

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.pl

R22

Profitroom uwolni wartość

Konsekwentnie realizowana strategia M&A, ekspansja zagraniczna, mocne wyniki napędzane m.in. wzrostem ARPU i rozwojem produktów oraz wysoka zdolność generacji gotówki - tak w skrócie można naszym zdaniem podsumować ostatnie kwartały w R22. Akwizycja MailerLite konsolidowana w pełni od 3Q22 skokowo poprawiła wyniki w segmencie CPaaS podczas gdy segment Hosting skutecznie realizuje wzrost dzięki podwyżkom cenników usług czemu sprzyja obecne środowisko inflacyjne i niższe pozycjonowanie cenowe względem konkurencji. Sądzymy, że o ile profil wzrostu w dwóch głównych nogach biznesowych R22 jest przez rynek wyceniony, to dodatkowym i niedyskontowanym jeszcze upside'em jest spółka stowarzyszona Profitroom.

R22 kontroluje obecnie 33,3% Profitroom (od stycznia 2020 r.) i posiada opcję wykupu kolejnych 17% w 2024 r. Uważamy, że wysokie dynamiki wzrostu organicznego (rezerwacje +68% r./r. przychody +43% r./r. w '22), ekspozycja na rosnący rynek turystyczny i generacja przychodów w modelu SaaS może stwarzać atrakcyjne equity story w kontekście decyzji R22 na temat przyszłości spółki, która może zapaść w drugim półroczu 2023 r. W naszym przekonaniu R22 może rozważyć kilka scenariuszy odnośnie pakietu akcji Profitroom. Uważamy, że zbliżone prawdopodobieństwo ma zarówno (1) scenariusz realizacji opcji tj. wykup udziałów i konsolidacja wyników Profitroom w 2024 r. (czego na razie nie uwzględniamy w naszych prognozach); (2) scenariusz odsprzedaży pakietu akcji do inwestora branżowego czy funduszu private equity. Sądzymy, że każdy z tych scenariuszy może mieć swoje zalety, które finalnie przekują się w uwolnienie wartości dla akcjonariuszy R22. W przypadku realizacji opcji zakładać można, że spółka kilkukrotnie powiększy wyniki segmentu SaaS. Z kolei w przypadku odsprzedaży posiadanego pakietu akcji R22 może mocno odlewarować bilans, co z kolei odbuduje zdolności akwizycyjne gdzie spółka ma dobry, sprawdzony track-record. Sądzymy, że oba scenariusze są całkiem realne, a inwestorzy mogą dyskontować decyzję dotyczącą przyszłości Profitroom wyprzedzająco. Dodatkowo wyniki tego roku na dwóch głównych segmentach zapowiadają się rekordowo (dynamika EBITDA w 2023: +46% r./r. w CPaaS i +26% w Hostingu), co także jest mocnym argumentem inwestycyjnym in plus.

Uwzględniając w wycenie nowe podejście do oszacowania wartości Profitroom podtrzymujemy zalecenie inwestycyjne KUPUJ z ceną docelową 88,6 PLN (+29% upside).

Prognozy. Podnosimy nasze prognozy o na lata 2023-25 o 4% na poziomie przychodów i 5% na poziomie EBITDA. Nasze prognozy są wyższe niż skumulowane cele ESOP dla segmentów CPaaS i Hosting o odpowiednio 4% i 2% w latach 2023-24.

Wycena. Nasza cena docelowa akcji R22 oparta jest w 100% na metodzie DCF Sum-of-the-Parts gdzie każdy segment spółki wyceniamy niezależnie. Po raz pierwszy w wycenie przeprowadzamy także wycenę stand-alone spółki Profitroom metodą porównawczą (poprzednio bazowaliśmy na wycenie bilansowej). Nasza metodologia zwraca wartość 1 akcji R22 na poziomie **88,6 PLN (KUPUJ, +29% upside)**.

Czynniki ryzyka. Opisane na stronie 13.

min PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	223	297	392	488	571	650
EBITDA skor.	61	77	104	139	164	188
EBIT	45	49	74	111	137	153
Zysk netto	20	25	24	44	58	69
EPS (PLN)	1,5	1,8	1,7	3,1	4,1	4,9
P/E (x)	47,7	38,4	40,6	22,4	16,9	14,2
EV/EBITDA skor. (x)*	30,8	23,0	19,2	13,9	11,3	9,5
P/BV (x)	14,4	5,4	4,5	4,0	3,4	2,9
DY (%)	0,6%	0,8%	1,0%	1,4%	1,2%	2,1%

Źródło: dane spółki, Trigon DM; DN w kalkulacji EV/EBITDA skorygowany o rynkową wartość kapitałów mniejszości (Vercom)

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj, 61,3)

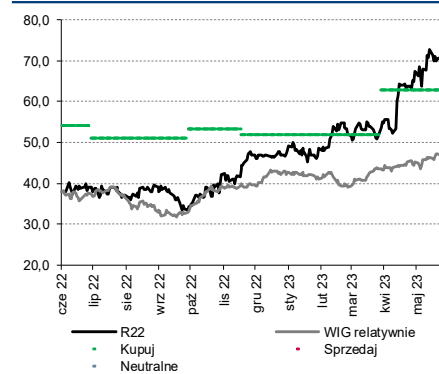
Cena docelowa: 88,6 PLN

Potencjał wzrostu: +29%

DANE SPÓŁKI

Ticker	R22		
Sektor	TMT		
Kurs (PLN)	68,80		
52 tyg. min/max (PLN)	32,75 / 74,8		
Liczba akcji (mln szt.)	14,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	976		
Free-float	25%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,58		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	11,3%	31,9%	73,7%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	24.04.2023	63,1
Kupuj	13.12.2022	52,2
Kupuj	24.10.2022	53,4
Kupuj	25.07.2022	51,3
Kupuj	22.04.2022	54,3
Kupuj	09.12.2021	65,6
Kupuj	20.07.2021	65,6

AKCJONARIAT

	Udział %
Jacek Duch	30,3%
Jakub Dwernicki	18,5%
Robert Dwernicki	8,9%
AEGON OFE	6,8%
Allianz OFE	5,7%
Allianz TFI	5,1%
Pozostali	24,8%

WAŻNE DATY

Raport półroczny	05.09.2023
Raport III kw.	14.11.2023

ANALITYK

Kacper Kopron	+48 666 079 125 kacper.kopron@trigon.pl
---------------	--

R22

Bloomberg ticker

R22 PW

Rekomendacja
Cena docelowa (PLN)

Kupuj
88,6

Kurs (PLN)
Potencjał wzrostu

68,8
29%

Poprzednia rekomendacja
Poprzednia cena docelowa (PLN)

Kupuj
61,3

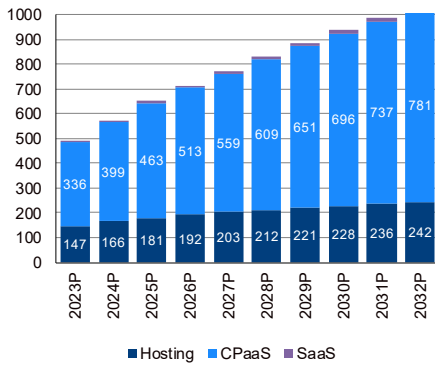
Liczba akcji (mln)
Kapitałizacja (mln PLN)
EV (mln PLN)

