

R22

Kontynuacja wzrostu

Dobre wyniki za 4Q'19 (2Q'19/20) potwierdzają, że spółka skutecznie realizuje strategię wzrostu ARPU w segmencie hostingingu oraz jest beneficjentem mocnego rynku e-commerce w segmencie omnichannel communication, który drugi kwartał z rzędu rośnie na przychodach o ok. 40% r./r. Biorąc pod uwagę bieżącą sytuację pandemii COVID-19 uważamy, że ekspozycja spółki na ryzyko spowolnienia gospodarczego może być zmitigowana poprzez przesunięcie sprzedaży detalicznej z offline do online, na czym korzystać będzie segment omnichannel (i w mniejszym stopniu hosting). Co więcej, wydaje się, że ograniczenia związane z pandemią mogą trwale zmienić nawyki konsumentów, co w naszej ocenie korzystnie pozycjonuje R22 także w długim terminie. Po spadku kursu od szczytów o ok. 20% sądzimy, że downside risk jest relatywnie niewielki, a biorąc pod uwagę dalszą poprawę wyników w hostingingu poprzez wzrost ARPU oraz ekspozycję spółki na perspektywiczny rynek e-commerce uważamy, że jest to bardzo dobry moment na inwestycję w R22 po atrakcyjnej cenie (EV/EBITDA 8,5x na '20). Utrzymujemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową 31,2 PLN/akcja.

Wyniki 2Q'19/20. Wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami: EBITDA wyniosła 13mln PLN vs. nasza prognoza 13,1mln PLN (wg MSSF 16). Struktura wyników bez zaskoczeń: (1) hosting: przychody 21,5mln PLN (+24% r./r.; +4% kw./kw.), EBITDA 6,6mln PLN (+33% r./r.; 0% kw./kw.); (2) omnichannel: przychody 22,8mln PLN (+40% r./r.; +12% kw./kw.), EBITDA 5,7mln PLN (+106% r./r.; +9% kw./kw.); (3) telekomunikacja: przychody, EBITDA 1,6mln PLN; nieprzypisane -0,8mln PLN. W wynikach szczególnie zwracamy uwagę na: (1) przychody omnichannel - drugi kwartał z rzędu dynamika >40% r./r.; (2) utrzymanie 25% marży EBITDA kw./kw. w omnichannel (najlepsza marża TTM od 3 lat); (3) utrzymanie trajektorii wzrostu ARPU w hostingingu; (4) bardzo dobry OCF 11,3mln PLN (+6% kw./kw. wg MSSF 16).

Przejęcie Profitroom. R22 podpisała w 1Q'20 przedwstępna umowę nabycia spółki Profitroom, która jest dostawcą aplikacji w modelu SaaS dla hoteli i apartamentów. Struktura transakcji obejmuje płatność 30mln PLN za 33,3% udziałów (finansowane długiem) + opcję wykupu kolejnych 17% w 2024r. Naszym zdaniem, akwizycja jest strategicznie spójna z obszarem kompetencji R22 w modelu SaaS lecz jednocześnie bardziej ryzykowna, głównie ze względu na relatywnie wysoką kwotę inwestycji, tymczasowy brak kontroli nad podmiotem, mniejszą naszym zdaniem skalę synergii z segmentami hostingingu i omnichannel oraz jak się okazało większą ekspozycję biznesu Profitroom na spowolnienie związane z COVID-19 (spadek rynku turystycznego).

R22 vs. COVID-19. Sądzimy, że prawdopodobne spowolnienie gospodarcze związane z pandemią COVID-19 w regionie CEE może mieć negatywny wpływ na biznes spółki w zakresie: (1) dynamiki zawieranych nowych umów w segmencie web hostingingu/rejestracji nowych domen, (2) podwyższenie churnu w hostingingu; (3) spowolnienie dynamik wzrostu rynku (szczególnie po stronie przedsiębiorstw SME) zarówno w hostingingu jak i w omnichannel; (4) bankructwa kontrahentów; (5) odroczenie terminów płatności przez klientów (pogorszenie kapitału obrotowego). Z drugiej strony, pandemia może się przyczynić do jeszcze silniejszego wzrostu biznesu R22 poprzez trwałą zmianę nawyków konsumenckich ze względu na oczekiwany wzrost udziału sprzedaży online względem offline. Ekspozycja spółki na trend digitalizacji sprzedaży detalistów w naturalny sposób powinna przyczynić się do wzrostu wyników, szczególnie w segmencie omnichannel, a w naszej ocenie ten trend ma szansę utrzymać się także w średnim/długim terminie

Wycena. Cena docelowa oparta jest w 100% na metodzie DCF SOTP, która zwraca wartość 1 akcji R22 na poziomie 31,2 PLN (KUPUJ, +46% upside). Wycena porównawcza na mnożniku EV/EBITDA zwraca wartość 22,9 PLN na akcję (+7% upside).

mIn PLN	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	74,1	110,6	145,6	184,6	210,2	230,9
EBITDA	18,6	25,0	36,6	52,8	59,4	65,1
EBIT	13,9	16,8	25,1	36,8	43,9	49,1
Zysk netto	4,3	6,8	11,6	16,6	25,2	28,8
EPS (PLN)	0,3	0,5	0,8	1,2	1,8	2,0
P/E (x)	70,5	44,2	26,0	18,1	11,9	10,4
EV/EBITDA (x)	19,5	14,5	10,7	9,1	7,8	6,8
P/BV (x)	9,3	3,2	3,8	4,6	3,5	2,9
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	1,9%	3,4%

Źródło: dane spółki, Trigon DM; rok obrotowy 2019/20 kończy się 30.06.2020

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj)

