

piątek, 28 lutego 2020 | komentarz specjalny

R22 – Na wzrostowej ścieżce

Cena bieżąca: 24,00 PLN

R22 PW; R22.WA | TMT, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Od wydania naszego komentarza specjalnego w maju'19 kurs R22 wzrósł o 25%. W tym czasie wyniki segmentu hosting rosły dynamicznie (organiczny wzrost szacujemy na blisko 12-15% R/R), a grupa poprawia rentowność dzięki dość dużej luce cenowej do oferty konkurentów. W wyniku akwizycji R22 zdobył udziały w rynku hostingu w Chorwacji i Rumunii (po odpowiednio 17% i 25%). Słaby w 2018 r. segment Omnichannel, wygenerował w 2019 r. dwukrotny wzrost wyników dzięki odrodzeniu się popytu na marketing internetowy oraz istotnemu wzrostowi ARPU. Sądzymy, że spółka będzie kontynuować pozytywne trendy wynikowe w 2020 r. Szacujemy wynik EBITDA na 56,6 mln PLN (tj. +17% R/R), netto na ok. 19,7 mln PLN (+45% R/R!). Tym samym R22 jest notowane na P/E'20=17,3x oraz EV/EBITDA'20 = 9,0x. Poziom wskaźników nie jest naszym zdaniem wygórowany patrząc na potencjał wzrostu spółki. Pozytywnie oceniamy ostatnie kroki R22: (1) uproszczenie grupy poprzez wykup akcjonariuszy mniejszościowych w H88 oraz (2) dalsze inwestycje w nogę SaaS. W tej chwili R22 posiada w portfelu już trzy spółki SaaS. W styczniu'20 R22 kupił udziały w spółce Profitroom, producencie oprogramowania do rezerwacji i zarządzania sprzedażą dla hoteli. Sądzymy, że podmiot ten może wykazać wysokie, dwucyfrowe tempo wzrostu w najbliższych latach. Pozytywnie oceniamy produkty Profitroom oraz długą listę klientów i pozycję lidera na polskim rynku. Głównym ryzykiem w inwestycji w R22 pozostają dla nas trudności w konsolidacji poszczególnych spółek segmentowych oraz szybki rozwój przez M&A. Podkreślamy jednak, że Zarząd uwiarygodnił swoje kompetencje w przejściach przez dokonanie szeregu transakcji.

Ostatnie wydarzenia

Od wydania naszego komentarza specjalnego w maju'19 R22 kontynuuje międzynarodową ekspansję w segmencie hostingu. H88 umocniło pozycję na rynku rumuńskim poprzez zakup przez H88 spółek: (1) Rospot w maju'19 za 1,1 mln EUR, (2) Hostvision za 1,2 mln EUR w lipcu'19 oraz (3) Top Level Management za 1,9 mln EUR. R22 wszedł do Chorwacji poprzez zakup spółki Avalon w lipcu'19 za 1,9 mln EUR. R22 kontroluje w ten sposób 25% rynku hostingu w Rumunii oraz ok. 17% rynku w Chorwacji.

Dodatkowo, R22 zdecydował się na poszerzenie narzędzi SaaS (software as a service). Zainwestował w Blugento. (20% przez H88 za 2,0 mln RON, tj. ok. 1,8 mln PLN). Blugento to rumuński start-up oferujący stworzenie oraz utrzymanie sklepów internetowych w oparciu o platformę Magento. Blugento działa w modelu SaaS, spółka ma ponad 350 klientów w Rumunii i za granicą. Spółka chce wejść na kilka zagranicznych rynków, w tym również polski. Po tym jak R22 wykupił akcje dotychczasowych inwestorów finansowych, dokapitalizował spółkę co poskutkowało zwiększeniem stanu posiadania R22 do 31% udziału w kapitale zakładowym. Strony przewidziały kolejne rundy dokapitalizowania oraz zakupu akcji, w wyniku których R22 obejmie większościowy pakiet akcji w Blugento.

Rynki działalności R22 w regionie



Źródło: mBank

W pierwszych tygodniach 2020 r. R22 zainwestował także w spółkę Profitroom oraz wykupił swoje niekontrolujące udziały w H88 za 6,8 mln EUR. Obecnie spółka posiada już 100% w H88.

