

7/2023/GPW (23) 30 marca 2023

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
AI w Brand24	3
IV kw. 2022 r. – wyniki finansowe	4
Aktualizacja całorocznych prognoz	6
Wycena	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	9
Zastrzeżenia prawne	11

7/2023/GPW (23) 30 marca 2023

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: 25,70 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 37,2 zł (↑)

Kapitalizacja: 13 mln USD

Średni obrót dzienny: 0,02 mln USD

12M przedział kursowy: 19,35-28,30 zł

Free float: 41%

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wybranych danych operacyjnych na I kwartał 2023: połowa kwietnia 2023
2. Publikacja wyników finansowych za I kwartał 2023: 30 maja 2023
3. Publikacja wybranych danych operacyjnych na II kwartał 2023: połowa lipca 2023
4. Publikacja wyników finansowych za II kwartał 2023: 2 października 2023
5. Publikacja wybranych danych operacyjnych na III kwartał 2023: połowa października 2023
6. Publikacja wyników finansowych za III kwartał 2023: 29 listopada 2023
7. Zakończenie prac nad (współfinansowanym przez EU) projektem „Abstrakcyjna sumaryzacja danych multimodalnych”: do końca 2023
8. Zakończenie przeglądu opcji strategicznych: do końca 2023

Potencjalne katalizatory

1. Wzrost *ARRPU/MRR* powyżej oczekiwań
2. Dynamizacja pozyskań nowych klientów
3. Komercyjny sukces nowych produktów (np. *Insights24*)
4. Progresja wyników finansowych powyżej oczekiwań
5. Silny USD względem PLN
6. „Bycie zwinnym” w obszarze *AI* okazujące się słusznym podejściem
7. Efekty przeglądu opcji strategicznych dynamizujące rozwój firmy na rynkach zagranicznych
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 *ARRPU/MRR*
16. Utrata prawa do ulg *IP BOX*

Czynniki ryzyka

1. Spadek dostępności danych, wzrost ceny pozyskania danych
2. Awarie oprogramowania i infrastruktury informatycznej

Opinia inwestycyjna

Zainicjowany półtora roku temu 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, poprawiając widoczność przychodów generowanych w kolejnych okresach i podnosząc ich poziom (choć z drugiej strony doprowadził – co zarząd Spółki otwarcie przyznaje, choć konsekwentnie nie ujawnia dokładnych danych – do istotnego ograniczenia przyrostu liczby użytkowników *Brand24*). Pod koniec 2022 roku efekty procesu podwyżek cen abonamentów (pomijając ewentualny składnik

Skorygowane zyski

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

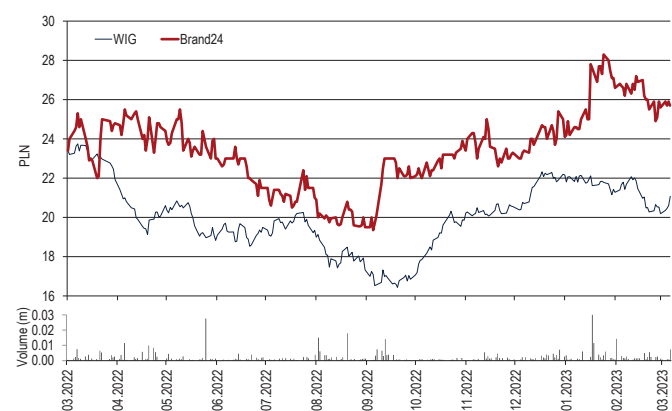
Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	mln PLN	22,2	26,7	31,2	35,1
EBITDA	mln PLN	5,3	7,1	10,3	11,8
EBITDA, skor.	mln PLN	6,0	7,2	9,5	11,0
Zysk operacyjny	mln PLN	2,8	4,4	6,7	7,8
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	3,5	4,6	5,9	7,0
Zysk netto	mln PLN	1,5	3,9	6,2	7,2
Zysk netto, skor.	mln PLN	2,3	4,1	5,3	6,4
Zysk na akcję*	PLN	1,03	1,81	2,32	2,77
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	199	76	28	19
Dług (gotówka) netto	mln PLN	-0,6	-4,3	-10,8	-18,1
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów	mln PLN	-1,8	-5,5	-11,9	-19,2
C/Z*	x	25,0	14,2	11,1	9,3
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	11,9	8,5	6,6	5,7
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	9,3	7,4	5,1	3,7
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	16,0	11,7	8,2	5,9
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	2,5	2,0	1,6	1,2
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	10,8	7,4	5,2	3,9
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	37,9	14,2	7,3	5,5
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	2,6	7,0	13,7	18,1
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, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