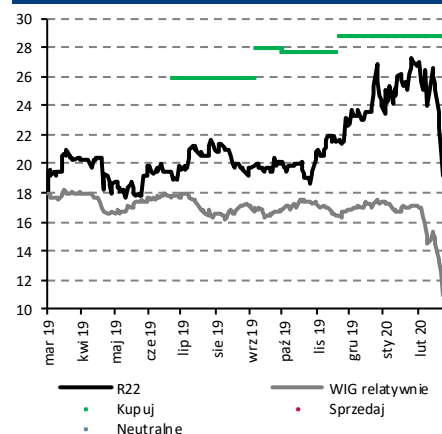
Cena docelowa: 31,2 PLN

Potencjał wzrostu: +46%

DANE SPÓŁKI

Ticker	R22
Sektor	TMT
Kurs (PLN)	21,3
52 tyg. min/max (PLN)	17,5 / 28,4
Liczba akcji (mln szt.)	14,1
Kapitalizacja (mln PLN)	302
Free-float	38%
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,56
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	-14,1% -5,6% 14,6%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	09.12.2019	28,8
Kupuj	18.10.2019	27,7
Kupuj	24.09.2019	28,0
Kupuj	18.07.2019	26,0
Kupuj	10.07.2019	26,0

AKCJONARIAT

	Udział %
Jacek Duch	30,4%
Jakub Dwernicki	18,2%
Robert Dwernicki	13,0%
AEGON OFE	5,5%
Norges Bank	5,1%
Pozostali	27,8%

WAŻNE DATY

Raport III kw. 2019/20	19.05.2020
Raport IV kw. 2019/20	18.08.2020

ANALITYK

Kacper Kopron	+48 (22) 433 83 71
	kacper.kopron@trigon.pl

R22

Bloomberg ticker

R22 PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

31,2

Kurs (PLN)

21,3

Potencjał wzrostu

46%

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

28,8

Liczba akcji (mln)

14,1

Kapitalizacja (mln PLN)

302

EV (mln PLN)

394

Kacper Korpor

kacper.kopron@trigon.pl

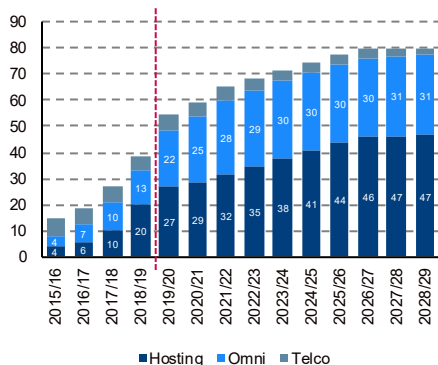
+48 (22) 4338-371

Wskaźniki rynkowe	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
P/E (x)	44,2	26,0	18,1	11,9	10,4
P/E skor. (x)	44,2	26,0	18,1	11,9	10,4
P/BV (x)	3,2	3,8	4,6	3,5	2,9
EV/EBITDA (x)	14,4	10,7	9,1	7,8	6,8
EV/EBITDA skor. (x)	14,4	10,7	9,1	7,8	6,8
EV/Sprzedaż (x)	3,3	2,7	2,6	2,2	1,9

FCF Yield (%)	-12,9%	-2,0%	-3,5%	8,2%	9,4%
DY (%)	0,0%	0,0%	1,4%	1,9%	3,4%

Wskaźniki finansowe	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
EPS (PLN)	0,5	0,8	1,2	1,8	2,0
EPS skor. (PLN)	0,5	0,8	1,2	1,8	2,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,3	0,4	0,7
BVPS (PLN)	6,7	5,6	4,7	6,1	7,4
Liczba akcji (mln)	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1
Kapitalizacja (mln PLN)	302	302	302	302	302
EV (mln PLN)	363	394	484	464	446

EBITDA po segmentach (mln PLN)



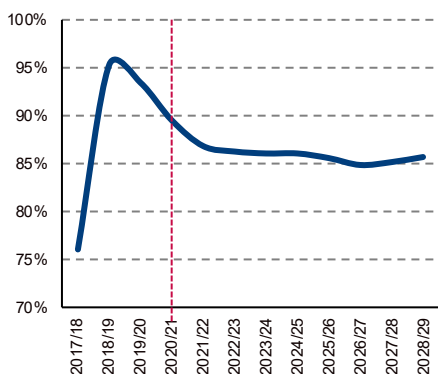
Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	110,6	145,6	184,6	210,2	230,9
Koszty operacyjne	93,8	120,5	146,0	166,3	181,8
Zysk brutto ze sprzedaży	16,8	25,1	38,6	43,9	49,1
EBITDA	25,0	36,6	52,8	59,4	65,1
EBITDA skor.	25,0	36,6	52,8	59,4	65,1
Amortyzacja	8,3	11,5	16,3	15,5	16,0
EBIT	16,8	25,1	36,8	43,9	49,1
Zysk brutto	13,5	20,9	29,8	36,9	42,1
Zysk mniejszości	3,7	5,1	6,9	4,7	5,3
Zysk netto	6,8	11,6	16,6	25,2	28,8
Zysk netto skor.	6,8	11,6	16,6	25,2	28,8

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przeprawy z działalności operacyjnej	19,0	34,9	49,4	53,1	56,5
Przeprawy z działalności inwestycyjnej	-64,7	-42,1	-66,4	-15,2	-14,9
CAPEX	-65,7	-42,9	-66,4	-15,2	-14,9
Przeprawy z działalności finansowej	58,3	7,0	9,9	-25,7	-35,0
Dywidenda	0,0	0,0	-4,2	-5,8	-10,1
FCF	-46,7	-8,0	-17,1	37,9	41,6
Przeprawy w pieniądzu netto	12,5	-0,2	-7,1	12,2	6,6

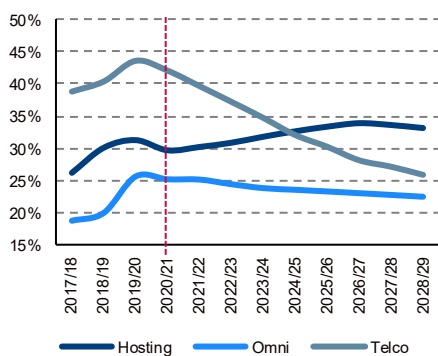
EBITDA/OCF (%)



Bilans (mln PLN)