Skład Grupy Kapitałowej na koniec kalendarzowego 4Q'19

Segment	Nazwa jednostki	Rodzaj powiązania	31 gru 2019
Telekomunikacja	Oxyllion S.A.	zależna	98,73%
	Vercom S.A.	zależna	71,65%
	RedGroup	zależna	71,65%
	NIRO Media Group	zależna	71,65%
	SerwerSMS Polska	zależna	-
Omnichannel communication & SaaS	User.com	stowarzyszona	12,37%
	Appchance group	stowarzyszona	-
	Appchance sp. z.o.o.	stowarzyszona	-
Hosting	PromoSMS	zależna	71,65%
	H88 S.A.	zależna	83,74%
	Seofabryka	zależna	-
	Kei.pl	zależna	-
	H88 Hosting S.R.L	zależna	83,74%
	Gazduire Web	zależna	83,74%
	Web Class	zależna	83,74%
	Net design	zależna	83,74%
	Rospot	zależna	83,74%
	H88 Hosting	zależna	83,74%
Hosting	Blugento	stowarzyszona	25,96%
	Hostvision	zależna	50,24%
	Top Level Marketing	zależna	83,74%
	Avalon	zależna	83,74%

Źródło: mBank

Inwestycja w Profitroom

Transakcja

Na początku stycznia'20 R22 podpisała przedwstępną umowę zakupu akcji Profitroom, firmy specjalizującej się w oprogramowaniu SaaS oraz usług marketingu hotelowego dla hoteli i apartamentów. Wartość inwestycji, w ramach której R22 nabędzie 33,3% akcji Profitroom to 30 mln PLN. Grupa posiada opcję zakupu kolejnych akcji Profitroom, dzięki którym w 2024 r. może zostać większościowym akcjonariuszem spółki (a dokładniej po zatwierdzeniu przez walne zgromadzenie Profitroom sprawozdania za rok 2023, R22 przysługiwać będzie opcja zakupu od akcjonariuszy Profitroom akcji, pozwalających na osiągnięcie przez spółkę pakietu większościowego). Przychody wyniosły 28,1 mln PLN, wynik EBITDA 4,5 mln PLN, co przyjmując brak długu implikuje wskaźnik EV/EBITDA'19 dla transakcji na ok. 20,0x, a wskaźnik EV/Sales wynosi 3,2x (uwzględniając uzgodnione podwyższenie kapitału). Zakup pakietu 33,3% Profitroom jest finansowany kredytem bankowym. Spółka poinformowała, że w pierwszym kroku R22 obejmie 29,4% akcji, a w czerwcu'20 zwiększy swój pakiet posiadania do 33,3%.

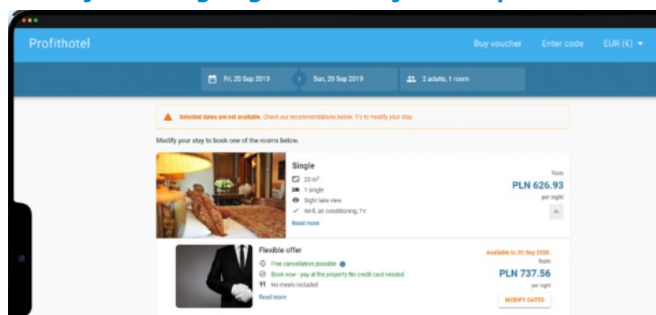
Produkty

Produkty Profitroom umożliwiają efektywną i zautomatyzowaną obsługę rezerwacji, zarządzanie kanałami sprzedaży, relacjami z klientem oraz obsługę płatności.