AI w Brand24

walutowy, wiązany ze zmianami w kursie PLN względem USD i poziomem kursów zabezpieczonych przez Spółkę) wydawały się już być w większości odzwierciedlone w poziomie przychodów generowanych przez Spółkę – potrzeba wygenerowania/ znalezienia kolejnego impulsu mogącego podtrzymać¹ (lub dalej przyspieszyć) tempo jej wzrostu stała się ewidentna (rok 2023 Spółka rozpoczęła również od zmian w polityce cenowej, podnosząc ceny dla nowych klientów średnio o 24%). Spółka próbuje zaadresować tę potrzebę poprzez przegląd opcji strategicznych² w celu przeanalizowania możliwości pozyskania partnera, który przyspieszyłby jej rozwój na rynkach zagranicznych (szczególnie w USA), zwiększając efektywność pozyskiwania klientów oraz pozwalając na „skokowe” zwiększenie skali działalności (Spółka nie potrzebuje – i nie szuka – finansowania swej działalności³, lecz poszukuje podmiotu posiadającego dużą bazę klientów kompatybilnych z jej rozwiązaniami, mogącego zapewnić synergię i możliwości *cross-sellingowe*).

Rozwój produktów i oferowanych narzędzi Spółka zamierza skierować na automatyzację procesów, efektem czego powinna być wyższa wydajność; Spółka pracuje nad szerszym zastosowaniem algorytmów *AI* (sztucznej inteligencji) do optymalizacji istniejących i opracowania nowych produktów. Popularyzacja technologii związanych z *AI* jest postrzegana przez wielu, w tym przez zarząd Brand24, jako „rewolucja” – porównywalna wyłącznie z narodzinami samego Internetu; zaadoptowanie się do nowej rzeczywistości (dającej szansę na szybszy rozwój (lecz nie pewność takiego rozwoju)) będzie stanowić jedno z kluczowych wyzwań na najbliższy czas dla większości podmiotów gospodarczych, w tym – oczywiście – również dla Brand24 (wpisując się w transformację z firmy oferującej dane w firmę oferującą wnioski i rekomendacje).

Krótko mówiąc, strategią Brand24 w obszarze *AI* jest „bycie zwinnym” – tam, gdzie rozwiązania *AI* są kosztowne, Spółka chce tworzyć własne, a tam gdzie jest to dostępne cenowo, Spółka chce bazować na integracjach z gotowymi rozwiązaniami.

AI (*Artificial Intelligence*) to temat, w którym Spółka działa od lat i w ostatnich 3 latach zainwestowała w tego typu technologie 6,4 mln PLN.

Pierwszym etapem była rozbudowa algorytmu sentymentu, który jest fundamentem budowania innych funkcji *Brand24*. W styczniu 2023 Spółka uruchomiła nową wersję modelu, którego skuteczność oznaczania emocji pozytywnych/negatywnych wzrosła z 64/100 na 84/100.

Półtora roku temu Spółka uruchomiła *Insights24* – produkt zaawansowanych raportów z kluczowymi dla marek wnioskami; *ChatGPT/GPT3* wspierają proces powstawania tych raportów poprzez poszukiwanie trendów i pomoc w budowie tekstów i opisów. Spółka szacuje, iż wdrożenie *ChatGPT/GPT3* pozwoliło na podniesienie efektywności o 30%.

Narzędzia wykorzystujące *AI*, dziś używane w Brand24 to:

- *Jasper AI, Whitesonic* – dwa podobne narzędzia wykorzystywane naprzemiennie we wsparciu *content marketingu* i bardziej ogólnie w *copywritingu* (*newslettersy*, ogłoszenia produktowe) – (na razie) dla nieco mniej istotnych treści. Narzędzia te pomagają przygotować fragmenty treści, czy szkice na bazie których można rozbudować publikację;
- *Intercom* – narzędzie *marketing automation* z komponentami *AI* przyspieszającymi wiele procesów związanych z obsługą klienta (tworzenie krótkich podsumowań długich rozmów z klientem, pół-automatyzacja odpowiedzi na najpopularniejsze pytania);
- *Compose AI* – narzędzie przyspieszające odpowiedź na maile;
- *Beautiful.ai* – narzędzie prezentacyjne oparte na sztucznej inteligencji, które pomaga tworzyć profesjonalne prezentacje;
- *Grammarly* – narzędzie do poprawy pisowni anglojęzycznych treści.

¹ Na przykład poprzez (i) wzrost liczby użytkowników *Brand24*, (ii) kolejną modyfikację cen i „uszczerlenie” możliwości korzystania z darmowych kont testowych, czy (iii) istotniejszą kontrybucję ze strony innych produktów – np. *Insights24*.

