

34/2022/GPW (95) 28 września 2022

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

Brand24

Opinia inwestycyjna	2
Nadchodzące wydarzenia	2
Potencjalne katalizatory	2
Czynniki ryzyka	2
II kw. 2022 r. – wyniki finansowe	3
Aktualizacja całorocznych prognoz	5
Wycena	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Zastrzeżenia prawne	10

34/2022/GPW (95) 28 września 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

Brand24

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Bloomberg: B24 PW

Kurs: 19,35 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 28,2 (↓)

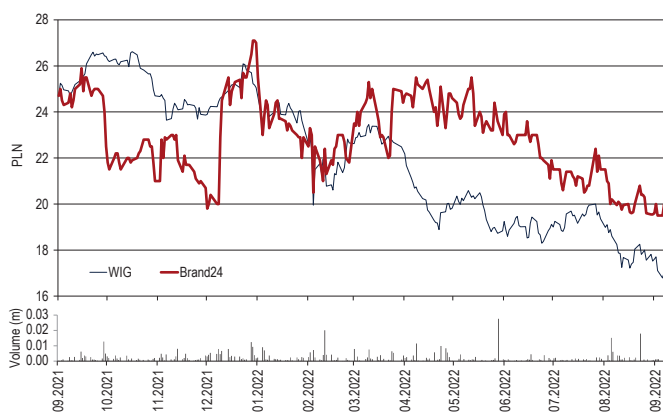
Kapitalizacja: 9 mln USD

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 19,35-27,10 zł

Free float: 40%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

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), istotnie poprawiając widoczność przychodów generowanych w kolejnych okresach i podnosząc ich poziom oraz – co za tym idzie – materialnie obniżając ryzyko związane z bieżącą działalnością Spółki. Niemniej jednak, z punktu widzenia oceny wartości fundamentalnej akcji Spółki, powyższe pozytywy wydają się być z naddatkiem równoważone przez dalszy wzrost wymaganych stóp zwrotu z akcji oraz dalszy spadek poziomu wycen (mnożników) dla spółek z segmentu *SaaS*. Uruchomiony w roku ubiegłym nowy produkt *Insights24* (uprzednio nazywany *Custom Reports*; charakteryzujący się kilkunastokrotnie wyższym niż w przypadku narzędzia *Brand24* średnim przychodem na klienta) generuje obecnie (w skali roku) setki tysięcy złotych przychodu.

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	22,1	26,0	30,1
EBITDA	mln PLN	3,0	5,1	7,1	10,3
EBITDA, skor.	mln PLN	3,4	5,2	7,2	9,5
Zysk operacyjny	mln PLN	0,8	2,7	4,5	6,6
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	1,3	2,8	4,5	5,8
Zysk netto	mln PLN	0,3	1,7	3,4	5,3
Zysk netto, skor.	mln PLN	0,8	1,8	3,5	4,5
Zysk na akcję*	PLN	0,34	0,80	1,52	1,96
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	b.z.	132%	90%	29%
Dług (gotówka) netto	mln PLN	1,3	-0,2	-3,4	-9,2
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów	mln PLN	-0,7	-2,3	-5,4	-11,2
C/Z*	x	56,2	24,2	12,7	9,9
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	14,4	10,3	7,2	5,4
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	12,7	8,3	5,6	3,7
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	35,0	15,5	8,9	6,1
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	2,8	1,9	1,6	1,2
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	12,9	8,2	5,9	4,0
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	40,7	20,1	11,7	5,9
Stoпа wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	2,5%	5,0%	8,5%	16,9%
Stoпа 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 III kwartał 2022: 28 listopada 2022
2. Ujednolicenie polskiej i globalnej wersji Brand24: stopniowo, do końca III kw. 2023
3. 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

Czynniki ryzyka

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

II kw. 2022 r. – wyniki finansowe

W środę 28 września (po zamknięciu sesji) Brand24 opublikował swoje wyniki finansowe za II kwartał 2022 roku.

Przypominamy, że **wybrane dane operacyjne za II kwartał 2022 roku** (których wydzźwięk odebraliśmy **neutralnie**¹) Spółka opublikowała 15 lipca w południe – nasz szczegółowy komentarz do tych danych opublikowaliśmy tego samego dnia wieczór; odnośnie szczegółów odsyłamy do wspomnianego opracowania (394/2022/AR) a poniżej przypominamy jedynie najistotniejsze kwestie.