	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Aktywa	218,0	270,3	324,5	342,1	351,9
Rzeczowe aktywa trwałe	24,5	20,3	23,0	26,0	29,5
Wartość firmy	79,6	95,5	146,2	146,2	146,2
Wartości niematerialne i prawne	77,2	87,3	52,5	50,2	48,0
Gotówka	15,8	15,6	8,5	20,6	27,3
Pasywa	218,0	270,3	324,5	342,1	351,9
Kapitał własny	94,9	78,4	66,0	85,4	104,0
Kapitały mniejszości	10,2	15,0	15,0	19,7	25,0
Zobowiązania oprocentowane	66,4	93,0	175,6	163,2	145,8
Dług netto skor.	60,9	92,4	182,2	162,3	143,6
Zmiany w kapitale obrotowym	-3,0	2,0	2,3	1,2	-0,4

Marża EBITDA po segmentach (%)



Wskaźniki operacyjne

	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
zmiana przychodów r./r.	49%	32%	27%	14%	10%
zmiana zysku netto skor. r./r.	59%	70%	43%	52%	14%
marża brutto na sprzedaży (%)	15,2%	17,2%	20,9%	20,9%	21,3%
marża EBITDA skor. (%)	22,6%	25,1%	28,6%	28,2%	28,2%
marża EBIT (%)	15,2%	17,2%	19,9%	20,9%	21,3%
marża netto skor. (%)	6,1%	7,9%	9,0%	12,0%	12,5%
ROE (%)	10,7%	13,4%	23,0%	33,3%	30,4%
ROA (%)	3,7%	4,7%	5,6%	7,6%	8,3%
CAPEX/Sprzedaż (%)	59,4%	29,5%	36,0%	7,3%	6,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	8,0	3,7	4,1	1,0	0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	0,6	1,2	2,8	1,9	1,4
Dług netto/EBITDA skor. (x)	2,4	2,5	3,4	2,7	2,2
Cykl konwersji gotówki (dni)	-4	-3	-2	3	7
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	34	33	35	41	44
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	38	36	37	37	37

Źródło: Spółka, Trigon DM

Źródło: Spółka, Trigon DM

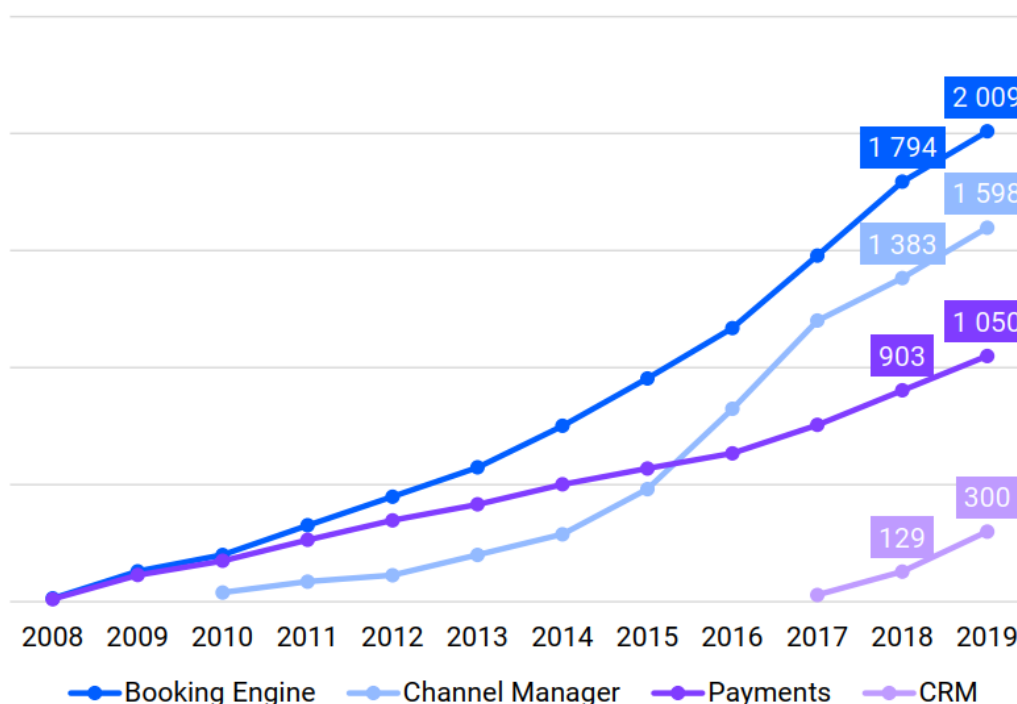
Podsumowanie inwestycyjne

#Akwizycja Profitroom

- Profitroom to wiodący dostawca aplikacji w modelu SaaS dla hoteli i apartamentów, zarówno w Polsce, jak i zagranicą. Produkty Profitroom obejmują m.in. Booking Engine, Channel Manager oraz inne aplikacje wspierające zarządzaniem hotelem. Wiodąca pozycja rynkowa w Polsce: 60% bazy hoteli + plany ekspansji zagranicznej. Zapowiedź kontynuacji wzrostu ARPU per hotel;
- Akwizycja: 33,3% udziałów za 30mln PLN + opcja wykupu 17% (do 51%) w 2024r.. R22 ma jedno miejsce w Radzie Nadzorczej spółki;
- Przychody Profitroom za 2019r.: 28,1mln PLN (~50% r./r.), w tym 18,2mln PLN MRR (mnożnik transakcyjny EV/MRR >4x);
- Profitroom: 2000+ klientów (w tym 200+ zagraniczni); 180 pracowników ; miesięczne ARPU/hotel ~1000PLN;
- Finansowanie: refinansowanie długu bankowego na max 172mln PLN której kwota obejmuje: 60mln PLN kredytu akwizycyjnego (inwestycja w Profitroom + wykup akcjonariuszy mniejszościowych w H88); 81,5mln PLN + 4,75mln EUR na refinansowanie długu; 10mln PLN na kredyt r wolwingowy. Okres spłaty został określony na 7lat (nie później niż 31 grudnia 2026r.), a oprocentowanie to WIBOR/EURIBOR + marża (1,8-2,5% w zależności od wskaźnika DN/EBITDA)

KPI ProfitRoom

Liczba aktywnych obiektów według kategorii produktu



Źródło: R22

Choć transakcja przejęcia Profitroom wydaje nam się logiczna z punktu widzenia strategii rozwoju R22 w modelu SaaS (dywersyfikacja portfolio / chęć zwiększania MRR z płatności abonamentowych / niskie zaangażowanie kapitału obrotowego), to jednocześnie jest ona naszym zdaniem bardziej ryzykowna niż poprzednie, mniejsze akwizycje R22 z obszaru usług dla biznesu (AppChance, Blugento i user.com). Nasze obawy związane są głównie z relatywnie wysoką kwotą inwestycji w Profitroom, tymczasowym brakiem kontroli nad podmiotem oraz mniejszymi efektami synergii z segmentami hostingu i omnichannel. Co więcej, Profitroom ma ekspozycję na rynek turystyczny, który będzie najprawdopodobniej bardzo podatny na ryzyka związane z pandemią COVID-19 (spadek rynku turystycznego), co prawdopodobnie przełoży się spadek obsługiwanych rezerwacji i wyhamowanie tempa wzrostu.