Flagowe produkty spółki to:

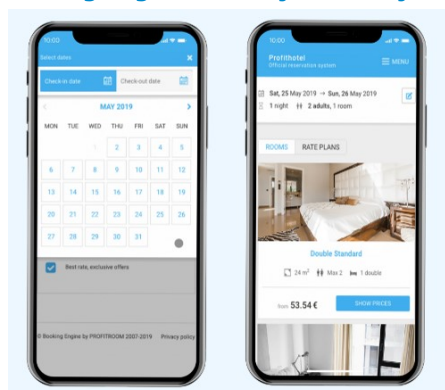
- (1) **Booking Engine** umożliwia osobom chcącym zarezerwować nocleg zrobić to bezpośrednio przez stronę internetową hotelu. Goście hotelu mają do dyspozycji funkcję asystenta, który w przypadku braku dostępności pomaga zarezerwować pokój w innym terminie. Mechanizm rezerwacji może generować strony typu landing page ze szczegółami ofert specjalnych, kierując ruch internetowy do konkretnych ofert.

Interfejs Booking Engine w wersji desktop



Źródło: Profitroom

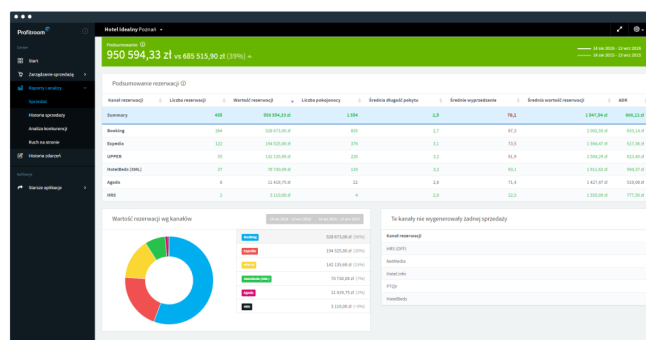
Booking Engine w wersji mobilnej



Źródło: Profitroom

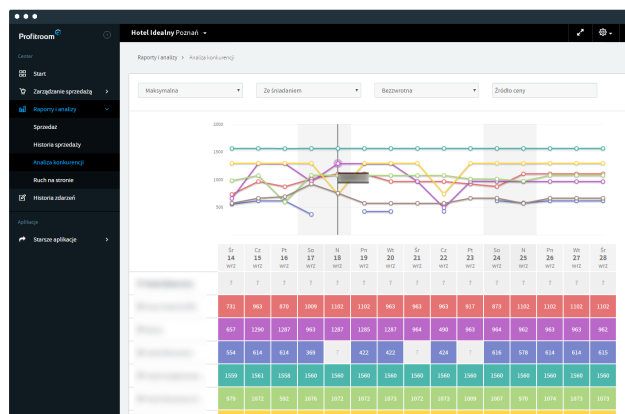
- (2) **Channel Manager** służy do kompleksowego zarządzania kanałami sprzedaży noclegów w obiektach hotelarskich. Narzędzie oferuje integrację z ponad 40 systemami PMS, 60 portalami rezerwacyjnymi (m.in. Booking.com, HRS, Expedia, eholiday.pl), z 5 GDS-ami (Travelclick/Amadeus, Galileo, Sabre, Worldspan, REZOnline) oraz z 9 hurtownikami usług (m.in. HotelBeds, GTA, Tourico. Channel Manager integruje się z Profitroom Booking Engine i zbiera wszystkie informacje odnośnie rezerwacji tworzonych poprzez stronę internetową. Następnie, automatycznie nanosi zmiany na dostępność na wszystkich kanałach oraz przekazuje informacje do systemu PMS. Dzięki temu narzędzie wyklucza możliwość overbookingu, gdyż wszystkie rezerwacje trafiają na jeden wspólny planer. Channel Manager umożliwia dodatkowo analizę konkurencyjności, modelowanie sezonów oraz zarządzanie cennikami.

