

58/2023/GPW (124) 10 grudnia 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
III kw. 2023 r. – wyniki finansowe	3
Aktualizacja całorocznych prognoz	4
Wycena	5
Zastrzeżenia prawne	6

58/2023/GPW (124) 10 grudnia 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: 20 mln USD

Bloomberg: B24 PW

Średni obrót dzienny: 0,04 mln USD

Kurs: 36,30 zł

12M przedział kursowy: 22,60-38,00 zł

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

Free float: 42%

Brand24

Nadchodzące wydarzenia

1. Zakończenie przeglądu opcji strategicznych: do końca 2023
2. Ustalenie i publikacja celów programu motywacyjnego na kolejne 3 lata (okres 2024-2026: grudzień 2023 – I kw. 2024)
3. Publikacja wybranych danych operacyjnych na IV kwartał 2023: połowa stycznia 2024
4. Publikacja wyników finansowych za IV kwartał 2023: marzec 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
7. Wzrost wskaźnika odplywu 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

Dobre *KPIs* i wyniki finansowe w połączeniu z korzystnym sentymentem rynkowym względem ekspozycji związanych z *AI*¹ leżą u podstaw (zasłużonego) dobrego (tak, w kategoriach bezwzględnych, jak i relatywnych względem rynku) zachowania się akcji Brand24 w 2023 roku. Brand24 skupia się obecnie na budowie inteligentnego asystenta marki w oparciu o *AI*. W Spółce dobiega końca przegląd opcji strategicznych 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 działalności². Spółka uważa, iż wciąż ma przed sobą „ogromną” przestrzeń do podnoszenia cen: celem na następne dwa lata jest wzrost

1 Z perspektywy wewnętrznych operacji sztuczna inteligencja wspomaga Spółkę w transformacji z firmy oferującej dane w firmę oferującą wnioski i rekomendacje.
2 Spółka poszukuje podmiotu posiadającego dużą bazę klientów kompatybilnych z jej rozwiązaniami, mogącego zapewnić synergię i możliwości *cross-sellingowe*.

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	27,3	31,9	35,9
EBITDA	mln PLN	5,3	8,1	10,9	12,8
EBITDA, skor.	mln PLN	6,0	7,8	10,1	12,0
Zysk operacyjny	mln PLN	2,8	4,9	7,2	8,7
Zysk operacyjny, skor.	mln PLN	3,5	4,6	6,4	7,9
Zysk netto	mln PLN	1,5	4,7	6,6	8,0
Zysk netto, skor.	mln PLN	2,3	4,4	5,8	7,2
Zysk na akcję*	PLN	1,03	1,98	2,51	3,12
Zmiana r/r zysku na akcję*	%	199%	92%	27%	24%
Dług (gotówka) netto	mln PLN	-0,6	-5,4	-12,4	-20,7
Dług (gotówka) netto, z wyłączeniem leasingów C/Z*	mln PLN	-1,8	-6,6	-13,6	-21,9
Kapitalizacja rynkowa/ (zysk netto + amortyzacja)	x	35,3	18,4	14,5	11,6
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA*	x	13,2	9,8	7,1	5,3
Wartość przedsiębiorstwa/ zysk operacyjny*	x	22,7	16,5	11,1	8,0
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	3,6	2,8	2,2	1,8
Wartość przedsiębiorstwa/ przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	x	15,3	8,4	7,2	5,4
Wartość przedsiębiorstwa/ wolne przepływy gotówkowe dla firmy	x	53,8	20,4	9,9	7,5
Stopa wolnych przepływów gotówkowych dla firmy	%	1,9%	4,9%	10,1%	13,4%
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.

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

ARPU o kilkadziesiąt procent³. Największym egzogenicznym czynnikiem ryzyka zdaje się być słabość *US\$* w relacji do *PLN*.

3 Ambicją w horyzoncie 3-5 lat jest, co najmniej, podwojenie *ARPU*.

III kw. 2023 r. – wyniki finansowe

23 listopada Brand24 opublikował swoje wyniki finansowe za III kwartał 2023 roku.

Przypominamy, że **wybrane dane operacyjne** za III kwartał 2023 roku (których wydzwięk odebraliśmy **pozytywnie**) Spółka opublikowała 16 października po rozpoczęciu sesji – nasz „szybki” komentarz do tych danych opublikowaliśmy tego samego dnia (opracowanie numer 609/2023/AR) a poniżej przypominamy najistotniejsze kwestie.