- Wartość miesięcznych powtarzalnych przychodów (*MRR*) na koniec II kwartału 2022 r. wyniosła 1,732 mln PLN (408 tys. USD), co oznacza wzrost o ok. 500 tys. PLN w ujęciu rok do roku, oraz o 66 tys. PLN (4%) w ujęciu kwartał do kwartału. W porównaniu z poprzednim kwartałem (tj. I kw. br.) tempo wzrostu kwartał do kwartału *MRR* istotnie wyhamowało (4% w porównaniu z 21%); stanowiło to konsekwencję tego, iż dynamika kwartał do kwartału w poprzednim kwartale była napędzana wprowadzonymi z początku bieżącego roku podwyżkami cen dla istniejących klientów Spółki, których efekt – w swej zdecydowanej większości – uwidocznił się w wartości *MRR* na koniec I kwartału (wspomniane spowolnienie tempa wzrostu *MRR* kwartał do kwartału nie stanowiło dla nas zaskoczenia – odebraliśmy je neutralnie).
- Średni przychód operacyjny przypadający na użytkownika subskrypcyjnego (*ARPU*) na koniec II kwartału 2022 r. wyniósł 452 PLN (106 USD); oznacza to wzrost o 22 PLN (5%) w ujęciu kwartał do kwartału (wzrost o 37% rok do roku, będący – ponownie – w znacznej mierze efektem podwyżek cen dla istniejących klientów z początku bieżącego roku); wyhamowanie tempa wzrostu kwartał do kwartału *ARPU* (5% w II kw. z 22% kwartał wcześniej) nie stanowiło zaskoczenia – odebraliśmy go neutralnie. Jako iż wersję globalną narzędzia *Brand24* charakteryzuje wyższy poziom *ARPU* (co jest pochodną cennika oraz większego odsetka klientów wybierających

najdroższą wersję planu abonamentowego) niż wersję lokalną (polską), to zwiększający się udział klientów zagranicznych w portfelu wszystkich klientów Spółki skutkuje (*ceteris paribus*) stopniowym wzrostem całkowitego *ARPU*.

- Średni przychód operacyjny przypadający na nowego użytkownika subskrypcyjnego (tj. użytkownika pozyskanego w II kwartale 2022 roku) – tak zwane *Initial ARPU* – w drugim kwartale bieżącego roku wyniósł 528 PLN (124 USD) – istotnie (o 17%) 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; zatem w II kwartale tego roku parametr ten wzrósł o 7% (3%) kwartał-do-kwartału w PLN (w USD)). Odebraliśmy tak sam poziom *Initial ARPU* powyżej *ARPU* dla wszystkich klientów, jak i wzrost *ARPU* dla nowych klientów w ujęciu kwartał do kwartału, pozytywnie (świadectwo stopniowego przesuwania się portfela klientów Brand24 w kierunku większych marek).
- Wskaźnik odejść klientów (*churn* „kliencki”) znajdował się w przedziale 4,5-5,4% (12-miesięczna średnia krocząca tego parametru na poziomie 5%). Ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostawał klientem Spółki pozostawała w II kwartale 2022 roku na (historycznie wysokim) poziomie ‘dobijającym’ do 20.
- W okresie kwiecień-czerwiec’22 liczba „*trials*” była co prawda wciąż wyższa rok-do-roku (choć tylko nieznacznie: o około 2%), lecz konwersja (trzeci kwartał z rzędu) była niższa w ujęciu rok-do-roku (o około 20%).

Dodatkowo przypominamy, iż **wybrane wstępne wyniki finansowe za II kwartał** zostały opublikowane przez Spółkę rano 18 sierpnia (por. nasze wcześniejsze opracowanie 456/2022/AR opublikowane tego dnia). W porównaniu do uprzednio opublikowanych wstępnych danych, finalne wyniki nie różnią się istotnie (są identyczne na poziomie przychodów oraz marginalnie (o około 70 tysięcy złotych w kategoriach wartości bezwzględnych) niższe na poziomie EBITDA i EBIT).

