1,3	2,8	4,7	5,8
Zysk netto	mln PLN	0,3	1,8	3,5	5,3
Zysk netto, skor.	mln PLN	0,8	1,9	3,6	4,5
Zysk na akcję*	PLN	0,34	0,85	1,59	1,96
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	b.z.	147%	86%	23%
Dług (gotówka) netto	mln PLN	1,3	-0,3	-3,6	-9,4
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów	mln PLN	-0,7	-2,4	-5,7	-11,5
C/Z*	x	70,3	28,4	15,2	12,4
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	18,0	12,5	8,8	6,8
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	15,8	10,3	7,0	4,9
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	43,5	19,2	10,9	7,9
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	3,4	2,5	2,0	1,6
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	16,0	10,0	7,3	5,3
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	50,5	25,5	14,1	7,7
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	2,0%	3,9%	7,1%	12,9%
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.

### Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I kwartał 2022: 30 maja 2022
2. Publikacja wyników finansowych za II kwartał 2022: 28 września 2022
3. Publikacja wyników finansowych za III kwartał 2022: 28 listopada 2022
4. Ujednolicenie polskiej i globalnej wersji Brand24: stopniowo, do końca 3 kw. 2023
5. 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. *Custom Reports*)
3. Progresa wyników finansowych powyżej oczekiwań
4. Umocnienie się USD względem PLN
5. Zbyt wolne dostosowanie się do zmian w sposobie prezentacji/konsumpcji treści w Internecie
6. Ryzyko walutowe (ostabienie się USD względem PLN)
7. Niekorzystne zmiany algorytmów wyszukiwania
8. Wzrost konkurencji w sektorze
9. Wzrost nakładów na *R&D*
10. Ceny transferowe

### Czynniki ryzyka

1. Spadek dostępności danych, wzrost ceny pozyskania danych
2. Awarie oprogramowania i infrastruktury informatycznej
3. Zachowanie płynności finansowej
4. Koncentracja produktowa
11. RODO
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*

przychody), który na koniec I kwartału 2022 r. wyniósł 1,666 mln PLN (404 tys. USD), co oznacza wzrost o 484 tys. PLN, czyli o 41%, w ujęciu rok do roku, oraz o 293 tys. PLN (21%) w ujęciu kwartał do kwartału. Tak istotny wzrost tego parametru w ujęciu kwartał-do-kwartału był w znacznej mierze pokłosiem wprowadzonych z początkiem bieżącego roku zmian (podwyżek) cen dla istniejących klientów Spółki, jak również przebudowy cennika i osłabienia się PLN względem USD. Jeśli chodzi o *ARPU*, to na szczególną uwagę zasługuje średni przychód operacyjny przypadający na nowego użytkownika subskrypcyjnego – tak zwane *Initial ARPU* – który w pierwszym kwartale bieżącego roku wyniósł 495 PLN (120 USD) – o 15% powyżej *ARPU* dla wszystkich klientów (i około 40% więcej rok-do-roku). Wśród minusów pragniemy przypomnieć, iż Spółka nie ujawniła liczby klientów na koniec I kwartału 2022, 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, to sądzimy, iż kontynuowanie ujawnień w zakresie liczby klientów mogłoby być użyteczne przynajmniej dla części społeczności inwestycyjnej.

W oparciu o ujawnione *KPIs* oczekiwaliśmy **przychodów** Brand24 za I kw. 2022 roku w wysokości ok. 4,8 mln PLN (wzrost r/r o ok. 35%, wzrost kw./kw. o ok. 8%) przy (co najmniej) utrzymanej w porównaniu z I kw. 2021 roku procentowej **marży brutto na sprzedaży** (52% w kwartale bazowym). Dynamika na niższych poziomach rachunku wyników w znacznej mierze zależeć będzie od poziomu **kosztów sprzedaży** (nakładów marketingowych); biorąc pod uwagę sukces procesu podwyżek cen dla „starych” użytkowników (istotnie zwiększający *MRR*), uważamy, że Spółka może być bardziej skłonna by zwiększyć te wydatki celem pozyskania nowych klientów.

## Aktualizacja całorocznych prognoz

Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy dla Spółki na rok bieżący i lata kolejne. Główne zmiany stanowią pokłosie sukcesu podwyżek cen dla „starych” klientów, innych korekt cennika (czwarty abonament w wersji globalnej), tegorocznego osłabienia się złotówki względem USD oraz rosnącej inflacji kosztowej; prowadzą one netto do umiarkowanego wzrostu prognoz przychodów i zysków Spółki w roku bieżącym i kolejnych latach.