Moduł analityczny Channel Manager



Źródło: Profitroom

Analiza konkurencyjności Channel Manager

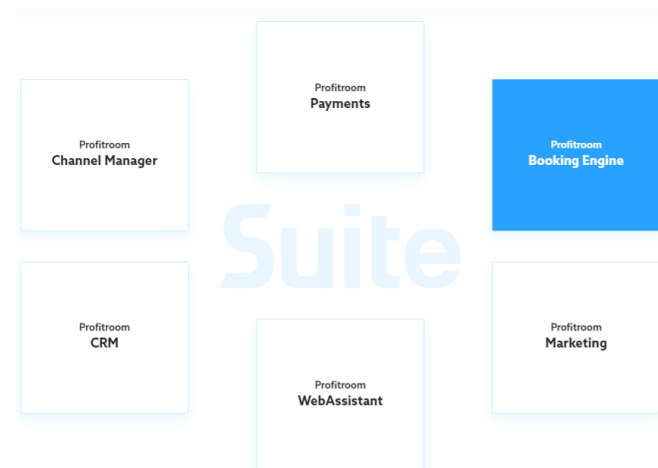


Źródło: Profitroom

- (3) **Profitroom CRM** to narzędzie do automatyzacji sprzedaży i marketingu, dzięki któremu hotele są w stanie w atrakcyjny i szybki sposób przedstawiać ofertę potencjalnym gościom. Profitroom CRM dba o zbieranie zgód marketingowych od gości hotelowych, automatycznie dodaje gości do segmentów i potrafi wysłać personalizowane wiadomości zachęcające do skorzystania z przygotowanych ofert.

Profitroom oferuje także pomoc w tworzeniu stron www dla hoteli, zajmuje się też reklamą hoteli i apartamentów online. Spółka świadczy także usługi konsultingu dla podmiotów z branży hotelarskiej. Spółka kładzie nacisk na kompleksowość. Hotelom oferuje **platformę Suite**, która zawiera zestaw narzędzi niezbędnych do efektywnego zarządzania promocją i sprzedażą.

Platforma Suite

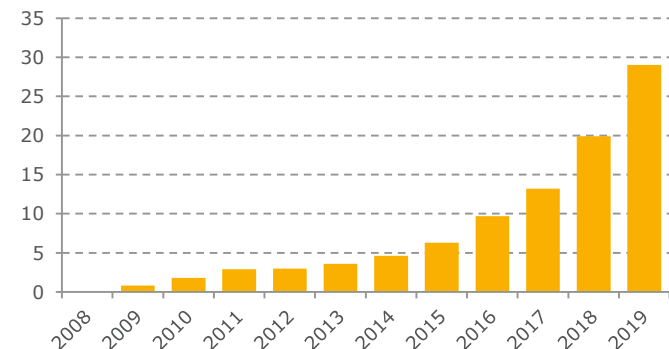


Źródło: Profitroom

Finanse

Profitroom działa od 10 lat i założony został przez obecnych głównych managerów firmy. Od powstania spółki rozwija się dynamicznie, tylko w ciągu ostatnich trzech lat wzrosła ponad trzykrotnie, osiągając w 2019 r. 29 mln PLN przychodów. W 2018 r., zysk EBITDA wyniósł 3,97 mln PLN, co przekłada się na rentowność EBITDA rzędu 19,9%. Obecne zatrudnienie Profitroom to ponad 180 osób.

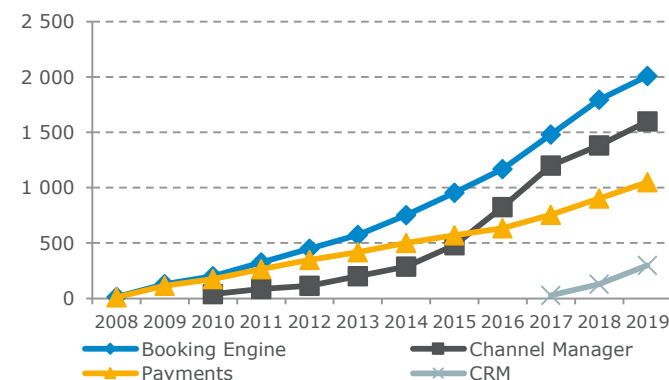
Przychody w Profitroom (mln PLN)



Źródło: R22

Na koniec 2019 r. z oprogramowania Profitroom korzystało ponad 2 tys. klientów – głównie w Polsce, jednak spółka ma również wielu klientów z Europy Zachodniej (już teraz około 10% klientów stanowią zagraniczne hotele, przede wszystkim niemieckie) oraz pojedynczych z Azji, Afryki oraz Ameryki Południowej.