#R22 vs. COVID-19

Wpływ epidemii COVID-19 na światową gospodarkę wydaje się być obecnie bardzo trudny do oszacowania lecz z wysokim prawdopodobieństwem można stwierdzić, że wywoła ona światowe spowolnienie gospodarcze bądź recesję. R22 świadczy usługi w regionie CEE obejmującym takie kraje jak Polska, Rumunia czy Chorwacja, których gospodarki w różnym stopniu mogą mieć negatywną ekspozycję na skutki epidemii koronawirusa.

Spowolnienie gospodarek CEE może mieć bezpośrednio negatywny wpływ na biznes spółki, a w tym na: (1) dynamikę zawieranych nowych umów w segmencie web hostingu/rejestracji nowych domen, (2) podwyższenie churnu w hostingu; (3) spowolnienie dynamik wzrostu rynku (szczególnie po stronie przedsiębiorstw SME) zarówno w hostingu jak i w omnichannel; (4) bankructwa kontrahentów; (5) odroczenie terminów płatności przez klientów (pogorszenie kapitału obrotowego).

Z drugiej strony, pandemia koronawirusa może na trwałe zmienić nawyki konsumenckie, w czym upatrujemy dużej szansy dla R22. Uważamy, że klienci sklepów detalicznych (poza retailem spożywczym) mogą w większym stopniu przywiązywać wagę do bezpieczeństwa zakupów, a co za tym idzie preferować kanał online względem offline, co w naturalny sposób powinno sprzyjać biznesowi segmentu omnichannel ze względu na ekspozycję klientów spółki na wzrostowy rynek e-commerce. Uważamy, że trend wzrostu udział zakupów online względem offline ma szansę utrzymać się także w średnim/długim terminie, co podkreśla atrakcyjność spółki także po opanowaniu epidemii. W krótkim terminie sądzimy, że najbardziej narażonym na skutki epidemii segmentem R22 jest niekonsolidowany jeszcze Profitroom, który może odczuwać znaczne spadki obsługiwanych rezerwacji ze względu na spadek rynku turystycznego.

W komunikacie dotyczącym skutków epidemii koronawirusa na biznes R22, spółka poinformowała o wyraźnym wzroście wykorzystywania rozwiązań grupy do komunikacji online. Według podanych informacji, firma pracuje zdalnie, ale nie odczuwa negatywnego wpływu tej zmiany na poziom sprzedaży. W związku z trudną sytuacją makroekonomiczną, spółka umożliwiła części kontrahentom odroczenie płatności o dwa miesiące lecz zapewnia, że obecna sytuacja jest częściowo przejściowa.

#Zmiany prognoz

Aktualizując nasze prognozy po wynikach 2Q'19/20 podnosimy szacunek zysku EBITDA (wg MSSF 16) o średnio 2,4% w latach obrotowych 2019/20-2021/22.

Zmiany prognoz (po MSSF 16)

Zmiany prognoz mIn PLN	2019/20P			2020/21P			2021/22P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	184,6	183,3	1%	210,2	195,5	8%	230,9	210,6	10%
EBITDA (MSSF 16)	52,8	50,9	4%	59,4	58,5	1%	65,1	63,8	2%
EBIT (MSSF 16)	36,8	36,8	0%	43,9	44,0	0%	49,1	48,7	1%
Zysk netto	16,6	17,8	-7%	25,2	25,3	0%	28,8	28,7	0%

Źródło: szacunki Trigon DM

#Podsumowanie prognoz
R22 - podsumowanie prognoz w podziale na segmenty

R22 - podsumowanie prognoz	2018/19*	2019/20P*	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
Przychody (mln PLN)	145,6	184,6	210,2	230,9	245,3	256,0	264,8	272,8	279,6	284,4	288,6
Hosting	67,2	86,1	97,3	105,5	112,3	118,7	125,4	131,3	135,9	138,5	140,7
Omnichannel Communication	64,6	85,2	99,8	112,5	120,5	124,9	127,3	129,7	132,1	134,6	137,1
Telekomunikacja	13,8	13,3	13,1	12,8	12,6	12,4	12,2	11,9	11,6	11,2	10,8
dynamiki r./r.											
Hosting	69%	28%	13%	8%	6%	6%	6%	5%	4%	2%	2%
Omnichannel Communication	16%	32%	17%	13%	7%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
Telekomunikacja	-10%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-4%
EBITDA	36,6	52,8	59,4	65,1	68,6	71,6	74,6	77,4	79,6	80,1	80,1
Hosting	20,2	26,1	28,8	31,8	34,6	37,7	40,9	43,7	46,0	46,5	46,6
Omnichannel Communication	12,9	21,0	25,1	28,2	29,3	29,7	29,9	30,1	30,3	30,5	30,7
Telekomunikacja	5,6	5,8	5,5	5,1	4,7	4,3	3,9	3,6	3,3	3,0	2,8
marża EBITDA											
R22 (grupa)	25,1%	28,6%	28,2%	28,2%	28,0%	28,0%	28,2%	28,4%	28,5%	28,2%	27,7%
Hosting	30,0%	30,3%	29,6%	30,1%	30,8%	31,7%	32,6%	33,3%	33,9%	33,6%	33,1%
Omnichannel Communication	19,9%	24,6%	25,1%	25,1%	24,3%	23,7%	23,5%	23,2%	23,0%	22,7%	22,4%
Telekomunikacja	40,4%	43,6%	42,1%	39,7%	37,2%	34,7%	32,0%	30,2%	28,0%	27,0%	25,8%