² Ogłoszony 16 marca, mający trwać nie dłużej niż do końca 2023 roku.

³ Dlatego ewentualne „wejście” zagranicznego partnera odbywałoby się prawdopodobnie nie poprzez emisję nowych akcji poprzez *exit* (lub częściowy *exit*) kogoś (którychś) z obecnych wiodących akcjonariuszy Spółki.

- *Betterfeedback* – narzędzie, które analizuje rozmowy z klientami i wyciąga z nich trendy i wnioski dla Spółki.
- *MidJourney* – narzędzie do generowania grafik AI, wykorzystywane przez Brand24 do niektórych artykułów i treści związanych z komunikacją z klientem.

Brand24 rozwija również rozwiązania związane z AI w kontekście:

- wykrywania *churnu*,
- podsumowania dyskusji (mechanizm tworzenia tekstowych podsumowań tego co działo się z marką w zadanym okresie),
- wykrywania *spamowych* domen (mechanizm filtrowania niechcianych wzmianek), rekomendacji wzmianek (mechanizm podpowiedzi wzmianek, które AI określi jako najważniejsze dla konkretnego klienta),
- wniosków AI (mechanizm wyciągania wniosków z danych zbieranych przez Brand24; przykładowym wnioskiem może być stwierdzenie „w ostatnich 2 miesiącach obserwujemy istotny (45%) wzrost aktywności dyskusji związanych z marką X na serwisie Y”),
- *AI topic modeling* (automatyczny podział dyskusji o marce na kilka kluczowych tematów, które można analizować oddzielnie),
- analizy emocji AI (rozbudowa mechanizmu analizy sentymentu – poza określaniem, czy wzmianka jest pozytywna, czy negatywna, Spółka chce określać jej emocje jak gniew, miłość, podziw, itp) oraz
- wykrywania zdarzeń (nietypowych skoków, czy spadków czy innego typu zdarzeń w dyskusji o zadanej marce).

Uogólniając, strategią Brand24 w obszarze AI jest „**bycie zwinnym**”: tam, gdzie rozwiązania AI są kosztowne, Spółka chce tworzyć własne (model AI sentymentu, języka), natomiast tam, gdzie jest to dostępne cenowo, Spółka integruje się z gotowymi rozwiązaniami (np. *ChatGPT/GPT3* w *Insights24*).

IV kw. 2022 r. – wyniki finansowe

28 marca (po zamknięciu sesji) Brand24 opublikował swoje wyniki finansowe za IV kwartał 2022 roku.

Przypominamy, że **wybrane dane operacyjne za IV kwartał 2022 roku** Spółka opublikowała uprzednio (13 stycznia po sesji; poniżej przypominamy najistotniejsze kwestie) a 24 lutego (tuż przed początkiem sesji) Spółka opublikowała wstępne wybrane (przychody + EBITDA + EBIT) wyniki finansowe za rok 2022 (i co za tym idzie efektywnie również wybrane **wstępne wyniki finansowe za IV kwartał 2022 roku**). **Pomijając koszty wyceny programu motywacyjnego** (których wybrane wstępne wyniki nie zawierały), **finalne wyniki za 4 IV kwartał 2022 roku nie odbiegają od wstępnych**. Przypominamy, iż wstępne wybrane wyniki finansowe za IV kw. 2022 roku były lekko lepsze od naszych oczekiwań (odpowiednio o: 0,21 mln zł na poziomie przychodów, 0,16 mln zł na poziomie EBITDA oraz 0,08 mln zł na poziomie zysku operacyjnego).

Wartość miesięcznych powtarzalnych przychodów (**MRR**) na koniec IV kwartału 2022 r. wyniosła 1 854 tys. PLN, co oznacza wzrost o ok. 482 tys. PLN, czyli o 35% w ujęciu rok do roku, oraz o 52 tys. PLN (3%) w ujęciu kwartał do kwartału. W ujęciu dolarowym (klienci wersji „globalnej” – stojący za większością przychodów – płacą ceny wyrażone w USD), **MRR** na koniec IV kwartału wyniósł 416 tys. USD, jedynie o 6 tys. USD (to jest o 1,5%) więcej, niż na koniec III kwartału 2022 roku. Wzrost kw./kw. **MRR** w złotówkach uległ nieznacznemu spowolnieniu w porównaniu z dwoma poprzednim kwartałami (zarówno w III kwartale jak i w II kwartale 2022 wynosił on 4%) i był znacznie wolniejszy niż w I kwartale 2022 roku (kiedy – z uwagi na efekt związany z podwyżkami cen abonamentów – wyniósł 21%).

