

39/2023/GPW (84) 3 października 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Brand24

Nadchodzące wydarzenia	2
Potencjalne katalizatory	2
Czynniki ryzyka	2
Opinia inwestycyjna	2
II kw. 2023 r. – wyniki finansowe	3
Aktualizacja całorocznych prognoz	5
Wycena	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Zastrzeżenia prawne	11

39/2023/GPW (84) 3 października 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Analityk: Sobiesław Pająk, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Kapitalizacja: 18 mln USD

Bloomberg: B24 PW

Średni obrót dzienny: 0,02 mln USD

Kurs: 36,00 zł

12M przedział kursowy: 19,35-38,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 48,8 zł (↑)

Free float: 42%

Brand24

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wybranych danych operacyjnych na III kwartał 2023: połowa października 2023
2. Publikacja wyników finansowych za III kwartał 2023: 29 listopada 2023
3. Zakończenie przeglądu opcji strategicznych: do końca 2023
4. Ustalenie i publikacja celów programu motywacyjnego na kolejne 3 lata (okres 2024-2026: 4 kw. 2023 – 1 kw. 2024)

Potencjalne katalizatory

1. Wzrost *ARPU/ MRR* powyżej oczekiwań
2. Dynamizacja pozyskań nowych klientów
3. Komercyjny sukces nowych produktów (np. *Insights24*)
4. Progresa 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

4. Zbyt wolne dostosowanie się do zmian w sposobie prezentacji/konsumpcji treści w Internecie
5. Koncentracja produktowa
6. Niemożność pozyskania nowych klientów i utrzymania obecnych klientów
7. Wzrost wskaźnika odpływu klientów
8. Mniejszy od oczekiwanego dalszy wzrost *ARPU/ MRR*
9. Utrata prawa do ulg IP BOX
10. Spadek dostępności danych, wzrost ceny pozyskania danych
11. Awarie oprogramowania i infrastruktury informatycznej
12. Niekorzystne zmiany algorytmów wyszukiwania
13. Wzrost nakładów na R&D
14. Ceny transferowe
15. RODO
16. Niska płynność akcji

Czynniki ryzyka

1. Staby USD względem PLN
2. Okazanie się ‘mało zwinnym’ w obszarze *AI*
3. Wzrost konkurencji w sektorze, konkurencja „zwinniejsza” od Spółki w obszarze *AI*

Opinia inwestycyjna

Czynnikiem stojącym za tegorocznym dobrym zachowaniem się ceny rynkowej akcji Brand24 są (i) dobre wyniki finansowe (i *KPIs*) Spółki (za którymi z kolei stały zmiany w polityce cenowej – kolejny istotny wzrost cen dla nowych klientów na początku 2023 roku) oraz (ii) dobry sentyment rynkowy dla tematów związanych z *AI* (sztuczną inteligencją) – szersze zastosowanie algorytmów *AI* (próba tworzenia własnych rozwiązań tam, gdzie istniejące na rynku rozwiązania są kosztowne, bazowanie na integracjach z gotowymi produktami tam, gdzie jest to dostępne cenowo (np. *ChatGPT/GPT3* w *Insights24*)) do optymalizacji istniejących i opracowania nowych produktów wpisuje się w transformację Spółki z firmy oferującej dane w firmę oferującą wnioski i rekomendacje.