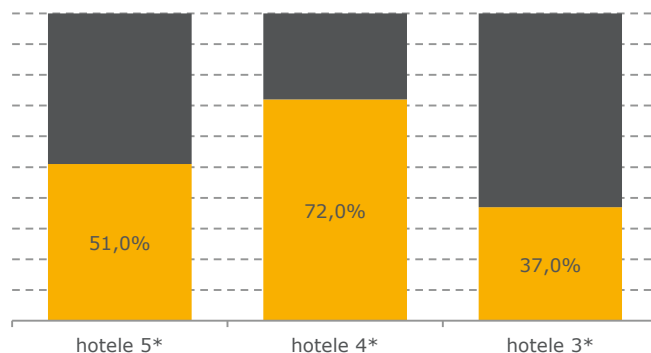
Liczba klientów produktów Profitroom



Źródło: R22

Profitroom jest liderem polskiego rynku, z jej oprogramowania korzysta ponad połowa hoteli w kraju, w tym ponad połowa hoteli 5-gwiazdkowych, 72% hoteli 4-gwiazdkowych (w tym 90% niesieciowych hoteli 4-gwiazdkowych, które stanowią główną grupę docelową Profitroom) oraz ponad 1/3 hoteli 3-gwiazdkowych.

Udział Profitroom w Polsce



Źródło: Profitroom

Wśród klientów firmy są m.in. Artis Loft Hotel, Hotel Mercure Kasprowy Zakopane, Golden Tulip Gdańsk Residence, Hotel Biały Kamień, Hotele SPA Dr Irena Eris oraz Schloss Hotel Dresden.

Plany rozwoju

Pomimo znaczącej obecności w Polsce i kilku innych krajach, obecnie Profitroom kontroluje tylko 1% całego rynku europejskiego. Zarząd spółki widzi potencjał w ekspansji w UE, a następnie w innych regionach. W średnim terminie celem Profitroom jest zdobycie znaczącej pozycji na rynku niemieckim. Spółka planuje uruchomienie biura w Berlinie. Prezes R22, Jakub Dwernicki, ma miejsce w Radzie Nadzorczej spółki i będzie wspierał Profitroom w procesach akwizycyjnych. Profitroom zamierza dokonać akwizycji na rynku niemieckim w średnim terminie. Na rynku polskim Profitroom będzie koncentrować się na wzroście APRU z klienta. Rozwój oferty produktowej oraz rosnące zapotrzebowanie na kompleksowość usług (w tym zwłaszcza na narzędzia CRM) pozwolą zrealizować spółce ten cel.

Patrząc na potencjał rynku hotelarskiego, wzrost liczby klientów i przychodów Profitroom w ostatnich latach, silną pozycję rynkową oraz długą listę prestiżowych klientów rozumiemy decyzję Zarządu R22 o inwestycji i sami widzimy duży potencjał rozwoju Profitroom. Wskaźniki transakcyjne EV/EBITDA są wysokie, jak dynamiczny rozwój spółki w ostatnim czasie. Największym wyzwaniem jest naszym zdaniem techniczna realizacja przejęć na rynku niemieckim, jednak sądzimy że sam niemiecki rynek to naturalny krok w rozwoju Profitroom a otwarcie biura w Berlinie uwiarygodni spółkę w oczach lokalnych graczy.

Wyniki finansowe za 2Q'19/20

R22 zaraportowało istotny wzrost wyników finansowych w 2Q'19/20 (4Q'19 kalendarzowy). Przychody ze sprzedaży wyniosły 47,8 mln PLN, wynik EBITDA 13,1 mln PLN (tj. odpowiednio +28,0% i +56% R/R). Wyniki nie są porównywalne R/R ze względu na akwizycję spółek w trakcie roku obrotowego oraz wprowadzenie MSSF16 od 1Q'19/20. Organiczny wzrost wyniku EBITDA szacujemy na ok. 45%. Głównym motorem wzrostu jest segment Omnichannel.