Średni przychód operacyjny przypadający na użytkownika subskrypcyjnego (**ARPU**) na koniec IV kwartału 2022 r. wyniósł 483 PLN (108 USD); oznacza to wzrost o 8 PLN (2%) w ujęciu kwartał do kwartału (w ujęciu dolarowym wzrost kw./kw. **ARPU** był zerowy), oraz wzrost o 131 PLN (37%) rok-do-roku (dynamika budowana głównie poprzez wprowadzone z początkiem 2022 roku podwyżki cen abonamentów dla istniejących klientów Spółki).

Równocześnie Spółka poinformowała, iż jej średni przychód operacyjny przypadający na nowego użytkownika subskrypcyjnego (tj. użytkownika pozyskanego w IV kwartale 2022 roku) – tak zwane **Initial ARPU** – w czwartym kwartale ubiegłego roku wyniósł 515 PLN (115 USD) – (i) umiarkowanie (o 7%) powyżej **ARPU** dla wszystkich klientów (w poprzednich trzech kwartałach **Initial ARPU** przewyższał **ARPU** dla wszystkich klientów o 15-17%), lecz (ii) o -7% mniej niż kwartał wcześniej (przy czym należy pamiętać, iż na poziom **Initial ARPU** IV kwartału wpływ ma poziom i zakres promocyjnych cen związanych z *Black Friday*).

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**⁴. 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. Natomiast Spółka zaznaczyła, iż w grudniu wskaźnik **churn** (wskaźnik odejść klientów) był podwyższony na poziomie 5,9% (12-miesięczna średnia krocząca tego parametru na poziomie 5,0%)⁵. Ilość miesięcy, przez jaką statystyczny aktywny użytkownik pozostawał klientem Spółki pozostawała w IV kwartale 2022 roku na (historycznie wysokim) poziomie 20.

W okresie październik-grudzień'22 liczba „**triali**” była lekko wyższa rok-do-roku (o 5%), lecz **konwersja** (piąty kwartał z rzędu) była niższa w ujęciu rok-do-roku (tym razem o około 12%).

Czynnikami istotnie wpływającymi na kształtowanie się wyników finansowych Spółki w IV kwartale 2022 roku (oraz jej kluczowe wskaźniki efektywności w tym okresie) były (między innymi): (i) zmiany cennika usług (z przełomu 2021 i 2022 roku; wpływające głównie na porównanie z perspektywy rok-do-roku, lecz nie kwartał-do-kwartału), (ii) korzystny kurs USD względem PLN, (iii) nowe funkcje aplikacji *Brand24* oraz (iv) coroczna promocja *Black Friday*.

Dodatkowo, w IV kwartale 2022 raportowane zyski Spółki zostały obciążone (niekasowymi) **kosztami wyceny programu motywacyjnego** opartego na akcjach w wysokości -0,6 mln PLN (w IV kw. 2020 roku wyniosły one -0,8 mln PLN, a w IV kw. 2021 roku wyniosły one -0,4 mln PLN). Pragniemy przypomnieć, że pominięcie kosztów wyceny programu motywacyjnego stanowi (oprócz pominięcia salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych) główną pozycję uzgadniającą pomiędzy raportowanymi oraz (preferowanymi przez nas do analizy) skorygowanymi zyskami Spółki.

Grupa Brand24 zakończyła IV kwartał 2022 roku ze skonsolidowanymi **przychodami** na poziomie 6,1 mln PLN (wzrost rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 37%/ 4%); wzrosty przychodów wynikają bezpośrednio z większego **MRR** oraz **ARPU** (co jest efektem głównie zmian cennikowych głównego produktu) oraz sprzedaży nowych produktów Grupy (*Insights24* oraz aplikacji *Media Monitoring* na platformę *Semrush Marketplace*). Pomijając niekasowe koszty programu motywacyjnego, **baza kosztów operacyjnych** zwiększyła się nieznacznie w porównaniu do III kw. 2022 (rozwój produktu + koszty pozyskania klienta). **Skorygowane o koszty programu motywacyjnego EBITDA** (1,6 mln PLN) oraz **zysk operacyjny** (1,0 mln PLN) są znacząco wyższe r/r lecz płaskie w ujęciu kwartał-do-kwartału.

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w 2022 roku uległy dalszej (po ich „skoku” w roku 2021) poprawie w ujęciu rok-do-roku (5,2 mln PLN w porównaniu do 3,4 mln PLN), głównie z uwagi na wyższy zysk netto.

