

R22

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

CPaaS to nie wszystko

Cena docelowa: 64,8 PLN

Potencjał wzrostu: +20%

Kurs akcji R22 urósł YTD o ok. 55% dyskontując sprzyjające otoczenie na rynku e-commerce oraz transakcją IPO spółki zależnej Vercom (emisja brutto ok. 180 mln PLN). Wydaje się, że dopóki środki z emisji w Vercom nie zostaną wykorzystane na przejęcia, to wycena R22 na wynikach bieżącego portfela spółek jest już relatywnie wysoka - szacujemy EV/EBITDA 15,5x na 2021 r. (przy założeniu mnożnika 4,2x P/BV w kalkulacji udziałów mniejszości w skorygowanym DN). Z drugiej strony uważamy, że rynek inwestując w Vercom podczas IPO spodziewa się zrealizowania transakcji jeszcze w tym roku, co poza organiczną poprawą wyników w segmencie CPaaS, może stanowić główny katalizator także dla kursu R22 w II półroczu. Warto podkreślić, że wzrost wyników R22 w tym roku powinien być również zdynamizowany dzięki segmentowi Hosting, który był największym pozytywnym zaskoczeniem I kwartału. Doceniamy przede wszystkim rekordowo wysoką marżę EBITDA segmentu (prawie +8pp r./r.) stymulowaną konsekwentnym wzrostem ARPU oraz brakiem kosztów re-brandingu marek hostingowych.

Po wynikach 1Q21 obniżamy prognozę skumulowanych przychodów o 3% w latach 2021-23 jednocześnie podnosząc prognozę skumulowanego zysku EBITDA o 3%. W segmencie CPaaS oczekujemy w 2021r. dynamiki organicznego wzrostu przychodów na poziomie 23% i wzrostu EBITDA (pro forma) na poziomie 17%, a w segmencie Hosting dynamiki EBITDA +25% r./r. Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 64,8 PLN na akcję (+ 20% upside).

CPaaS: w oczekiwaniu na akwizycje. Transakcja IPO Vercom jest już w cenach i wydaje się, że wyższe mnożniki spółki-córki (szac. EV/EBITDA '21 ok. 19x) zostały już przez rynek odzwierciedlone także w kursie akcji R22. Uważamy, że wyniki za I kw. pomimo ok. 20% wzrostu przychodów organicznie, mogły lekko rozczarować pod kątem wygenerowanej marży EBITDA (spadek o 0,4pp kw./kw.). Zakładamy, że marża EBITDA powinna się poprawiać w kolejnych kwartałach - liczymy na wzrost ARPU odzwierciedlający wzrost rynku e-commerce oraz dalszy cross-sell/upsell usług. W krótkim terminie wydaje się, że głównym katalizatorem dla kursu R22 i wyników może być potencjalna akwizycja w tym segmencie, na co Vercom ma naszym zdaniem dużo miejsca na bilansie po IPO (> 200 mln PLN). W naszym przekonaniu ryzykiem dla inwestorów dotyczącym egzekucji akwizycji mogą być kwestie wycenowe. O ile wycena transakcyjna ProfiSMS (szac. 6x-6,5x EV/EBITDA) była bardzo atrakcyjna, o tyle przy kolejnych transakcjach spodziewalibyśmy się mnożników EV/EBITDA ok. 10-15x przy czym akwizycje przekraczające wyceny 20x mogą być odebrane negatywnie. Co do wyników w segmencie CPaaS na tle założeń Programu Motywacyjnego to sądzimy, że zakładane kryteria wynikowe bez uwzględnienia akwizycji są dość ambitne, lecz możliwe do zrealizowania w latach 2021-22 (obecnie nasze prognozy są ok. 2% niższe niż kryteria wynikowe 37/45 mln PLN skor. EBITDA w latach 2021/22).

Hosting: trendy na KPI podtrzymane; marża w 1Q21 zaskakuje pozytywnie. W wynikach za 1Q21 nie widzimy istotnych odchyłań KPI względem naszych poprzednich oczekiwań. Dzięki konsolidacji brandów do marki Cyber_folks (obecnie ok. 50% klientów) spółka konsekwentnie poprawia ARPU (wzrost o ok. 10% LTM w 1Q) i naszym zdaniem ma nadal przestrzeń do wzrostu cenników usług hostingowych. Z drugiej strony sądzimy, że na nasyconym rynku hostingowym baza klientów nie ma już większej przestrzeni na wzrost organiczny, co potwierdzają dane z ostatnich 12-miesięcy. Pozytywnym zaskoczeniem w wynikach za 1Q21 była rekordowo dobra marża EBITDA (ok. 39%), która po stronie dźwigni operacyjnej stymulowana jest właśnie przez ARPU, a po stronie kosztów oszczędności wynikają z braku nakładów na re-branding marek hostingowych (ryzyko większych kosztów w kolejnych kwartałach może wynikać z planowanej integracji brandów także w Rumunii). Oczekujemy, że dzięki dalszemu rozszerzaniu się ARPU oraz zapowiadanych oszczędnościom na serwerowniach, spółce w dalszym ciągu będzie udawać się poprawiać wyniki, stąd zakładamy organiczny wzrost EBITDA segmentu w 2021 r. o 25%.

Wycena. Cena docelowa oparta jest w 100% na metodzie DCF SOTP, która zwraca wartość 1 akcji R22 na poziomie 64,8 PLN (KUPUJ, +20% upside). Wycena porównawcza oparta na mnożniku EV/EBITDA zwraca wartość 57,2 PLN na akcję.

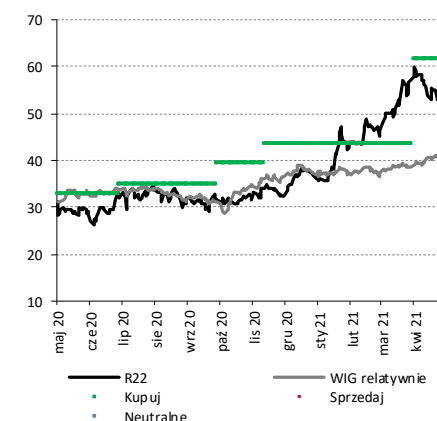
| mIn PLN* | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 127,9 | 169,4 | 222,6 | 293,7 | 337,9 | 367,7 |
| EBITDA skor. | 29,8 | 45,9 | 60,9 | 76,6 | 89,3 | 97,1 |
| EBIT | 20,2 | 31,9 | 44,1 | 57,0 | 69,7 | 76,8 |
| Zysk netto | 8,6 | 13,8 | 20,5 | 25,7 | 31,5 | 38,3 |
| EPS (PLN) | 0,61 | 0,98 | 1,45 | 1,82 | 2,24 | 2,72 |
| P/E (x) | 89,2 | 55,1 | 37,3 | 29,7 | 24,2 | 19,9 |
| EV/EBITDA skor. (x)** | 29,8 | 20,4 | 16,9 | 15,5 | 13,4 | 12,3 |
| P/BV (x) | 8,7 | 9,0 | 11,2 | 4,2 | 3,8 | 3,3 |
| DY (%) | 0,0% | 0,9% | 0,7% | 1,1% | 1,2% | 1,5% |

* Źródło: dane spółki, Trigon DM; * dane 2018-20 przekształcone wg. obecnego roku obrotowego; ** DN skorygowany o wartość kapitałów mniejszości z mnożnikiem P/BV 4,2x (mnożnik R22 na '21)

DANE SPÓŁKI

| | | | |
|-------------------------|-------------|-------|-------|
| Ticker | R22 | | |
| Sektor | TMT | | |
| Kurs (PLN) | 53,8 | | |
| 52 tyg. min/max (PLN) | 25,8 / 62,5 | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 14,1 | | |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 763 | | |
| Free-float | 40% | | |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 1,45 | | |
| Zmiana kursu | 1M | 3M | 1Y |
| | -10,3% | 22,3% | 91,5% |