¹ Pozytyw = *Initial ARPU*; negatyw = spadająca konwersja i tylko marginalnie wyższa rok-do-roku liczba *trials*; pozostałe *KPIs* (*MRR*, *ARPU*, *churn*) neutralne.

Tabela 1. Brand 24; Finalne wyniki finansowe za II kw. 2022 roku w porównaniu z wcześniej opublikowanymi wstępnymi wynikami

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	Finalne	Wstępne	Różnica
Przychody	5,36	5,36	0%
EBITDA	1,36	1,43	-5%
EBIT	0,75	0,82	-9%

Źródło: Spółka.

Sprzedaż. Grupa Brand 24 zakończyła II kwartał 2022 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 5,36 mln PLN (wzrost rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 40%/ 8%); wielkość ta leży w środku zakresu naszych oczekiwań (przedział 5,3-5,4 mln PLN). Znając przychody za I połowę roku, uważamy, iż nasza całoroczna prognoza przychodów w wysokości 22,1 mln PLN (marginalnie podwyższona w tym raporcie) jest realistyczna (realizacja całorocznej prognozy po pierwszej połowie roku w wysokości 47% w porównaniu do 47% realizacji po pierwszej połowie w ubiegłym roku).

Marża brutto na sprzedaży wyniosła w II kwartale 2022 roku 61,7%, w porównaniu z 56,7%/ 60,8% w II kwartale 2021 roku/ I 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 (53% versus 40%). Po wynikach za I połowę roku uważamy, iż nasza obecna prognoza poziomu zysku brutto na sprzedaży za cały rok bieżący (marginalnie podwyższona w tym raporcie) jest realistyczna, jeśli wręcz nie lekko ostrożna (realizacja całorocznej prognozy po pierwszej połowie roku w wysokości 51% w porównaniu do 45% realizacji po pierwszej połowie w ubiegłym roku).

Tabela 2. Brand 24; Wyniki finansowe za II kw. 2022 roku

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	II kw 2022	II kw 2021	Zmiana r/r	I kw. 2022	Zmiana k/k	I-II kw 2022	I-II kw 2021	Zmiana r/r
Przychody	5,4	3,8	40%	5,0	8%	10,3	7,4	40%
Zysk brutto na sprzedaży	3,3	2,2	53%	3,0	10%	6,3	4,0	57%
EBITDA (skor.)	1,4	0,8	60%	1,2	10%	2,6	1,5	70%
Zysk operacyjny (skor)	0,8	0,3	165%	0,7	15%	1,4	0,4	237%
Zysk netto (skor)	0,4	0,1	267%	0,5	-4%	0,9	0,2	485%
Marża brutto na sprzedaży	61,7%	56,7%	-	60,8%	-	61,3%	54,6%	-
Marża EBITDA (skor)	25,4%	22,2%	-	25,0%	-	25,2%	20,7%	-
Marża operacyjna (skor)	14,0%	7,4%	-	13,3%	-	13,7%	5,7%	-

Źródło: Spółka.

Koszty operacyjne. Baza kosztów operacyjnych zwiększyła się rok-do-roku o 28% (wolniej od przychodów), rosnąc istotnie w obszarze kosztów sprzedaży (o 31% r/r; tu Spółka intensyfikuje swe działania w celu poprawienia dynamiki wzrostów przychodów) i usług obcych (o 40% r/r; obszar częściowo pokrywający się z kosztami sprzedaży); koszty wynagrodzeń wzrosły r/r o 6%.

EBITDA (1,4 mln PLN), **zysk operacyjny** (0,8 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 kosmetycznie (o 20 tysięcy złotych, czyli o 4%) niższy). Z perspektywy naszych całorocznych prognoz tych parametrów, po wynikach II kw. nie widzimy obecnie istotnego oddolnego ryzyka dla żadnego z nich (realizacje całorocznych prognoz w przedziale 50-51%).

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w I połowie 2022 roku wzrosły o 79% rok-do-roku (2,8 mln PLN w porównaniu z 1,5 mln PLN), głównie z uwagi na znacznie wyższy r/r (o 760 tys. PLN) zysk netto oraz przyrost zobowiązań do wykonania świadczenia (tj. efektywnie przedpłat klientów). Za sam II kwartał 2022 roku przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły 1,3 mln PLN w porównaniu z 0,9 mln PLN za II kwartał 2021 roku.