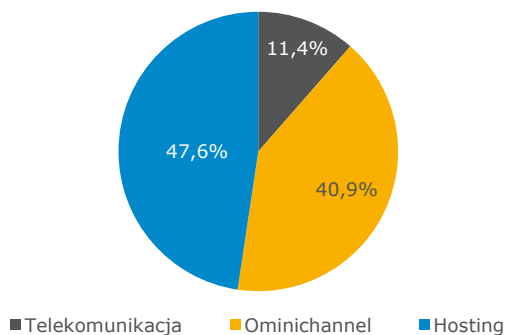
Kwartałne wyniki finansowe Grupy R22

(mln PLN)	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19
Przychody ze sprzedaży	37,2	37,3	40,1	44,4	47,8
Amortyzacja	2,9	2,9	3,1	4,0	4,1
Usługi obce	22,7	21,3	23,4	24,6	26,8
Koszty świadczeń pracowniczych	5,2	5,1	5,4	5,8	6,3
Zużycie materiałów i energii	0,8	0,6	0,6	0,9	0,9
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatki i opłaty	0,1	0,1	0,1	0,4	0,2
Pozostała dział. operacyjna	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
EBIT	5,5	7,1	7,3	8,4	8,8
Marża	14,7%	19,0%	18,1%	19,0%	18,5%
EBITDA	8,4	10,0	10,4	12,5	13,1
Marża	22,5%	26,8%	25,9%	28,0%	27,5%
Koszty finansowe netto i inne	-1,1	-0,9	-1,0	-1,7	-1,7
Udział w zyskach / stratach jednostek stowarzyszonych	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Zysk (strata) brutto	4,3	6,0	6,1	6,6	6,9
Podatek dochodowy	-1,1	-1,0	-1,2	-1,7	-1,4
Zyski (straty) mniejszości	1,1	1,5	1,6	1,1	1,7
Zysk (strata) netto	2,1	3,4	3,3	3,8	3,8
Marża	5,7%	9,1%	8,2%	8,6%	7,9%

Źródło: R22

W podziale na segmenty: EBITDA w Hostingu wyniosła 6,8 mln PLN, Omnichannel 5,9 mln PLN, a w Telekomunikacji 1,6 mln PLN.

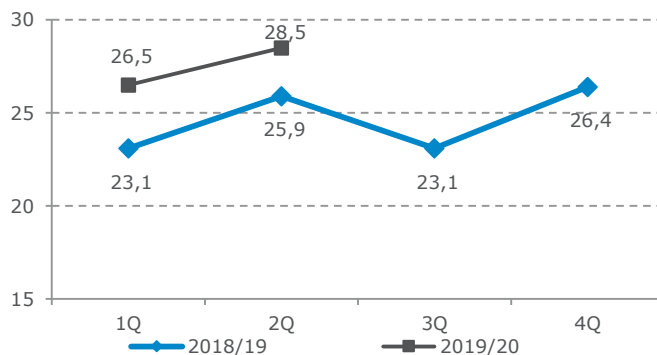
Udział segmentów w wyniku EBITDA w 4Q'19



Źródło: R22

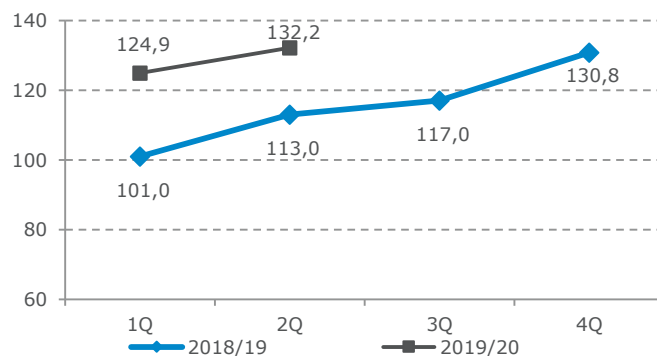
Segment Omnichannel wygenerował istotne wzrosty wyników finansowych. Przychody wyniosły 22,8 mln PLN, po wzroście o 40% R/R, EBITDA 5,9 mln PLN (+103% R/R). Istotna poprawa to pochodna wprowadzenia szeregu działań optymalizacyjnych w segmencie, a częściowo także efekt bazy (poprzedni rok był bardzo słaby z/w na regulacje RODO i duży spadek popytu na rozwiązania segmentu). Marża EBITDA segmentu wyniosła 25,9%, tj. +8 p.p. vs. rok wcześniej. Na wysoką rentowność wpływ miał wzrost ARPU.