## 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 30,5 PLN na akcję Spółki (poprzednio: 31,3 PLN). Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywierają (*ceteris paribus*): (i) przesunięcie w przód momentu wyceny, (ii) lekkie podwyższenie prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki, (iii) niższy od prognozowanego (1,3 mln PLN w porównaniu z 2,7 mln PLN) poziom długu netto Spółki na koniec 2021 roku oraz (iv) nasza decyzja o obniżeniu (z 1,50 do 1,30) parametru niezalewarowanej Beta dla Spółki (gdyż, po udanej podwyżce cen abonamentów dla „starych” klientów Spółki, poziom ryzyka związany z jej biznesem naszym zdaniem uległ obniżeniu (pozostając, nie mniej jednak, powyżej średniej rynkowej)). Wpływ ten jest, jednakże, z nadatkiem znoszony przez negatywny (*ceteris paribus*) wpływ związany z: (i) obniżeniem się median mnożników przyszłych zysków i przychodów dla spółek SaaS, oraz (przede wszystkim) (ii) dalszym znaczącym wzrostem stopy wolnej od ryzyka (rentowności 10-letnich obligacji rządowych).

Tabela 1. Brand24; Zmiany rocznych prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	2022P			2023P			2024P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Przychody	21,6	20,4	6%	25,7	24,7	4%	29,8	28,6	4%
EBITDA	5,1	4,8	8%	7,3	6,9	5%	10,3	10,3	0%
Skor. EBITDA	5,2	4,8	9%	7,4	6,9	6%	9,5	9,4	1%
Zysk operacyjny	2,7	2,3	18%	4,6	4,2	10%	6,6	6,1	9%
Skor. EBIT	2,8	2,3	21%	4,7	4,2	12%	5,8	5,2	11%
Zysk netto	1,8	1,5	20%	3,5	3,2	10%	5,3	4,9	8%
Skor. zysk netto	1,9	1,5	24%	3,6	3,2	12%	4,5	4,0	12%
Dług (gotówka) netto	-0,3	1,8	b.z.	-3,6	-1,0	281%	-9,4	-6,2	52%

Źródło: Spółka.

**Tabela 2. Brand24; model DCF**

(mln PLN)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
Sprzedaż	21,6	25,7	29,8	33,4	36,6	39,7	42,6	45,3	47,9	50,5	52,9	
<i>zmiana r/r</i>	37%	19%	16%	12%	10%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	
Marża operacyjna (EBIT), skor.	13,0%	18,3%	19,6%	20,3%	20,9%	21,3%	21,6%	21,8%	21,9%	22,0%	22,0%	
Zysk operacyjny (EBIT), skor.	2,8	4,7	5,8	6,8	7,7	8,5	9,2	9,9	10,5	11,1	11,6	
<i>zmiana r/r</i>	124%	68%	24%	16%	13%	11%	9%	7%	6%	6%	5%	
Efektywna kasowa stawka podatkowa (T)	5%	13%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Skor. EBIT x (1-T)	2,6	4,1	4,7	5,5	6,2	6,9	7,5	8,0	8,5	9,0	9,4	
<i>zmiana r/r</i>	112%	55%	16%	16%	13%	11%	9%	7%	6%	6%	5%	
Amortyzacja (D):	2,4	2,6	3,7	4,1	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,3	
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	
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	
Skor. EBIT x (1-T) + D	5,1	6,7	8,4	9,5	10,8	11,6	12,3	12,9	13,5	14,1	14,7	
<i>zmiana r/r</i>	48%	33%	25%	14%	13%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	
Wydatki inwestycyjne:	-2,3	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne (pomniejszone o dotacje)	-2,3	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	
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	
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	
Zmiana kapitału obrotowego netto	0,4	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	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	
<i>zmiana r/r</i>	95%	72%	65%	10%	3%	5%	8%	7%	6%	5%	4%	3,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>												
Stopa wolna od ryzyka	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Premia za ryzyko rynku akcji	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
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
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
Wymagana stopa zwrotu	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
<b>Koszt długu</b>												
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%
Efektywna kasowa stawka podatkowa	5%	13%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	12,3%	11,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>												
Waga długu	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%
Koszt kapitału własnego	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	12,3%	11,3%	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)	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,093	1,254	1,440	1,653	1,898	2,178	2,501	2,871	3,296	3,784	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,915	0,797	0,695	0,605	0,527	0,459	0,400	0,348	0,303	0,264	
<b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												35,6
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												14,8%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz												14,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym												14,8%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym												3,0%
Wartość rezydualna												83,4
Wartość bieżąca wartości rezydualnej												22,0
Wartość operacji Spółki												57,6
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												2,4
<b>Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy</b>												<b>60,0</b>
Liczba akcji (w milionach)												2,2
<b>Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)</b>												<b>26,9</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA.