Skorygowane zyski

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

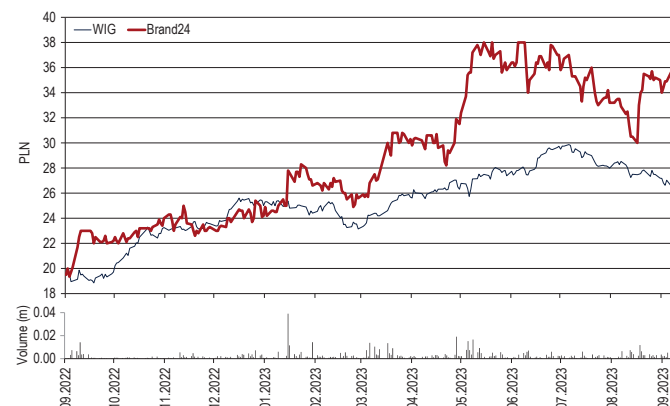
Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	mln PLN	22,2	27,5	32,8	36,9
EBITDA	mln PLN	5,3	8,1	11,4	13,0
EBITDA, skor.	mln PLN	6,0	8,2	10,6	12,2
Zysk operacyjny	mln PLN	2,8	5,5	7,8	9,0
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	3,5	5,6	7,0	8,2
Zysk netto	mln PLN	1,5	5,4	7,2	8,3
Zysk netto, skor.	mln PLN	2,3	5,5	6,4	7,5
Zysk na akcję*	PLN	1,03	2,47	2,76	3,25
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	199%	140%	12%	18%
Dług (gotówka) netto	mln PLN	-0,6	-5,5	-13,0	-21,5
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów C/Z*	mln PLN	-1,8	-6,7	-14,2	-22,7
C/Z*	x	35,0	14,6	13,0	11,1
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)*	x	16,7	9,9	8,3	7,2
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	13,1	9,2	6,6	5,0
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	22,5	13,4	10,0	7,5
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	3,6	2,7	2,1	1,7
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	15,2	8,2	6,8	5,2
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	53,3	18,6	9,1	7,1
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	1,9%	5,4%	11,0%	14,0%
Stopa dywidendy brutto	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dywidenda na akcję	PLN	0,0	0,0	0,0	0,0
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	2,2	2,2	2,3	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

W Spółce trwa przegląd opcji strategicznych¹ w celu przeanalizowania możliwości pozyskania partnera, który przyspieszyłby jej rozwój na

¹ Ogłoszony 16 marca, mający trwać nie dłużej niż do końca 2023 roku.

rynkach zagranicznych (szczególnie w USA), zwiększając efektywność pozyskiwania klientów oraz pozwalając na „skokowe” zwiększenie skali działalności². Do Spółki docierają sygnały, iż jej produkt jest wciąż fundamentalnie (za) tani; w konsekwencji Brand24 sądzi, iż ma wciąż przed sobą „ogromną” przestrzeń do podnoszenia cen (średnioterminowym „planem” (następne dwa lata) jest wzrost *ARPU* o kilkadziesiąt procent, długoterminową „ambicją” (horyzont 3-5 lat) jest (co najmniej) podwojenie *ARPU*).

II kw. 2023 r. – wyniki finansowe

28 września (po zamknięciu sesji) Brand24 opublikował swoje wyniki finansowe za I połowę 2023 roku i – co za tym idzie – II kwartał 2023 roku.

Przypominamy, że **wybrane dane operacyjne za II kwartał 2023 roku** Spółka opublikowała uprzednio (14 lipca tuż przed końcem sesji; poniżej przypominamy najistotniejsze kwestie) a 12 września (w trakcie sesji) Spółka opublikowała wstępne wybrane (przychody + EBITDA + EBIT) wyniki finansowe za pierwsze półrocze 2023 roku (i co za tym idzie efektywnie również wstępne wybrane **wstępne wyniki finansowe za II kwartał 2023 roku**). **Finalne wyniki za II kwartał 2023 roku nie odbiegają od wstępnych.** Przypominamy, iż wstępne wybrane wyniki finansowe za II kw. 2023 roku były nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań (odpowiednio o: 0,2 mln zł na poziomie przychodów, 0,1 mln zł na poziomie EBITDA).

Tabela 1. Brand 24; Finalne wyniki finansowe za II kw. 2023 roku w porównaniu z wcześniej opublikowanymi wstępnymi wynikami

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	Finalne	Wstępne	Różnica
Przychody	6,7	6,7	0%
EBITDA	2,1	2,1	2%
EBIT	1,5	1,5	3%

Źródło: Spółka.

Wartość miesięcznych powtarzalnych przychodów (*MRR*) na koniec II kwartału 2023 r. wyniosła 2 113 tys. PLN, co oznacza wzrost o ok. 381 tys. PLN, czyli o 22% w ujęciu rok do roku, oraz o 8 tys. PLN (0,4%) w ujęciu kwartał do kwartału. Pragniemy przypomnieć, iż poziom *MRR* wzrósł istotnie (o 14% kw./kw.) w poprzednim kwartale (I kwartale

2023 roku). Dodatkowo, istotny negatywny wpływ na dynamikę denominowanego w złotówkach *MRR* miało osłabienie USD w ciągu kwartału (o około 4% dla średnich kwartalnych). W ujęciu dolarowym (klienci wersji „globalnej” – stojący za większością przychodów – płacą ceny wyrażone w USD), *MRR* na koniec II kwartału wyniósł 493 tys. USD, o 14 tys. USD (to jest o 3%) więcej, niż na koniec I kwartału 2023 roku (kiedy, z kolei, *MRR* wzrósł kw./kw. o 15%); dlatego wzrost kw./kw. względem takiej bazy powinien zadowalać (choć dalszy wzrost kw./kw. w USD względem wysokiej bazy był – naszym zdaniem – satysfakcjonujący, to w kategoriach złotówkowych zdecydowana większość tego wzrostu została „skonsumowana” przez osłabienie się USD względem lokalnej waluty).