Sumując, wyniki Brand24 za II kwartał 2022 roku odbieramy **neutralnie**; znaczny wzrost przychodów i zysków (tak w ujęciu rok-do-roku jak i kwartał-do-kwartału) nie stanowi dużego zaskoczenia po odniesieniu względem naszych oczekiwań i implikuje (*ceteris paribus*) racjonalność naszych obecnych całorocznych prognoz za rok bieżący. Oczekiwany wpływ: **neutralny**.

Aktualizacja całorocznych prognoz

Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy dla Spółki na rok bieżący i lata kolejne, inkorporując – między innymi – właśnie opublikowane rzeczywiste wyniki Spółki za ostatni kwartał. Dodatkowo bierzemy pod uwagę utrzymującą się (dłużej na wyższym poziomie) inflację kosztową; wypadkowa wprowadzonych korekt skutkuje (netto) jedynie marginalnymi zmianami naszych całorocznych prognoz.

Wycena

Nasza wycena akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (90%-10%; wagi poszczególnych metod wyceny bez zmian) wyceny metodą DCF FCFE i porównawczej, wynosi 28,2 PLN na akcję Spółki (poprzednio: 30,5 PLN).

Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywiera (*ceteris paribus*) przesunięcie w przód momentu wyceny.

Wpływ ten jest z naddatkiem znoszony przez negatywny (*ceteris paribus*) wpływ związany z podniesieniem do 7,0% (z 6,0% poprzednio) premii za ryzyko rynku akcji w Polsce (w efekcie zmian w przyjętej premii za ryzyko rynku akcji w Polsce (stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji rządowych) znajduje się w chwili obecnej na tym samym poziomie (7,0%) co w pierwszej dekadzie maja – momencie naszej poprzedniej aktualizacji wyceny akcji Spółki), przyjęty dla Spółki poziom *WACC* rośnie do 16,1% z 14,8% poprzednio), obniżeniem się (średnio o około 15%) median mnożników przyszłych zysków i przychodów dla spółek *SaaS* oraz marginalnym obniżeniem prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki.

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	22,1	21,6	2%	26,0	25,7	1%	30,1	29,8	1%
EBITDA	5,1	5,1	-1%	7,1	7,3	-3%	10,3	10,3	0%
Skor. EBITDA	5,2	5,2	0%	7,2	7,4	-3%	9,5	9,5	0%
Zysk operacyjny	2,7	2,7	-1%	4,5	4,6	-4%	6,6	6,6	0%
Skor. EBIT	2,8	2,8	-1%	4,5	4,7	-4%	5,8	5,8	0%
Zysk netto	1,7	1,8	-6%	3,4	3,5	-4%	5,3	5,3	0%
Skor. zysk netto	1,8	1,9	-6%	3,5	3,6	-4%	4,5	4,5	0%
Dług (gotówka) netto	-0,2	-0,3	-26%	-3,4	-3,6	-7%	-9,2	-9,4	-3%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA.

Tabela 4. Brand24; model DCF

(mln PLN)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	>2032P
Sprzedaż	22,1	26,0	30,1	33,7	37,0	40,1	43,0	45,8	48,4	51,0	53,4	
<i>zmiana r/r</i>	40%	18%	16%	12%	10%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	
Marża operacyjna (EBIT), skor.	12,6%	17,4%	19,4%	20,2%	20,8%	21,3%	21,6%	21,8%	21,9%	22,0%	21,9%	
Zysk operacyjny (EBIT), skor.	2,8	4,5	5,8	6,8	7,7	8,5	9,3	10,0	10,6	11,2	11,7	
<i>zmiana r/r</i>	122%	63%	29%	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	3,9	4,7	5,5	6,2	6,9	7,5	8,1	8,6	9,1	9,5	
<i>zmiana r/r</i>	112%	49%	20%	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	6,6	8,4	9,6	10,8	11,6	12,3	13,0	13,6	14,2	14,7	
<i>zmiana r/r</i>	47%	30%	28%	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	0,5	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	
Wolne przepływy pieniężne	2,1	3,5	6,0	6,6	6,8	7,1	7,7	8,3	8,8	9,2	9,6	
<i>zmiana r/r</i>	99%	61%	74%	10%	3%	5%	9%	7%	6%	5%	4%	3,0%
Koszt kapitału własnego												
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	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
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	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
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%
Efektywna kasowa stawka podatkowa	5%	13%	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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
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	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,040	1,208	1,402	1,628	1,890	2,194	2,548	2,958	3,434	3,987	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,961	0,828	0,713	0,614	0,529	0,456	0,393	0,338	0,291	0,251	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	3,3	5,0	4,7	4,2	3,8	3,5	3,2	3,0	2,7	2,4	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												35,7
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												16,1%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz												16,1%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym												16,1%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym												3,0%
Wartość rezydualna												75,7
Wartość bieżąca wartości rezydualnej												19,0
Wartość operacji Spółki												54,7
Wartość udziałów w spółkach konsolidowanych metodą praw własności												0,0
Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych (w spółkach zależnych, w których Spółka ma <100% udział)												0,0
Gotówka (dług) netto, bez leasingów, na koniec 2022P												2,3
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy												57,0
Liczba akcji (w milionach)												2,2
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)												25,5