14,1
976
1 990

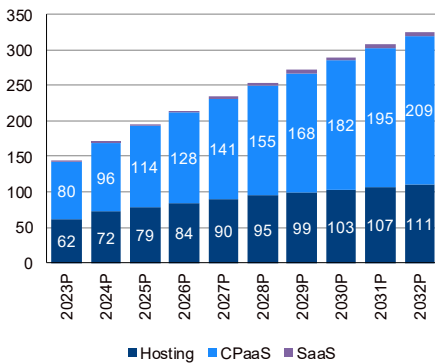
Kacper Korporń
kacper.kopron@trigon.pl
+48 (22) 4338-371

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	38,4	40,6	22,4	16,9	14,2
P/E skor. (x)	38,4	40,6	22,4	16,9	14,2
P/BV (x)	5,4	4,5	4,0	3,4	2,9
EV/EBITDA * (x)	25,3	19,7	14,0	11,4	9,5
EV/EBITDA skor. * (x)	23,0	19,2	13,9	11,3	9,5
EV/Sprzedaż (x)	6,0	5,1	4,0	3,3	2,7
FCF Yield (%)	-1,0%	-8,2%	5,3%	6,5%	8,0%
DY (%)	0,8%	1,0%	1,4%	1,8%	2,1%
Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,8	1,7	3,1	4,1	4,9
EPS skor. (PLN)	1,8	1,7	3,1	4,1	4,9
DPS (PLN)	0,6	0,7	0,9	1,2	1,4
BVPS (PLN)	12,9	15,5	17,5	20,4	23,8
Liczba akcji (mln)	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Kapitałizacja (mln PLN)	976	976	976	976	976
EV (mln PLN)	1 772	1 990	1 933	1 859	1 777

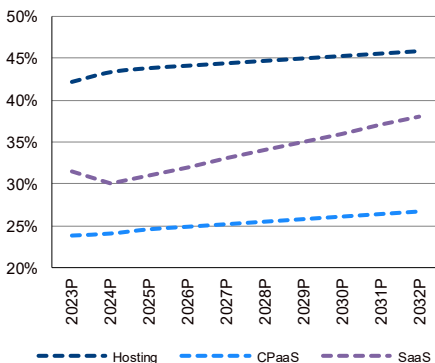
Przychody po segmentach (mln PLN)



EBITDA po segmentach (mln PLN)



Marża EBITDA po segmentach (%)



Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	297	392	488	571	650
Koszty operacyjne	248	318	377	434	497
Zysk brutto ze sprzedaży	49	74	111	137	153
EBITDA	70	101	138	163	188
EBITDA skor.	77	104	139	164	188
Amortyzacja	21	27	31	32	35
EBIT	49	74	111	137	153
Zysk brutto	41	52	91	123	146
Zysk mniejszości	8	16	30	41	49
Zysk netto	25	24	44	58	69
Zysk netto skor.	25	24	44	58	69

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	69	97	130	152	165
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-85	-260	-24	-27	-31
CAPEX	-87	-260	-24	-27	-31
Przepływy z działalności finansowej	125	86	-84	-104	-98
Dywidenda	-8	-10	-13	-17	-20
FCF	-18	-162	103	121	141
Przepływy pieniężne netto	109	-76	22	21	37

Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	579	866	888	913	959
Rzeczowe aktywa trwałe	19	18	20	20	19
Wartość firmy	205	518	511	511	511
Wartości niematerialne i prawne	89	126	119	114	110
Gotówka	130	54	76	97	133
Pasywa	579	866	888	913	959
Kapitał własny	182	219	247	287	335
Kapitały mniejszości	96	179	193	219	248
Zobowiązania oprocentowane	171	299	262	208	203
Dług netto skor.*	796	1 014	958	883	802
Zmiany w kapitale obrotowym	0	9	-5	-4	-3

Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
zmiana przychodów r./r.	33%	32%	24%	17%	14%
zmiana zysku netto skor. r./r.	24%	-6%	82%	33%	19%
marża brutto na sprzedaży (%)	16,4%	19,0%	22,8%	24,1%	23,5%
marża EBITDA skor. (%)	25,9%	26,5%	28,4%	28,7%	28,9%
marża EBIT (%)	16,4%	19,0%	22,8%	24,1%	23,5%
marża netto skor. (%)	8,6%	6,1%	8,9%	10,1%	10,6%
ROE (%)	20,3%	12,0%	18,7%	21,7%	22,1%
ROA (%)	5,3%	3,3%	5,0%	6,4%	7,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	29,3%	66,2%	5,0%	4,8%	4,7%
CAPEX/Amortyzacja (x)	4,1	9,8	0,8	0,9	0,9
Dług netto/EBITDA** (x)	1,4	4,0	2,4	1,4	0,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	-4	-10	-11	-9	-8
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	38	31	29	32	33
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	42	41	40	41	41

Źródło: Spółka, Trigon DM

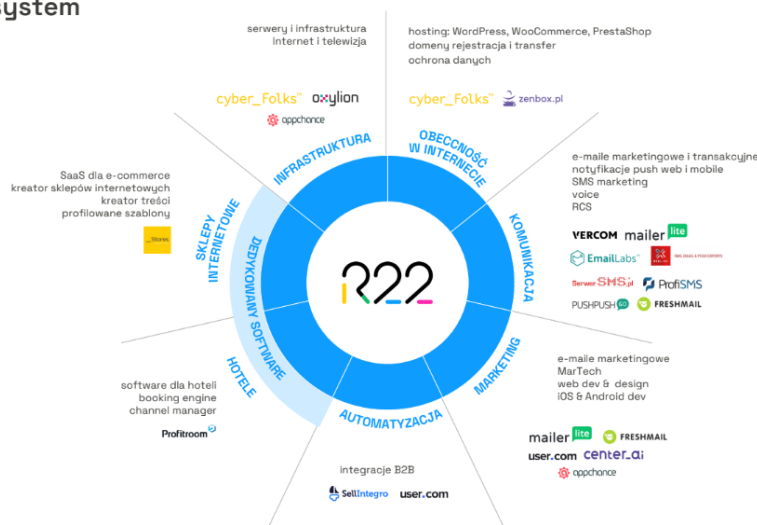
Źródło: Spółka, Trigon DM; * DN skorygowany o wartość rynkową udziałów mniejszości Vercom; ** kalkulowany jak nominalny DN (bez minorities) do proporcjonalnego zysku EBITDA przypisanego jednostce dominującej

Podsumowanie inwestycyjne

Konsekwentna realizacja strategii w segmencie CPaaS i w segmencie Hosting. Spółka w dalszym ciągu z powodzeniem realizuje założenia strategii rozwoju budując kompleksowy ekosystem obsługi klientów B2B w przestrzeni cyfrowej. Koncentracja nowych inicjatyw spółki skupia się obecnie na branży e-commerce. W segmencie CPaaS (56% EBITDA za 2023 r.), Vercom rozpoczyna proces integracji usług wokół dwóch kluczowych platform MailerLite (klienci SMB i prywatni przedsiębiorcy) i MessageFlow (klienci mid-market i enterprise), co ma przyspieszyć ekspansję firmy na rynkach zagranicznych. W segmencie Hosting (43% EBITDA za 2023 r.) spółka stawia z kolei na nowy produkt _Stores, stanowiący narzędzie do kreacji i prowadzenia sklepu internetowego, którego uruchomienie komercyjne w pełnej wersji nastąpiło w kwietniu.