* 2019/20 - uwzględniono kwoty nieprzypisane

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment hostingu - prognozy finansowe

Hosting - podsumowanie prognoz	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
Przychody H88 (mln PLN)	67,2	86,1	97,3	105,5	112,3	118,7	125,4	131,3	135,9	138,5	140,7
dynamika r./r.	69%	28%	13%	8%	6%	6%	6%	5%	4%	2%	2%
[1] Hosting - przychody	38,8	51,0	58,5	63,7	68,0	72,6	77,3	81,4	84,3	85,6	86,9
dynamika r./r.	105%	31%	15%	9%	7%	7%	7%	5%	4%	2%	1%
Średnia liczba klientów w roku (tys.)	166	206	220	227	234	241	249	254	256	256	256
dynamika r./r.	49%	24%	7%	3%	3%	3%	3%	2%	1%	0%	0%
ARPU (PLN)	215	246	266	281	291	301	311	321	329	334	339
dynamika r./r.	9%	14%	8%	6%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	1%
[2] Domeny - przychody	17,5	22,6	24,5	26,0	27,7	29,1	30,5	31,7	32,9	33,7	34,0
dynamika r./r.	30%	29%	8%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	2%	1%
Średnia liczba sprzedawanych domen	283	376	395	407	419	427	436	440	444	449	453
dynamika r./r.	30%	33%	5%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
Średnia cena domeny	61,7	60,0	62,0	64,0	66,0	68,0	70,0	72,0	74,0	75,0	75,0
dynamika r./r.	0%	-3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	1%	0%
[3] Usługi dodatkowe/pozostałe - przychody	10,9	12,5	14,4	15,8	16,6	17,1	17,6	18,1	18,7	19,2	19,8
dynamika r./r.	52%	15%	15%	10%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
EBITDA	20,2	26,1	28,8	31,8	34,6	37,7	40,9	43,7	46,0	46,5	46,6
marża EBITDA	30,0%	30,3%	29,6%	30,1%	30,8%	31,7%	32,6%	33,3%	33,9%	33,6%	33,1%

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment omnichannel - prognozy finansowe

Omnichannel - podsumowanie prognoz	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
Przychody Vercom (mln PLN)	64,6	85,2	99,8	112,5	120,5	124,9	127,3	129,7	132,1	134,6	137,1
dynamika r.r.	16%	32%	17%	13%	7%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
[1] Enterprise - przychody	48,0	62,2	73,9	83,0	89,8	93,4	95,3	97,2	99,2	101,2	103,2
dynamika r.r.	19%	30%	19%	12%	8%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
Średnia m-c liczba klientów	162	201	221	239	248	253	256	258	261	264	266
dynamika r.r.	16%	24%	10%	8%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
ARPU m-c (tys. PLN)	24,6	25,8	27,9	29,0	30,1	30,7	31,0	31,4	31,7	32,0	32,3
dynamika r.r.	2%	5%	8%	4%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
[2] SME - przychody	9,9	12,0	13,3	14,6	15,5	16,1	16,5	16,8	17,1	17,5	17,8
dynamika r.r.	4%	22%	10%	10%	6%	4%	2%	2%	2%	2%	2%
Średnia M-c Liczba klientów SME	7 133	7 605	7 985	8 385	8 636	8 809	8 897	8 986	9 076	9 166	9 258
dynamika r.r.	9%	7%	5%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
ARPU SME /miesięczne/ (PLN)	115	132	138	145	150	153	154	156	157	159	161
dynamika r.r.	-5%	14%	5%	5%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
[3] Performance marketing i abonamenty - przychody	6,9	11,6	12,6	14,9	15,1	15,3	15,5	15,6	15,8	16,0	16,1
dynamika r.r.	31%	67%	9%	18%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA	12,9	21,0	25,1	28,2	29,3	29,7	29,9	30,1	30,3	30,5	30,7
marża EBITDA	19,9%	24,6%	25,1%	25,1%	24,3%	23,7%	23,5%	23,2%	23,0%	22,7%	22,4%

Źródło: szacunki Trigon DM

Segment telekomunikacji - prognozy finansowe

Telekomunikacja - podsumowanie prognoz	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
Przychody Oxyllion (mln PLN)	13,8	13,4	13,1	12,8	12,6	12,4	12,2	11,9	11,6	11,2	10,8
dynamika r.r.	-10%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-4%
[1] ISP	9,7	10,1	9,9	9,6	9,5	9,3	9,2	9,0	8,8	8,5	8,2
dynamika r.r.	1%	4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-4%
Średnia liczba klientów (tys.)	21,2	20,7	20,4	20,2	20,1	19,9	19,8	19,7	19,4	19,0	18,3
dynamika r.r.	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-3%
ARPU (PLN)	38,0	40,6	40,2	39,8	39,4	39,0	38,6	38,2	37,8	37,4	37,1
dynamika r.r.	2%	7%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
[2] VoIP	4,0	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
dynamika r.r.	-30%	-20%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Średnia liczba klientów	440	421	416	412	408	404	400	396	392	388	384
dynamika r.r.	-3%	-4%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
ARPU (tys. PLN)	757	635	629	623	616	610	598	586	574	563	552
dynamika r.r.	-28%	-16%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
EBITDA	5,6	5,8	5,5	5,1	4,7	4,3	3,9	3,6	3,3	3,0	2,8
marża EBITDA	40%	43%	42%	40%	37%	35%	32%	30%	28%	27%	26%

Źródło: szacunki Trigon DM

#Wycena

Cena docelowa oparta jest w 100% na metodzie DCF SOTP, która zwraca wartość 1 akcji R22 na poziomie **31,2PLN (KUPUJ, +46% upside)**. Wycena porównawcza na mnożniku EV/EBITDA zwraca wartość 22,9PLN na akcję (+7% upside).

#Czynniki ryzyka

Głównym ryzykiem dla R22 jest ryzyko emisji akcji (skor. o minorities DN/ EBITDA 3,4x na koniec 2019/20) na akwizycje w obszarze hostingu/SaaS/ omnichannel. Pozostałe czynniki ryzyka to: (1) ryzyko spowolnienia gospodarczego w związku z epidemią COVID-19; (2) ryzyko akwizycyjne; (3) ryzyko zmiany modelu funkcjonowania hostingu; (4) ryzyko związane z prawnym aspektem rejestracji domen; (5) ryzyko postępu technologicznego w omnichannel; (6) ryzyko nieutrzymania wzrostu marży EBITDA w hostingu (przy płaskiej marży z 2019/20 ubytek wyceny to 1PLN/akcja).