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

| | Data | Wycena |
|-------|------------|--------|
| Kupuj | 26.04.2021 | 62,0 |
| Kupuj | 07.12.2020 | 44,0 |
| Kupuj | 22.10.2020 | 40,0 |
| Kupuj | 22.07.2020 | 35,5 |
| Kupuj | 27.04.2020 | 33,5 |
| Kupuj | 24.03.2020 | 31,2 |
| Kupuj | 09.12.2019 | 28,8 |

AKCJONARIAT

| | Udział % |
|------------------|----------|
| Jacek Duch | 30,4% |
| Jakub Dwernicki | 18,3% |
| Robert Dwernicki | 11,0% |
| AEGON OFE | 5,7% |
| Allianz OFE | 5,3% |
| Pozostali | 29,3% |

WAŻNE DATY

| | |
|-------------------|------------|
| Raport półroczny | 31.08.2021 |
| Raport za III kw. | 15.11.2021 |

ANALITYK

| | |
|---------------|-------------------------|
| Kacper Koproń | +48 (22) 433 83 71 |
| | kacper.kopron@trigon.pl |

R22

Bloomberg ticker

R22 PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

64,8

Kurs (PLN)

53,8

Potencjał wzrostu

20%

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

62

Liczba akcji (mln)

14,1

Kapitalizacja (mln PLN)

763

EV (mln PLN)

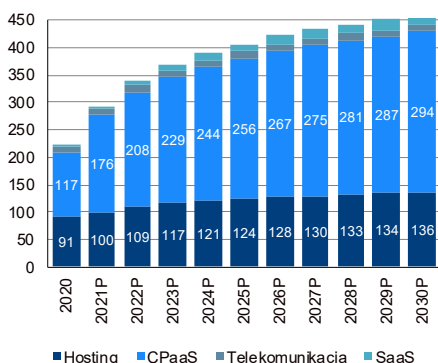
1 027

Kacper Korpoń

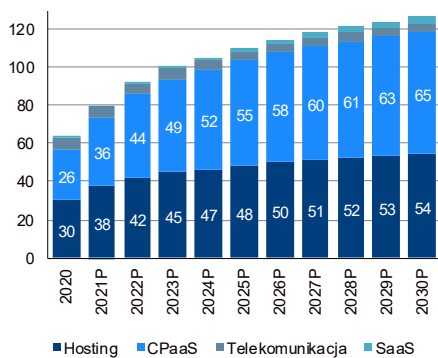
kacper.kopron@trigon.pl

+48 (22) 4338-371

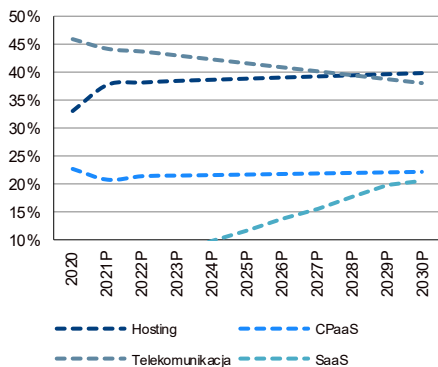
Przychody po segmentach (mln PLN)



EBITDA po segmentach (mln PLN)



Marża EBITDA po segmentach (%)



| Wskaźniki rynkowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (x) | 55,1 | 37,3 | 29,7 | 24,2 | 19,9 |
| P/E skor. (x) | 55,1 | 37,3 | 29,7 | 24,2 | 19,9 |
| P/BV (x) | 9,0 | 11,2 | 4,2 | 3,8 | 3,3 |
| EV/EBITDA (x) | 20,4 | 16,9 | 15,5 | 13,4 | 12,3 |
| EV/EBITDA skor. (x) | 20,4 | 16,9 | 15,5 | 13,4 | 12,3 |
| EV/Sprzedaż (x) | 5,5 | 4,6 | 4,0 | 3,5 | 3,3 |
| FCF Yield (%) | -0,2% | -1,8% | 4,9% | 5,9% | 6,2% |
| DY (%) | 0,9% | 0,7% | 1,1% | 1,2% | 1,4% |

| Wskaźniki finansowe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (PLN) | 1,0 | 1,5 | 1,8 | 2,2 | 2,7 |
| EPS skor. (PLN) | 1,0 | 1,5 | 1,8 | 2,2 | 2,7 |
| DPS (PLN) | 0,5 | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,8 |
| BVPS (PLN) | 6,0 | 4,8 | 12,7 | 14,3 | 16,3 |
| Liczba akcji (mln) | 14,1 | 14,1 | 14,1 | 14,1 | 14,1 |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 763 | 763 | 763 | 763 | 763 |
| EV (mln PLN) | 937 | 1 027 | 1 188 | 1 198 | 1 196 |

| Rachunek zysków i strat (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody | 169 | 223 | 294 | 338 | 368 |
| Koszty operacyjne | 138 | 179 | 237 | 268 | 291 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 32 | 44 | 57 | 70 | 77 |
| EBITDA | 46 | 61 | 77 | 89 | 97 |
| EBITDA skor. | 46 | 61 | 77 | 89 | 97 |
| Amortyzacja | 14 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| EBIT | 32 | 44 | 57 | 70 | 77 |
| Zysk brutto | 26 | 36 | 47 | 60 | 66 |
| Zysk mniejszości | 7 | 11 | 14 | 19 | 17 |
| Zysk netto | 14 | 20 | 26 | 32 | 38 |
| Zysk netto skor. | 14 | 20 | 26 | 32 | 38 |

| Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 40 | 58 | 68 | 81 | 86 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -40 | -77 | -9 | -11 | -12 |
| CAPEX | -42 | -77 | -9 | -11 | -12 |
| Przepływy z działalności finansowej | -6 | 33 | 142 | -33 | -37 |
| Dywidenda | -7 | -6 | -8 | -9 | -11 |
| FCF | -2 | -19 | 59 | 70 | 74 |
| Przeływy pieniężne netto | -6 | 14 | 201 | 38 | 37 |

| Bilans (mln PLN) | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Aktywa | 290 | 375 | 578 | 619 | 655 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 20 | 19 | 18 | 17 | 16 |
| Wartość firmy | 96 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| Wartości niematerialne i prawne | 110 | 84 | 75 | 67 | 59 |
| Gotówka | 7 | 21 | 222 | 259 | 297 |
| Pasywa | 290 | 375 | 578 | 619 | 655 |
| Kapitał własny | 85 | 68 | 180 | 202 | 229 |
| Kapitały mniejszości | 12 | 17 | 105 | 118 | 128 |
| Zobowiązania oprocentowane | 105 | 187 | 179 | 171 | 163 |
| Dług netto skor. | 174 | 264 | 425 | 435 | 433 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | 1 | 1 | -10 | -8 | -6 |

| Wskaźniki operacyjne | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| zmiana przychodów r./r. | 32% | 31% | 32% | 15% | 9% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | 62% | 48% | 25% | 23% | 22% |
| marża brutto na sprzedaży (%) | 18,8% | 19,8% | 19,4% | 20,6% | 20,9% |
| marża EBITDA skor. (%) | 27,1% | 27,4% | 26,1% | 26,4% | 26,4% |
| marża EBIT (%) | 18,8% | 19,8% | 19,4% | 20,6% | 20,9% |
| marża netto skor. (%) | 8,2% | 9,2% | 8,7% | 9,3% | 10,4% |
| ROE (%) | 16,0% | 26,8% | 20,7% | 16,5% | 17,8% |
| ROA (%) | 5,2% | 6,2% | 5,4% | 5,3% | 6,0% |
| CAPEX/Sprzedaż (%) | 24,8% | 34,5% | 3,2% | 3,2% | 3,2% |
| CAPEX/Amortyzacja (x) | 3,0 | 4,6 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | 2,1 | 3,9 | 2,4 | 2,2 | 1,9 |
| Dług netto/EBITDA skor. (x) | 3,8 | 4,3 | 5,5 | 4,9 | 4,5 |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | 0 | -1 | 0 | 2 | 4 |
| Cykl rotacji zapasów (dni) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 33 | 36 | 40 | 47 | 51 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 33 | 37 | 41 | 44 | 46 |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Źródło: Spółka, Trigon DM