Ekosystem R22

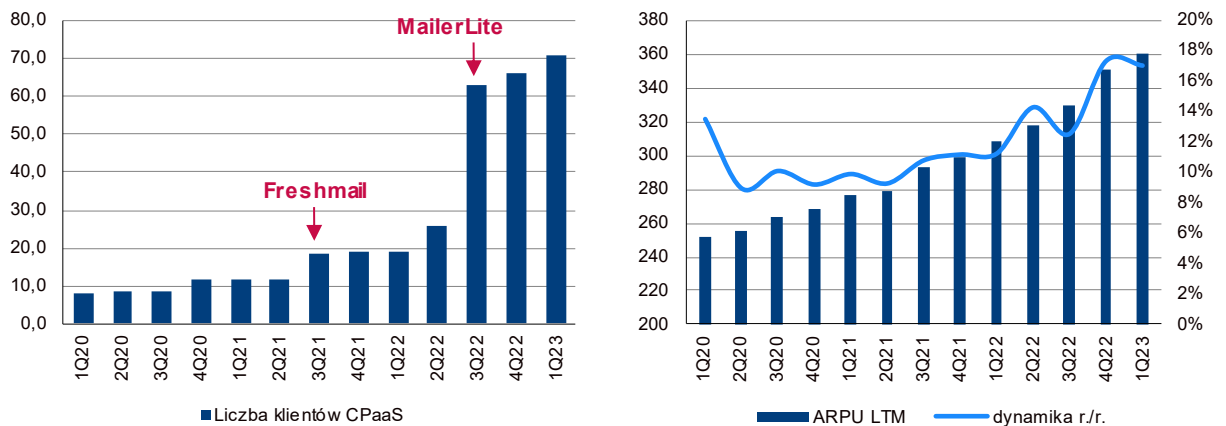
360° Ekosystem



Źródło: R22

Po akwizycji MailerLite, spółka potroiła liczbę klientów w segmencie CPaaS do ponad 70 tys. na koniec 1Q23. Celem spółki w przypadku segmentu CPaaS jest dalsze zwiększanie sprzedaży zagranicznej, które obecnie wynosi blisko 60%. W segmencie Hosting warto docenić z kolei konsekwentny, dwucyfrowy wzrost ARPU. Można dostrzec, że dynamika ARPU w ujęciu r./r. jest w ostatnich kwartałach coraz wyższa, co jest efektem mocniejszego podnoszenia cenników usług hostingowych, czemu sprzyja obecne środowisko inflacyjne.

Liczba klientów segmentu CPaaS (l. wykres) ; ARPT LTM w segmencie Hosting (p. wykres)



Źródło: R22, opracowanie Trigon DM

Profitroom - equity story w pigulce. Profitroom to dostawca technologii rezerwacyjnych dla obiektów hotelowych w modelu SaaS (Booking Engine 360) oraz innych rozwiązań wspierających sprzedaż i marketing online (Marketing Automation, Channel Manager, Digital Marketing Services). Model biznesowy spółki opiera się na pobieraniu prowizji od wygenerowanych rezerwacji oraz stałych opłat abonamentowych. Rozwiązania Profitroom pozwalają klientom na rezerwację i płatność za pobyt, a hotelarze zaopatrują w rozwiązania typu CRM, system mailingowy oraz dają możliwość zarządzania sprzedażą przez pośredników takich jak Booking.com czy Expedia. Całkowita wartość rezerwacji złożonych przez silnik rezerwacji Profitroom przekroczyła w 2022 r. 1,5 mld PLN (+68% r.r.) co pozwoliło wygenerować spółce ok. 48 mln PLN przychodów.

R22 nabyło 33,3% udziałów Profitroom w styczniu 2020 r. za 30 mln PLN. Spółka w umowie inwestycyjnej zagwarantowała sobie także opcje wykupu kolejnych 17% udziałów w 2024 r. żeby potencjalnie sprawować większościową kontrolę nad spółką (konstrukcja i parametry opcji nie zostały ujawnione). Timing akwizycji okazał się być mocno nietrafiony ze względu na pandemię koronawirusa, która wybuchła de facto dwa miesiące później przez co rynek przez wiele miesięcy nie przykładał wagi do wyników i potencjału spółki.

Od momentu nabycia mniejszościowego pakietu, spółka konsekwentnie realizowała założenia strategiczne mające u podstaw zbudowanie pozycji lidera rynku rezerwacji hotelowych w Polsce dokładając kolejne umowy zagranicą. W 2022 r. spółka mocno zainwestowała w ekspansję zagraniczną powiększając zespół sprzedażowy, co z jednej strony przełożyło się na wzrost kosztów (niski zysk EBITDA), ale także znaczny wzrost ilości podpisanych umów z nowymi klientami, przede wszystkim na rynku afrykańskim. Na koniec 2022 r. spółka obsługiwała hotele na 5 kontynentach i w 42 krajach, a udział przychodów z rynków zagranicznych wyniósł w 1Q23 ok. 30% całości (sprzedaż zagraniczna +70% r.r.). Ekspansja Profitroom zagranicą jest obecnie głównym celem strategicznym.

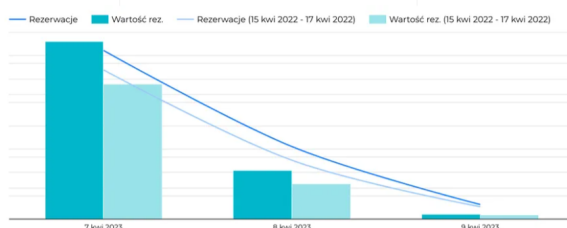
Profitroom - mocna pozycja w polskim rynku turystycznym. Profitroom pomimo ambitnych planów ekspansji zagranicznej posiada na razie największą ekspozycję na polski rynek turystyczny (z informacji z konferencji wynika, że rząd wielkością 70% przychodów generuje Polska). Efektywność rozwiązań oferowanych przez firmę spowodowała, że Profitroom to lider technologiczny na polskim rynku hotelowym, z którego korzysta ponad połowa hoteli, w tym przede wszystkim największe polskie resorty takie jak Dr Irena Eris, Hotel Arłamów, Grand Lubicz, Hotele PURO, Górskie Resorty i wiele innych.

Po turbulencjach związanych z pandemią COVID-19 polski rynek turystyczny wspomagany m.in. programami socjalnymi (500+ czy Bon Turystyczny) zdaje się wracać na wzrostową trajektorię. Na okres Wielkanocy 2023 spółka zanotowała 16,1% więcej rezerwacji bezpośrednich w porównaniu do roku 2022. Średnia cena rezerwacji wyniosła 999,53 PLN i była wyższa o 13,9% r.r. W okresie majówki Profitroom zanotował aż 26,3% więcej rezerwacji bezpośrednich w porównaniu do roku 2022 przy średniej cenie 805,90 PLN na rezerwację (+ 15,4% r.r.). Zanotowano także wzrost średniej długości pobytu wzrosła (+5,3%) do wartości 2,94 dnia. Dobrą kondycję turystyki potwierdza też Rainbow Tours, gdzie wielkość przedsprzedaży imprez turystycznych z oferty sezonu "Lato 2023" (kwiecień - październik 2023) wyniosła 270 170 osób, co oznacza wzrost poziomu przedsprzedaży w ujęciu r.r. o około 43,4 %.

Raport Profitroom Suite - rezerwacje Wielkanocy i Majówki 2023 w polskich hotelach

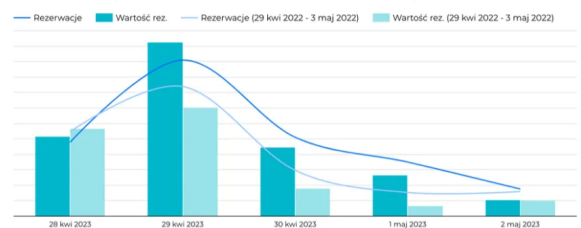
WIELKANOC

Rezerwacje po dacie przyjazdu 7-9 kwietnia 2023 porównujemy do zeszlazorocznych dat przyjazdu, tj. 15-17 kwietnia 2022.