Wyniki Spółki za IV kw. 2022 roku są lekko lepsze od naszych oczekiwań (odpowiednio o: 0,21 mln zł (4%) na poziomie przychodów, 0,16 mln zł (11%) na poziomie skor. EBITDA oraz 0,08 mln zł (9%) na poziomie skor. zysku operacyjnego; ale było już to wiadomo od 24 lutego, kiedy opublikowano wstępne wybrane dane). Nasz odbiór finalnych wyników za IV kw. 2022 r. jest **neutralny** (pomijając koszty programu motywacyjnego, są one zasadniczo tożsame z opublikowanymi wcześniej wstępnymi wynikami; przypominamy, iż opublikowane wcześniej wstępne wyniki odebraliśmy minimalnie pozytywnie, gdyż były one nieco lepsze od naszych oczekiwań⁶).

4 Choć należy zaznaczyć, iż podczas ostatniej wideokonferencji z inwestorami Prezes Spółki ujawnił, iż na koniec 2022 roku liczba subskrybentów *Brand24* była „symbolicznie” wyższa niż na koniec 2021 roku.

5 Podobny podwyższony *churn* utrzymywał się w styczniu 2023, lecz później (od lutego 2023) „sytuacja wróciła do normy”.

6 Przestrzegając równocześnie przed nadmierną euforią, widząc zdecydowane wyhamowanie dynamiki w ujęciu kwartał-do-kwartału (tylko 4% wzrost przychodów, płaska EBITDA, marginalnie niższy EBIT).

Tabela 1. Brand24; Wyniki finansowe za IV kw. 2022 roku

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	IV kw 2022	IV kw 2021	Zmiana r/r	III kw. 2022	Zmiana k/k
Przychody	6,1	4,4	37%	5,8	4%
Zysk brutto na sprzedaży	3,6	2,6	40%	3,6	2%
EBITDA (skor.)	1,6	0,9	77%	1,6	0%
Zysk operacyjny (skor)	1,0	0,5	100%	1,0	-3%
Zysk netto (skor)	0,9	0,4	118%	0,4	123%
Marża brutto na sprzedaży	60,1%	58,8%	-	61,6%	-
Marża EBITDA (skor)	27,1%	21,0%	-	28,3%	-
Marża operacyjna (skor)	16,1%	11,0%	-	17,3%	-

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 IV kwartał ubiegłego roku. Główna zmiana – wpływająca na prognozy na poziomie netto – dotyczy możliwości korzystania przez Spółkę z ulgi **IP BOX**.

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 -0.6 mln PLN; wielkość tych kosztów za rok bieżący (2023) i (ewentualnie) lata kolejne 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 37,2 PLN na akcję Spółki (poprzednio: 31,6 PLN).

Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywiera (*ceteris paribus*) przesunięcie w przód momentu wyceny, wzrost (od naszej poprzedniej wyceny na początku grudnia 2022 roku) median mnożników przyszłych zysków dla spółek z segmentu *SaaS*, spadek rentowności w terminie wykupu polskich 10-letnich obligacji skarbowych (tj. przyjmowanego przez nas poziomu stopy wolnej od ryzyka dla okresu dokładnych prognoz, tj. kolejnej dekady), oraz możliwość korzystania przez Spółkę z ulgi *IP BOX* (efektywna stawka podatkowa w okolicach 7%; przyjmujemy to założenie dla okresu dokładnych prognoz, lecz nie dla okresu rezydualnego⁷).

⁷ Gdybyśmy założyli, że Spółka może korzystać z ulgi IP BOX również w okresie rezydualnym (tj. po roku 2032), wówczas nasza wycena jej akcji metodą DCF byłaby (*ceteris paribus*) wyższa o 1,8 zł na akcję.