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	15,2	13,6	18,1	16,2	9,4	8,2
SPRINKL	ujemna	ujemna	ujemna	ujemna	3,4	2,9
MELWATER	52,8	9,0	ujemna	20,8	0,7	0,6
LIVEPERSON INC	370,6	14,4	neg.	24,4	2,0	1,7
ZENDESK INC	55,9	41,1	91,5	66,8	5,8	4,7
ATLASSIAN CORP PLC-CLASS A	77,4	79,7	125,1	136,2	19,2	14,6
FUJI SOFT INC	9,8	8,4	24,9	22,2	0,9	0,8
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	24,4	9,5	495,2	18,3	2,7	2,0
ZIGEXN CO LTD	b.d.	b.d.	16,6	14,0	b.d.	b.d.
NICE LTD	16,3	14,8	24,0	21,4	5,2	4,4
SALESFORCE.COM INC	18,0	14,4	32,2	30,7	5,6	4,6
SPS COMMERCE INC	36,4	31,0	54,7	46,6	10,5	9,3
MODEL N INC	b.d.	b.d.	46,3	42,8	b.d.	b.d.
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	28,5	24,3	60,3	58,0	12,4	10,6
CHANNELADVISOR CORP	20,0	18,5	25,7	20,9	4,2	4,0
WISETECH GLOBAL LTD	56,4	42,8	99,8	73,0	27,9	22,3
BOX INC - CLASS A	12,6	11,3	23,5	19,9	3,5	3,3
AUTOMATIC DATA PROCESSING	26,8	19,4	32,2	28,5	7,0	5,2
DOCUSIGN INC	21,9	21,6	25,7	30,8	5,1	4,3
SERVICENOW INC	31,6	24,0	51,0	39,6	9,9	7,7
WORKDAY INC-CLASS A	26,9	25,3	37,0	42,5	7,7	6,3
HUBSPOT INC	62,6	49,6	114,1	88,8	7,3	5,8
SPLUNK INC	ujemna	35,5	ujemna	66,3	5,7	3,8
CITRIX SYSTEMS INC	b.d.	b.d.	18,7	17,6	b.d.	b.d.
Mediana	26,9	19,4	34,6	30,7	5,7	4,6
Minimum	0,8	0,1	16,6	14,0	0,7	0,6
Maximum	370,6	79,7	495,2	136,2	27,9	22,3
Brand24 – EBITDA (skor)/ Zysk netto (skor)/ Sprzedaż (mln PLN)	5,2	7,2	1,8	3,5	22,1	26,0
Brand24 – dług netto, łącznie z leasingami (mln PLN)	-0,2	-3,4	-	-	-0,2	-3,4
Implikowana wartość akcji (PLN)	62,6	62,8	27,7	46,7	56,0	54,4
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)	62,7		37,2		55,2	
Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)			51,7			

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Tabela 6. Brand24; Podsumowanie wyceny*

Metoda	Waga	Wycena (PLN)	Ważona wycena (PLN)
DCF	90%	25,5	28,2
Porównanie ze spółkami SaaS	10%	51,7	