MAJÓWKA

Rezerwacje po dacie przyjazdu 28 kwietnia - 2 maja 2023 porównujemy do zeszlazorocznych dat przyjazdu, tj. 29 kwietnia - 3 maja 2022.



Źródło: Profitroom

Scenariusze inwestycyjne dla Profitroom. Uważamy, że wysokie dynamiki wzrostu organicznego (rezerwacje +68% r./r. przychody +43% r./r. w '22), ekspozycja na rosnący rynek turystyczny i generacja przychodów w modelu SaaS może stwarzać atrakcyjne equity story w kontekście decyzji R22 na temat przyszłości spółki, która może zapaść w drugim półroczu 2023 r. W naszym przekonaniu R22 może rozważyć kilka scenariuszy odnośnie pakietu akcji Profitroom. Uważamy, że zbliżone prawdopodobieństwo ma zarówno (1) scenariusz realizacji opcji tj. wykup udziałów i konsolidacja wyników Profitroom w 2024 r. (czego na razie nie uwzględniamy w naszych prognozach); (2) scenariusz odsprzedaży pakietu akcji do inwestora branżowego lub funduszu private equity.

Uważamy, że każdy z tych scenariuszy może mieć swoje zalety, które finalnie przekują się w uwolnienie wartości dla akcjonariuszy R22. W przypadku realizacji opcji zakładać można, że spółka kilkukrotnie powiększy wyniki segmentu SaaS. Z kolei w przypadku odsprzedaży posiadanego pakietu akcji, R22 może mocno odlewarować bilans, co z kolei odbuduje zdolności akwizycyjne gdzie spółka ma dobry, sprawdzony track-record. Sądzymy, że oba scenariusze są całkiem realne, a inwestorzy mogą dyskutować decyzję dotyczącą przyszłości Profitroom wyprzedzająco.

Ile może być warty Profitroom? Do tej pory wycena Profitroom uwzględniana w naszej wycenie R22 opierała się cenie przejścia tj. wartości bilansowej spółki (33,3% za ok. 30 mln PLN). W naszym przekonaniu wartość bilansowa nie odzwierciedla faktycznego potencjału spółki, a rynek może stopniowo zmieniać podejście do wyceny gdyż w drugim półroczu 2023 r. powinny zapadać decyzje odnośnie przyszłości aktywa. Niniejsza analiza przedstawia uproszczoną wycenę Profitroom, którą uwzględniamy w nowym podejściu do wyceny Grupy.

Założenia prognoz Profitroom:

- Tempo wzrost GMV w latach 2023-25 odpowiednio +64% / +55% / +45%
- Spadek take-rate wynikający z pozyskiwania dużych sieci hotelowych zagranicą, gdzie % take-rate jest niższy;
- Rosnąca marża EBITDA. Zakładamy, że spółka zgodnie z efektem skali powinna poprawiać marżę przy przyłączeniach nowych hoteli. Nie zakładamy dalszej ekspansji zespołu sprzedażowego, co było widoczne w kosztach w 2022 r.

Profitroom - wyniki kwartalne 2021-23P

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23P	4Q23P
GMV	107	241	318	255	319	370	455	402	530	610	750	644
yoy	-	-	-	-	198%	54%	43%	58%	66%	65,00%	65,00%	60,00%
qoq	-	125%	32%	-20%	25%	16%	23%	-12%	32%	15%	23%	-14%
Take rate	5,27%	3,32%	3,46%	3,51%	3,32%	3,05%	3,01%	3,12%	2,86%	2,81%	2,76%	2,71%
Przychody	5,6	8,0	11,0	8,9	10,6	11,3	13,7	12,5	15,1	17,1	20,7	17,4
yoy	-	-	-	-	87%	41%	25%	40%	43%	52%	51%	39%
qoq	-	42%	38%	-19%	18%	6%	22%	-9%	21%	13%	21%	-16%
EBITDA	0,3	4,9	4,3	-0,1	0,7	0,7	2,2	-0,9	3,3	3,4	4,1	3,5
marża EBITDA	5,5%	60,9%	38,9%	-0,9%	6,8%	6,0%	16,3%	-7,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Dotacja		2,0					1,1					
Skor. EBITDA	0,3	2,9	4,3	-0,1	0,7	0,7	1,1	-0,9	3,3	3,4	4,1	3,5
marża EBITDA skor.	5,5%	35,8%	38,9%	-0,9%	6,8%	6,0%	8,3%	-7,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Źródło: R22, szacunki Trigon DM

Profitroom - prognoza wyników 2023-25

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
GMV	451	921	1546	2534	3928	5695
yoy		104%	68%	64%	55,00%	45,00%
Take rate	5,81%	3,65%	3,11%	2,78%	2,58%	2,38%
Przychody	26,20	33,6	48,1	70,4	101,2	135,4
yoy		28%	43%	46%	44%	34%
EBITDA		9,4	2,7	14,4	22,7	33,1
marża EBITDA	0,0%	27,9%	5,7%	20,4%	22,43%	24,43%
Dotacja		2,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Skor. EBITDA		7,4	1,7	14,4	22,7	33,1
yoy			-78%	768%	58%	46%
marża EBITDA skor.	0,0%	22,0%	3,4%	20,4%	22,4%	24,4%

Źródło: R22, szacunki Trigon DM

Główne założenia wyceny porównawczej Profitroom:

- Grupa porównawcza oparta o spółki z modelu SaaS o wysokim tempie wzrostu oraz spółki z obszaru technologii rezerwacji hotelowych / rynku turystycznego;
- Wycena oparta o wskaźniki EV/EBITDA i EV/Sales na lata 2023-25;
- Udział R22 w Profitroom na poziomie 33,3%

Profitroom - wycena porównawcza

	Spółka	Ticker	EV/EBITDA			EV/Sales		
			'23P	'24P	'25P	'23P	'24P	'25P
SaaS	DOCUSIGN	DOCU US Equity	17,2	15,7	14,3	3,9	3,6	3,4
	TWILIO	TWLO US Equity	12,3	10,3	7,7	1,8	1,6	1,4
	OKTA	OKTA US Equity	304,2	61,7	41,4	6,6	5,6	4,7
	VEEVA SYSTEMS	VEEV US Equity	29,5	30,9	24,3	11,7	10,6	8,9
	HUBSPOT	HUBS US Equity	62,1	48,4	34,1	10,3	8,5	6,8
	ZSCALER	ZS US Equity	55,9	39,8	28,6	9,7	7,5	6,0
	DATADOG	DDOG US Equity	63,1	46,5	33,0	11,7	9,2	7,0
	CROWDSTRIKE HOLDINGS	CRWD US Equity	69,0	47,5	35,0	13,0	9,6	7,5
	CLOUDFLARE	NET US Equity	75,8	57,1	39,8	12,1	9,3	7,2
	RINGCENTRAL	RNG US Equity	7,7	6,6	5,7	1,9	1,7	1,5
	SPLUNK	SPLK Equity	29,9	21,1	17,3	4,7	4,2	3,7
	LIVECHAT SOFTWARE	LVC PW Equity	18,5	15,8	-	11,6	10,0	-
		Mediana		42,9	35,4	28,6	10,0	8,0
Booking Engines	BOOKING HOLDINGS	BKNG US Equity	13,9	12,0	10,6	4,6	4,2	3,8
	AIRBNB	ABNB US Equity	22,4	19,0	16,1	7,8	6,8	5,9
	TRIP.COM GROUP	TCOM US Equity	22,1	15,5	13,0	4,4	3,6	3,1
	ROYAL CARIBBEAN CRUISES	RCL US Equity	10,5	8,8	7,9	3,1	2,7	2,5
	EXPEDIA GROUP	EXPE US Equity	5,7	5,0	4,6	1,2	1,1	1,0
	TRIPADVISOR	TRIP US Equity	6,0	4,9	4,2	1,2	1,1	1,0
	MAKEMYTRIP LTD	MMYT US Equity	38,1	26,0	17,7	3,8	3,0	2,4
	SABRE	SABR US Equity	18,5	10,0	6,7	1,9	1,7	1,5
	MONDEE HOLDINGS	MOND US Equity	23,0	12,6	9,1	4,1	3,0	2,3
	YATRA ONLINE	YTRA US Equity	28,0	10,0	7,5	1,9	1,5	1,2
		Mediana		20,3	11,0	8,5	3,5	2,9
Mnożnik blended - mediana			22,7	15,7	14,3	4,5	3,9	3,4
Profitroom - wyniki			EBITDA	Przychody				
			14,4	22,7	33,1	70,4	101,2	135,4
Wycena (mln PLN)			EV/EBITDA			EV/Sales		
Wycena roczna ze wskaźnika			331	373	505	322	410	492
Wycena ze wskaźnika			403			408		
Wycena			405					