**Tabela 3. Brand24; Wycena względem spółek SaaS**

Spółka	Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA		Cena/Zysk		Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	
	2022P	2023P	2022P	2023P	2022P	2023P
LIVECHAT	13,4	11,3	16,4	13,9	8,4	7,0
SPRINKL	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	5,2	4,0
MELWATER	14,2	8,4	ujemna	48,9	0,9	0,8
LIVEPERSON INC	ujemna	36,2	ujemna	ujemna	2,5	2,1
ZENDESK INC	77,0	50,8	130,4	81,1	7,8	6,1
ATLASSIAN CORP PLC-CLASS A	66,5	74,4	107,5	118,5	16,3	12,7
J2 GLOBAL INC	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
FUJI SOFT INC	b.d.	b.d.	22,4	20,8	b.d.	b.d.
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
ZIGEXN CO LTD	b.d.	b.d.	14,7	11,8	b.d.	b.d.
NICE LTD	15,7	13,8	24,5	21,3	5,1	4,3
TRUECAR INC	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	0,7	0,7
SALESFORCE.COM INC	20,1	16,0	35,9	34,2	6,2	4,9
SPS COMMERCE INC	b.d.	b.d.	53,3	44,3	b.d.	b.d.
MODEL N INC	31,4	24,0	46,4	36,6	3,7	3,2
CORNERSTONE ONDEMAND INC	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	25,1	21,4	53,3	47,3	10,9	9,4
CHANNELADVISOR CORP	14,1	13,3	14,7	12,3	2,9	2,8
WISETECH GLOBAL LTD	42,7	33,9	76,7	60,1	20,1	16,4
BOX INC - CLASS A	15,5	14,1	28,3	22,7	4,3	3,9
AUTOMATIC DATA PROCESSING	21,0	23,6	30,2	27,6	5,5	6,2
DOCUSIGN INC	28,9	27,6	33,9	33,9	6,7	5,5
SERVICENOW INC	35,0	26,5	57,9	44,5	11,1	8,6
WORKDAY INC-CLASS A	31,5	31,2	43,7	46,0	9,1	7,6
HUBSPOT INC	69,8	50,6	123,1	85,9	8,6	6,7
SPLUNK INC	ujemna	143,7	ujemna	ujemna	6,6	5,0
CITRIX SYSTEMS INC	b.d.	b.d.	19,3	17,4	b.d.	b.d.
<b>Mediana</b>	<b>30,2</b>	<b>27,1</b>	<b>39,8</b>	<b>35,4</b>	<b>6,6</b>	<b>5,5</b>
Minimum	13,4	8,4	14,7	11,8	0,7	0,7
Maximum	77,0	143,7	130,4	118,5	20,1	16,4
Brand24 – EBITDA (skor)/ Zysk netto (skor)/ Sprzedaż (mln PLN)	5,2	7,4	1,9	3,6	21,6	25,7
Brand24 – dług netto, łącznie z leasingami (mln PLN)	-0,3	-3,6	-	-	-0,3	-3,6
Implikowana wartość akcji (PLN)	70,6	89,5	33,9	56,2	63,7	64,6
<b>Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)</b>	<b>80,0</b>		<b>45,1</b>		<b>64,2</b>	
<b>Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)</b>			<b>63,1</b>			

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

**Tabela 4. Brand24; Podsumowanie wyceny\***

Metoda	Waga	Wycena (PLN)	Ważona wycena (PLN)
DCF	90%	26,9	30,5
Porównanie ze spółkami SaaS	10%	63,1	

\* w horyzoncie 12 miesięcy.

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

## Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

**Tabela 5. Brand24; Rachunek zysków i strat**

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	15,7	13,4	15,8	21,6	25,7	29,8
Koszt sprzedanych produktów i usług	-7,1	-6,7	-6,9	-9,4	-10,8	-12,5
Zysk brutto na sprzedaży	8,6	6,7	8,9	12,2	14,9	17,3
Koszty sprzedaży	-5,5	-3,7	-4,3	-5,5	-6,1	-7,0
Koszty ogólnego zarządu	-3,6	-3,2	-3,3	-3,9	-4,2	-4,4
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	2,7	4,6	6,6
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-0,5	-0,2	1,3	2,8	4,7	5,8
Saldo przychodów/ kosztów finansowych	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-1,1	-1,5	0,5	2,4	4,4	6,4
Skor. zysk (strata) przed opodatkowaniem	-0,7	-0,7	1,0	2,5	4,4	5,6
Podatek dochodowy	0,1	0,1	-0,2	-0,6	-0,8	-1,1
Zysk (strata) netto	-1,0	-1,3	0,3	1,8	3,5	5,3
Skor. zysk (strata) netto	-0,6	-0,5	0,8	1,9	3,6	4,5
EBITDA	1,6	1,5	3,0	5,1	7,3	10,3
Skor. EBITDA	1,9	2,3	3,4	5,2	7,4	9,5

*Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA*
**Tabela 6. 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	4,0	7,7	13,8
Należności handlowe	0,8	0,6	0,7	1,0	1,2	1,3
Należności z tyt. podatku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	0,5	0,2	0,3	0,4	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	2,4	5,7	11,5
<b>Aktywa</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>11,4</b>	<b>14,7</b>	<b>20,2</b>	<b>25,3</b>
Pasywa	11,2	10,2	11,4	14,7	20,2	25,3
Kapitały własne	1,7	3,8	4,4	6,3	9,8	15,1
Zobowiązania długoterminowe	3,6	2,0	2,5	4,1	5,4	4,6
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	5,6
Kredyty i pożyczki	1,4	1,1	1,0	0,0	0,0	0,0
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	2,1
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 7. Brand24; Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk (strata) netto	-1,0	-1,3	0,3	1,8	3,5	5,3
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	0,3	0,3
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	0,5
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
<b>Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3</b>	<b>7,0</b>	<b>8,8</b>
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	1,6	1,4	0,0
<b>Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>
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	-1,0	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	-0,3	-0,3	-0,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przeptywy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>
<b>Przeptywy pieniężne netto</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,8</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Brand24; Wskaźniki

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Nominalny wzrost (rok/rok):</b>						
Sprzedaż	32%	-15%	18%	37%	19%	16%
Koszt sprzedanych produktów i usług	17%	-6%	4%	37%	15%	16%
Zysk brutto na sprzedaży	48%	-22%	32%	37%	23%	16%
Koszty sprzedaży	49%	-31%	15%	28%	11%	16%
Koszty ogólnego zarządu	9%	-13%	6%	16%	7%	7%
Skor. EBITDA	162%	20%	48%	51%	41%	29%
Skor. EBIT	b.z.	b.z.	b.z.	260%	70%	42%
Skor. zysk przed opodatkowaniem	b.z.	b.z.	b.z.	153%	80%	25%
Skor. zysk netto	b.z.	b.z.	b.z.	152%	90%	25%
<b>Marże:</b>						
Brutto na sprzedaży	54,9%	50,2%	56,3%	56,3%	58,0%	58,0%
EBITDA (skor.)	12,3%	17,4%	21,8%	24,1%	28,6%	31,9%
Zysku na działalności operacyjnej (skor.)	-3,2%	-1,3%	7,9%	13,0%	18,3%	19,6%
Zysku przed opodatkowaniem (skor.)	-4,7%	-4,9%	6,2%	11,4%	17,3%	18,7%
Zysku netto (skor.)	-4,0%	-3,8%	4,8%	8,8%	14,0%	15,1%
Koszt sprzedanych produktów i usług/ sprzedaż	45,1%	49,8%	43,7%	43,7%	42,0%	42,0%
Koszty sprzedaży/ sprzedaż	34,9%	28,0%	27,2%	25,4%	23,6%	23,6%
Koszty ogólnego zarządu/ sprzedaż	23,3%	23,6%	21,2%	18,0%	16,1%	14,9%
Rentowność kapitałów własnych	ujemna	ujemna	18%	36%	45%	36%
Rentowność majątku	ujemna	ujemna	10%	17%	22%	21%
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%	92%	154%	245%
Wskaźnik płynności szybkiej	28%	39%	62%	87%	148%	239%
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej/ EBITDA (skor)	131%	89%	99%	103%	95%	92%
Dług odsetkowy (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	72%	45%	29%	0%	0%	0%
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.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto 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	47	26	3	9	0	2
Procenty	54%	30%	3%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	40	34	3	9	0	1
Procenty	46%	39%	3%	10%	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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	11	5	0	1	0	2
Procenty	58%	26%	0%	5%	0%	11%

### 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	10	6	1	1	0	1
Procenty	53%	32%	5%	5%	0%	5%

**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 →
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 ↓

\* 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: 10 maja 2022 r., godz. 18:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 10 maja 2022 r., godz. 18:40.

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 i 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**  
asystent analityka

**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  
Information: (+48) 0 801 104 104