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% udziałów), Omnichannel Communication (71,65% udziałów) oraz Telekomunikacji (98,73% udziałów). W wycenie uwzględniamy zobowiązanie na wykup funduszu 3TS w segmencie hostingu (59mln PLN) oraz wartość bilansową inwestycji w jednostkach stowarzyszonych z tyt. przejęcia udziałów niekontrolujących w user.com, AppChance i Blugento (9mln PLN) na koniec roku obrotowego 30.06.2019. W wycenie nie uwzględniamy Profitroom.

Nasza cena docelowa akcji R22 w 100% oparta jest na wycenie DCF SOTP, która implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie **31,2PLN za 1 akcję (+46% upside)**.

Główne założenia wyceny DCF SOTP:

- 10-letni okres prognozy do 2028/29
- 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 2,3%
- Koszt długu po podatku 4,9%
- Rezydualna stopa wzrostu: (1) Hosting: $g=2\%$; (2) Omnichannel Communication: $g=1\%$; (3) Telekomunikacja: $g=0\%$
- CAPEX/Sales: Hosting - 8%; Omnichannel Communication - 4% Telekomunikacja 15%
- Hosting: CAPEX w 2023/24 obciążony płatnością za 40% udziałów NetDesign (FV szacujemy na 17,7mln PLN). Omnichannel: CAPEX w 2020/21 obciążony płatnościami za udziały w User.com i AppChance odpowiednio 4mln PLN i 1,5mln PLN

Kalkulacja WACC

	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
D/(E+D)	37%	29%	25%	20%	19%	17%	16%	16%	15%	15%
Rentowności obligacji 10Y	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Beta lewarowana	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	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	11,1%	10,2%	9,9%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%
WACC	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - hosting

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
EBIT	17,0	19,0	21,7	24,2	27,0	29,8	32,9	35,6	35,7	35,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	13,8	15,4	17,6	19,6	21,9	24,2	26,6	28,9	28,9	28,6
Amortyzacja	9,9	9,8	10,1	10,4	10,7	11,1	10,8	10,4	10,8	11,3
Nakłady inwestycyjne*	-27,0	-7,8	-8,4	-9,0	-27,2	-10,0	-10,5	-10,9	-11,1	-11,3
Zmiana kapitału obrotowego, netto	3,6	2,1	0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,4
FCF	0,2	19,5	19,7	21,1	5,3	25,1	26,7	27,8	28,1	28,3
WACC (%)	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Wartość bieżąca FCF	0,2	17,5	16,3	16,1	3,7	16,3	16,0	15,3	14,3	13,2
Suma DFCF	127									
Stopa wzrostu FCF po '29	2,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	192									
PV + RV	319									

Źródło: Trigon DM

* wykup 40% Net Design (FV=17,7mln PLN)

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - omnichannel

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
EBIT	19,2	22,6	25,4	26,1	26,0	25,9	25,9	25,8	25,5	25,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	15,6	18,3	20,6	21,1	21,1	20,9	20,9	20,9	20,7	20,4
Amortyzacja	2,5	2,4	2,8	3,2	3,6	4,0	4,3	4,5	5,0	5,5
Nakłady inwestycyjne*	-7,4	-5,5	-4,5	-4,8	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5
Zmiana kapitału obrotowego, netto	-3,5	-1,8	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3
FCF	7,2	13,4	17,3	18,0	18,3	18,5	18,6	18,7	19,0	19,2
WACC (%)	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Wartość bieżąca FCF	7,1	12,1	14,3	13,7	12,9	12,0	11,1	10,3	9,6	9,0
Suma DFCF	112									
Stopa wzrostu FCF po '29	1,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	112									
PV + RV	224									

Źródło: Trigon DM

*uwzględniające płatności za User.com i Appchance w latach obrotowych 2019/20 i 2020/21

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena DCF - telekomunikacja

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
EBIT	2,4	2,2	2,0	1,7	1,5	1,2	1,3	1,4	1,3	1,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	1,9	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0
Amortyzacja	3,4	3,3	3,1	3,0	2,8	2,7	2,3	1,8	1,7	1,6
Nakłady inwestycyjne	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6
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	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2	1,8	1,6	1,2	1,1	0,9
WACC (%)	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Wartość bieżąca FCF	3,3	2,8	2,3	1,9	1,5	1,2	0,9	0,7	0,6	0,4
Suma DFCF	16									
Stopa wzrostu FCF po '29	0,0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	5									
PV + RV	20									

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena SOTP

	Hosting	Omnichannel	Telekomunikacja
PV + RV (mln PLN)	319	224	20
Udział R22	100,00%	71,65%	98,73%
Wartość przypadająca na R22 (mln PLN)	319	161	20
Dług netto (2019.06.30)		77	
Dług na wykup 3TS		59	
Inw estycje w jedn. stow arzyszonych (2019.06.30)		9	
Dyw idenda + Skup Akcji Własnych		-6	
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)		366	
Wartość na akcję (2019.06.30)		26,0	
Wartość na akcję (dziś)		28,1	
12M TP		31,2	
Upside		46%	

Źródło: szacunki Trigon DM

Wycena porównawcza: W naszym podejściu do wyceny porównawczej, analogicznie do poprzedniej metody, składowymi są poszczególne wyceny częściowe spółek z Grupy R22. Grupy porównawcze dla poszczególnych spółek R22 różnią się modelem biznesowym, profilem wzrostu i co za tym idzie także mnożnikami, stąd każdy segment Grupy postanowiliśmy wycenić niezależnie. Ze względu na wysoki lewar spółki oraz brak informacji o strukturze zysku netto po poszczególnych spółkach w holdingu (R22 nie raportuje zysku netto po segmentach) uważamy, że najlepszym mnożnikiem wycenowym, na którym opieramy naszą waluację jest EV/EBITDA. Warto pamiętać, że R22 posiada przesunięty rok obrotowy, co adresujemy poprzez, kalkulację wyceny na uśrednionych mnożnikach poszczególnych grup porównawczych na dwa kolejne lata prognozy (np. mnożnik na 2019/20 jest średnią arytmetyczną mnożników peers z 2019r. i 2020r.). Wycena porównawcza zwraca nam cenę 1 akcji R22 na poziomie **22,9PLN na akcję (+7% upside)**.