Źródło: Bloomberg, szacunki Trigon DM

Podsumowanie wyceny Profitroom. Wycena porównawcza Profitroom zwraca wartość 405 mln PLN. Wartość pakietu przypadająca na R22 to zatem **135 mln PLN czyli ok. 9,53 PLN na akcję**. Różnica w wartości wynikającej z wyceny porównawczej, a z wartości na bilansie to 7,22 PLN/akcja (102 mln PLN).

Profitroom - podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny Profitroom	
Wycena Profitroom (mln PLN)	405
Wartość pakietu R22 (33,34%) (mln PLN)	135
Wartość pakietu na akcję R22	9,53
Wartość pakietu - bilans (mln PLN)	33
Wartość pakietu na akcję bilans (mln PLN)	2,32
Różnica w wycenie (mln PLN)	102
Różnica w wycenie (na akcję)	7,22

Źródło: szacunki Trigon DM

Założenia dla segmentu Hosting:

- CAGR 3Y ARPU 2022-25P: 9,6% / CAGR 10Y ARPU 2022-32P: 5,5%
- CAGR 3Y średniej liczby klientów 2022-25P: 3,7% / CAGR 10Y średniej liczby klientów 2022-32P: 2,0%
- CAGR 3Y liczby sprzedanych domen 2022-25P: 4,2% / CAGR 10Y liczby sprzedanych domen 2022-32P: 1,9%
- CAGR 3Y średniej ceny domen 2022-25P: 8,4% / CAGR 10Y średniej ceny domen 2022-32P: 3,8%
- CAGR 3Y usług dodatkowych (m.in. VAS) 2022-25P: 9,8% / CAGR 10Y usług dodatkowych 2022-32P: 5,0%
- Poprawa marży EBITDA o średnio 0,6pp rocznie

Segment Hosting - podsumowanie prognoz

cyber_Folks - podsumowanie prognoz	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody (mln PLN)	91,2	101,5	122,6	147,3	166,2	180,8	191,6	203,0	211,7	220,7	228,0	235,5	241,8
dynamika r./r.	17%	11%	21%	20%	13%	9%	6%	6%	4%	4%	3%	3%	3%
[1] Hosting	54,0	61,6	77,7	89,1	100,4	110,6	118,5	126,9	133,3	140,0	145,7	151,5	156,1
dynamika r./r.	17%	14%	26%	15%	13%	10%	7%	7%	5%	5%	4%	4%	3%
Średnia liczba klientów w roku (tys.)	200	202	218	227	236	243	248	253	255	258	261	263	266
dynamika r./r.	1%	1%	8%	4%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
ARPU (PLN)	260	287	327	371	402	430	452	474	493	513	528	544	555
dynamika r./r.	10%	10%	14%	14%	8%	7%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	2%
[2] Domeny	23,8	27,3	31,7	43,5	49,7	52,7	54,8	57,0	58,7	60,5	61,7	63,0	64,2
dynamika r./r.	17%	15%	16%	37%	14%	6%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
Liczba sprzedawanych domen	362	361	388	411	434	439	443	448	452	457	461	466	470
dynamika r./r.	3%	0%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Średnia cena domeny	69,0	71,6	77,4	86,8	93,9	98,6	101,6	104,6	106,7	108,8	109,9	111,0	112,1
dynamika r./r.	3%	4%	8%	12%	8%	5%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%
[3] Usługi dodatkowe	13,1	12,6	13,2	14,7	16,2	17,5	18,3	19,1	19,6	20,2	20,6	21,0	21,5
dynamika r./r.	12%	-4%	5%	12%	10%	8%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
EBITDA skor. (mln PLN)	30,2	38,9	49,2	62,0	71,9	79,1	84,5	90,1	94,6	99,3	103,3	107,4	110,9
marża EBITDA skor.	33,1%	38,3%	40,2%	42,1%	43,3%	43,8%	44,1%	44,4%	44,7%	45,0%	45,3%	45,6%	45,9%

* uwzględniając darmowe domeny

Źródło: R22, szacunki Trigon DM

Założenia dla segmentu CPaaS:

- CAGR 3Y liczby klientów 2022-25P: 34,9% / CAGR 10Y liczby klientów 2022-32P: 14,6%
- *CAGR 3Y ARPU 2022-25P: -16,9% / CAGR 10Y ARPU 2022-32P: -4,7%
- CAGR 3Y usług komplementarnych 2022-25P: 40,4% / CAGR 10Y usług komplementarnych 2022-32P: 16,0%
- Poprawa marży EBITDA o średnio 0,6pp rocznie

Segment CPaaS - podsumowanie prognoz

CPaaS - podsumowanie prognoz*	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody (mln PLN)	116,5	178,8	260,1	335,6	399,4	462,7	513,3	559,1	609,0	651,1	696,1	737,2	780,7
dynamika r./r.	50%	53%	45%	29%	19%	16%	11%	9%	9%	7%	7%	6%	6%
[1] Przychody z platform komunikacji	106,3	160,5	235,6	286,5	340,5	394,9	438,8	478,6	522,1	558,9	598,9	634,4	674,6
dynamika r./r.	50%	51%	47%	22%	19%	16%	11%	9%	9%	7%	7%	7%	6%
ARPU kwartalne (tys. PLN)	2,88	2,73	1,61	0,92	0,92	0,93	0,94	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98	0,99
dynamika r./r.	24%	-5%	-41%	-43%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Średnia liczba Klientów (tys.)	9,1	15,1	43,4	77,5	92,7	106,6	117,3	126,7	136,8	145,0	153,7	161,4	169,5
dynamika r./r.	19%	66%	187%	78%	20%	15%	10%	8%	8%	6%	6%	5%	5%
[2] Usługi komplementarne	10,3	18,4	24,5	49,1	58,9	67,8	74,6	80,5	87,0	92,2	97,7	102,6	107,7
dynamika r./r.	54%	78%	33%	101%	20%	15%	10%	8%	8%	6%	6%	5%	5%
EBITDA skor. (mln PLN)	26,3	37,1	54,9	80,1	96,3	113,9	127,9	141,0	155,4	168,1	181,8	194,8	208,6
marża EBITDA skor.	22,6%	20,7%	21,1%	23,9%	24,1%	24,6%	24,9%	25,2%	25,5%	25,8%	26,1%	26,4%	26,7%

* segment Telekomunikacja konsolidowany w ramach segmentu CPaaS od 3Q22

Źródło: R22, szacunki Trigon DM; * niższa baza ARPU w 2023 wynika z przejścia MailerLite

Segment SaaS - podsumowanie prognoz

SaaS - podsumowanie prognoz	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody (mln PLN)	1,5	3,0	4,4	5,1	5,8	6,7	7,7	8,9	10,2	11,7	13,5	14,8	16,3
dynamika r./r.	0%	98%	46%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%
EBITDA (mln PLN)	0,5	-0,9	0,9	1,6	1,7	2,1	2,5	2,9	3,5	4,1	4,8	5,5	6,2
marża EBITDA	34,1%	-30,3%	21,1%	31,5%	30,0%	31,0%	32,0%	33,0%	34,0%	35,0%	36,0%	37,0%	38,0%

Źródło: R22, szacunki Trigon DM

R22 - podsumowanie prognoz i dynamik wzrostu

R22 - podsumowanie prognoz	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody (mln PLN)	488,0	571,4	650,2	712,7	771,0	830,9	883,6	937,6	987,6	1038,8
Hosting	147,3	166,2	180,8	191,6	203,0	211,7	220,7	228,0	235,5	241,8
CPaaS	335,6	399,4	462,7	513,3	559,1	609,0	651,1	696,1	737,2	780,7
SaaS	5,1	5,8	6,7	7,7	8,9	10,2	11,7	13,5	14,8	16,3
dynamiki przychodów r./r.										
R22 (Grupa)	24%	17%	14%	10%	8%	8%	6%	6%	5%	5%
Hosting	20%	13%	9%	6%	6%	4%	4%	3%	3%	3%
CPaaS	29%	19%	16%	11%	9%	9%	7%	7%	6%	6%
SaaS	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	10%	10%
EBITDA skor. (mln PLN)										
R22 (Grupa)	138,7	163,9	187,9	206,9	225,3	244,1	261,4	279,2	296,2	313,6
Hosting	62,0	71,9	79,1	84,5	90,1	94,6	99,3	103,3	107,4	110,9
CPaaS	80,1	96,3	113,9	127,9	141,0	155,4	168,1	181,8	194,8	208,6
SaaS	1,6	1,7	2,1	2,5	2,9	3,5	4,1	4,8	5,5	6,2
nieprzyjane	-5,0	-6,1	-7,3	-8,0	-8,7	-9,4	-10,1	-10,8	-11,4	-12,1
dynamiki EBITDA r./r.										
R22 (grupa)	34%	18%	15%	10%	9%	8%	7%	7%	6%	6%
Hosting	26%	16%	10%	7%	7%	5%	5%	4%	4%	3%
CPaaS	46%	20%	18%	12%	10%	10%	8%	8%	7%	7%
SaaS	71%	10%	19%	19%	19%	18%	18%	18%	13%	13%
marża EBITDA										
R22 (grupa)	28,4%	28,7%	28,9%	29,0%	29,2%	29,4%	29,6%	29,8%	30,0%	30,2%
Hosting	42,1%	43,3%	43,8%	44,1%	44,4%	44,7%	45,0%	45,3%	45,6%	45,9%
CPaaS	23,9%	24,1%	24,6%	24,9%	25,2%	25,5%	25,8%	26,1%	26,4%	26,7%
SaaS	31,5%	30,0%	31,0%	32,0%	33,0%	34,0%	35,0%	36,0%	37,0%	38,0%

Źródło: szacunki Trigon DM

Zmiany prognoz. Podwyższamy prognozy na lata 2023-25 o 4% na poziomie przychodów i 5% na poziomie EBITDA .

Zmiana prognoz

Zmiany prognoz mIn PLN	2023P			2024P			2025P			SUMA 2023-25		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	488	481	1%	571	550	4%	650	614	6%	1 710	1 645	4%
EBITDA skor.	139	133	4%	164	157	4%	188	178	6%	491	468	5%
EBIT	111	100	11%	137	120	15%	153	138	11%	402	358	12%
Zysk netto	44	46	-5%	58	57	2%	69	68	1%	170	171	0%

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena

Wycena. Nasza cena docelowa akcji R22 oparta jest w 100% na metodzie DCF Sum-of-the-Parts. W naszej metodzie, wyceniamy każdy z trzech segmentów Grupy niezależnie. Dodatkowo w wycenie uwzględniamy wycenę jednostek stowarzyszonych. Dla spółki Profitroom uwzględniamy wartość bazującą na wycenie porównawczej, a dla pozostałych spółek wartość bilansową. Nasza metodologia zwraca wartość 1 akcji R22 na poziomie **88,6 PLN (KUPUJ, +29% upside)**.

Główne założenia WACC:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,0%;
- Premia rynkowa 6,0% (metodologia TDM 6,0% dla spółek sWIG80);
- Współczynnik beta nielewarowana na poziomie 1,0x;
- Koszt długu po podatku 7,7%

R22: kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
D/(E+D)	18%	15%	11%	5%	4%	2%	1%	1%	1%	1%
Rentowności obligacji 10Y	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta lewarowana	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Koszt kapitału własnego	13,1%	12,8%	12,6%	12,3%	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
WACC	12,1%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Źródło: szacunki Trigon DM

Główne założenia wyceny DCF SOTP:

- Udział R22 na poziomie 99,4% w segmencie Hostingu, 50,26% w segmencie CPaaS i 45,58% w segmencie SaaS;
- Stopa podatkowa: 20% w segmencie Hostingu, 16% w segmencie CPaaS (część ulgi IP BOX) i 19% w segmencie SaaS;
- Rezydualna stopa wzrostu: 2% w segmencie Hostingu, 3% w segmencie CPaaS i 3% w segmencie SaaS;
- Wskaźnik CAPEX/przychody: 7% w segmencie Hostingu, 3,5% w segmencie CPaaS i 23% w segmencie SaaS;
- W wycenie uwzględniamy wartość spółek stowarzyszonych (Profitroom wyceniany metodą porównawczą; pozostałe wartość bilansowa);
- W wycenie uwzględniamy 3,6% dyskonta holdingowego wynikającego z wyniku EBITDA, który jest nieprzypisany do żadnego z segmentów (poziom korporacyjny);

Segment Hostingu - wycena DCF

DCF w mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	TV
EBIT	46,8	55,0	61,2	65,6	70,2	73,7	77,4	80,3	83,5	86,0	
Stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
NOPLAT	37,4	44,0	49,0	52,4	56,1	58,9	61,9	64,3	66,8	68,8	
Amortyzacja	15,2	16,9	17,9	18,9	19,9	20,9	21,9	22,9	23,9	24,9	
Nakłady inwestycyjne	-10,3	-11,6	-12,7	-13,4	-14,2	-14,8	-15,5	-16,0	-16,5	-16,9	
Zmiana kapitału obrotowego, netto	6,1	5,0	5,6	4,3	3,7	3,3	2,3	1,4	1,7	1,5	
FCF	48,4	54,3	59,8	62,2	65,5	68,3	70,7	72,6	75,9	78,3	78,3
WACC (%)	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Wartość bieżąca FCF	45,6	45,7	44,9	41,7	39,2	36,5	33,7	30,9	28,8	26,6	
Suma DFCF	371										
Stopa wzrostu FCF po '32	2,0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	242										
PV + RV	613										

Źródło: Trigon DM

Segment CPaaS - wycena DCF

DCF w mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	TV
EBIT	64,9	81,5	98,0	111,1	123,1	136,6	148,2	161,0	172,9	185,7	
Stopa podatkowa	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	
NOPLAT	54,5	68,4	82,4	93,3	103,4	114,7	124,5	135,2	145,2	156,0	
Amortyzacja	15,3	14,9	15,9	16,9	17,9	18,9	19,9	20,9	21,9	22,9	
Nakłady inwestycyjne	-11,7	-14,0	-16,2	-18,0	-19,6	-21,3	-22,8	-24,4	-25,8	-27,3	
Zmiana kapitału obrotowego, netto	-2,9	-2,3	-0,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	
FCF	55,1	67,0	81,6	92,0	101,3	111,8	121,2	131,3	140,9	145,1	145,1
WACC (%)	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Wartość bieżąca FCF	51,9	56,4	61,2	61,6	60,6	59,7	57,8	55,9	53,6	49,2	
Suma DFCF	568										
Stopa wzrostu FCF po '32	3,0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	503										
PV + RV	1 071										