ARPU Enterprise w segmencie Omnichannel



Źródło: R22

ARPU SME w segmencie Omnichannel



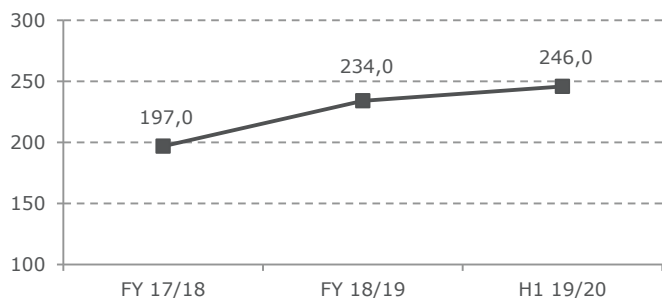
Źródło: R22

Rosła także liczba klientów segmentu. Liczba klientów Enterprise wyniosła 200 na koniec 2Q'19/20 vs. 159 rok wcześniej, a liczba klientów SME wyniosła odpowiednio 7730 oraz 6910 rok wcześniej.

Zwracamy uwagę, że wzrost wyników w segmencie omnichannel nie wynika z akwizycji. R22 kupił w ciągu roku jedynie spółkę PromoSMS, która nie generuje istotnych wyników finansowych. MSSF16 podwyższył wyniki segmentu w 2Q'19/20 zaledwie o ok. 0,1 mln PLN.

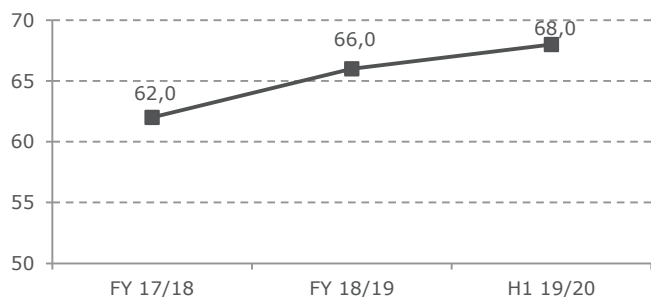
Segment hostingu zanotował przychody rzędu 21,5 mln PLN (+24% R/R) oraz EBITDA 6,8 mln PLN (+22% R/R). Na wyniki segmentu znaczny wpływ miały zarówno wprowadzenie MSSF16 (ok. +0,3 mln PLN/kwartał), jak i przejęcia spółek w trakcie kalendarzowego 2019 (akwizycje w Chorwacji i w Rumunii). Wzrost organiczny w całym 1H'19/20 szacujemy na ok. 8-9% na przychodach i ok. 15% na linii EBITDA bez MSSF16. Liczba klientów wyniosła na koniec 2Q'19/20 200 tys., wzrosła w ciągu pół roku o 23 tys., z czego 10 tys. dodały akwizycje. Z kolei liczba domen wyniosła na koniec 2Q'19/20 355 tys., wzrosła w ciągu pół roku o 60 tys., z czego 25 tys. dodały przejęcia. W segmencie widoczna jest ciągła poprawa generowanego ARPU.

ARPU LTM hostingu



Źródło: R22

ARPU domeny



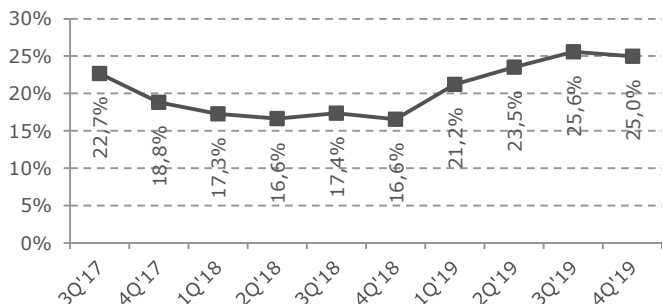
Źródło: R22

Segment telekomunikacyjny wygenerował przychody na poziomie 3,5 mln PLN i wynik EBITDA równy 1,6 mln PLN (-2,8% i +4,7% odpowiednio).