Średni przychód operacyjny przypadający na użytkownika subskrypcyjnego (*ARPU*) na koniec II kwartału 2023 r. wyniósł 550 PLN (128 USD); oznacza to wzrost o 9 PLN (2%) w ujęciu kwartał do kwartału w złotówkach (przypominamy, że w poprzednim kwartale wzrost kw./kw. *ARPU* był wysoki i wyniósł 12% kw./kw.), oraz wzrost o USD 5 (4%) w ujęciu kwartał do kwartału w dolarach (wzrost o 14% kw./kw. kwartał wcześniej). Analogicznie, jak w przypadku *MRR*, osłabienie dolara obniżyło wzrost kw./kw. (względem wysokiej bazy) *ARPU* w złotówkach, przy satysfakcjonującym tempie wzrostu kw./kw. w dolarach.

Równocześnie Spółka poinformowała, iż jej średni przychód operacyjny przypadający na nowego użytkownika subskrypcyjnego (tj. użytkownika pozyskanego w II kwartale 2023 roku) – tak zwane **Initial ARPU** – w drugim kwartale bieżącego roku wyniósł 658 PLN (154 USD) – (i) znacząco (o 20%), kolejny kwartał z rzędu, powyżej *ARPU* dla wszystkich klientów i (ii) wyżej kw./kw. o 3% w kategoriach złotówkowych oraz o 5% w kategoriach dolarowych.

Nieco niższe (o ok. 1 pp) tempo wzrostu kw./kw. *MRR* w porównaniu do tempa wzrostu *ARPU* oznacza prawdopodobnie, iż **liczba subskrybentów Brand24** nieznacznie obniżyła się w kwartale³.

Cały zestaw *KPIs* Brand24 za II kw. 2023 roku odebraliśmy **neutralnie**.

² Spółka nie potrzebuje – i nie szuka – finansowania swej działalności, lecz poszukuje podmiotu posiadającego dużą bazę klientów kompatybilnych z jej rozwiązaniami, mogącego zapewnić synergii i możliwości *cross-sellingowe*.

³ Spółka konsekwentnie nie ujawnia liczby klientów na koniec kwartału.

Sprzedaż. Grupa Brand 24 zakończyła II kwartał 2023 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 6,7 mln PLN (wzrost rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 25%/ 5%); wielkość ta leży nieznacznie powyżej naszych oczekiwań (6,5 mln PLN). Wzrost przychodów wynika bezpośrednio z większego *MRR* oraz *ARPU* oraz sprzedaży nowych produktów Grupy (*Insights24* oraz aplikacji *Media Monitoring* na platformę *Semrush Marketplace*). Znając przychody za I połowę roku, mogłoby nasuwać się stwierdzenie, iż nasza całoroczna prognoza przychodów jest nadmiernie konserwatywna (realizacja całorocznej prognozy po pierwszej połowie roku w wysokości 48% w porównaniu do 46% realizacji po pierwszej połowie w ubiegłym roku); przypominamy jednak, iż za II poł. 2023 roku PLN będzie prawdopodobnie mocniejszy do US\$ o ok. 8-10% w porównaniu do II poł. 2022 roku (przy założeniu, iż kurs PLN do US\$ nie ulegnie istotnym zmianom względem obecnego poziomu), co będzie (*ceteris paribus*) niekorzystnie wpływać na wyniki Spółki denominowane w złotówkach i ich dynamikę w ujęciu rok-do-roku.

Marża brutto na sprzedaży wyniosła w II kwartale 2023 roku 60,3%, w porównaniu z 61,7%/ 60,0% w II kwartale 2022 roku/ I kwartale 2023 roku. Utrzymanie (z grubsza) marży brutto na sprzedaży jest zgodne z naszymi oczekiwaniami; w konsekwencji, procentowy wzrost zysku brutto na sprzedaży jest zbliżony do tempa wzrostu przychodów. Po wynikach za I połowę roku uważamy, iż nasza obecna prognoza poziomu zysku brutto na sprzedaży za cały rok bieżący jest realistyczna, choć niekoniecznie „bardzo konserwatywna” pomimo nieznacznie wyższej, niż rok temu realizacji całorocznej prognozy po pierwszych dwóch kwartałach roku (48% w porównaniu do 47%) z uwagi na prawdopodobnie słabszego r/r US\$ względem PLN za drugą poł. 2023 roku.

Koszty operacyjne. Baza kosztów operacyjnych zwiększyła się rok-do-roku o 15%⁴ (o 10 punktów procentowych wolniej od przychodów), rosnąc istotnie w obszarze kosztów usług obcych (o 14% r/r⁵) oraz kosztów wynagrodzeń (o 23% r/r i 9% kw./kw.).

EBITDA (2,1 mln PLN) i **zysk operacyjny** (1,5 mln PLN) – znacząco wyższe r/r oraz lekko wyższe kw./ kw.; choć realizacja naszych całorocznych prognoz po I połowie roku (49% tak na poziomie EBITDA jak i zysku operacyjnego) jest zauważalnie wyższa niż roku temu (odpowiednio 43% i 40%) nie jest to, naszym zdaniem, jednoznacznie z nadmiernym konserwatywnym naszych całorocznych prognoz z uwagi na zmiany w relacji USD względem PLN (dla średniookresowych wartości USD będzie najprawdopodobniej słabszy w II połowie br. względem PLN, niż był w II poł. 2022 roku).

Przychody finansowe netto za II kw. 2023 roku (0,2 mln PLN) są w głównej mierze pokłosiem wyceny dolarowych kontraktów *forward* zawartych przez Spółkę w celu częściowego zabezpieczenia poziomu swych przychodów generowanych w USD.

Zysk netto (1,8 mln PLN) – czterokrotnie wyższy r/r oraz niemal dwukrotnie wyższy kw./ kw. (dynamika zysku netto r/r. wspomagana „ujemną” efektywną stawką CIT⁶ w porównaniu z 26% w 2Q22), będącą pokłosiem ulg IP BOX) oraz – wspomnianymi wyżej – zyskami finansowymi z wyceny zabezpieczających kontraktów terminowych. Chociaż po I połowie roku realizacja naszych całorocznych prognoz zysku netto jest znacząco wyższa, niż po pierwszej połowie 2022 roku (51% w porównaniu do 40%) należy mieć na uwadze omówioną powyżej dynamikę relacji PLN do USD, oraz fakt, iż za II połowę roku efektywna stawka podatkowa Spółki może być wyższa, niż za I połowę.

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w I połowie 2023 roku wzrosły o ponad 50% rok-do-roku (4,2 mln PLN w porównaniu z 2,8 mln PLN)⁷, głównie z uwagi na znacznie wyższy r/r (o niemal 2 miliony PLN) zysku netto oraz przyrost zobowiązań do wykonania świadczenia (tj. odroczone przychody ze sprzedaży abonamentów na okresy dłuższe niż jeden miesiąc oraz dofinansowanie projektów B+R) częściowo zniwelowany znacznym przyrostem należności handlowych. Za sam II kwartał 2023 roku przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły 1,4 mln PLN w porównaniu z 1,3 mln PLN za II kwartał 2022 roku.

4 Zerowa dynamika kwartał-do-kwartału.

5 Brak zmiany w porównaniu z I kw. 2023 roku.

6 Tj. zysk po opodatkowaniu jest wyższy niż zysk przed opodatkowaniem.

7 Głównie za sprawą I kw. roku.

Tabela 2. Brand24; Wyniki finansowe za II kw. 2023 roku

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	II kw 2023	II kw 2022	Zmiana r/r	I kw. 2023	Zmiana k/k	I-II kw 2023	I-II kw 2022	Zmiana r/r
Przychody	6,7	5,4	25%	6,4	5%	13,1	10,3	27%
Zysk brutto na sprzedaży	4,0	3,3	22%	3,8	5%	7,9	6,3	25%
EBITDA (skor.)	2,1	1,4	55%	1,9	9%	4,0	2,6	55%
Zysk operacyjny (skor)	1,5	0,8	100%	1,2	22%	2,7	1,4	95%
Zysk netto (skor)	1,8	0,4	309%	1,0	85%	2,8	0,9	208%
Marża brutto na sprzedaży	60,3%	61,7%	-	60,0%	-	60,2%	61,3%	-
Marża EBITDA (skor)	31,5%	25,4%	-	30,2%	-	30,9%	25,2%	-
Marża operacyjna (skor)	22,5%	14,0%	-	19,3%	-	20,9%	13,7%	-

Źródło: Spółka.