Źródło: Trigon DM

Segment SaaS - wycena DCF

DCF w mln PLN	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	TV
EBIT	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,5	1,8	2,2	2,6	3,0	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,2	1,5	1,8	2,1	2,4	
Amortyzacja	0,8	0,8	1,1	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	
Nakłady inwestycyjne	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-3,1	-3,3	-3,4	
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	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,6	0,9	1,3	1,7	2,0	2,0
WACC (%)	12,1%	12,1%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Wartość bieżąca FCF	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	
Suma DFCF	3										
Stopa wzrostu FCF po '32	3,0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	7										
PV + RV	10										

Źródło: Trigon DM

R22 - wycena SOTP

Wycena SOTP	Hosting	CPaaS	SaaS
PV + RV (mln PLN)	613	1071	10
Dług netto segmentów (mln PLN)	74	112	1
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych (mln PLN)		13	
Appchance		3	
User.com		10	
Wartość spółki (mln PLN)	539	972	9
Udział R22	99,40%	50,26%	45,58%
Wartość spółki przypadająca na R22 (mln PLN)	536	488	4
Wartość spółki przypadająca na akcję R22 (PLN)	37,8	34,4	0,3
Dług netto - obszar korporacyjny po wyłączeniach (mln PLN)		105	
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych (mln PLN)		157	
Profitroom*		135	
Sellintegro		20	
Ofree		2	
Dyskonto holdingowe (EBITDA nieprzypisana)		3,7%	
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)		1 045	
Wartość na akcję (01.01.2023)		73,7	
Wartość na akcję (dzisiaj)		78,3	
12M TP		88,6	
Upside		29%	

* wycena porównawcza

Źródło: szacunki Trigon DM

Założenia wyceny porównawczej:

- Analogicznie do metody DCF SOTP, wycena porównawcza przeprowadzona jest dla każdego segmentu biznesowego spółki niezależnie z odrębną grupą porównawczą;
- Wycena oparta jest o wskaźnik EV/EBITDA;
- Wyniki i wartość spółek stowarzyszonych (w tym Profitroom) nie są uwzględnione
- Wycena porównawcza zwraca nam **cenę 1 akcji R22 na poziomie 61,9 PLN na akcję**

R22: grupa porównawcza

Nazwa spółki	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P
Hosting			
GODADDY	13,1	11,6	10,0
UNITED INTERNET	4,0	3,7	3,5
IOMART GROUP	6,0	5,8	5,5
VERISIGN	21,1	19,7	18,0
Mediana	9,6	8,7	7,8
CPaaS			
LINK MOBILITY GROUP HOLDING	9,0	7,8	7,3
KALEYRA	8,9	7,8	7,7
SINCH	9,0	7,6	6,7
PERFICIENT	13,8	12,5	11,3
TWILIO	15,5	13,6	10,6
BANDWIDTH	14,6	8,7	7,1
Mediana	11,4	8,3	7,5
SaaS			
ADOBE	18,4	16,9	14,7
SALESFORCE.COM	19,0	15,9	13,5
INTUIT	23,0	20,2	17,3
SERVICENOW	34,1	27,0	21,5
ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS	9,7	8,9	8,3
LIVECHAT SOFTWARE	15,4	13,4	12,2
Mediana	18,7	16,4	14,1

Źródło: Bloomberg, opracowanie Trigon DM

R22 - wycena porównawcza

Wycena porównawcza	2023P	2024P	2025P
EV (mln PLN)	1540	1448	1495
Hosting	594	624	616
CPaaS	916	795	849
SaaS	30	29	29
Dług netto (mln PLN)			
Hosting	55	33	10
CPaaS	72	32	-8
SaaS	0	-2	-4
obszar korporacyjny	109	98	82
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)			
Hosting	539	591	607
CPaaS	844	763	857
SaaS	30	31	33
obszar korporacyjny	-109	-98	-82
Udział R22 (mln PLN)			
Hosting	536	588	603
CPaaS	424	384	431
SaaS	14	14	15
obszar korporacyjny	-109	-98	-82
Udział R22 - wartość na akcję (PLN)			
Hosting	38,0	41,7	42,8
CPaaS	30,1	27,2	30,6
SaaS	1,0	1,0	1,1
obszar korporacyjny	-7,7	-6,9	-5,8
Dyskonto - EBITDA nieprzypisana		3,7%	
Średnia wycena na akcję (PLN)		61,9	

Źródło: szacunki Trigon DM

Czynniki ryzyka

- **Egzekucja transakcji M&A.** Spółka od kilku lat prowadzi aktywną strategię M&A. Potencjalnie nieudane akwizycje mogą wiązać się z różnymi czynnikami ryzyka, które mogą wpływać negatywnie na wyniki finansowe i strategię rozwoju spółki. Jednym z kluczowych powodów, dla których akwizycje mogą się nie powieść jest brak synergii. Jeżeli spółki nie są w stanie zintegrować swoich procesów, kultur organizacyjnych, technologii czy działań marketingowych, to nie będą w stanie osiągnąć oczekiwanych korzyści takich jak redukcja kosztów, zwiększenie efektywności czy dostęp do nowych rynków. Dodatkowo w przypadku transakcji M&A nie da się wykluczyć ryzyka, że R22 przejmie dany podmiot zbyt drogo. Jeżeli wartość spółki docelowej została przeszacowana, to może prowadzić do przepłacenia za akwizycję i trudności w osiąganiu oczekiwanych zwrotów z inwestycji. Przy akwizycjach mogą pojawiać się także problemy operacyjne (np. brak odpowiednich systemów zarządzania organizacją) czy problemy integracyjne (np. konflikty organizacyjne, zmniejszenie wydajności);
- **Zadłużenie.** Spółka w swojej historii zazwyczaj finansowała się przy udziale długu. Historycznie, wskaźnik DN/EBITDA bez uwzględniania kapitałów mniejszości wahał się w przedziale 2x - 3x, a uwzględniając bieżącą wartość kapitałów mniejszości Vercom notowaną na giełdzie wynosi na 2023 r. ok. 7x (wzrost wynika w dużej mierze ze wzrostu kursu VRC, co podnosi skorygowaną wartość długu netto). Poziom zadłużenia spółki może być szczególnie ryzykowny, jeśli rynkowe warunki finansowe ulegają pogorszeniu. Wzrost stóp procentowych może prowadzić do wzrostu kosztów obsługi długu, co z kolei może wpływać negatywnie na wyniki finansowe spółki. Wysoki poziom wskaźnika DN/EBITDA oznacza także ograniczoną elastyczność finansową. Przy wysokim zadłużeniu, spółka może mieć trudności z realizacją strategicznych inwestycji, wprowadzaniem nowych produktów lub dostosowaniem się do zmieniających się warunków rynkowych;
- **Ryzyko spowolnienia gospodarczego w regionie CEE.** Spółka jest beneficjentem trendów związanych ze wzrostem gospodarczym w regionie CEE, takich jak wzrost liczby użytkowników internetu czy wzrost ilości średnich i małych przedsiębiorstw. Ryzyko spowolnienia gospodarczego w regionie może mieć negatywne konsekwencje dla R22, która ma ekspozycję na trendy cyfryzacji gospodarek ze względu na ograniczenia wydatków konsumentów i firm na usługi cyfrowe. Spowolnienie gospodarcze może prowadzić do zmniejszenia inwestycji czy obniżenia popytu na usługi cyfrowe takie jak hosting czy usługi CPaaS, co może mieć negatywny wpływ na wyniki finansowe spółki.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	223	297	392	488	571	650
Koszty operacyjne	178	248	318	377	434	497
Zysk brutto ze sprzedaży	45	49	74	111	137	153
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-	-	-	-	-	-
EBITDA	61	70	101	138	163	188
EBITDA skor.	61	77	104	139	164	188
Amortyzacja	17	21	27	31	32	35
EBIT	45	49	74	111	137	153
Wynik na działalności finansowej	-8	-7	-22	-20	-15	-7
Zysk brutto	36	41	52	91	123	146
Podatek dochodowy	5	8	12	18	23	28
Zysk mniejszości	11	8	16	30	41	49
Zysk netto	20	25	24	44	58	69
Zysk netto skor.	20	25	24	44	58	69