Podsumowanie inwestycyjne

#Results Review 1Q21

- **Hosting:** Przychody 24,7 mln PLN (+7% r./r. ; -5% kw./kw.); marża EBITDA 39% (+7,9pp r./r.);
- **CPaaS:** Przychody 38,5 mln PLN (-11% kw./kw.). Segment w pełni konsoliduje czeski ProfiSMS od 4Q20. Dynamika organicznego wzrostu przychodów wyniosła 20% w biznesie w Polsce i 18% w Czechach. Marża EBITDA segmentu wyniosła 20,1% (-0,4pp kw./kw.);
- **SaaS:** Przychody wyniosły 0,7 mln PLN (-40% kw./kw.), przy ujemnej EBITDA -0,3 mln PLN;
- **Telekomunikacja:** przychody płaskie r./r. przy marży EBITDA 40,9% (-5,6pp r./r.);
- Koszty finansowe wyniosły 2,4 mln PLN, a efektywna stopa podatkowa 15%;
- Udział minorities w zysku netto Grupy wyniósł ok. 19% (1,6 mln PLN);
- **Dług netto** wyniósł 184 mln PLN (-11mln PLN kw./kw.);
- **OCF** wyniósł 19,7 mln PLN (+25% r/r. ; +39% kw./kw.);
- **CAPEX** -2,9 mln PLN;

| mIn PLN | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | y/y | q/q | 1Q21P |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|
| Przychody | 49,5 | 52,9 | 49,4 | 70,9 | 67,3 | 36% | -5% | 68,7 |
| EBITDA skor. | 13,6 | 14,3 | 15,0 | 18,0 | 17,7 | 30% | -2% | 17,0 |
| Hosting | 7,2 | 7,2 | 8,0 | 7,9 | 9,6 | 34% | 22% | 8,8 |
| CPaaS | 5,6 | 5,8 | 6,0 | 8,9 | 7,7 | 38% | -13% | 7,5 |
| Telco | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | -12% | -2% | 1,5 |
| SaaS | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | -0,3 | - | - | -0,2 |
| nieprzypisane | -0,7 | -0,3 | -0,6 | -0,6 | -0,7 | - | - | -0,6 |
| EBIT | 9,4 | 10,1 | 10,7 | 10,6 | 12,7 | 35% | 19% | 12,4 |
| Zysk netto | 3,9 | 5,7 | 6,8 | 4,0 | 6,9 | 77% | 73% | 6,1 |
| P/E12M trailing | 53,2 | 45,5 | 37,7 | 37,3 | 32,5 | | | |
| EV/EBITDA 12M trailing | 19,5 | 17,9 | 17,2 | 16,9 | 15,7 | | | |

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Komentarz: Wyniki oceniamy lekko pozytywnie. Główne przebicie naszych prognoz nastąpiło w segmencie hostingu, który wygenerował 9,6 mln EBITDA (9% powyżej prognoz) przy rekordowo wysokiej marży, na co wpływ miał efekt wysokiej bazy kosztowej z 1Q20 związanej z nakładami marketingowymi na wprowadzanie marki Cyber_folks. Lekkie przebicie (3%) naszych prognoz nastąpiło także w segmencie CPaaS (I kwartał powinien być najslabszy sezonowo), a gorzej względem prognoz wypadł segment SaaS i Telco. Po stronie KPI utrzymane trendy w hostingu: 10% wzrostu ARPU LTM r./r. Dynamika klientów kw./kw. w CPaaS względem 4Q20 wyniosła 0,4% przy sezonowym spadku ARPU o ok. 12% kw./kw. W wynikach na plus zwraca uwagę także mocny OCF (OCF/EBITDA 112% vs. 95% w ujęciu 12M trailing)

#Podsumowanie konferencji wynikowej

#Hosting

- Już 100 tys. klientów zmigrowało do brandu Cyber_folks (200tys. baza). W planach dalsze dołączenie brandów hostingowych, w tym na rynku w Rumunii (w 3Q21 mają dołączyć 2 kolejne marki)
- R22 liczy dalszą poprawę ARPU. Chce prowadzić biznes w kierunku dostarczania dodatkowej wartości dla klienta i być jednym z liderów rynku w regionie CEE

#CPaaS

- Spółka pracuje nad akwizycjami w segmencie CPaaS. Liczy na wykorzystanie wpływów z IPO w niedalekiej przyszłości
- Spółka jest optymistyczna jeśli chodzi o otoczenie rynkowe. Oczekuje dalszego wzrostu e-commerce i cyfryzacji gospodarek
- Wpływ ESOP na wyniki ma wynieść 2,8 mln, a w tym 1,8 mln w tym roku. Kryteria wynikowe PM zakładają wygenerowanie przez segment 37 mln PLN skor. EBITDA w 2021 r. i 45 mln PLN skor. EBITDA w 2022 r.

#Pozostałe

- Realizacja kolejnego przejęcia możliwa w „najbliższym” czasie. Spółka zakłada, że transakcja może wydarzyć się we wszystkich obszarach działalności R22
- W planach spółki większa koncentracja na segmencie SaaS. Spółka liczy na wzrost przychodów w segmencie rzędu 40-50% r./r.
- Docelowo zamierza nabyć udziały w spółkach konsolidowanych MPW
- Spółka nie wyklucza upublicznienia kolejnej spółki z grupy. Uważa, że to kwestia kilku lat, a nie kwartałów

Komentarz: Konferencję odbieramy neutralnie. Na konferencji nie padło zbyt wiele przełomowych informacji dla equity story spółki choć należy podkreślić zmianę retoryki Zarządu sugerującą większą koncentrację biznesu na segmencie SaaS. Uważamy, że najważniejszym triggerem dla spółki w krótkim terminie powinna być potencjalna akwizycja - najprawdopodobniej w segmencie CPaaS.

#Zmiany prognoz

R22: zmiany prognoz

| Zmiany prognoz mIn PLN | 2021P | | | 2022P | | | 2023P | | | SUMA 2021-23 | | |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------------|-------|--------|
| | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana | Nowa | Stara | Zmiana |
| Przychody | 293,7 | 301,4 | -3% | 337,9 | 352,1 | -4% | 367,7 | 381,3 | -4% | 999 | 1 035 | -3% |
| EBITDA | 76,6 | 74,4 | 3% | 89,3 | 87,7 | 2% | 97,1 | 93,8 | 4% | 263 | 256 | 3% |
| EBIT | 57,0 | 56,5 | 1% | 69,7 | 69,8 | 0% | 76,8 | 75,4 | 2% | 203 | 202 | 1% |
| Zysk netto | 25,7 | 25,4 | 1% | 31,5 | 31,5 | 0% | 38,3 | 34,4 | 11% | 96 | 91 | 5% |