Głównymi **czynnikami** stojącymi za wynikami finansowymi Spółki za II kwartał 2023 roku (oraz jej danymi operacyjnymi za ten okres) były: (i) podwyżki cen abonamentów dla nowych klientów (wprowadzone z początkiem roku), (ii) podwyżki cen abonamentów dla niektórych „starych” klientów, (iii) przesunięcie portfolio klientów w stronę większych marek, (iv) pojawienie się nowych funkcji aplikacji *Brand24*, oraz (iv) osłabienie się USD w stosunku do PLN.

Nasz odbiór finalnych wyników za II kw. 2023 r. jest **neutralny** (są one zasadniczo tożsame z opublikowanymi wcześniej wstępnymi wynikami; przypominamy, iż opublikowane wcześniej wstępne wyniki odebraliśmy **lekko pozytywnie**, gdyż były one nieznacznie lepsze od naszych oczekiwań).

Aktualizacja całorocznych prognoz

Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy dla Spółki na rok bieżący i lata kolejne, inkorporując – między innymi – ostatnio opublikowane rzeczywiste wyniki Spółki za I półrocze oraz zmiany w kursie PLN względem USD od końca marca bieżącego roku (tj. momentu poprzedniej aktualizacji naszych całorocznych prognoz dla Spółki).

Lekki/ umiarkowany wzrost naszych prognoz przychodów/ zysków EBITDA Spółki za rok 2023 (i w konsekwencji również na lata kolejne) jest

głównie konsekwencją nieco lepszych od naszych oczekiwań wyników finansowych za 2 kw. 2023 roku w połączeniu z wrześnieowym osłabieniem się złotówki względem USD oraz przekonaniem zarządu Spółki o „dużej przestrzeni” dla dalszych podwyżek cen.

Skala zmiany *in plus* naszej prognozy zysku netto za rok 2023 jest większa z uwagi na zyski finansowe z wyceny walutowych zabezpieczających kontraktów *forward* (po roku bieżącym zmiana prognozowanego zysku netto jest zbliżona do prognozowanej zmiany zysku operacyjnego („nieodświeżenie” przez Spółkę kontraktów terminowych na dotychczasowych tegorocznych (nieatrakcyjnych) poziomach (ostatnie kontrakty terminowe (po kursie około 4,5) zapadają w pierwszym kwartale przyszłego roku)).

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)).

Tabela 3. Brand24; Zmiany rocznych prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	2023P			2024P			2025P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Przychody	27,5	26,7	3%	32,8	31,2	5%	36,9	35,1	5%
EBITDA	8,1	7,1	13%	11,4	10,3	11%	13,0	11,8	10%
Skor. EBITDA	8,2	7,2	13%	10,6	9,5	12%	12,2	11,0	11%
Zysk operacyjny	5,5	4,4	24%	7,8	6,7	16%	9,0	7,8	15%
Skor. EBIT	5,6	4,6	23%	7,0	5,9	19%	8,2	7,0	17%
Zysk netto	5,4	3,9	38%	7,2	6,2	17%	8,3	7,2	16%
Skor. zysk netto	5,5	4,1	36%	6,4	5,3	19%	7,5	6,4	18%
Dług (gotówka) netto	-5,5	-4,3	28%	-13,0	-10,8	21%	-21,5	-18,1	19%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

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 48,8 PLN na akcję Spółki (poprzednio: 37,2 PLN). In plus (*ceteris paribus*) na naszą wycenę oddziałuje przesunięcie w przód (o 6 miesięcy; poprzednia aktualizacja miała miejsce na koniec marca) momentu wyceny, niewielki wzrost (od naszej poprzedniej wyceny pod koniec I kw. br.) median mnożników przyszłych zysków dla spółek z segmentu *SaaS*, nieznaczny (5,9% obecnie wobec 6,1% pod koniec marca) 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), obniżka (do 6,3%⁸ w porównaniu z 7,0% przyjmowanej poprzednio) zakładanej wysokości premii za ryzyko rynku akcji w Polsce, oraz (omówiona powyżej) korekta *in plus* całorocznych prognoz. Przypominamy, iż nasza wycena akcji Brand24 zakłada możliwość korzystania przez Spółkę z ulgi IP BOX w okresie dokładnych prognoz, lecz nie w okresie rezydualnym⁹.