Mnożniki spółek porównawczych

Nazwa spółki	MC (m USD)	EV/EBITDA			
		2019P	2020P	2021P	2022P
Segment Hosting i Domen					
GoDaddy Inc	8 374	15,4	13,5	11,9	10,4
United Internet AG	5 351	5,5	5,2	5,1	5,3
Tucows Inc	522	12,5	12,1	10,4	9,2
iomart Group PLC	300	7,0	6,6	6,3	6,9
VeriSign Inc	19 162	22,1	21,5	19,4	-
Mediana		12,5	12,1	10,4	8,1
Segment Omnichannel Communication					
1000mercis	49	6,2	8,1	6,8	-
dotdigital group plc	277	12,6	11,2	10,0	-
HubSpot Inc	5 065	52,9	46,5	32,3	-
MailUp SpA	61	11,4	9,2	6,6	-
WPP PLC	7 329	4,6	5,3	5,0	-
Omnicom Group Inc	11 893	5,7	5,6	5,5	-
Interpublic Group of Cos Inc/The	5 468	5,5	5,4	5,2	5,0
Szygy AG	62	9,6	8,4	7,7	-
Mediana		7,9	8,3	6,7	5,0
Segment Telekomunikacyjny					
BT Group PLC	15 386	4,1	4,1	4,1	4,0
Deutsche Telekom AG	61 095	6,1	5,6	5,4	5,2
Orange SA	32 773	5,3	5,2	5,1	5,1
Hellenic Telecommunications Organization SA	6 078	5,0	4,8	4,7	4,5
Koninklijke KPN NV	9 959	6,4	6,6	6,4	6,3
Magyar Telekom Telecommunications PLC	1 132	3,6	3,5	3,5	3,5
Telecom Italia SpA/Milano	8 371	5,3	5,5	5,4	5,4
Telekom Austria AG	3 943	4,4	4,5	4,4	4,3
Turk Telekomunikasyon AS	3 268	3,4	3,0	2,7	2,4
Orange Polska SA	1 993	5,6	5,3	5,3	5,2
PLAY Communications SA	1 805	5,9	5,6	5,4	5,2
Cyfrowy Polsat SA	3 728	6,9	6,7	6,5	6,4
Mediana		5,3	5,3	5,2	5,1

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Wycena porównawcza

R22 - EBITDA* (mIn PLN)	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	26,1	28,8	31,8
Omnichannel	21,0	25,1	28,2
Telekomunikacja	5,8	5,5	5,1
EV/EBITDA blended	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	12,3	11,3	9,2
Omnichannel	8,1	7,5	5,8
Telekomunikacja	5,3	5,2	5,2
Implikowane EV	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	320	324	294
Omnichannel	170	187	165
Telekomunikacja	31	29	26
EV przypadające na R22	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting (100%)	320	324	294
Omnichannel (71,7%)	121	134	118
Telekomunikacja (98,7%)	30	28	26
SUMA EV	472	487	438
Dług netto (mIn PLN)	167	143	119
Wartość kapitałów własnych (mIn PLN)	304	344	319
Wycena wynikowa (mIn PLN)		323	
Wycena na akcję (PLN)		22,9	

* kwota EBITDA nieprzypisana zaklasyfikowana do Hosting i Omnichannel w 2019/20

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

Rachunek wyników (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	74,1	110,6	145,6	184,6	210,2	230,9
Koszty operacyjne	60,3	93,8	120,5	146,0	166,3	181,8
Zysk brutto ze sprzedaży	13,9	16,8	25,1	38,6	43,9	49,1
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	18,6	25,0	36,6	52,8	59,4	65,1
EBITDA skor.	18,6	25,0	36,6	52,8	59,4	65,1
Amortyzacja	5,6	8,3	11,5	16,3	15,5	16,0
EBIT	13,9	16,8	25,1	36,8	43,9	49,1
Wynik na działalności finansowej	-4,4	-3,3	-4,2	-7,0	-7,0	-7,0
Zysk brutto	9,5	13,5	20,9	29,8	36,9	42,1
Podatek dochodowy	2,2	2,8	4,2	6,3	7,0	8,0
Zysk mniejszości	2,2	3,7	5,1	6,9	4,7	5,3
Zysk netto	4,3	6,8	11,6	16,6	25,2	28,8
Zysk netto skor.	4,3	6,8	11,6	16,6	25,2	28,8

marża brutto ze sprzedaży	18,7%	15,2%	17,2%	20,9%	20,9%	21,3%
marża EBITDA	25,1%	22,6%	25,1%	28,6%	28,2%	28,2%
marża EBITDA skor.	25,1%	22,6%	25,1%	28,6%	28,2%	28,2%
marża EBIT	18,7%	15,2%	17,2%	19,9%	20,9%	21,3%
marża netto skor.	5,7%	6,1%	7,9%	9,0%	12,0%	12,5%

zmiana przychodów r./r.	75%	49%	32%	27%	14%	10%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	24%	21%	50%	54%	14%	12%
zmiana EBITDA skor. r./r.	26%	35%	46%	44%	12%	10%
zmiana EBIT r./r.	24%	21%	50%	46%	20%	12%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-35%	59%	70%	43%	52%	14%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	1Q18/19	2Q18/19	3Q18/19	4Q18/19	1Q19/20	2Q19/20
Przychody	31,0	37,2	37,3	40,1	44,4	47,8
Koszty operacyjne	-25,8	-31,6	-30,2	-31,8	-36,0	-38,9
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	5,6	7,0	8,3	8,4	8,8
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	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	7,9	8,4	10,0	10,4	12,4	13,0
EBITDA skor.	7,9	8,4	10,0	10,4	12,4	13,0
Amortyzacja	-3,3	-3,3	-2,9	-2,0	-4,0	-4,1
EBIT	5,4	5,6	7,0	8,3	8,4	8,8
Wynik na działalności finansowej	-0,9	-1,2	-0,9	-0,8	-1,7	-1,7
Zysk brutto	4,4	4,3	6,0	7,3	6,6	6,9
Podatek dochodowy	-0,7	-1,1	-1,0	-1,3	-1,7	-1,4
Zysk mniejszości	1,0	1,0	1,5	1,6	1,5	1,7
Zysk netto	2,7	2,1	3,4	3,3	3,4	3,8
Zysk netto skor.	2,7	2,1	3,4	3,3	3,4	3,8