Źródło: szacunki Trigon DM

Prognozy i założenia

R22 - podsumowanie prognoz w podziale na segmenty

| R22 - podsumowanie prognoz* | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody (mln PLN) | 169,4 | 222,6 | 293,7 | 337,9 | 367,7 | 388,9 | 406,6 | 422,3 | 434,2 | 443,3 | 451,4 | 459,3 |
| Hosting | 78,1 | 91,2 | 100,0 | 108,9 | 117,1 | 120,6 | 124,1 | 127,7 | 130,2 | 132,6 | 134,1 | 135,7 |
| CPaaS | 77,9 | 116,5 | 176,0 | 208,4 | 228,7 | 244,3 | 256,4 | 266,8 | 275,0 | 281,1 | 287,2 | 293,5 |
| Telekomunikacja | 13,5 | 13,4 | 13,6 | 13,6 | 12,8 | 12,7 | 12,5 | 12,2 | 11,8 | 11,5 | 11,0 | 10,6 |
| SaaS | 0,0 | 1,5 | 4,1 | 7,0 | 9,1 | 11,3 | 13,6 | 15,7 | 17,2 | 18,1 | 19,0 | 19,6 |
| dynamiki przychodów r./r. | | | | | | | | | | | | |
| R22 (grupa) | 32% | 31% | 32% | 15% | 9% | 6% | 5% | 4% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Hosting | 97% | 17% | 10% | 9% | 8% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% | 1% | 1% |
| CPaaS | 40% | 50% | 23% | 18% | 10% | 7% | 5% | 4% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Telekomunikacja | -12% | 0% | 1% | 0% | -6% | -1% | -2% | -2% | -3% | -3% | -4% | -4% |
| SaaS | | | | 71% | 30% | 25% | 20% | 15% | 10% | 5% | 5% | 3% |
| EBITDA (mln PLN) | 45,9 | 60,9 | 76,6 | 89,3 | 97,1 | 102,3 | 106,9 | 111,2 | 114,7 | 117,7 | 120,4 | 122,9 |
| Hosting | 24,2 | 30,2 | 37,8 | 41,7 | 45,1 | 46,7 | 48,3 | 50,0 | 51,2 | 52,4 | 53,3 | 54,2 |
| CPaaS | 18,7 | 26,3 | 36,2 | 44,2 | 48,7 | 52,3 | 55,2 | 57,7 | 59,7 | 61,3 | 63,0 | 64,6 |
| Telekomunikacja | 5,8 | 6,1 | 6,0 | 5,9 | 5,5 | 5,4 | 5,2 | 5,0 | 4,7 | 4,5 | 4,3 | 4,0 |
| SaaS | 0,0 | 0,5 | -0,5 | 0,4 | 0,7 | 1,1 | 1,6 | 2,1 | 2,7 | 3,2 | 3,7 | 4,0 |
| nieprzypisane | -2,8 | -2,2 | -2,9 | -2,9 | -3,0 | -3,2 | -3,4 | -3,6 | -3,7 | -3,8 | -3,9 | -4,0 |
| dynamiki EBITDA r./r. | | | | | | | | | | | | |
| R22 (grupa) | 54% | 33% | 26% | 17% | 9% | 5% | 4% | 4% | 3% | 3% | 2% | 2% |
| Hosting | 61% | 25% | 25% | 10% | 8% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| CPaaS | 89% | 41% | 38% | 22% | 10% | 7% | 5% | 5% | 4% | 3% | 3% | 3% |
| Telekomunikacja | 1% | 6% | -2% | -1% | -7% | -3% | -3% | -4% | -5% | -4% | -6% | -6% |
| SaaS | - | - | - | - | 76% | 58% | 45% | 35% | 26% | 18% | 17% | 8% |
| marża EBITDA | | | | | | | | | | | | |
| R22 (grupa) | 27,1% | 27,4% | 26,1% | 26,4% | 26,4% | 26,3% | 26,3% | 26,3% | 26,4% | 26,6% | 26,7% | 26,8% |
| Hosting | 31,0% | 33,1% | 37,8% | 38,2% | 38,5% | 38,7% | 38,9% | 39,1% | 39,3% | 39,5% | 39,7% | 39,9% |
| CPaaS | 24,0% | 22,6% | 20,6% | 21,2% | 21,3% | 21,4% | 21,5% | 21,6% | 21,7% | 21,8% | 21,9% | 22,0% |
| Telekomunikacja | 43,0% | 45,8% | 44,1% | 43,6% | 42,9% | 42,2% | 41,5% | 40,8% | 40,1% | 39,4% | 38,7% | 38,0% |
| SaaS | | | -12,5% | 5,6% | 7,6% | 9,6% | 11,6% | 13,6% | 15,6% | 17,6% | 19,6% | 20,6% |

* lata 2019-20 dostosowane do nowego roku obrotowego

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment hostingu - prognozy finansowe

| Hosting - podsumowanie prognoz | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|---------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody (mln PLN) | 78,1 | 91,2 | 100,0 | 108,9 | 117,1 | 120,6 | 124,1 | 127,7 | 130,2 | 132,6 | 134,1 | 135,7 |
| dynamika r./r. | 43% | 17% | 10% | 9% | 8% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% | 1% | 1% |
| [1] Hosting | 46,0 | 54,0 | 61,2 | 67,8 | 73,9 | 76,2 | 78,5 | 80,8 | 82,5 | 84,1 | 85,0 | 85,8 |
| dynamika r./r. | 56% | 17% | 13% | 11% | 9% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% | 1% | 1% |
| Średnia liczba klientów w roku (tys.) | 198 | 200 | 202 | 204 | 206 | 208 | 210 | 212 | 214 | 216 | 216 | 216 |
| dynamika r./r. | 26% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 0% | 0% |
| ARPU (PLN) | 236 | 260 | 288 | 317 | 342 | 349 | 356 | 363 | 367 | 371 | 374 | 378 |
| dynamika r./r. | 3% | 10% | 11% | 10% | 8% | 2% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| [2] Domeny | 20,4 | 23,8 | 26,2 | 26,3 | 26,8 | 27,4 | 27,9 | 28,5 | 28,8 | 29,0 | 29,3 | 29,6 |
| dynamika r./r. | 29% | 17% | 10% | 0% | 2% | 2% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Średnia liczba sprzedawanych domen* | 352 | 362 | 368 | 374 | 378 | 382 | 386 | 389 | 389 | 389 | 389 | 389 |
| dynamika r./r. | 32% | 3% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Średnia cena domeny | 66,8 | 69,0 | 71,0 | 72,9 | 73,7 | 74,4 | 75,2 | 75,9 | 76,7 | 77,4 | 78,2 | 79,0 |
| dynamika r./r. | 4% | 3% | 3% | 3% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| [3] Usługi dodatkowe | 11,7 | 13,1 | 12,5 | 14,9 | 16,4 | 17,0 | 17,7 | 18,4 | 18,9 | 19,4 | 19,8 | 20,2 |
| dynamika r./r. | 24% | 12% | -4% | 18% | 10% | 4% | 4% | 4% | 3% | 3% | 2% | 2% |
| EBITDA | 24,2 | 30,2 | 37,8 | 41,7 | 45,1 | 46,7 | 48,3 | 50,0 | 51,2 | 52,4 | 53,3 | 54,2 |
| marża EBITDA | 31,0% | 33,1% | 37,8% | 38,2% | 38,5% | 38,7% | 38,9% | 39,1% | 39,3% | 39,5% | 39,7% | 39,9% |