⁸ W ślad za A. Damodaranem – <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly23.xlsx>.

⁹ 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 2,5 zł na akcję.

Tabela 4. Brand24; Wycena względem spółek *SaaS*

Spółka	Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA	Cena/Zysk	Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż
	2023P	2023P	2023P
SPRINKL	130,3	neg.	5,2
LIVEPERSON INC	21,5	12,9	1,5
ATLASSIAN CORP PLC-CLASS A	68,0	109,8	14,1
CONSENSUS CLOUD SOLUTION	b.d.	5,2	b.d.
FUJI SOFT INC	12,3	26,3	1,0
CONCURRENT TECHNOLOGIES PLC	11,3	16,6	2,3
ZIGEXN CO LTD	b.d.	21,3	b.d.
NICE LTD	b.d.	19,2	b.d.
SALESFORCE.COM INC	19,2	40,2	6,3
SPS COMMERCE INC	37,3	60,6	11,0
MODEL N INC	b.d.	21,8	b.d.
DESCARTES SYSTEMS GRP/THE	27,9	63,1	12,4
WISETECH GLOBAL LTD	54,3	90,0	26,6
BOX INC - CLASS A	12,0	20,0	3,6
AUTOMATIC DATA PROCESSING	20,1	29,1	5,5
DOCUSIGN INC	14,7	21,6	3,3
SERVICENOW INC	39,5	55,2	12,2
WORKDAY INC-CLASS A	35,7	60,8	9,0
HUBSPOT INC	65,2	90,7	11,2
SPLUNK INC	45,9	75,0	7,0
Mediana	27,9	27,7	6,7
Minimum	11,3	5,2	0,4
Maximum	130,3	109,8	26,6
Brand24 – EBITDA (skor)/ Zysk netto (skor)/ Sprzedaż (mln PLN)	8,2	5,5	27,5
Brand24 – dług netto, łącznie z leasingami (mln PLN)	-5,5	-	-5,5
Implikowana wartość akcji (PLN)	104,3	68,4	84,0
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)	104,3	68,4	84,0
Średnia implikowana wartość akcji dla wszystkich wskaźników (PLN)		85,6	

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ.

Tabela 5. Brand24; model DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	>2033P
Sprzedaż	27,5	32,8	36,9	40,6	44,1	47,4	50,5	53,5	56,4	59,1	60,9	
	<i>zmiana r/r</i>	24%	19%	13%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	3%	
Marża operacyjna (EBIT), skor.	20,4%	21,5%	22,3%	23,0%	23,5%	23,8%	24,0%	24,1%	24,2%	24,1%	24,1%	
Zysk operacyjny (EBIT), skor.	5,6	7,0	8,2	9,3	10,3	11,3	12,1	12,9	13,6	14,3	14,7	
	<i>zmiana r/r</i>	60%	25%	17%	13%	11%	9%	7%	6%	5%	3%	
Efektywna kasowa stawka podatkowa (T)	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	19%	
Skor. EBIT x (1-T)	5,2	6,5	7,6	8,7	9,6	10,5	11,3	12,0	12,7	13,3	11,9	
	<i>zmiana r/r</i>	61%	25%	17%	13%	11%	9%	7%	6%	5%	-10%	
Amortyzacja (D):	2,6	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	1,6	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	7,8	10,1	11,6	13,2	14,2	15,2	16,1	16,9	17,7	18,4	17,3	
	<i>zmiana r/r</i>	37%	30%	15%	13%	8%	7%	6%	5%	4%	-6%	
Wydatki inwestycyjne:	-3,0	-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)	-3,0	-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	0,3	0,2	0,2	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	4,1	7,7	8,6	9,1	9,7	10,6	11,4	12,1	12,7	13,3	12,1	
	<i>zmiana r/r</i>	174%	90%	12%	6%	7%	9%	7%	6%	5%	-9%	3,0%
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,90%	5,00%
Premia za ryzyko rynku akcji	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%	6,30%
Odlęwarowana Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Zalewarowana Beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Wymagana stopa zwrotu	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,2%
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	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,2%
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)	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,2%
Składana stopa dyskontowa	1,000	1,035	1,181	1,348	1,537	1,754	2,001	2,283	2,605	2,972	3,390	
Współczynnik dyskonta	1,000	0,966	0,847	0,742	0,650	0,570	0,500	0,438	0,384	0,336	0,295	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	7,4	7,3	6,8	6,3	6,0	5,7	5,3	4,9	4,5	3,6	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												57,7
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												14,1%
Średni średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz												14,1%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym												13,2%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym												3,0%
Wartość rezydualna												122,3
Wartość bieżąca wartości rezydualnej												36,1
Wartość operacji Spółki												93,8
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												6,7
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy												100,5
Liczba akcji (w milionach)												2,2
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)												44,8