Tabela 2. Brand24; Zmiany rocznych prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	2023P			2024P			2025P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Przychody	26,7	25,9	3%	31,2	30,2	3%	35,1	34,0	3%
EBITDA	7,1	7,1	0%	10,3	10,3	0%	11,8	11,7	0%
Skor. EBITDA	7,2	7,2	1%	9,5	9,5	0%	11,0	10,9	0%
Zysk operacyjny	4,4	4,5	-1%	6,7	6,6	1%	7,8	7,7	2%
Skor. EBIT	4,6	4,5	1%	5,9	5,9	1%	7,0	6,9	2%
Zysk netto	3,9	3,5	13%	6,2	5,5	11%	7,2	6,5	11%
Skor. zysk netto	4,1	3,6	14%	5,3	4,8	12%	6,4	5,7	12%
Dług (gotówka) netto	-4,3	-3,5	24%	-10,8	-9,5	13%	-18,1	-16,3	11%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 3. Brand24; model DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	>2033P
Sprzedaż	26,7	31,2	35,1	38,6	42,0	45,1	48,1	50,9	53,7	56,2	57,9	
<i>zmiana r/r</i>	20%	17%	13%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	5%	3%	
Marża operacyjna (EBIT), skor.	17,1%	19,0%	20,0%	20,8%	21,4%	21,8%	22,0%	22,1%	22,2%	22,2%	22,2%	
Zysk operacyjny (EBIT), skor.	4,6	5,9	7,0	8,0	9,0	9,8	10,6	11,3	11,9	12,5	12,8	
<i>zmiana r/r</i>	30%	30%	18%	14%	12%	10%	8%	6%	6%	5%	3%	
Efektywna kasowa stawka podatkowa (T)	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	19%
Skor. EBIT x (1-T)	4,2	5,5	6,5	7,5	8,3	9,1	9,8	10,5	11,1	11,6	10,4	
<i>zmiana r/r</i>	31%	30%	18%	14%	12%	10%	8%	6%	6%	5%	-10%	
Amortyzacja (D):	2,7	3,6	4,0	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,4	
Rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,7	2,5	2,9	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	
Aktywów z tytułu prawa do użytkowania	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	
Skor. EBIT x (1-T) + D	6,9	9,1	10,5	12,0	12,9	13,8	14,7	15,4	16,1	16,7	15,8	
<i>zmiana r/r</i>	22%	31%	15%	14%	8%	7%	6%	5%	5%	4%	-6%	
Wydatki inwestycyjne:	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne (pomniejszone o dotacje)	-2,3	-1,6	-2,1	-3,1	-3,5	-3,5	-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	
Płatności zobowiązań z tyt. umów leasingu w związku z aktywami z tytułu prawa do użytkowania	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	
Zmiana kapitału obrotowego netto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
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	3,8	6,6	7,5	7,9	8,4	9,2	9,9	10,5	11,1	11,6	10,6	
<i>zmiana r/r</i>	153%	76%	13%	6%	7%	9%	8%	6%	6%	5%	-9%	3,0%
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	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%
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	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	14,1%
Koszt długu												
Koszt długu przed opodatkowaniem	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Efektywna kasowa stawka podatkowa	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	9,4%	9,4%
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	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	14,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	9,4%	9,4%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	14,1%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,114	1,283	1,478	1,703	1,962	2,260	2,604	3,000	3,455	3,981	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,898	0,779	0,676	0,587	0,510	0,442	0,384	0,333	0,289	0,251	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	5,9	5,8	5,3	4,9	4,7	4,4	4,0	3,7	3,4	2,7	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												44,9
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												15,2%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz												15,2%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym												14,1%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym												3,0%
Wartość rezydualna												98,3
Wartość bieżąca wartości rezydualnej												24,7
Wartość operacji Spółki												69,6
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 2023P												5,5
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy												75,1
Liczba akcji (w milionach)												2,2
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)												33,4

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA.

Tabela 4. Brand24; Wycena względem spółek SaaS

Spółka	Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA	Cena/Zysk	Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż
	2023P	2023P	2023P
SPRINKL	89,4	ujemna	3,6
MELWATER	13,6	285,8	1,0
LIVEPERSON INC	30,0	ujemna	1,5
ZENDESK INC	n/a	n/a	n/a
ATLASSIAN CORP PLC-CLASS A	58,2	100,8	10,9
CONSENSUS CLOUD SOLUTION	6,3	6,9	3,3
FUJI SOFT INC	8,4	19,9	0,7
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	11,8	15,2	2,5
ZIGEXN CO LTD	n/a	18,6	n/a
NICE LTD	15,6	24,1	5,1
SALESFORCE.COM INC	18,6	38,9	6,1
SPS COMMERCE INC	32,4	53,9	9,5
MODEL N INC	29,7	30,9	4,7
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	29,6	67,3	13,1
CHANNELADVISOR CORP	n/a	n/a	n/a
WISETECH GLOBAL LTD	53,4	86,8	26,1
BOX INC - CLASS A	12,4	20,8	3,7
AUTOMATIC DATA PROCESSING	17,3	26,4	4,9
DOCUSIGN INC	20,0	29,1	4,5
SERVICENOW INC	29,4	46,1	9,3
WORKDAY INC-CLASS A	31,1	53,1	7,8
HUBSPOT INC	59,0	88,3	9,0
SPLUNK INC	27,7	45,5	4,2
Mediana	27,7	34,9	4,8
Minimum	6,3	6,9	0,7
Maximum	89,4	285,8	26,1
Brand24 – EBITDA (skor)/ Zysk netto (skor)/ Sprzedaż (mln PLN)	7,2	4,1	26,7
Brand24 – dług netto, łącznie z leasingami (mln PLN)	-4,3	-	-4,3
Implikowana wartość akcji (PLN)	91,3	63,3	59,1
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)	91,3	63,3	59,1
Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)		71,2	

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Tabela 5. Brand24; Podsumowanie wyceny*

Metoda	Waga	Wycena (PLN)	Ważona wycena (PLN)
DCF	90%	33,4	37,2
Porównanie ze spółkami SaaS	10%	71,2	

* w horyzoncie 12 miesięcy.

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 6. Brand24; Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	13,4	15,8	22,2	26,7	31,2	35,1
Koszt sprzedanych produktów i usług	-6,7	-6,9	-8,6	-10,0	-11,3	-12,7
Zysk brutto na sprzedaży	6,7	8,9	13,5	16,7	19,9	22,4
Koszty sprzedaży	-3,7	-4,3	-5,4	-6,8	-8,0	-9,0
Koszty ogólnego zarządu	-3,2	-3,3	-4,6	-5,3	-6,0	-6,4
Saldo pozostałych przychodów/ kosztów operacyjnych	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,8	0,8
Koszty wyceny programu motywacyjnego	-0,8	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	-1,0	0,8	2,8	4,4	6,7	7,8
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-0,2	1,3	3,5	4,6	5,9	7,0
Saldo przychodów/ kosztów finansowych	-0,5	-0,3	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-1,5	0,5	2,2	4,2	6,6	7,7
Skor. zysk (strata) przed opodatkowaniem	-0,7	1,0	2,9	4,4	5,7	6,9
Podatek dochodowy	0,1	-0,2	-0,7	-0,3	-0,4	-0,5
Zysk (strata) netto	-1,3	0,3	1,5	3,9	6,2	7,2
Skor. zysk (strata) netto	-0,5	0,8	2,3	4,1	5,3	6,4
EBITDA	1,5	3,0	5,3	7,1	10,3	11,8
Skor. EBITDA	2,3	3,4	6,0	7,2	9,5	11,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Brand24; Bilans

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	8,4	8,4	9,2	12,0	11,0	10,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	2,7	1,9	1,1	1,1	1,1	1,1
Wartości niematerialne	4,4	5,5	7,3	10,3	9,4	8,6
Należności długoterminowe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	1,0	0,9	0,5	0,2	0,2	0,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	1,8	3,0	5,0	8,9	15,9	23,3
Należności handlowe	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4
Należności z tyt. podatku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	0,2	0,3	1,3	1,5	1,8	2,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,0	1,7	2,4	5,8	12,3	19,2
Aktywa	10,2	11,4	14,2	20,9	26,9	33,5
Pasywa	10,2	11,4	14,2	20,9	26,9	33,5
Kapitały własne	3,8	4,4	6,6	10,5	16,7	23,9
Zobowiązania długoterminowe	2,0	2,5	2,9	5,3	4,1	3,3
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0
Zobowiązania z tyt. leasingu	1,7	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Inne zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe (w tym zobowiązania do wykonania świadczenia)	0,0	1,0	1,7	4,0	3,2	2,4
Zobowiązania krótkoterminowe	4,3	4,5	4,7	5,1	6,1	6,3
Kredyty i pożyczki	1,1	1,0	0,3	0,0	0,4	0,0
Zobowiązania z tyt. leasingu	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania handlowe	0,8	1,0	1,3	1,6	1,8	2,1
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe zobowiązania	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Zobowiązania do wykonania świadczenia	0,9	1,1	1,7	2,0	2,3	2,6
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe rezerwy	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Brand24; Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk (strata) netto	-1,3	0,3	1,5	3,9	6,2	7,2
Amortyzacja	2,5	2,2	2,5	2,7	3,6	4,0
(Zyski) straty z tytułu różnic kursowych	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Odsetki i udziały w zyskach	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Zmiana stanu rezerw	0,2	0,0	0,4	0,1	0,1	0,0
Zmiana stanu należności	0,6	-0,3	-1,1	-0,4	-0,4	-0,4
Zmiana stanu pozostałych aktywów i zobowiązań	-1,2	0,4	0,7	0,8	0,5	0,5
Zmiana stanu programu motywacyjnego	0,8	0,4	0,6	0,0	0,0	0,0
Inne korekty	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,8	-0,8
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	2,1	3,4	5,2	7,2	9,3	10,6
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-1,8	-2,1	-3,4	-4,7	-1,6	-2,1
Pozostałe	0,0	0,9	0,6	2,4	0,0	0,0
Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1,8	-1,3	-2,8	-2,3	-1,6	-2,1
Wypłata dywidend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji, dopłaty do kapitału	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu kredytów i pożyczek	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	0,0	-0,4
Płatności zobowiązań z tytułu leasingu	-1,7	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1
Odsetki	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Pozostałe	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Przeptywy pieniężne z działalności finansowej	0,3	-1,4	-1,7	-1,5	-1,2	-1,6
Przeptywy pieniężne netto	0,6	0,8	0,7	3,4	6,5	7,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 9. Brand24; Wskaźniki