* uwzględniając darmowe domeny

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment CPaaS- prognozy finansowe

| CPaaS - podsumowanie prognoz | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody (mln PLN) | 78 | 116,5 | 176,0 | 208,4 | 228,7 | 244,3 | 256,4 | 266,8 | 275,0 | 281,1 | 287,2 | 293,5 |
| dynamika r./r. | 33% | 50% | 51% | 18% | 10% | 7% | 5% | 4% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Vercom - PRO FORMA | | 143,6 | 176,0 | 208,4 | 228,7 | 244,3 | 256,4 | 266,8 | 275,0 | 281,1 | 287,2 | 293,5 |
| dynamika r./r. | | | 23% | 18% | 10% | 7% | 5% | 4% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| [1] Przychody z platform komunikacji | 71,0 | 106,3 | 159,5 | 188,4 | 207,8 | 222,5 | 233,8 | 243,2 | 250,6 | 255,6 | 260,7 | 260,7 |
| dynamika r./r. | | 50% | 50% | 18% | 10% | 7% | 5% | 4% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| ARPU (tys. PLN) - PRO FORMA* | | 12,5 | 13,2 | 13,9 | 14,6 | 15,2 | 15,7 | 16,1 | 16,5 | 16,6 | 16,8 | 16,9 |
| dynamika r./r. | | 6% | 5% | 5% | 4% | 3% | 3% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Średnia liczba klientów (tys.) - PRO FORMA | | 10,9 | 12,1 | 13,5 | 14,2 | 14,6 | 14,9 | 15,1 | 15,2 | 15,4 | 15,5 | 15,7 |
| dynamika r./r. | | 10% | 12% | 5% | 3% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| [2] Usługi komplementarne | 6,7 | 10,3 | 16,5 | 19,9 | 20,9 | 21,8 | 22,6 | 23,5 | 24,5 | 25,4 | 26,5 | 27,5 |
| dynamika r./r. | 27% | 54% | 60% | 20% | 5% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| EBITDA | 19 | 26,3 | 36,2 | 44,2 | 48,7 | 52,3 | 55,2 | 57,7 | 59,7 | 61,3 | 63,0 | 64,6 |
| marża EBITDA | 24,0% | 22,6% | 20,6% | 21,2% | 21,3% | 21,4% | 21,5% | 21,6% | 21,7% | 21,8% | 21,9% | 22,0% |
| EBITDA (mln PLN) - PRO FORMA | | 31,0 | 36,2 | 44,2 | 48,7 | 52,3 | 55,2 | 57,7 | 59,7 | 61,3 | 63,0 | 64,6 |
| dynamika r./r. | | 17% | 22% | 10% | 7% | 5% | 5% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| marża EBITDA pro forma | | 21,6% | 20,6% | 21,2% | 21,3% | 21,4% | 21,5% | 21,6% | 21,7% | 21,8% | 21,9% | 22,0% |

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment Telekomunikacji - prognozy finansowe

| Telekomunikacja - podsumowanie prognoz | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody (mln PLN) | 13 | 13,4 | 13,6 | 13,6 | 12,8 | 12,7 | 12,5 | 12,2 | 11,8 | 11,5 | 11,0 | 10,6 |
| dynamika r./r. | -12% | 0% | 1% | 0% | -6% | -1% | -2% | -2% | -3% | -3% | -4% | -4% |
| [1] ISP | 9,8 | 10,1 | 10,0 | 9,8 | 9,7 | 9,6 | 9,4 | 9,2 | 8,9 | 8,6 | 8,3 | 8,0 |
| dynamika r./r. | 3% | 3% | -2% | -2% | -1% | -1% | -2% | -3% | -3% | -3% | -4% | -4% |
| Średnia liczba klientów (tys.) | 21,0 | 20,4 | 20,1 | 19,9 | 19,7 | 19,7 | 19,6 | 19,3 | 19,1 | 18,9 | 18,7 | 18,6 |
| dynamika r./r. | -2% | -3% | -1% | -1% | -1% | 0% | -1% | -2% | -1% | -1% | -1% | -1% |
| ARPU (PLN) | 39,4 | 41,7 | 41,3 | 40,9 | 40,9 | 40,5 | 40,1 | 39,7 | 38,9 | 38,1 | 37,0 | 35,9 |
| dynamika r./r. | 5% | 6% | -1% | -1% | 0% | -1% | -1% | -1% | -2% | -2% | -3% | -3% |
| [2] VoIP | 3,5 | 3,0 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 2,4 |
| dynamika r./r. | -38% | -15% | 5% | -2% | -4% | -2% | -2% | -2% | -2% | -2% | -5% | -5% |
| Średnia liczba klientów | 436 | 430 | 425 | 421 | 417 | 413 | 409 | 405 | 401 | 397 | 393 | 389 |
| dynamika r./r. | -4% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% |
| ARPU (tys. PLN) | 675 | 624 | 618 | 612 | 593 | 587 | 581 | 576 | 570 | 564 | 542 | 520 |
| dynamika r./r. | -35% | -8% | -1% | -1% | -3% | -1% | -1% | -1% | -1% | -1% | -4% | -4% |
| EBITDA | 6 | 6,1 | 6,0 | 5,9 | 5,5 | 5,4 | 5,2 | 5,0 | 4,7 | 4,5 | 4,3 | 4,0 |
| marża EBITDA | 43,0% | 45,8% | 44,1% | 43,6% | 42,9% | 42,2% | 41,5% | 40,8% | 40,1% | 39,4% | 38,7% | 38,0% |

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment SaaS - prognozy finansowe

| SaaS - podsumowanie prognoz (Blugento) | 2019 | 2020* | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody (mln PLN) | 0,0 | 1,5 | 4,1 | 7,0 | 9,1 | 11,3 | 13,6 | 15,7 | 17,2 | 18,1 | 19,0 | 19,6 |
| dynamika r./r. | | | 167% | 71% | 30% | 25% | 20% | 15% | 10% | 5% | 5% | 3% |
| EBITDA (mln PLN) | 0,0 | 0,5 | -0,5 | 0,4 | 0,7 | 1,1 | 1,6 | 2,1 | 2,7 | 3,2 | 3,7 | 4,0 |
| dynamika r./r. | | | | | 76% | 58% | 45% | 35% | 26% | 18% | 17% | 8% |
| marża EBITDA | | 34,1% | -12,5% | 5,6% | 7,6% | 9,6% | 11,6% | 13,6% | 15,6% | 17,6% | 19,6% | 20,6% |

* segment konsolidowany od sierpnia 2020

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena

Wycena dochodowa. Do wyceny Grupy R22 używamy metody DCF Sum-of-the-Parts. Składowymi SOTP są poszczególne wyceny dochodowe każdego z trzech segmentów: Hostingu (100%), CPaaS (54,8% po uwzględnieniu emisji akcji Vercom), Telekomunikacji (98,7%) oraz SaaS (45,84% - Blugento).

Nasza cena docelowa 1 akcji R22 w 100% oparta jest na wycenie DCF SOTP, która implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie **64,8 PLN za 1 akcję (+20% upside)**.

Główne założenia wyceny DCF SOTP:

- 10-letni okres prognozy do 2030 r.;
- Premia rynkowa na poziomie 6,0% (metodologia Trigon DM: 6,0% dla SWIG80);
- Nielewarowana beta na poziomie 1,0;
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,8%;
- Koszt długu po podatku 4,9 %;
- Rezydualna stopa wzrostu: (1) Hosting: $g=1\%$; (2) CPaaS: $g=2\%$; (3) Telekomunikacja: $g=0\%$; (3) SaaS: $g=3\%$;
- W wycenie nie prognozujemy wyników spółek konsolidowanych metodą praw własności (Profitroom / Appchance / User.com). W wycenie SOTP uwzględniamy wartość tych spółek w wartości księgowej wykazywanej jako inwestycje jednostki stowarzyszone i nie zakładamy w wykonania opcji zakupu udziałów ww. spółek;
- W wycenie SOTP zakładamy 3% dyskonta z tytułu straty EBITDA nieprzypisanej do segmentów (obszar korporacyjny);
- Stopa podatkowa 12% w segmencie CPaaS (ulga IP BOX) i 19% w pozostałych segmentach;
- CAPEX w hostingu uwzględnia wykup udziałów w spółce NetDesign w 2024r. (szacujemy ok. 17,5 mln PLN);