Źródło: Szacunki DM BOS SA.

Tabela 6. Brand24; Podsumowanie wyceny*

Metoda	Waga	Wycena (PLN)	Ważona wycena (PLN)
DCF	90%	44,8	
Porównanie ze spółkami SaaS	10%	85,6	48,8

* w horyzoncie 12 miesięcy.

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOS.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. Brand24; Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	13,4	15,8	22,2	27,5	32,8	36,9
Koszt sprzedanych produktów i usług	-6,7	-6,9	-8,6	-11,0	-13,1	-14,8
Zysk brutto na sprzedaży	6,7	8,9	13,5	16,5	19,7	22,1
Koszty sprzedaży	-3,7	-4,3	-5,4	-6,0	-7,3	-8,2
Koszty ogólnego zarządu	-3,2	-3,3	-4,6	-4,9	-5,3	-5,7
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	5,5	7,8	9,0
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-0,2	1,3	3,5	5,6	7,0	8,2
Saldo przychodów/ kosztów finansowych	-0,5	-0,3	-0,6	0,4	-0,2	-0,2
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-1,5	0,5	2,2	5,8	7,7	8,9
Skor. zysk (strata) przed opodatkowaniem	-0,7	1,0	2,9	6,0	6,8	8,1
Podatek dochodowy	0,1	-0,2	-0,7	-0,4	-0,5	-0,6
Zysk (strata) netto	-1,3	0,3	1,5	5,4	7,2	8,3
Skor. zysk (strata) netto	-0,5	0,8	2,3	5,5	6,4	7,5
EBITDA	1,5	3,0	5,3	8,1	11,4	13,0
Skor. EBITDA	2,3	3,4	6,0	8,2	10,6	12,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Brand24; Bilans

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	8,4	8,4	9,2	12,4	11,4	10,6
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,8	0,8	0,8
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	2,7	1,9	1,1	0,7	0,7	0,7
Wartości niematerialne	4,4	5,5	7,3	10,4	9,5	8,7
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	10,8	19,1	27,8
Należności handlowe	0,6	0,7	0,9	1,7	2,0	2,2
Należności z tyt. podatku	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe należności	0,2	0,3	1,3	1,6	1,8	2,1
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1,0	1,7	2,4	7,0	14,5	22,7
Aktywa	10,2	11,4	14,2	23,2	30,5	38,4
Pasywa	10,2	11,4	14,2	23,2	30,5	38,4
Kapitały własne	3,8	4,4	6,6	12,0	19,2	27,5
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	5,9	7,2	7,6
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	1,3	1,6	1,8
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	3,1	3,7	4,1
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 9. Brand24; Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk (strata) netto	-1,3	0,3	1,5	5,4	7,2	8,3
Amortyzacja	2,5	2,2	2,5	2,6	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	-1,1	-0,6	-0,5
Zmiana stanu pozostałych aktywów i zobowiązań	-1,2	0,4	0,7	1,6	0,7	0,6
Zmiana stanu programu motywacyjnego	0,8	0,4	0,6	0,0	0,0	0,0
Inne korekty	0,1	0,2	0,3	0,4	-0,8	-0,8
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej	2,1	3,4	5,2	9,1	10,3	11,8
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-1,8	-2,1	-3,4	-5,4	-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	-3,0	-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	4,6	7,5	8,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Brand24; Wskaźniki