* 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	22,1	26,0	30,1
Koszt sprzedanych produktów i usług	-7,1	-6,7	-6,9	-9,6	-10,5	-11,8
Zysk brutto na sprzedaży	8,6	6,7	8,9	12,5	15,5	18,3
Koszty sprzedaży	-5,5	-3,7	-4,3	-5,6	-6,4	-7,4
Koszty ogólnego zarządu	-3,6	-3,2	-3,3	-4,1	-4,6	-5,0
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	4,5	6,6
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-0,5	-0,2	1,3	2,8	4,5	5,8
Saldo przychodów/ kosztów finansowych	-0,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-1,1	-1,5	0,5	2,3	4,2	6,4
Skor. zysk (strata) przed opodatkowaniem	-0,7	-0,7	1,0	2,3	4,3	5,6
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	3,4	5,3
Skor. zysk (strata) netto	-0,6	-0,5	0,8	1,8	3,5	4,5
EBITDA	1,6	1,5	3,0	5,1	7,1	10,3
Skor. EBITDA	1,9	2,3	3,4	5,2	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	4,0	7,5	13,6
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	2,3	5,4	11,2
Aktywa	11,2	10,2	11,4	14,6	20,0	25,1
Pasywa	11,2	10,2	11,4	14,6	20,0	25,1
Kapitały własne	1,7	3,8	4,4	6,1	9,5	14,8
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	5,7
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	2,2
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	3,4	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	1,2	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
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	2,5	2,1	3,4	5,3	6,8	8,8
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
Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-2,2	-1,8	-1,3	-2,3	-2,3	-1,6
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
Przeptywy pieniężne z działalności finansowej	-0,6	0,3	-1,4	-2,4	-1,4	-1,4
Przeptywy pieniężne netto	-0,3	0,6	0,8	0,5	3,2	5,8

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%	40%	18%	16%
Koszt sprzedanych produktów i usług	17%	-6%	4%	39%	10%	13%
Zysk brutto na sprzedaży	48%	-22%	32%	41%	24%	18%
Koszty sprzedaży	49%	-31%	15%	32%	13%	16%
Koszty ogólnego zarządu	9%	-13%	6%	22%	12%	10%
Skor. EBITDA	162%	20%	48%	51%	38%	33%
Skor. EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	257%	65%	49%
Skor. zysk przed opodatkowaniem	n.m.	n.m.	n.m.	138%	83%	31%
Skor. zysk netto	n.m.	n.m.	n.m.	136%	93%	31%
Marże:						
Brutto na sprzedaży	54,9%	50,2%	56,3%	56,6%	59,6%	60,7%
EBITDA (skor.)	12,3%	17,4%	21,8%	23,5%	27,6%	31,6%
Zysku na działalności operacyjnej (skor.)	-3,2%	-1,3%	7,9%	12,6%	17,4%	19,4%
Zysku przed opodatkowaniem (skor.)	-4,7%	-4,9%	6,2%	10,5%	16,4%	18,5%
Zysku netto (skor.)	-4,0%	-3,8%	4,8%	8,1%	13,3%	15,0%
Koszt sprzedanych produktów i usług/ sprzedaż	45,1%	49,8%	43,7%	43,4%	40,4%	39,3%
Koszty sprzedaży/ sprzedaż	34,9%	28,0%	27,2%	25,5%	24,6%	24,6%
Koszty ogólnego zarządu/ sprzedaż	23,3%	23,6%	21,2%	18,5%	17,6%	16,7%
Rentowność kapitałów własnych	ujemna	ujemna	18%	34%	44%	37%
Rentowność majątku	ujemna	ujemna	10%	16%	21%	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%	90%	148%	239%
Wskaźnik płynności szybkiej	28%	39%	62%	84%	142%	233%
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej/ EBITDA (skor)	131%	89%	99%	101%	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.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dane przypadku.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	43	30	4	9	0	2
Procenty	49%	34%	5%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	30	9	9	0	2
Procenty	43%	34%	10%	10%	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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	5	0	1	0	2
Procenty	53%	29%	0%	6%	0%	12%

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	9	3	2	1	0	2
Procenty	53%	18%	12%	6%	0%	12%

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 ↓

* 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: 28 września 2022 r., godz. 23:55.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 29 września 2022 r., godz. 00:05.

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 Stepień
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
Informacja: (+48) 0 801 104 104