Kalkulacja WACC

| | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| D/(E+D) | 21% | 14% | 13% | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% | 8% | 7% |
| Rentowności obligacji 10Y | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% |
| Beta lewarowana | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Premia rynkowa | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Koszt długu po opodatkowaniu | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% |
| Koszt kapitału własnego | 9,1% | 8,6% | 8,5% | 8,5% | 8,4% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,2% | 8,2% |
| WACC | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,9% | 7,9% |

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - Hosting

| DCF w mln PLN | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 26,4 | 30,2 | 32,7 | 33,8 | 35,0 | 36,2 | 37,1 | 38,0 | 38,6 | 39,3 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 21,4 | 24,4 | 26,5 | 27,4 | 28,4 | 29,3 | 30,0 | 30,8 | 31,3 | 31,8 |
| Amortyzacja | 11,5 | 11,5 | 12,4 | 12,9 | 13,3 | 13,8 | 14,1 | 14,4 | 14,7 | 14,9 |
| Nakłady inwestycyjne | -4,1 | -4,4 | -4,8 | -22,6 | -5,1 | -5,2 | -5,3 | -5,4 | -5,5 | -5,5 |
| Zmiana kapitału obrotowego, netto | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,1 | -0,4 | -0,4 | -0,6 | -0,7 | -0,8 | -0,9 |
| FCF | 29,6 | 32,2 | 34,9 | 17,8 | 36,2 | 37,5 | 38,3 | 39,1 | 39,7 | 40,3 |
| WACC (%) | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,9% | 7,9% |
| Wartość bieżąca FCF | 28,3 | 28,5 | 28,5 | 13,5 | 25,3 | 24,3 | 23,0 | 21,8 | 20,5 | 19,2 |
| Suma DFCF | 230 | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF po '30 | 1,0% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 259 | | | | | | | | | |
| PV + RV | 489 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - CPaaS

| DCF w mln PLN | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 32,5 | 40,5 | 44,6 | 47,9 | 50,5 | 52,8 | 54,7 | 56,1 | 57,6 | 59,2 |
| Stopa podatkowa | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| NOPLAT | 28,6 | 35,6 | 39,3 | 42,2 | 44,5 | 46,5 | 48,1 | 49,4 | 50,7 | 52,1 |
| Amortyzacja | 3,7 | 3,7 | 4,1 | 4,4 | 4,7 | 4,9 | 5,0 | 5,2 | 5,3 | 5,5 |
| Nakłady inwestycyjne | -2,8 | -3,8 | -4,6 | -4,9 | -5,2 | -5,4 | -5,5 | -5,7 | -5,8 | -5,9 |
| Zmiana kapitału obrotowego, netto | -3,7 | -2,6 | -2,5 | -2,2 | -2,1 | -2,1 | -2,1 | -2,0 | -2,0 | -2,0 |
| FCF | 25,8 | 33,0 | 36,3 | 39,5 | 41,9 | 43,9 | 45,5 | 46,9 | 48,2 | 49,6 |
| WACC (%) | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,9% | 7,9% |
| Wartość bieżąca FCF | 24,6 | 29,1 | 29,7 | 29,9 | 29,3 | 28,4 | 27,3 | 26,1 | 24,8 | 23,7 |
| Suma DFCF | 273 | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF po '30 | 2,0% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 377 | | | | | | | | | |
| PV + RV | 650 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - Telekomunikacja

| DCF w mln PLN | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBIT | 2,9 | 2,6 | 2,7 | 2,2 | 2,2 | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,7 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 1,8 | 1,8 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| Amortyzacja | 3,8 | 3,8 | 3,5 | 3,4 | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,7 | 2,5 |
| Nakłady inwestycyjne | -2,1 | -2,2 | -2,1 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,2 | -2,5 |
| Zmiana kapitału obrotowego, netto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | 4,0 | 3,7 | 3,5 | 3,0 | 2,8 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 1,4 |
| WACC (%) | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,9% | 7,9% |
| Wartość bieżąca FCF | 3,9 | 3,3 | 2,9 | 2,3 | 2,0 | 1,7 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 0,7 |
| Suma DFCF | 20 | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF po '30 | 0,0% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 8 | | | | | | | | | |
| PV + RV | 28 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - SaaS

| DCF w mln PLN | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT | -1,2 | -0,3 | 0,4 | 0,8 | 1,2 | 1,7 | 2,2 | 2,6 | 3,2 | 3,4 |
| Stopa podatkowa | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| NOPLAT | -1,0 | -0,2 | 0,3 | 0,6 | 1,0 | 1,3 | 1,8 | 2,1 | 2,6 | 2,8 |
| Amortyzacja | 0,7 | 0,7 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 |
| Nakłady inwestycyjne | -0,4 | -0,3 | -0,5 | -0,6 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -1,0 |
| Zmiana kapitału obrotowego, netto | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | -0,7 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,7 | 1,0 | 1,4 | 1,8 | 2,2 | 2,4 |
| WACC (%) | 8,2% | 8,1% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 7,9% | 7,9% |
| Wartość bieżąca FCF | -0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| Suma DFCF | 5 | | | | | | | | | |
| Stopa wzrostu FCF po '30 | 3,0% | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 22 | | | | | | | | | |
| PV + RV | 27 | | | | | | | | | |

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

R22: wycena DCF SOTP

| | Hosting | CPaaS | SaaS | Telco |
|--|-------------|-------------|------------|------------|
| PV + RV (mln PLN) | 489 | 650 | 27 | 28 |
| Dług netto segmentów (31.12.2020) | 77 | 39 | 0 | 14 |
| Emisja netto [IPO Vercom] (mln PLN) | | 172 | | |
| Inwestycje w jedn. stow. [Appchance/User.com] (mln PLN) | | 10 | | |
| Wartość spółki (mln PLN) | 413 | 792 | 28 | 15 |
| Udział R22 | 100,0% | 54,8% | 45,8% | 98,7% |
| Wartość spółki przypadająca na R22 (mln PLN) | 413 | 434 | 13 | 14 |
| Wartość spółki przypadająca na akcję R22 (PLN) | 29,1 | 30,6 | 0,9 | 1,0 |
| Dług netto - obszar korporacyjny po wyłączeniach (mln PLN) | | 66 | | |
| Inwestycje w jedn. stow. [Profitroom] (mln PLN) | | 30 | | |
| Dyskonto (EBITDA nieprzypisana) | | 3% | | |
| Wartość kapitałów własnych (mln PLN) | | 813 | | |
| Wartość na akcję (01.01.2021) | | 57,3 | | |
| Wartość na akcję (28.05.2021) | | 59,4 | | |
| 12M TP | | 64,8 | | |
| Upside | | 20% | | |

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena porównawcza: W naszym podejściu do wyceny porównawczej, analogicznie do poprzedniej metody, składowymi są poszczególne wyceny częściowe spółek z poszczególnych segmentów Grupy R22. Ze względu na wysoki lewar spółki oraz brak informacji o strukturze zysku netto po poszczególnych spółkach w holdingu (poza Vercom) zakładamy, że wycenę R22 opieramy na wskaźniku EV/EBITDA ważonym segmentami. Wycena porównawcza zwraca nam cenę 1 akcji R22 na poziomie **57,2 PLN na akcję**.