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nominalny wzrost (rok/rok):						
Sprzedaż	-15%	18%	40%	24%	19%	13%
Koszt sprzedanych produktów i usług	-6%	4%	25%	27%	19%	13%
Zysk brutto na sprzedaży	-22%	32%	52%	22%	19%	13%
Koszty sprzedaży	-31%	15%	27%	10%	22%	13%
Koszty ogólnego zarządu	-13%	6%	37%	8%	8%	7%
Skor. EBITDA	20%	48%	74%	36%	29%	15%
Skor. EBIT	b.z.	b.z.	266%	97%	43%	15%
Skor. zysk przed opodatkowaniem	b.z.	b.z.	201%	103%	15%	18%
Skor. zysk netto	b.z.	b.z.	200%	144%	15%	18%
Marże:						
Brutto na sprzedaży	50,2%	56,3%	61,0%	60,0%	60,0%	60,0%
EBITDA (skor.)	17,4%	21,8%	27,1%	29,8%	32,4%	33,0%
Zysku na działalności operacyjnej (skor.)	-1,3%	7,9%	15,8%	20,4%	21,5%	22,3%
Zysku przed opodatkowaniem (skor.)	-4,9%	6,2%	13,2%	21,7%	20,9%	21,8%
Zysku netto (skor.)	-3,8%	4,8%	10,2%	20,1%	19,4%	20,3%
Koszt sprzedanych produktów i usług/ sprzedaż	49,8%	43,7%	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Koszty sprzedaży/ sprzedaż	28,0%	27,2%	24,5%	21,7%	22,3%	22,3%
Koszty ogólnego zarządu/ sprzedaż	23,6%	21,2%	20,7%	17,9%	16,3%	15,5%
Rentowność kapitałów własnych	ujemna	18%	41%	60%	41%	32%
Rentowność majątku	ujemna	10%	19%	31%	24%	22%
Kapitał obrotowy netto/ Sprzedaż	-9%	-7%	-3%	-4%	-4%	-4%
Wydatki inwestycyjne/ Sprzedaż	13%	14%	15%	19%	5%	6%
Wskaźnik płynności bieżącej	42%	66%	106%	183%	266%	367%
Wskaźnik płynności szybkiej	39%	62%	96%	173%	256%	357%
Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej/ EBITDA (skor)	89%	99%	86%	111%	97%	97%
Dług odsetkowy (bez leasingów)/ EBITDA (skor.)	45%	29%	11%	4%	3%	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

Tabela 11. Brand24; Wybrane dane

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	13,4	15,8	22,2	27,5	32,8	36,9
Marża brutto na sprzedaży	50,2%	56,3%	61,0%	60,0%	60,0%	60,0%
EBITDA	1,5	3,0	5,3	8,1	11,4	13,0
Skor. EBITDA	2,3	3,4	6,0	8,2	10,6	12,2
Amortyzacja	2,5	2,2	2,5	2,6	3,6	4,0
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	-1,0	0,8	2,8	5,5	7,8	9,0
Skor. zysk (strata) na działalności operacyjnej	-0,2	1,3	3,5	5,6	7,0	8,2
Zysk (strata) netto	-1,3	0,3	1,5	5,4	7,2	8,3
Skor. zysk (strata) netto	-0,5	0,8	2,3	5,5	6,4	7,5
Skor. zysk na akcję (PLN)	-0,23	0,34	1,03	2,47	2,76	3,25
Dług (gotówka) netto	2,9	1,3	-0,6	-5,5	-13,0	-21,5
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów	0,1	-0,7	-1,8	-6,7	-14,2	-22,7
Wartość księgową na akcję (PLN)	1,8	2,0	3,0	5,4	8,3	11,9
Dywidenda na akcję (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nakłady inwestycyjne (Capex)	-1,8	-2,1	-3,4	-5,4	-1,6	-2,1
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	1,5	1,1	1,5	4,1	7,7	8,6
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	ujemna	18,4%	41,2%	59,5%	40,8%	32,1%
Rentowność majątku (ROA)	ujemna	9,9%	19,2%	30,7%	24,4%	22,2%

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 jest 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	38	32	9	9	0	4
Procenty	41%	35%	10%	10%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	33	14	9	0	4
Procenty	35%	36%	15%	10%	0%	4%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odписы na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	7	1	1	0	3
Procenty	29%	41%	6%	6%	0%	18%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	3	3	1	0	3
Procenty	41%	18%	18%	6%	0%	18%

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 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		13.04.2023	13.04.2023	29,00	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		29.05.2023	29.05.2023	33,70	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		14.07.2023	14.07.2023	36,90	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		31.08.2023	31.08.2023	33,50	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		03.10.2023	03.10.2023	36,00	48,80 ↑

* 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 4.0” 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: 3 października 2023 r., godz. 20:40.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 października 2023 r., godz. 20:50.

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