Wartość miesięcznych powtarzalnych przychodów (**MRR**) na koniec III kwartału 2023 r. wyniosła 2 247 tys. PLN, co oznacza wzrost o ok. 445 tys. PLN, czyli o 25% w ujęciu rok do roku, oraz o 134 tys. PLN (6,3%) w ujęciu kwartał do kwartału⁴. W ujęciu dolarowym (klienci wersji „globalnej” – stojący za większością (ponad 80%) przychodów – płacą ceny wyrażone w USD), **MRR** na koniec III kwartału wyniósł 531 tys. USD, o 38 tys. USD (to jest o 7,7%) więcej, niż na koniec II kwartału 2023 roku (oraz o 121 tys. USD (to jest o 30%) więcej w ujęciu rok-do-roku). Średni przychód operacyjny przypadający na użytkownika subskrypcyjnego (**ARPU**) na koniec III kwartału 2023 r. wyniósł 589 PLN (139 USD); oznacza to wzrost o 39 PLN (7,1%) w ujęciu kwartał do kwartału w złotych⁵, oraz wzrost o USD 11 (8,6%) w ujęciu kwartał do kwartału w dolarach (wzrost o 31 USD, tj. 29%, rok-do-roku). Równocześnie Spółka poinformowała, iż jej średni przychód operacyjny przypadający na nowego użytkownika subskrypcyjnego (tj. użytkownika pozyskanego w III kwartale 2023 roku) – tak zwane **Initial ARPU** – w trzecim kwartale bieżącego roku wyniósł 764 PLN (180 USD) – (i) znacząco (o 30%), kolejny kwartał z rzędu, powyżej **ARPU** dla wszystkich klientów i (ii) wyżej kw./kw. o 16% w kategoriach złotych oraz o 17% w kategoriach dolarowych.

4 Pragniemy przypomnieć, iż poziom MRR w poprzednim kwartale wzrósł tylko o 0,4%, lecz dwa kwartały wcześniej (tj. w I kw. 2023 roku) wzrósł istotnie (o 14% kw./kw.).

5 Przypominamy, że w II kwartale wzrost kw./kw. ARPU wyniósł 2%, po wysokim (o 12%) wzroście kw./kw. w poprzednim kwartale.

Sprzedaż. Grupa Brand 24 zakończyła III kwartał 2023 roku ze skonsolidowanymi przychodami na poziomie 7,0 mln PLN (wzrost rok-do-roku/ kwartał-do-kwartału o 21%/ 5%); wielkość ta jest dokładnie zgodna z naszymi oczekiwaniami. Wzrost przychodów wynika bezpośrednio z większego **MRR** oraz **ARPU** oraz sprzedaży nowych produktów Grupy (**Insights24** oraz aplikacji **Media Monitoring** na platformę **Semrush Marketplace**). Realizacja naszej całorocznej prognozy po trzech kwartałach 2023 roku wynosi 74% w porównaniu do 73% realizacji po pierwszych trzech kwartałach w ubiegłym roku.

Marża brutto na sprzedaży wyniosła w III kwartale 2023 roku 51,3%, spadając z 61,6%/ 60,3% w III kwartale 2022 roku/ II kwartale 2023 roku. Spadek marży brutto na sprzedaży jej efektem wzrostu kosztu sprzedanych usług (patrz poniżej) szybszego od wzrostu przychodów. Realizacja naszej całorocznej prognozy po trzech kwartałach 2023 roku wynosi 76% w porównaniu do 73% realizacji po pierwszych trzech kwartałach w ubiegłym roku.

Koszty operacyjne. Baza kosztów operacyjnych zwiększyła się rok-do-roku o 26%⁶ (o 5 punktów procentowych szybciej od przychodów), rosnąc istotnie w obszarze kosztów usług obcych (o 23% r/r⁷), kosztów wynagrodzeń (o 24% r/r, choć tylko o 5% kw./kw.) oraz amortyzacji (o około 50%, tak r/r jak i kw./kw.) – z uwagi na zakończenie projektu B+R i rozpoczęcie amortyzacji wynikłych WNiP. Wzrost kosztów usług obcych to głównie wzrost kosztów danych; zdaniem zarządu Spółki, wzrost tych kosztów powinien przełożyć się na wyższe przychody w kolejnych kwartałach.

Raportowana EBITDA (2,1 mln PLN) o 26% wyższa r/r choć płaska kw./kw.; **skorygowana EBITDA** (1,9 mln PLN; pomijająca saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych) wyższa r/r o 15%, lecz niższa kw./kw. o -10%. Realizacja naszej całorocznej prognozy skor. EBITDA po trzech kwartałach 2023 roku wynosi 76% w porównaniu do 71% realizacji po pierwszych trzech kwartałach w ubiegłym roku.

6 +17% dynamika kwartał-do-kwartału.

7 +15% w porównaniu z II kw. 2023 roku.

Raportowany zysk operacyjny (1,1 mln PLN) 14% wyższy r/r, lecz -24% niższy kw./kw., **skorygowany** (o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych) **zysk operacyjny** (1,0 mln PLN) niższy r/r/ kw./kw. o -5%/-36%.

Ujemne **saldo przychodów i kosztów finansowych** (-0,15 mln PLN; negatywny wpływ wyceny kontraktów forward), relatywnie wysoka (14%) efektywna stawka podatkowa w kwartale (oczekiwany przez nas jej poziom dla całego roku 2023 i lat następnych to ok. 7%).

Raportowany zysk netto (0,9 mln PLN) ponad dwukrotnie wyższy r/r, **skorygowany zysk netto** (0,7 mln PLN) wyższy r/r o trzy czwarte.