Mnożniki spółek porównawczych

| Nazwa spółki | EV/EBITDA | | |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021P | 2022P | 2023P |
| Hosting | | | |
| GODADDY | 18,6 | 15,8 | 13,8 |
| UNITED INTERNET | 6,7 | 6,5 | 6,3 |
| IOMART GROUP | 8,8 | 8,7 | 8,6 |
| VERISIGN | 28,0 | 25,7 | - |
| Mediana | 13,7 | 12,2 | 8,6 |
| CPaaS | | | |
| LINK MOBILITY GROUP HOLDING | 28,1 | 20,2 | 16,2 |
| KALEYRA INC | 42,5 | 14,3 | 19,0 |
| SINCH AB | 64,5 | 33,7 | 27,5 |
| VONAGE HOLDINGS CORP | 20,6 | 19,1 | 15,4 |
| INTERPUBLIC GROUP OF COS INC | 9,5 | 9,2 | 9,1 |
| HAKUHODO DY HOLDINGS INC | 12,9 | 10,3 | 9,1 |
| BLUEFOCUS INTELLIGENT COMM-A | 12,3 | 10,6 | 9,4 |
| S4 CAPITAL PLC | 25,4 | 19,5 | 14,6 |
| PERFICIENT INC | 17,5 | 15,8 | 15,1 |
| M&C SAATCHI PLC | 11,1 | 8,3 | 7,3 |
| SYZYGY AG | 10,6 | 9,0 | 8,3 |
| Mediana | 17,5 | 14,3 | 14,6 |
| Telco | | | |
| DEUTSCHE TELEKOM AG-REG | 6,9 | 6,7 | 6,2 |
| ORANGE | 5,2 | 5,1 | 4,7 |
| HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZA | 6,0 | 5,8 | 5,6 |
| KONINKLIJKE KPN NV | 7,6 | 7,3 | 7,2 |
| MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA | 4,3 | 4,2 | 4,2 |
| TELECOM ITALIA SPA | 5,7 | 5,6 | 5,5 |
| TELEKOM AUSTRIA AG | 4,8 | 4,6 | 4,5 |
| ORANGE POLSKA SA | 5,5 | 5,2 | 5,1 |
| CYFROWY POLSAT SA | 5,9 | 7,3 | 7,5 |
| Mediana | 5,7 | 5,6 | 5,5 |
| SaaS | | | |
| ADOBE INC | 30,2 | 26,2 | 23,7 |
| SALESFORCE.COM INC | 31,8 | 26,3 | 22,0 |
| INTUIT INC | 36,2 | 31,2 | 27,5 |
| SERVICENOW INC | 51,5 | 40,5 | 31,4 |
| ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS-A | 94,4 | 74,9 | 63,8 |
| LIVECHAT SOFTWARE SA | 21,8 | 19,1 | - |
| Mediana | 34,0 | 28,7 | 27,5 |

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

R22: wycena porównawcza

| | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|-------------|-------------|-------------|
| EV (mln PLN) | 1127 | 1147 | 1115 |
| Hosting | 500 | 492 | 375 |
| CPaaS | 611 | 612 | 692 |
| Telco | 33 | 32 | 29 |
| SaaS | -17 | 11 | 18 |
| Dług netto (mln PLN) | | | |
| Hosting | 77 | 77 | 77 |
| CPaaS | -159 | -193 | -231 |
| Telco | 14 | 14 | 14 |
| SaaS | -2 | -5 | -8 |
| obszar korporacyjny | 57 | 49 | 44 |
| Wartość kapitałów własnych (mln PLN) | 1141 | 1207 | 1220 |
| Hosting | 423 | 415 | 298 |
| CPaaS | 770 | 805 | 923 |
| Telco | 19 | 18 | 16 |
| SaaS | -14 | 16 | 27 |
| obszar korporacyjny | -57 | -49 | -44 |
| Udział R22 (mln PLN) | 800 | 833 | 788 |
| Hosting | 423 | 415 | 298 |
| CPaaS | 421 | 441 | 505 |
| Telco | 19 | 18 | 16 |
| SaaS | -6 | 7 | 12 |
| obszar korporacyjny | -57 | -49 | -44 |
| Udział R22 - wartość na akcję (PLN) | 56,8 | 59,1 | 55,9 |
| Hosting | 30,0 | 29,5 | 21,2 |
| CPaaS | 29,9 | 31,3 | 35,8 |
| Telco | 1,4 | 1,3 | 1,1 |
| SaaS | -0,5 | 0,5 | 0,9 |
| obszar korporacyjny | -4,0 | -3,4 | -3,1 |
| Średnia wycena na akcję (PLN) | | 57,2 | |

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody | 128 | 169 | 223 | 294 | 338 | 368 |
| Koszty operacyjne | 108 | 138 | 179 | 237 | 268 | 291 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 20 | 32 | 44 | 57 | 70 | 77 |
| Koszty sprzedaży | - | - | - | - | - | - |
| Koszty ogólnego zarządu | - | - | - | - | - | - |
| Zysk ze sprzedaży | - | - | - | - | - | - |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | - | - | - | - | - | - |
| EBITDA | 30 | 46 | 61 | 77 | 89 | 97 |
| EBITDA skor. | 30 | 46 | 61 | 77 | 89 | 97 |
| Amortyzacja | 10 | 14 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| EBIT | 20 | 32 | 44 | 57 | 70 | 77 |
| Wynik na działalności finansowej | -4 | -6 | -8 | -10 | -10 | -11 |
| Zysk brutto | 17 | 26 | 36 | 47 | 60 | 66 |
| Podatek dochodowy | 3 | 5 | 5 | 7 | 9 | 10 |
| Zysk mniejszości | 5 | 7 | 11 | 14 | 19 | 17 |
| Zysk netto | 9 | 14 | 20 | 26 | 32 | 38 |
| Zysk netto skor. | 9 | 14 | 20 | 26 | 32 | 38 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 15,8% | 18,8% | 19,8% | 19,4% | 20,6% | 20,9% |
| marża EBITDA | 23,3% | 27,1% | 27,4% | 26,1% | 26,4% | 26,4% |
| marża EBITDA skor. | 23,3% | 27,1% | 27,4% | 26,1% | 26,4% | 26,4% |
| marża EBIT | 15,8% | 18,8% | 19,8% | 19,4% | 20,6% | 20,9% |
| marża netto skor. | 6,7% | 8,2% | 9,2% | 8,7% | 9,3% | 10,4% |

| | | | | | | |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| zmiana przychodów r./r. | 16% | 32% | 31% | 32% | 15% | 9% |
| zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r. | 20% | 58% | 38% | 29% | 22% | 10% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | 19% | 54% | 33% | 26% | 17% | 9% |
| zmiana EBIT r./r. | 20% | 58% | 38% | 29% | 22% | 10% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | 26% | 62% | 48% | 25% | 23% | 22% |

Źródło: Spółka, Trigon DM

| | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 47,8 | 49,5 | 52,9 | 49,4 | 70,9 | 67,3 |
| Koszty operacyjne | -38,9 | -40,1 | -42,9 | -38,8 | -60,2 | -54,6 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 8,8 | 9,4 | 10,1 | 10,7 | 10,6 | 12,7 |
| Koszty sprzedaży | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Koszty ogólnego zarządu | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk ze sprzedaży | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 13,0 | 13,6 | 14,3 | 15,0 | 18,0 | 17,7 |
| EBITDA skor. | 13,0 | 13,6 | 14,3 | 15,0 | 18,0 | 17,7 |
| Amortyzacja | -4,1 | -4,2 | -4,2 | -4,3 | -4,5 | -5,0 |
| EBIT | 8,8 | 9,4 | 10,1 | 10,7 | 10,6 | 12,7 |
| Wynik na działalności finansowej | -1,7 | -3,2 | -1,4 | -1,5 | -2,4 | -2,4 |
| Zysk brutto | 6,9 | 5,9 | 8,8 | 9,8 | 7,5 | 10,0 |
| Podatek dochodowy | -1,4 | -0,6 | -1,3 | -1,1 | -1,8 | -1,5 |
| Zysk mniejszości | 1,7 | 1,4 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 1,6 |
| Zysk netto | 3,8 | 3,9 | 5,7 | 6,8 | 4,0 | 6,9 |
| Zysk netto skor. | 3,8 | 3,9 | 5,7 | 6,8 | 4,0 | 6,9 |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża brutto ze sprzedaży | 18,5% | 19,0% | 19,0% | 21,6% | 15,0% | 18,8% |
| marża EBITDA skor. | 27,1% | 27,5% | 27,0% | 30,4% | 25,5% | 26,3% |
| marża EBIT | 18,5% | 19,0% | 19,0% | 21,6% | 15,0% | 18,8% |
| marża netto skor. | 7,9% | 7,9% | 10,8% | 13,8% | 5,6% | 10,3% |

| | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| zmiana przychodów r./r. | 28,2% | 32,8% | 32,1% | 11,3% | 48,4% | 35,9% |
| zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r. | 56,2% | 31,7% | 13,7% | 26,5% | 20,5% | 34,8% |
| zmiana EBITDA skor. r./r. | 54,6% | 36,4% | 37,7% | 20,7% | 39,3% | 29,9% |
| zmiana EBIT r./r. | 58,7% | 31,7% | 13,7% | 26,5% | 20,5% | 34,8% |
| zmiana zysku netto skor. r./r. | 76,0% | 14,3% | 73,8% | 103,2% | 5,9% | 77,4% |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Aktywa trwałe | 218 | 260 | 324 | 315 | 308 | 300 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 28 | 20 | 19 | 18 | 17 | 16 |
| Wartości niematerialne i prawne | 84 | 110 | 84 | 75 | 67 | 59 |
| Wartość firmy | 96 | 96 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| Należności długoterminowe | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inwestycje długoterminowe | 6 | 14 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| Pozostałe | 4 | 21 | 21 | 22 | 24 | 25 |
| Aktywa obrotowe | 30 | 30 | 51 | 264 | 311 | 355 |
| Zapasy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Należności handlowe | 13 | 18 | 26 | 38 | 48 | 54 |
| Pozostałe | 4 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Gotówka | 13 | 7 | 21 | 222 | 259 | 297 |
| Aktywa | 247 | 290 | 375 | 578 | 619 | 655 |
| Kapitał własny | 88 | 85 | 68 | 180 | 202 | 229 |
| Kapitał zakładowy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pozostałe | 79 | 71 | 47 | 154 | 170 | 191 |
| Zysk (strata) netto | 9 | 14 | 20 | 26 | 32 | 38 |
| Kapitały mniejszości | 14 | 12 | 17 | 105 | 118 | 128 |
| Zobowiązania długoterminowe | 95 | 121 | 205 | 199 | 196 | 190 |
| Zobowiązania oprocentowane | 67 | 105 | 187 | 179 | 171 | 163 |
| Pozostałe | 28 | 16 | 17 | 20 | 25 | 27 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 50 | 72 | 86 | 95 | 103 | 108 |
| Zobowiązania oprocentowane | 13 | 25 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| Zobowiązania handlowe | 11 | 13 | 23 | 30 | 36 | 39 |
| Pozostałe | 26 | 33 | 35 | 37 | 39 | 41 |
| Pasywa | 247 | 290 | 375 | 578 | 619 | 655 |
| Kapitał obrotowy netto | 1 | 4 | 3 | 9 | 12 | 16 |
| Dług netto | 67 | 123 | 195 | -14 | -60 | -105 |
| Dług netto skor. | 125 | 174 | 264 | 425 | 435 | 433 |
| Dług netto skor./EBITDA (x) | 4,2 | 3,8 | 4,3 | 5,5 | 4,9 | 4,5 |
| Dług netto/kapitał własny (x) | 0,8 | 1,4 | 2,9 | -0,1 | -0,3 | -0,5 |
| ROE (%) | 9% | 16% | 27% | 21% | 17% | 18% |
| ROA (%) | 4% | 5% | 6% | 5% | 5% | 6% |
| Cykl konwersji gotówki (dni) | -1 | 0 | -1 | 0 | 2 | 4 |
| Cykl rotacji zapasów (dni) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cykl rotacji należności handlowych (dni) | 36 | 33 | 36 | 40 | 47 | 51 |
| Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni) | 37 | 33 | 37 | 41 | 44 | 46 |

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przepływy z działalności operacyjnej | 26 | 40 | 58 | 68 | 81 | 86 |
| Zysk (strata) netto | 13 | 21 | 31 | 40 | 50 | 56 |
| Amortyzacja | 10 | 14 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| Zmiany w kapitale obrotowym | 8 | 1 | 1 | -10 | -8 | -6 |
| Zmiana zapasów | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana należności handlowych | 1 | -5 | -2 | -12 | -9 | -7 |
| Zmiana zobowiązań handlowych | 7 | 6 | 3 | 2 | 1 | 1 |
| Pozostałe | -4 | 5 | 9 | 19 | 19 | 16 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -57 | -40 | -77 | -9 | -11 | -12 |
| CAPEX | -57 | -42 | -77 | -9 | -11 | -12 |
| Pozostałe | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Przepływy z działalności finansowej | 42 | -6 | 33 | 142 | -33 | -37 |
| Zmiana zobowiązań oprocentowanych | -10 | 32 | 71 | -18 | -18 | -19 |
| Wpływy z emisji akcji | 57 | 0 | 0 | 172 | 0 | 0 |
| Dywidenda | 0 | -7 | -6 | -8 | -9 | -11 |
| Pozostałe | -5 | -32 | -32 | -4 | -6 | -7 |
| Przepływy pieniężne netto | 11 | -6 | 14 | 201 | 38 | 37 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 16 | 13 | 7 | 21 | 222 | 259 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 13 | 7 | 21 | 222 | 259 | 297 |

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

Research:

| | | |
|---|--------------|------------------------------|
| Grzegorz Kujawski , Head of Research <i>Konsument, Finanse</i> | 22 433 83 69 | grzegorz.kujawski@trigon.pl |
| Maciej Marcinowski , Deputy Head of Research <i>Strategia, Banki, Finanse</i> | 22 433 83 75 | maciej.marcinowski@trigon.pl |
| Kacper Koproń <i>Gaming, TMT</i> | 22 433 83 71 | kacper.kopron@trigon.pl |
| Katarzyna Kosiorek <i>Biotechnologia</i> | 22 433 82 72 | katarzyna.kosiorek@trigon.pl |
| Michał Kozak <i>Paliwa, Chemia, Energetyka</i> | 22 433 83 68 | michal.kozak@trigon.pl |
| Dominik Niszczyński <i>TMT</i> | 22 433 83 90 | dominik.niszczy@trigon.pl |
| Łukasz Rudnik <i>Przemysł, Wydobycie</i> | 22 433 83 65 | lukasz.rudnik@trigon.pl |
| David Sharma <i>Budownictwo, Developerzy</i> | 22 433 83 49 | david.sharma@trigon.pl |

Sales:

| | | |
|--|--------------|--------------------------------|
| Paweł Szczepański , Head of Sales | 22 433 83 63 | pawel.szczepanski@trigon.pl |
| Paweł Czupryński | 22 433 82 69 | pawel.czuprynski@trigon.pl |
| Sebastian Kosakowski | 22 433 83 93 | sebastian.kosakowski@trigon.pl |
| Michał Sopiński | 22 433 82 70 | michal.sopinski@trigon.pl |
| Hubert Kwiecień | 22 433 83 61 | hubert.kwiecien@trigon.pl |

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym 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 („Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
 min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne
 capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
 ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
 EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
 DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – R22 S.A.
 KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
 TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
 SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
 Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
 Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
 Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
 Dokument sporządziła: Kacper Kopron

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.
 Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.
 Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.
 Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.
 Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.
 Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.
 Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.
 Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.
 Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.
 O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacje w nim zawarte nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.
 Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powołanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.
 Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy. Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
 - potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi opublikowany jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 27 maja 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 28 maj 2021 r. godz.: 08:25