marża brutto ze sprzedaży	20,0%	16,4%	19,0%	22,8%	24,1%	23,5%
marża EBITDA	27,6%	23,6%	25,7%	28,3%	28,6%	28,9%
marża EBITDA skor.	27,6%	25,9%	26,5%	28,4%	28,7%	28,9%
marża EBIT	20,0%	16,4%	19,0%	22,8%	24,1%	23,5%
marża netto skor.	9,2%	8,6%	6,1%	8,9%	10,1%	10,6%

zmiana przychodów r./r.	31%	33%	32%	24%	17%	14%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	40%	9%	53%	49%	24%	11%
zmiana EBITDA skor. r./r.	34%	25%	35%	34%	18%	15%
zmiana EBIT r./r.	40%	9%	53%	49%	24%	11%
zmiana zysku netto skor. r./r.	48%	24%	-6%	82%	33%	19%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P
Przychody	83,9	87,1	108,4	112,7	110,5	119,1
Koszty operacyjne	-69,4	-72,0	-88,3	-88,2	-86,6	92,0
Zysk brutto ze sprzedaży	14,6	15,1	20,1	24,6	24,0	27,1
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	20,7	21,4	27,4	31,4	31,5	33,7
EBITDA skor.	21,3	22,8	27,9	31,8	31,6	33,9
Amortyzacja	-6,2	-6,3	-7,3	-6,8	-7,5	7,6
EBIT	14,6	15,1	20,1	24,6	24,0	27,1
Wynik na działalności finansowej	-2,1	-5,4	-12,4	-2,8	-6,6	-4,9
Zysk brutto	12,5	10,3	7,9	21,8	17,8	22,2
Podatek dochodowy	-2,7	-2,4	-2,8	-4,4	-3,7	4,3
Zysk mniejszości	1,7	4,2	2,1	8,3	5,1	7,3
Zysk netto	8,5	3,7	3,0	8,8	9,1	10,6
Zysk netto skor.	8,5	3,7	3,0	8,8	9,1	10,6

marża brutto ze sprzedaży	17,3%	17,3%	18,6%	21,8%	21,7%	22,8%
marża EBITDA skor.	25,4%	26,2%	25,7%	28,2%	28,6%	28,4%
marża EBIT	17,3%	17,3%	18,6%	21,8%	21,7%	22,8%
marża netto skor.	10,1%	4,3%	2,8%	7,8%	8,2%	8,9%

zmiana przychodów r./r.	24,7%	27,6%	46,8%	29,2%	31,7%	36,6%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	14,8%	9,9%	63,1%	150,9%	64,7%	79,4%
zmiana EBITDA skor. r./r.	20,6%	20,0%	44,1%	52,6%	48,4%	48,3%
zmiana EBIT r./r.	14,8%	9,9%	63,1%	150,9%	64,7%	79,4%
zmiana zysku netto skor. r./r.	22,9%	-55,9%	-57,6%	187,0%	6,8%	186,4%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	324	412	774	760	755	755
Rzeczowe aktywa trwałe	19	19	18	20	20	19
Wartości niematerialne i prawne	84	89	126	119	114	110
Wartość firmy	160	205	518	511	511	511
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	40	65	67	68	68	73
Pozostałe	21	34	44	43	43	43
Aktywa obrotowe	51	167	92	128	159	204
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	26	35	33	45	55	63
Pozostałe	4	3	5	7	7	7
Gotówka	21	130	54	76	97	133
Aktywa	375	579	866	888	913	959
Kapitał własny	68	182	219	247	287	335
Kapitał zakładowy	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	47	157	194	203	229	266
Zysk (strata) netto	20	25	24	44	58	69
Kapitały mniejszości	17	96	179	193	219	248
Zobowiązania długoterminowe	205	192	322	284	230	225
Zobowiązania oprocentowane	187	171	299	262	208	203
Pozostałe	17	21	23	22	22	22
Zobowiązania krótkoterminowe	86	109	145	165	178	151
Zobowiązania oprocentowane	28	33	47	49	49	10
Zobowiązania handlowe	23	34	37	46	52	60
Pozostałe	35	42	61	70	76	82
Pasywa	375	579	866	888	913	959
Kapitał obrotowy netto	3	1	-5	0	3	4
Dług netto	195	74	292	236	161	79
Dług netto skor.*	917	796	1 014	958	883	802
Dług netto skor./EBITDA (x)	4,7	1,4	4,0	2,4	1,4	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	2,9	0,4	1,3	1,0	0,6	0,2
ROE (%)	27%	20%	12%	19%	22%	22%
ROA (%)	6%	5%	3%	5%	6%	7%
Cykl konwersji gotówki (dni)	-1	-4	-10	-11	-9	-8
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	36	38	31	29	32	33
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	37	42	41	40	41	41

* DN skorygowany o wartość rynkową udziałów mniejszości Vercom

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	58	69	97	130	152	165
Zysk (strata) netto	32	33	40	73	99	118
Amortyzacja	17	21	27	31	32	35
Zmiany w kapitale obrotowym	6	0	9	-5	-4	-3
Zmiana zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana należności handlowych	-2	-7	2	-12	-10	-8
Zmiana zobowiązań handlowych	8	6	8	7	6	5
Pozostałe	4	15	21	31	25	15
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-77	-85	-260	-24	-27	-31
CAPEX	-77	-87	-260	-24	-27	-31
Pozostałe	0	2	0	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	33	125	86	-84	-104	-98
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	71	-36	104	-59	-72	-57
Wpływy z emisji akcji	0	170	3	0	0	0
Dywidenda	-6	-8	-10	-13	-17	-20
Pozostałe	-32	-2	-11	-12	-15	-21
Przepływy pieniężne netto	14	109	-76	22	21	37
Środki pieniężne na początek okresu	7	21	130	54	76	97
Środki pieniężne na koniec okresu	21	130	54	76	97	133

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: repcja@trigon.pl

EQUITY RESEARCH TEAM

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Konsument, Finanse

Maciej Marciniowski, Deputy Head of Research
Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszczyński
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Hubert Kwiecień

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 liczby 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
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA – stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE – stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC – zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC – kapitał obrotowy netto
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - 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

RFR – stopa wolna od ryzyka

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 oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządził: 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 uległy 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 jakakolwiek 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.
Postępując 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, informacji w nim zawartych 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.
Pomijamy Dorem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje 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 otrzymał od Emitenta dywidendę. 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 sporządzeniu 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 jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek 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 lub pośrednio 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 zapoznana 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 ograniczony 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: 26 czerwca 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 26 czerwca 2023r. godz.: [8:00]