marża brutto ze sprzedaży	17,0%	15,1%	18,9%	20,7%	19,0%	18,5%
marża EBITDA skor.	25,5%	22,5%	26,8%	25,9%	28,0%	27,1%
marża EBIT	17,3%	14,9%	18,9%	20,7%	19,0%	18,5%
marża netto skor.	8,8%	5,8%	9,1%	8,3%	7,6%	7,9%

zmiana przychodów r./r.	34,3%	34,1%	28,0%	31,0%	43,2%	28,2%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	7,0%	55,1%	66,4%	97,1%	60,0%	56,2%
zmiana EBITDA skor. r./r.	17,9%	44,7%	56,7%	67,7%	57,5%	54,6%
zmiana EBIT r./r.	9,9%	51,7%	73,2%	102,9%	57,4%	58,7%
zmiana zysku netto skor. r./r.	69,3%	43,9%	94,3%	70,3%	23,6%	76,0%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Aktywa trwałe	113,9	186,0	233,7	285,5	285,3	284,2
Rzeczowe aktywa trwałe	21,4	24,5	20,3	23,0	26,0	29,5
Wartości niematerialne i prawne	57,4	77,2	87,3	52,5	50,2	48,0
Wartość firmy	32,5	79,6	95,5	146,2	146,2	146,2
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,5	4,8	30,5	63,8	62,9	60,5
Aktywa obrotowe	35,2	31,9	36,7	39,0	56,7	67,7
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	8,4	12,3	13,9	21,2	25,9	29,5
Pozostałe	23,6	3,9	7,2	9,3	10,2	10,9
Gotówka	3,3	15,8	15,6	8,5	20,6	27,3
Aktywa	149,1	218,0	270,3	324,5	342,1	351,9
Kapitał własny	32,3	94,9	78,4	66,0	85,4	104,0
Kapitał zakładowy	2,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe	25,7	87,8	66,5	49,1	59,9	75,0
Zysk (strata) netto	4,3	6,8	11,6	16,6	25,2	28,8
Kapitały mniejszości	11,2	10,2	15,0	15,0	19,7	25,0
Zobowiązania długoterminowe	53,8	67,7	92,3	175,6	163,9	147,3
Zobowiązania oprocentowane	41,3	51,3	75,2	158,5	146,8	130,1
Pozostałe	12,5	16,4	17,1	17,1	17,1	17,1
Zobowiązania krótkoterminowe	51,8	45,1	84,7	67,9	73,0	75,5
Zobowiązania oprocentowane	12,5	15,1	17,8	17,1	16,4	15,7
Zobowiązania handlowe	9,3	10,2	13,5	16,1	18,0	19,1
Pozostałe	30,0	19,8	53,3	34,7	38,7	40,8
Pasywa	149,1	218,0	270,3	324,5	342,1	351,9
Kapitał obrotowy netto	-1	2	0	5	8	10
Dług netto	50	51	77	167	143	119
Dług netto skor.	50	51	77	167	143	119
Dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,0	2,1	3,2	2,4	1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	1,6	0,5	1,0	2,5	1,7	1,1
ROE (%)	17%	11%	13%	23%	33%	30%
ROA (%)	4%	4%	5%	6%	8%	8%
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8	-4	-3	-2	3	7
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	33	34	33	35	41	44
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	38	36	37	37	37

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przepływy z działalności operacyjnej	15,2	19,0	34,9	49,4	53,1	56,5
Zysk (strata) netto	6,5	10,6	16,7	23,5	29,9	34,1
Amortyzacja	5,6	8,3	11,5	16,3	15,5	16,0
Zmiany w kapitale obrotowym	1,3	-3,0	2,0	2,3	1,2	-0,4
Zmiana zapasów	0,1	0,0	0,6	7,0	3,9	2,1
Zmiana należności handlowych	-2,7	-3,5	-1,4	-7,3	-4,7	-3,6
Zmiana zobowiązań handlowych	3,9	0,5	2,9	2,5	1,9	1,1
Pozostałe	1,8	3,1	4,6	7,3	6,6	6,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-56,5	-64,7	-42,1	-66,4	-15,2	-14,9
CAPEX	-44,2	-65,7	-42,9	-66,4	-15,2	-14,9
Pozostałe	-12,4	1,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	42,7	58,3	7,0	9,9	-25,7	-35,0
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	8,9	8,7	9,0	75,4	-19,9	-24,9
Wpływy z emisji akcji	37,2	56,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	-4,2	-5,8	-10,1
Pozostałe	-3,4	-7,1	-2,0	-61,3	0,0	0,0
Przepływ y pieniężne netto	1,3	12,5	-0,2	-7,1	12,2	6,6
Środki pieniężne na początek okresu	2,0	3,3	15,8	15,6	8,5	20,6
Środki pieniężne na koniec okresu	3,3	15,8	15,6	8,5	20,6	27,3

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, Przemysł drzewny</i>	22 433 83 75	maciej.marcinowski@trigon.pl
Kacper Kopron <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
Łukasz Rudnik <i>Przemysł, Wydobycie</i>	22 433 83 65	lukasz.rudnik@trigon.pl
David Sharma	22 433 83 49	david.sharma@trigon.pl
Martyna Szymczykowska	22 433 82 12	martyna.szymczykowska@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
Artur Pałka	22 433 83 61	artur.palka@trigon.pl
Michał Sopiński	22 433 82 70	michal.sopinski@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 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

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 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 metodokresowych 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.
 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 korzystania 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.
 Pomiędzy Domenem 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 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 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 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 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 usług 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: 24 marca 2020 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 marca 2020 r. godz.: [8:30]