Choć rachunek wyników Spółki za III kw. 2023 roku wygląda przyzwoicie, **poziom zysków jest nieco niższy od naszych oczekiwań** z uwagi na większy od założeń wzrost kosztów usług obcych (wyjaśnienie powyżej) i wcześniejszy od naszych założeń wzrost amortyzacji (wyjaśnienie powyżej; zakładaliśmy, iż wystąpi on począwszy od I kw. 2024 roku). Mówiąc krótko, **kwartalny rachunek wyników Spółki nie wygląda tak mocno, jak (wcześniej opublikowany) zestaw jej kwartalnych KPI.**

Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej w okresie pierwszych trzech kwartałów 2023 roku wzrosły o około 90% rok-do-roku (7,6 mln PLN w porównaniu z 4,0 mln PLN), głównie z uwagi na znacznie wyższy r/r (o ponad 2 miliony PLN) zysk netto oraz przyrost (o 1,5 mln PLN) 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 (o około 0,9 mln PLN) należności handlowych oraz odpływem gotówki (w wysokości ponad 0,7 mln PLN) związanym ze zmianą stanu pozostałych aktywów. Za sam III kwartał 2023 roku przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły 3,4 mln PLN w porównaniu z 1,2 mln PLN za III kwartał 2022 roku. Liczby związane z operacyjnymi przepływami pieniężnymi należy ocenić jako **mocne**.

Głównymi **czynnikami** stojącymi za wynikami finansowymi Spółki za III kwartał 2023 roku (oraz jej danymi operacyjnymi za ten okres) były: (i) podwyżki cen abonamentów dla nowych klientów (wprowadzone z początkiem roku i później (kolejna podwyżka w lipcu)), (ii) podwyżki cen abonamentów dla pierwszych kohort „starych” klientów (sierpień i wrzesień), (iii) przesunięcie portfolio klientów w stronę większych marek, (iv) pojawienie się nowych funkcji aplikacji *Brand24*, oraz (v) zmiany kursu walutowego US\$ względem PLN (ten ostatni czynnik stanowi, naszym zdaniem, **największy egzogeniczny czynnik ryzyka**; wydaje się, iż będzie on oddziaływał in minus tak na przychody jak i zyski operacyjne Spółki za ostatni kwartał roku).

Aktualizacja całorocznych prognoz

Aktualizujemy nasze całoroczne prognozy dla Spółki na rok bieżący i lata kolejne, inkorporując – między innymi – ostatnio opublikowane rzeczywiste wyniki Spółki za III kwartał (zgodne z oczekiwaniami na poziomie przychodów, nieco słabsze od oczekiwań jeśli chodzi o zyski) oraz (niekorzystne dla Spółki) umocnienie się PLN względem USD od początku października bieżącego roku (tj. momentu

Tabela 1. *Brand24*; Zmiany rocznych prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	2023P			2024P			2025P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Przychody	27,3	27,5	-1%	31,9	32,8	-3%	35,9	36,9	-3%
EBITDA	8,1	8,1	0%	10,9	11,4	-4%	12,8	13,0	-2%
Skor. EBITDA	7,8	8,2	-5%	10,1	10,6	-5%	12,0	12,2	-2%
Zysk operacyjny	4,9	5,5	-11%	7,2	7,8	-8%	8,7	9,0	-4%
Skor. EBIT	4,6	5,6	-18%	6,4	7,0	-9%	7,9	8,2	-4%
Zysk netto	4,7	5,4	-13%	6,6	7,2	-8%	8,0	8,3	-4%
Skor. zysk netto	4,4	5,5	-20%	5,8	6,4	-9%	7,2	7,5	-4%
Dług (gotówka) netto	-5,4	-5,5	-2%	-12,4	-13,0	-5%	-20,7	-21,5	-4%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

poprzedniej aktualizacji naszych całorocznych prognoz dla Spółki).

Umiarkowany/ lekki spadek naszych prognoz przychodów i zysków Spółki za rok 2023 i lata następne jest głównie konsekwencją ekstrapolacji na kolejne kwartały obecnego poziomu kursu PLN/US\$, wzrostu kosztu usług obcych, wcześniejszego rozpoczęcia amortyzacji projektu B+R oraz uwzględnienia ujemnego salda przychodów i kosztów finansowych.

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 w wysokości PLN 48,8 na akcję nie ulega zmianie.

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	46	23	9	9	0	4
Procenty	51%	25%	10%	10%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	26	39	13	9	0	4
Procenty	29%	43%	14%	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	8	4	1	1	0	3
Procenty	47%	24%	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	5	6	2	1	0	3
Procenty	29%	35%	12%	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 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		12.10.2023	12.10.2023	37,00	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		06.11.2023	06.11.2023	35,90	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		10.12.2023	11.12.2023	36,30	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: 11 grudnia 2023 r., godz. 7:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 11 grudnia 2023 r., godz. 7:35.

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.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

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)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (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 Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Młodszy analityk

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