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nominalny wzrost (rok/rok):						
Sprzedaż	-15%	18%	40%	20%	17%	13%
Koszt sprzedanych produktów i usług	-6%	4%	25%	16%	13%	13%
Zysk brutto na sprzedaży	-22%	32%	52%	24%	19%	13%
Koszty sprzedaży	-31%	15%	27%	25%	17%	13%
Koszty ogólnego zarządu	-13%	6%	37%	16%	12%	7%
Skor. EBITDA	20%	48%	74%	21%	31%	15%
Skor. EBIT	n.m.	n.m.	266%	60%	52%	16%
Skor. zysk przed opodatkowaniem	n.m.	n.m.	201%	49%	32%	19%
Skor. zysk netto	n.m.	n.m.	200%	79%	32%	19%
Marże:						
Brutto na sprzedaży	50,2%	56,3%	61,0%	62,6%	63,7%	63,7%
EBITDA (skor.)	17,4%	21,8%	27,1%	27,2%	30,5%	31,3%
Zysku na działalności operacyjnej (skor.)	-1,3%	7,9%	15,8%	17,1%	19,0%	20,0%
Zysku przed opodatkowaniem (skor.)	-4,9%	6,2%	13,2%	16,4%	18,4%	19,5%
Zysku netto (skor.)	-3,8%	4,8%	10,2%	15,2%	17,2%	18,2%
Koszt sprzedanych produktów i usług/ sprzedaż	49,8%	43,7%	39,0%	37,4%	36,3%	36,3%
Koszty sprzedaży/ sprzedaż	28,0%	27,2%	24,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Koszty ogólnego zarządu/ sprzedaż	23,6%	21,2%	20,7%	20,0%	19,2%	18,2%
Rentowność kapitałów własnych	ujemna	18%	41%	47%	39%	31%
Rentowność majątku	ujemna	10%	19%	24%	23%	22%
Kapitał obrotowy netto/ Sprzedaż	-9%	-7%	-3%	-3%	-3%	-3%
Wydatki inwestycyjne/ Sprzedaż	13%	14%	15%	17%	5%	6%
Wskaźnik płynności bieżącej	42%	66%	106%	176%	261%	368%
Wskaźnik płynności szybkiej	39%	62%	96%	164%	249%	356%
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej/ EBITDA (skor)	89%	99%	86%	100%	97%	97%
Dług odsetkowy (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	45%	29%	11%	5%	4%	0%
Dług netto (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	3%	gotówka netto	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 – 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 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	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 dostarczała 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 dostarczała 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							
Sobiestaw Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	15.08.2021	-	16.08.2021	24,80	32,10 -
Sobiestaw Pająk	-	-		31.08.2021	31.08.2021	25,90	32,10 →
Sobiestaw Pająk	-	-		01.10.2021	01.10.2021	25,00	31,30 ↓
Sobiestaw Pająk	-	-		07.10.2021	07.10.2021	25,50	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		04.11.2021	04.11.2021	21,80	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		05.12.2021	06.12.2021	21,90	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		16.01.2022	17.01.2022	25,50	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		07.02.2022	07.02.2022	23,60	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		28.02.2022	28.02.2022	21,90	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		14.04.2022	14.04.2022	25,00	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		10.05.2022	10.05.2022	24,20	30,50 ↓
Sobiestaw Pająk	-	-		26.05.2022	26.05.2022	23,80	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		15.07.2022	15.07.2022	21,90	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		16.08.2022	16.08.2022	22,40	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		02.09.2022	02.09.2022	19,95	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		28.09.2022	29.09.2022	19,35	28,20 ↓
Sobiestaw Pająk	-	-		07.10.2022	07.10.2022	23,00	28,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		28.10.2022	28.10.2022	22,00	28,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		04.12.2022	05.12.2022	23,50	31,60 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		13.01.2023	13.01.2023	24,00	31,60 →
Sobiestaw Pająk	-	-		03.02.2023	03.02.2023	25,00	31,60 →
Sobiestaw Pająk	-	-		10.03.2023	10.03.2023	26,90	31,60 →
Sobiestaw Pająk	-	-		30.03.2023	30.03.2023	25,70	37,20 ↑

* 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: 30 marca 2023 r., godz. 17:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 30 marca 2023 r., godz. 17:40.

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 konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja,
dobra podstawowe i konsumpcyjne,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2023 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