Perspektywy na kalendarzowy 2020 r.

Spodziewamy się, że spółka osiągnie w kalendarzowym 2020 r. obroty rzędu 196,4 mln PLN (sporządziliśmy prognozę bez wpływu kolejnych przejęć, przy czym zaznaczamy że R22 chce dalej konsolidować branżę hostingu w regionie w 2020 r.). Tym samym spodziewamy się, że organiczny wzrost przychodów wyniesie 12,9% R/R. Wynik EBITDA powinien wynieść 56,5 mln PLN (tj. +17% R/R). Największy wzrost EBITDA zakładamy w Omnichannel communications, częściowo z/w na bazę (1Q'19 kalendarzowy był dość słaby w porównaniu z kwartałami 2019 r.). Spodziewamy się, że organiczny wzrost EBITDA segmentu vs. nasz szacunek wyniku proforma za kalendarzowy 2019 r. w MSSF16 wyniesie blisko 25%. Spodziewamy się, że marża segmentu wzrośnie R/R o 1,2 p.p. Historycznie widzimy poprawę marży z kwartału na kwartał.

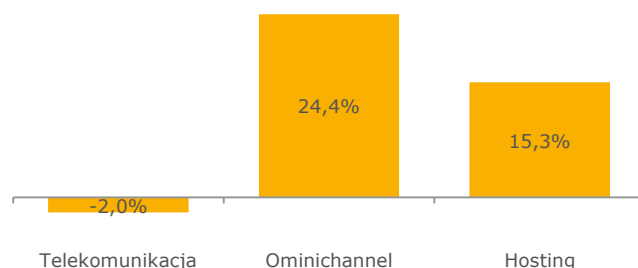
Marża segmentu Omnichannel



Źródło: R22

Zakładamy, że segment hostingu wygeneruje EBITDA na poziomie 29,4 mln PLN. Wzrost będzie powodowany głównie wyższym ARPU. Segment telekomunikacyjny powinien zakończyć 2020 r. z nieco gorszym wynikiem R/R.

Szacunek wzrostu organicznego poszczególnych segmentów R22 w 2020 r.



Źródło: mBank

W ciągu 2020 r. R22 powinien wygenerować FCFE na poziomie ok. 32-33 mln PLN. Dług netto po korekcie o (1) zakup pakietu w Profitroom, (2) wykup mniejszości w H88 oraz (3) wypłatę dywidendy na poziomie 5,5 mln PLN (nasz szacunek) szacujemy na 155 mln PLN (ok. 140 mln PLN bez MSSF16). Tym samym zadłużenie R22 powinno wynieść na koniec 2020 r. ok. 2,7x (2,6x bez MSSF16) EBITDA raportowana (bez korekty o niekonsolidowaną część EBITDA Profitroom przypadającą na R22). W przypadku realizacji dalszych akwizycji Zarząd deklaruje chęć powzięcia finansowanie z PFR, jednak będzie starał się aby wskaźniki zadłużenia bankowego (z wyłączeniem PFR) były niższe niż 3,0x. Na chwilę obecną Zarząd nie rozważa emisji. Obecnie R22 analizuje potencjalne przejście na rynku rumuńskim w obszarze hostingu.

Szacunek wyników proforma R22 za 2019 r. i prognoza na kalendarzowy 2020 r.

(mln PLN)	2019 PF	2020P
Przychody	174,0	196,4
EBITDA	48,4	56,6
w tym hosting	25,5	29,4
w tym omnichannel	19,1	23,7
w tym telekomunikacja	5,8	5,7
Zysk netto	13,6	19,7
Kapitalizacja	340,3	340,3
EV	475,7	511,6
EV/EBITDA	9,8	9,0
P/E	25,1	17,3

Źródło: mBank

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/ EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniana w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, GPW, Groclin, Helio SA, i2 Development, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netta, Neuca, NWA1 Dom Maklerski, Oponeo.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pfliederer Group, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prime Car Management, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Varwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWA1 Dom Maklerski, Orbis, Pfliederer Group, Prime Car Management, Primetech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wyznaczania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl