

KBJ: KUPUJ, 17,13 PLN

31.05.2019 r., godz. 8:00

Public 2.0. w wykonaniu kluczowego partnera SAP

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji KBJ S.A. – wiodącego podmiotu na polskim rynku w zakresie wdrożeń rozwiązań informatycznych firmy SAP. Ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 17,13 PLN za akcję, co implikuje 82,23% potencjał wzrostu względem ostatniej ceny zamknięcia na datę wydania raportu.

KBJ zadebiutował na rynku NewConnect w grudniu 2011 roku z wyceną na poziomie 12,8 mln PLN. Od początku swojej przygody na rynku giełdowym Spółka zwiększyła skalę biznesu prawie 6-krotnie. Rok 2018 zamknęła przychodami na poziomie 25,7 mln PLN generowanymi głównie przez świadczenie usług wdrożeniowych, sprzedaż i utrzymanie oprogramowania. Spółka rozwija i sprzedaje również własne rozwiązania dedykowane ekosystemowi SAP. Choć na przestrzeni ostatnich ośmiu lat skala biznesu rosła w średniorocznym tempie ok. 29%, to od debiutu do dnia publikacji niniejszego raportu kapitalizacja Spółki zwiększyła się jedynie o 13,3%. Naszym zdaniem wzrost biznesu oraz perspektywy dalszego rozwoju nie są odzwierciedlone w obecnej wycenie.

Cyfryzacja sektora publicznego napędzi dalsze wzrosty

Na rok 2019 r. prognozujemy sprzedaż na poziomie 31,5 mln PLN (wzrost o 30,2% r/r). Na przychody pozytywnie wpłynie obsługa portfela zamówień zbudowanego głównie w oparciu o sektor publiczny oraz kumulacja przesuniętych rozliczeń kontraktów obsługiwanych w 2018 r. W kolejnych latach oczekujemy dalszych wzrostów biorąc pod uwagę skalę bieżących kontraktów oraz intensyfikację sprzedaży własnego oprogramowania. W naszych prognozach nie przewidujemy żadnych dodatkowych przejęć biznesów czy portfeli klientów, jak miało to miejsce w 2017 roku.

Rekordowa wartość portfela kontraktów do realizacji

Wartość pozyskanych i ujawnionych przez KBJ nowych zleceń od początku 2018 roku do dnia publikacji niniejszej rekomendacji opiewa na kwotę prawie 130 mln PLN brutto. Spółka pozyskała znaczące kontrakty na współpracę m.in. z Sądem Apelacyjnym we Wrocławiu, Polską Spółką Gazownictwa, KGHM i Ministerstwem Sprawiedliwości. Poza wyżej wymienionymi, KBJ zawarł także umowy m. in. z Ministerstwem Pracy, Rodziny i Polityki Społecznej dotyczące dostawy platformy i realizacji projektu z zakresu analityki biznesowej w chmurze obliczeniowej, PGNiG S.A. w zakresie analityki biznesowej. Umowa zawarta z PKN Orlen S.A. dotyczy migracji i rozwoju hurtowni danych, a z PKP S.A. - elektronicznych sprawozdań finansowych. Portfolio kontraktów Spółki obejmuje ramową współpracę z PGE Systemy w zakresie usług informatycznych SAP oraz ponad 10 nowych umów sprzedaży oprogramowania własnego. Ostatnio oferta Spółki w zakresie wsparcia dla oprogramowania SAP została również uznana za najkorzystniejszą przez NBP.

Marża pod presją w 2019, pomagać znacznie sprzedaż własnego software

Przewidujemy w 2019 roku spadek marżowości EBITDA rok do roku o 0,3 p.p. (4,8% vs. 5,1%) z uwagi na plany Zarządu dotyczące zwiększenie zatrudnienia o ok. 20%, ponoszone nakłady na rozwój własnego oprogramowania, znaczące prace wdrożeniowe oraz utrzymującą się presję na wzrost wynagrodzeń w gospodarce. Spodziewamy się poprawy rentowności EBITDA od 2020 r. z uwagi na zakończenie integracji zespołu, znaczące wpływy z obsługiwanych kontraktów oraz dalszą intensyfikację sprzedaży własnego oprogramowania, które pozwala uzyskiwać wyższą rentowność.

Dywidenda w niedługiej przyszłości

W KBJ ustanowiono politykę dywidendową. Począwszy od 2013 roku Spółka co roku wypłacała dywidendę. Zakładamy jednak brak wypłaty w 2019 roku ze względu na niespełnienie wszystkich warunków określonych w polityce. Oczekujemy jednak powrotu do dzielenia się zyskiem już od 2020 r.

[mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	17,6	23,6	24,2	31,5	45,4	51,4	55,6
EBITDA*	2,3	3,6	1,2	1,5	6,1	6,6	7,5
Zysk netto	1,4	2,5	0,2	0,4	3,9	4,3	5,0
EPS [PLN]	0,91	1,63	0,11	0,22	2,28	2,54	2,93
DPS [PLN]	0,14	0,45	0,19	0,00	0,11	1,14	1,27

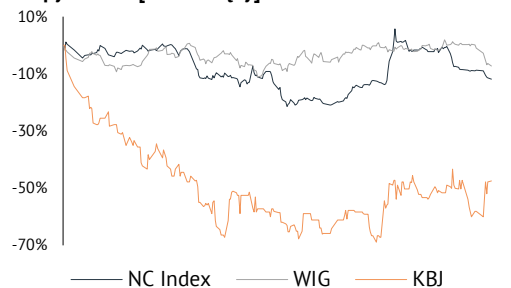
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ oraz własnych szacunków

Wycena:	
Cena bieżąca [30.05.2019]	9,40 PLN
Cena docelowa [12 miesięczna]	17,13 PLN
Potencjał wzrostu	82,23%

Kurs akcji KBJ [PLN, 12.2011-05.2019]



Stopy zwrotu [12 miesięcy]



Kluczowe informacje:

Kapitalizacja	14,48 mln PLN
Cena min/max LTM	5,6 / 14,8 PLN
Liczba akcji	1 540 792
Średni dzienny wolumen LTM	561
% wszystkich akcji	0,04%

Akcjonariat [udział głosów na WZA]:

Artur Jedynak	25,03%
Marek Weigt	24,90%
Łukasz Krotowski	26,12%
Fundusz Familiar S.A. SICAV-SIF	9,09%
Free Float	14,87%

Dywidenda [PLN]:

2018	0,19
2017	0,45
2016	0,14
2015	0,08
2014	0,21
2013	0,13

Analitycy:

Robert Patrzykat , Doradca Inwestycyjny robert.patrzykat@prometeia.pl
Michał Ryś , Certyfikowany Doradca w ASO michal.rys@prometeia.pl

SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE.....	3
Kluczowe założenia do prognozy wyników finansowych.....	3
Metodologia.....	4
Koszt kapitału.....	5
Sprawozdanie z wyceny.....	5
MODEL BIZNESOWY.....	7
Oferta produktowa.....	7
Wdrożenia SAP.....	7
Oprogramowanie własne.....	8
Dywersyfikacja branżowa.....	8
Struktura klientów.....	8
Model rozliczeniowy.....	8
AKCJONARIAT.....	8
POLITYKA DYWIDENDY.....	9
STRATEGIA ROZWOJU.....	9
ANALIZA OTOCZENIA SPÓŁKI.....	10
Sytuacja makroekonomiczna.....	10
Inwestycje w ICT.....	11
Rynek IT.....	11
Sektor publiczny.....	12
Perspektywy rozwoju.....	13
ANALIZA FINANSOWA.....	13
Przychody.....	13
Koszty operacyjne.....	13
Rentowność.....	14
Przepływy pieniężne.....	14
Nakłady inwestycyjne.....	15
Aktywa.....	15
Pasywa.....	15
Analiza wskaźnikowa.....	15
CZYNNIKI RYZYKA.....	17
DEFINICJE I DODATKOWE INFORMACJE.....	19
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	21

PODSUMOWANIE

Szacujemy 12 miesięczną cenę docelową akcji KBJ na poziomie 17,13 PLN, co stanowi 82,23% potencjał wzrostu względem ostatniej ceny zamknięcia na datę raportu. Uwzględniając wyniki za ostatnie 12 miesięcy Spółka wyceniana jest obecnie na 13,2x EV/EBITDA oraz 46,5x P/E. Na naszych założeniach mnożniki wyceny na 2019P kształtują się na poziomie 10,6x EV/EBITDA oraz 45,5x P/E. Z kolei na prognozowanych wynikach 2020 r. jest to 2,7x oraz 4,5x. Mediana dla grupy porównawczej oparta na dostępnych wynikach za ostatnie 12 miesięcy to odpowiednio 5,0x EBITDA oraz 18,9x zysk netto.

Kluczowe założenia do prognozy wyników finansowych

Przesunięcia w rozliczeniach kontraktów wraz z zaangażowaniem zespołu w integrację przejęć Albit Software i części portfela zamówień ZETO w 2017 r. oraz w prace rozwojowe dotyczące własnego oprogramowania przyczyniły się do wyhamowania dynamiki wzrostu przychodów oraz niższej marżowości w 2018 r. Ponadto w IV kwartale 2018 r. nastąpiła kumulacja odnowień i odsprzedaży licencji SAP do klientów, cechująca się niższą rentownością.

Nasze prognozy finansowe opieramy na poniższych założeniach:

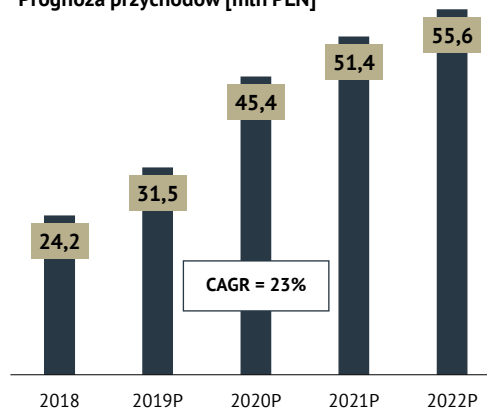
- W 2019 r. oczekujemy odwrócenia efektu przesunięć w rozliczeniach, co wraz z obecnym portfelem zamówień i realizowanymi procesami komercjalizacji własnego oprogramowania pozwoli Spółce uzyskać wyższą dynamikę przychodów i poprawić zyskowność. KBJ pozyskał w 2018 i 2019 r. kontrakty o ujawnionej wartości blisko 130 mln PLN brutto.
- Rozliczenia kontraktów przebiegają zazwyczaj z pewnym przesunięciem w stosunku do wykonanych prac (realizacja prac i ponoszonych kosztów rozliczana jest na bieżąco podczas gdy rozliczenie po stronie przychodów następuje w późniejszym okresie). Oczekujemy stopniowej poprawy tego schematu w przyszłości z racji wzrostu zatrudnienia i mocy przerobowych, co powinno wpłynąć pozytywnie na zdolności do realizacji większej liczby projektów i dywersyfikację portfela.
- Oczekujemy wzrostu wartości sprzedaży rozwiązań własnych (+32% r/r w 2019). W IV kwartale 2018 r. Spółka uruchomiła sprzedaż kolejnego rozwiązania – e-sprawozdania, które jest odpowiedzią na wymogi dotyczące składania przez firmy sprawozdań finansowych w ujednoliconym formacie elektronicznym.
- Zakładamy wzrost liczby pracowników o 20% w 2019 r., co w połączeniu z dalszym wzrostem kosztów wynagrodzeń oraz intensyfikacją prac rozwojowych spowoduje obniżkę marży w stosunku do lat 2015-2017.
- Łączne nakłady bilansowe wraz z rozwojem własnego oprogramowania oraz realizacją kontraktów szacujemy w 2019 na ok. 2,9 mln PLN wobec blisko 2,5 mln PLN w 2018 r.
- Spółka nie konsoliduje wyników Albit Software, stąd przyjmujemy ich wartość bilansową jako składnik aktywów finansowych i dodajemy w finalnej wycenie. Ponadto uwzględniamy w wycenie należność długoterminową w postaci kaucji długoterminowej jako element aktywów nieoperacyjnych.
- Spółka finansuje się głównie kapitałami własnymi. Poza leasingiem sporadycznie wykorzystuje krótkoterminowe kredyty. Zakładamy utrzymanie się takiej struktury finansowania w przyszłości.
- Zakładamy kształtowanie się cyklu konwersji gotówki w okresie prognozy na poziomie zbliżonym do średniej wartości z okresu 2017-2018.
- Dokonyjemy pełnej rocznej prognozy wyników KBJ z uwagi na sezonowość biznesu w związku z tym uwzględniamy stan bilansowy (w tym dług) na koniec 2018 roku.
- Budżety projektów czasami dopuszczają możliwość pewnych odchyłeń od zakontraktowanej kwoty zarówno w górę jak i w dół. Nie oczekujemy wystąpienia tego typu przeszacowań dla ujawnionych kontraktów.
- Nie przewidujemy w prognozach żadnych dodatkowych przejęć biznesów czy portfeli klientów.
- W wycenie uwzględniliśmy 150.000 akcji serii D wyemitowanych w ramach kapitału docelowego na podstawie uchwały Zarządu KBJ z dnia 20 marca 2019 r., które na dzień sporządzenia rekomendacji nie zostały zarejestrowane przez sąd.

Wycena KBJ	24,1 mln PLN
Cena na akcję	14,25 PLN
12M TP	17,13 PLN
Ostatnia cena zamknięcia	9,40 PLN
Potencjał wzrostu/(spadku)	82,23%

Spółka	Kapitalizacja [mln PLN]	EV/EBITDA LTM	P/E LTM
XPLUS	22,2	6,0x	8,0x
Betacom	19,2	5,2x	65,9x
Arcus	14,4	4,9x	21,9x
Lukardi	4,8	n.m.	n.m.
Acrebit	2,6	4,6x	15,9x
Mediana	-	5,0x	18,9x

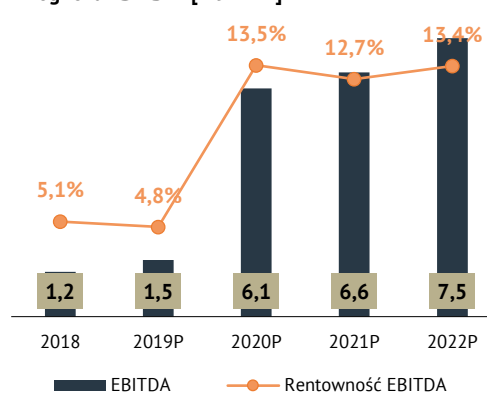
Źródło: Opracowanie własne na bazie sprawozdań spółek

Prognoza przychodów [mln PLN]



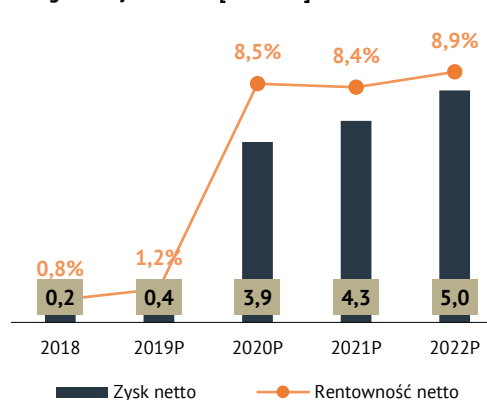
Źródło: Opracowanie własne

Prognoza EBITDA* [mln PLN]



Źródło: Opracowanie własne

Prognoza zysku netto [mln PLN]



Źródło: Opracowanie własne

Prognoza rachunku zysków i strat [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	17,6	23,6	24,2	31,5	45,4	51,4	55,6
<i>Wzrost r/r</i>	111,8%	33,9%	2,8%	30,2%	43,8%	13,3%	8,1%
EBIT	1,8	2,9	0,4	0,5	4,8	5,3	6,1
<i>marża EBIT</i>	10,1%	12,5%	1,6%	1,6%	10,5%	10,4%	11,0%
EBITDA*	2,3	3,6	1,2	1,5	6,1	6,6	7,5
<i>marża EBITDA</i>	12,9%	15,3%	5,1%	4,8%	13,5%	12,7%	13,4%
Zysk brutto	1,7	2,9	0,3	0,5	4,8	5,3	6,1
<i>Marża brutto</i>	9,9%	12,3%	1,4%	1,5%	10,5%	10,3%	11,0%
Podatek dochodowy	0,3	0,5	0,1	0,1	0,9	1,0	1,2
<i>Stawka podatku</i>	19,7%	17,0%	44,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk netto	1,4	2,5	0,2	0,4	3,9	4,3	5,0
<i>Marża netto</i>	8,0%	10,6%	0,8%	1,2%	8,5%	8,4%	8,9%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBI oraz własnych szacunków

Prognoza bilansu [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	3,0	3,3	3,8	4,6	5,0	6,0	6,5
Aktywa obrotowe	7,8	9,4	11,8	13,0	18,6	23,8	28,6
<i>Zapasy</i>	0,3	1,5	1,9	1,9	2,4	2,7	2,9
<i>Należności handlowe</i>	6,9	6,9	7,9	10,1	13,9	15,5	15,9
<i>Środki pieniężne</i>	0,3	0,7	1,6	0,6	1,9	5,3	9,5
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3
Aktywa razem	10,8	12,7	15,6	17,6	23,6	29,8	35,1
Kapitały własne	5,6	7,4	7,3	7,9	11,7	16,0	21,0
Rezerwy	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Zobowiązania krótkoterminowe	3,6	3,7	6,9	7,6	9,5	11,4	11,5
<i>Kredyty i pożyczki</i>	0,1	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
<i>Zobowiązania handlowe</i>	1,9	2,2	5,7	5,0	7,1	8,8	8,7
Rozliczenia międzyokresowe	1,1	1,0	0,5	1,3	1,6	1,6	1,8
Pasywa razem	10,8	12,7	15,6	17,6	23,6	29,8	35,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBI oraz własnych szacunków

Metodologia

Wycenę oparliśmy o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (szerzej o metodzie DCF w rozdziale „Definicje i dodatkowe informacje”), która pozwala odzwierciedlić plany strategiczne Zarządu w zakresie budowania zespołu i portfela własnych rozwiązań oraz przepływy z nowych, dużych projektów wdrożeniowych. Szczegółowa prognoza wyników finansowych obejmuje lata 2019-2022. Ze względu na niższy poziom wyników finansowych Spółki w 2018 roku spowodowany opisanymi wcześniej zdarzeniami oraz brak dostępnych wycen i prognoz dla przedsiębiorstw z grupy porównawczej nie dokonywaliśmy wyceny metodą porównawczą. W związku z powyższym waga metody DCF w wycenie wynosi 100%. Kluczowe założenia przyjęte do modelu wyceny:

- Wzrost rezydualny po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1,0%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,1%¹.
- Beta nielewarowana na poziomie 1,20 będąca średnią wartością dla sektora Computer Services oraz Software (System & Application) dla rynków Emerging oszacowaną przez A. Damodarana.
- Premia za ryzyko rynkowe na poziomie 6,6%².
- Z uwagi na niską płynność akcji Spółki oraz ryzyko związane z przewidzeniem terminów rozliczania kontraktów przyjęliśmy 3 p.p. premii za ryzyko prognoz aplikowanej do kosztu kapitału własnego.
- Efektywna stopa podatku dochodowego na poziomie 19%.
- Koszt kapitału został zaokrąglony do pełnej wartości z uwagi na urealnienie oczekiwań w zakresie wymaganej stopy zwrotu przez inwestora.

^{1,2} P.Fernandez, M. Martinez Market, I.F. Acin, *Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey*.

Koszt kapitału

Kalkulacja średniego ważonego kosztu kapitału [WACC]	2019P	2020P	2021P	2022P
Koszt kapitału własnego	14,1%	14,3%	14,1%	14,1%
Premia za ryzyko aplikowana do kosztu kapitału	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko rynkowe	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Beta	1,22	1,24	1,21	1,21
Beta nielewarowana	1,20	1,20	1,20	1,20
Efektywny koszt zadłużenia (po podatku)	7,1%	2,6%	4,8%	4,8%
Udział kapitału własnego	98,2%	96,8%	98,6%	98,6%
Udział długu	1,8%	3,2%	1,4%	1,4%
WACC	14,01%	13,83%	13,98%	13,98%
WACC, zaokrąglony	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%

Źródło: Opracowanie własne

Sprawozdanie z wyceny

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych [FCFF]	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	31,5	45,4	51,4	55,6
EBIT	0,5	4,8	5,3	6,1
Podatek [-]	0,1	0,9	1,0	1,2
NOPAT	0,4	3,9	4,3	5,0
Amortyzacja [+]	1,0	1,3	1,2	1,3
ΔNWC [+]	-1,1	-3,1	-1,0	-0,8
CAPEX [-]	0,9	1,1	1,4	1,3
FCFF	-0,5	0,9	3,2	4,2
Współczynnik dyskontowy	87,7%	76,9%	67,5%	59,2%
Zdyskontowane FCFF [DFCFF]	-0,5	0,7	2,1	2,5

Źródło: Opracowanie własne

Wycena akcji KBJ S.A.	
Suma DFCFF	4,8 mln PLN
Przepływ rezydualny	4,2 mln PLN
Wzrost rezydualny	1,0%
Wartość rezydualna [RV]	32,3 mln PLN
Zdyskontowane RV [DRV]	19,1 mln PLN
Wartość firmy [DFCFF + DRV]	24,0 mln PLN
Zadłużenie i inne zobowiązania [-]	0,4 mln PLN
Udziały w jednostkach zależnych i kaucja [+]	0,6 mln PLN
Wartość kapitałów własnych	24,1 mln PLN
Liczba akcji*	1 690 792
Wycena akcji na dzień 31.12.2018	14,25 PLN
Wycena akcji na dzień 30.05.2019	15,07 PLN
12-miesięczna cena docelowa	17,13 PLN

*Liczba akcji uwzględnia niezarejestrowane akcje serii D.

Źródło: Opracowanie własne

Badając analizę wrażliwości wyceny przygotowanej w oparciu o prognozy zaprezentowane powyżej, należy zauważyć, że wycena jest szczególnie wrażliwa na wysokość stopy dyskontowej, współczynnika beta oraz wzrostu po okresie szczegółowej prognozy.

Wrażliwość 12M ceny docelowej na zmianę tempa wzrostu w okresie rezydualnym oraz na stopę dyskontową

		Wzrost w okresie rezydualnym				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Stopa dyskontowa WACC	12,0%	19,43	20,19	21,01	21,91	22,90
	13,0%	17,61	18,23	18,90	19,64	20,44
	14,0%	16,05	16,57	17,13	17,74	18,40
	15,0%	14,71	15,15	15,62	16,13	16,68
	16,0%	13,54	13,92	14,32	14,75	15,21

Źródło: Opracowanie własne

Wrażliwość 12M ceny docelowej na zmianę tempa wzrostu w okresie rezydualnym oraz na stopę dyskontową

		Wzrost w okresie rezydualnym				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Stopa dyskontowa WACC	12,0%	13,4%	17,9%	22,7%	27,9%	33,7%
	13,0%	2,8%	6,4%	10,3%	14,7%	19,3%
	14,0%	-6,3%	-3,3%	0,0%	3,6%	7,4%
	15,0%	-14,1%	-11,6%	-8,8%	-5,8%	-2,6%
	16,0%	-21,0%	-18,7%	-16,4%	-13,9%	-11,2%

Źródło: Opracowanie własne

Wrażliwość 12M ceny docelowej na zmianę tempa wzrostu w okresie rezydualnym oraz współczynnika beta

		Wzrost w okresie rezydualnym				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Współczynnik Beta	0,80	21,52	22,45	23,46	24,59	25,84
	1,00	17,65	18,28	18,95	19,69	20,49
	1,20	16,05	16,57	17,13	17,74	18,40
	1,40	14,67	15,11	15,58	16,09	16,63
	1,60	12,67	13,00	13,35	13,72	14,11

Źródło: Opracowanie własne

Wrażliwość 12M ceny docelowej na zmianę tempa wzrostu w okresie rezydualnym oraz współczynnika beta

		Wzrost w okresie rezydualnym				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
Współczynnik Beta	0,80	25,6%	31,0%	37,0%	43,5%	50,8%
	1,00	3,0%	6,7%	10,6%	14,9%	19,6%
	1,20	-6,3%	-3,3%	0,0%	3,5%	7,4%
	1,40	-14,4%	-11,8%	-9,1%	-6,1%	-2,9%
	1,60	-26,0%	-24,1%	-22,1%	-19,9%	-17,6%

Źródło: Opracowanie własne

MODEL BIZNESOWY

KBJ S.A. jest wiodącym dostawcą i integratorem oprogramowania firmy SAP w Polsce. Spółka świadczy kompleksowe usługi wdrożeniowe systemów typu Business Intelligence, ERP (Enterprise Resource Planning – planowanie zasobów przedsiębiorstwa) i HCM (Human Capital Management – zarządzanie kapitałem ludzkim) dla klientów biznesowych. W ramach długoletniego partnerstwa z SAP oraz wewnętrznych kompetencji zespołu KBJ rozwija również własne oprogramowanie będące istotnym uzupełnieniem funkcjonalności wdrażanych rozwiązań. Ponadto Spółka prowadzi szkolenia z zakresu wykorzystania oprogramowania SAP. Na przestrzeni ostatnich lat eksperci KBJ zrealizowali ponad 30% wszystkich szkoleń SAP w Polsce.

Oferta produktowa

Główną część sprzedaży stanowią wdrożenia systemów opartych o produkty i technologię SAP, wśród których należy wymienić:

- **Business Intelligence & Big Data** - Platforma analityczno - raportowa dostarczająca dane o rentowności linii biznesowych, wspierająca procesy planowania i symulacji, procesy sprzedaży, przekazująca wiedzę o klientach. Ponadto pozwala ona na optymalizację procesów produkcyjnych. Pakiet KBJ Business Intelligence składa się z następujących komponentów SAP: BW (Business Warehouse), BusinessObjects, BusinessObjects Cloud, Predictive Analytics, Dashboards oraz HANA (implementacja przetwarzania danych w pamięci RAM). Ofertę uzupełnia BI Development.
- **ERP S/4 HANA** - System ERP stanowi centralny komponent infrastruktury SAP każdej większej organizacji. Spółka oferuje pełne wsparcie związane z wdrożeniem, utrzymaniem, rozwojem systemów SAP ERP oraz jego rozszerzenia - SAP S/4 HANA, pozwalającego na pracę w trybie in-memory (słyn danych bezpośrednio do systemu umożliwia ich przetwarzanie w czasie rzeczywistym).
- **SAP Development** - Spółka od ponad 10 lat świadczy usługi programistyczne wspierając polskich i międzynarodowych klientów przy projektach SAP. KBJ oferuje pełen pakiet usług programistycznych SAP dla ERP, HR, CRM, NetWeaver, HANA, HCP.
- **Serwis aplikacyjny SAP** - W ramach usługi serwisu aplikacyjnego Spółka oferuje między innymi monitoring systemów SAP, pełny zakres usług technologicznych (basis): instalację, konfigurację, migrację, upgrade, optymalizację, obsługę zgłoszeń (incident management).

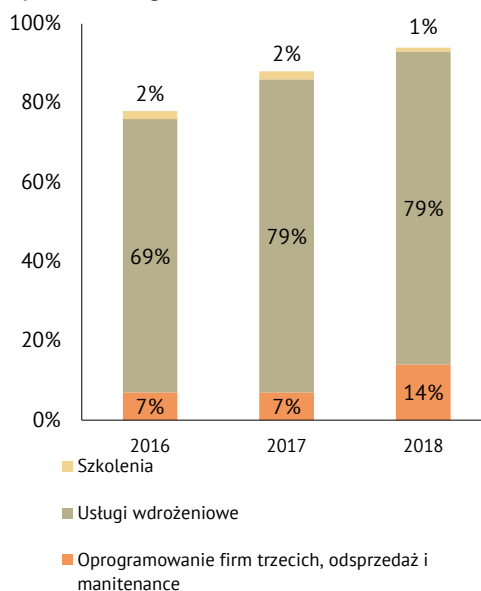
Kolejną gałąź oferty produktowej stanowią wprowadzone w 2014 roku rozwiązania oparte o własne oprogramowanie. Od tego czasu segment ten jest konsekwentnie rozwijany. Wśród własnych produktów należy wymienić:

- **e-Leki** - Oprogramowanie pozwalające na realizację obowiązków wynikających z konieczności raportowania informacji o obrotach produktami leczniczymi bezpośrednio do systemu ZSMOPL. Oferta KBJ obejmuje m. in. 3-letnie wsparcie i aktualizacje oprogramowania, wsparcie w procedurze uzyskania dostępu do środowiska ewaluacyjnego i produkcyjnego ZSMOPL, szkolenie w zakresie wykorzystywania rozwiązania e-Leki.
- **e-JPK** - Od 2016 roku obowiązkiem podatników jest przekazywanie na żądanie organów podatkowych danych z ksiąg podatkowych w ujednoliconej formie elektronicznej - Jednolitym Pliku Kontrolnym (JPK). Narzędzie e-JPK zawiera silnik gromadzenia i przetwarzania danych autorstwa KBJ zapewniający maksymalnie szybkie przygotowanie plików.
- **e-Sprawozdania** - Usługa rozszerza system SAP o mechanizmy generowania sprawozdań finansowych bezpośrednio z systemu ERP do postaci struktur logicznych wymaganych w nowelizacji ustawy o rachunkowości oraz ustawy o KRS. Dokumenty wygenerowane z rozwiązania e-Sprawozdania są gotowymi plikami wynikowymi do podpisu elektronicznego podpisem kwalifikowanym lub profilem ePUAP.
- **Portal HR Cloud** - Jest to portal kadrowy zapewniający samoobsługę pracowniczą i menedżerską dla firm oraz organizacji wykorzystujących system SAP HCM, dzięki któremu mogą być realizowane codzienne procesy kadrowe.

Wdrożenia SAP

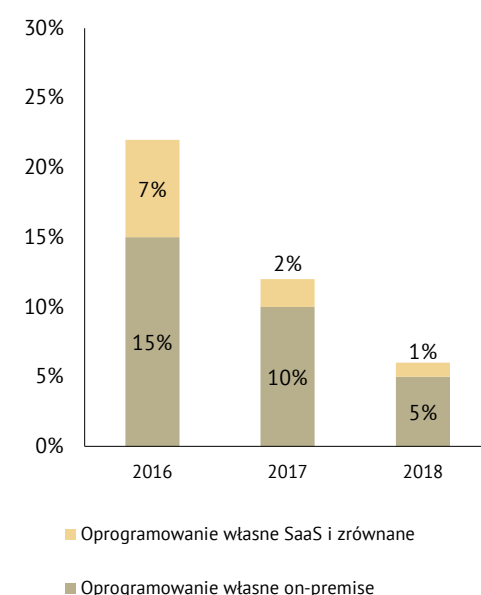
Znaczną część przychodów stanowią obecnie usługi wdrożeniowe. W 2016 r. odpowiadały za 69% przychodów ze sprzedaży (12 mln PLN), a w 2018 około 79% (19 mln PLN). W tym samym czasie zintensyfikowano sprzedaż oprogramowania SAP, odsprzedaży i utrzymania. Na przestrzeni lat 2016-2018 udział tego segmentu wzrósł z poziomu 7% do 14%. Nominalnie stanowi to wzrost z poziomu 1,2 mln PLN do 3,5 mln PLN. Zmiana struktury stanowi także częściowy efekt kumulacji odsprzedaży licencji w Q4 2018 r. z tytułu odnowień.

Udział w przychodach ze sprzedaży - sprzedaż i usługi



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Udział w przychodach ze sprzedaży - sprzedaż oprogramowania własnego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Oprogramowanie własne

Efektorem realizacji kontraktów wdrożeniowych był także spadek udziałów sprzedaży własnego oprogramowania w formule SaaS lub on-premise. W 2016 roku wynosił on 22% sprzedaży, podczas gdy na koniec 2018 roku kategoria ta odpowiadała za 5,5% przychodów. W ujęciu nominalnym spadek ten wyniósł ok. 2,6 mln PLN – z poziomu 3,9 mln PLN do poziomu 1,3 mln PLN. W ocenie Zarządu Spółki rozbudowa portfela zleceń wdrożeniowych przyczyniła się jednak do poszerzenia bazy klienckiej, która może być zainteresowana zakupem oprogramowania własnego Spółki w momencie intensyfikacji działań sprzedażowych w tym kierunku. W latach 2017-2018 Spółka kontynuowała rozwój autorskich narzędzi – do oferty wprowadzono m.in. oprogramowanie e-Leki czy e-Sprawozdania. Aktualna liczba podmiotów na rzecz których KBJ świadczy usługi związane z rozwiązaniami własnymi oscyluje w granicach 100 firm. Stanowi to ok. 50% wszystkich obecnych klientów Spółki.

Dywersyfikacja branżowa

Odbiorcami usług i rozwiązań KBJ są zarówno podmioty z sektora prywatnego, spółki Skarbu Państwa oraz sektor publiczny. Według stanu na dzień 31.12.2018 r., łączna liczba klientów, z którymi Spółka utrzymuje bieżące relacje biznesowe przekroczyła 200 podmiotów. Ważnym elementem w działalności jest bardzo szeroka dywersyfikacja odbiorców usług Spółki, co potwierdza kompetencje zespołu w zakresie umiejętności dostosowania oferty i procesu wdrożenia do specyfiki i potrzeb danej branży. Największy udział w przychodach za 2018 r. miała branża usług użyteczności publicznej, który wyniósł ok. 14%. Ponadto Spółka świadczy także usługi na rzecz podmiotów z branży dóbr konsumenckich, high-tech, ubezpieczeń, sektora publicznego, dystrybucji. Z usług KBJ korzystają także podmioty reprezentujące m.in. przemysł ciężki, przemysł drzewny, naukę, logistykę, energetykę czy media (na wykresie obok ujęte w kategorii „Pozostałe**”).

Struktura klientów

Rozwiązania SAP z racji kompleksowości oraz wysokich kosztów wdrożenia i utrzymania są wykorzystywane przede wszystkim przez duże koncerny oraz firmy o stabilnej pozycji finansowej i złożonych procesach biznesowych. Znaczną część odbiorców usług Spółki stanowią klienci, których zamówienia przekraczają wartość 250 tys. PLN netto. Ich udział w sprzedaży stanowił 68% w 2018 r., notując 4,4 p.p. spadek względem roku ubiegłego na rzecz klientów składających zamówienia o wartości z przedziału 50-250 tys. PLN. Jest to częściowo efekt przesunięć realizacji dużych kontraktów wdrożeniowych oraz kumulacji odsprzedaży licencji SAP w Q4 2018 r. Warto odnotować, że KBJ jako jedyny wykonawca lub lider konsorcjum nawiązał współpracę w zakresie wdrożenia systemów informatycznych z takimi klientami jak PGNiG S.A., TVP S.A., Bank Pekao S.A., Polska Wytwórnia Papierów Wartościowych S.A., KGHM S.A., Polimex Mostostal S.A., Ministerstwo Sprawiedliwości, ZUS, Ministerstwo Finansów.

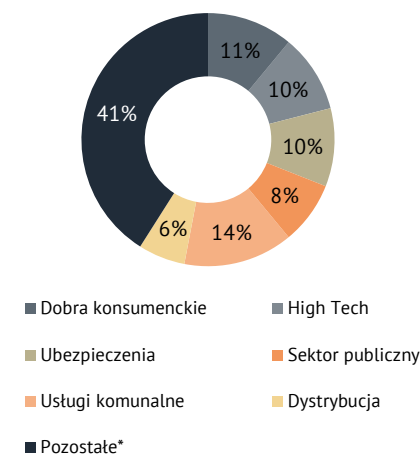
Model rozliczeniowy

Spółka realizuje projekty zarówno w perspektywie kilkumiesięcznej jak i kilkuletniej. Zazwyczaj pojawia się w nich komponent stałych płatności miesięcznych oraz element zmienny uzależniony od wykonanych i zabudżetowanych w danym okresie prac. Zespół Spółki współpracuje w trakcie wdrażania rozwiązań z zespołem klienta, wobec czego pojawiać się mogą przesunięcia w realizacji poszczególnych zadań z uwagi na ograniczenia zasobów ludzkich. W przypadku projektów dla sektora publicznego, większy stopień formalizacji procedur oraz zazwyczaj mniejszy zespół informatyczny po stronie instytucji implikuje dłuższy czas realizacji projektu niż w przypadku podmiotów z sektora prywatnego. Do czasu realizacji takiego projektu należy też doliczyć okres, jaki jest potrzebny na podpisanie umowy od momentu rozstrzygnięcia przetargu - średnio 4-8 tygodni. Powyższe czynniki wpływają z kolei na wyższy budżet tego typu projektów.

AKCJONARIAT

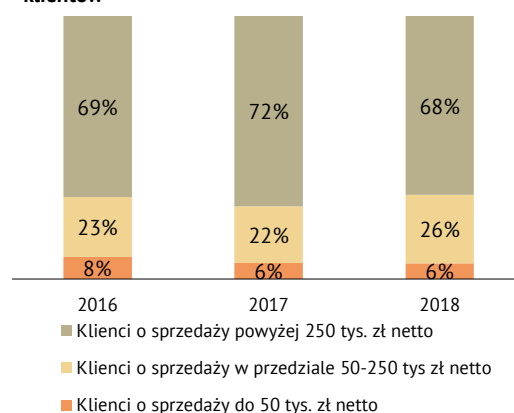
Na dzień sporządzenia rekomendacji, kapitał zakładowy KBJ S.A. wynosi 1.540.792 PLN i dzieli się na 1.540.792 akcji o wartości nominalnej 1,00 PLN każda. Większościowymi akcjonariuszami w Spółce są jej założyciele, z czego dwie osoby są jednocześnie zaangażowane operacyjnie. Pan Artur Jedynak pełni obowiązki Prezesa Zarządu odpowiedzialnego za sprzedaż oraz rozwój KBJ, a Pan Marek Weigt, Członek Zarządu jest odpowiedzialny za zarządzanie operacyjne oraz koordynację głównych działań projektowych. Trzeci z założycieli, Pan Łukasz Krotowski, jest obecnie członkiem Rady Nadzorczej Spółki. Wśród akcjonariuszy posiadających ponad 5% udziału w głosach

Struktura przychodów według branż [2018]



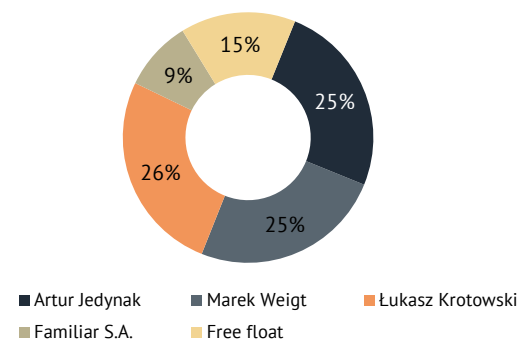
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Struktura przychodów w podziale na klientów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Struktura udziału w kapitale oraz w głosach na WZ [przed rejestracją akcji serii D]



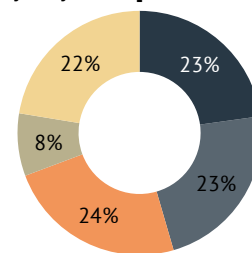
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

na walnym zgromadzeniu należy zwrócić uwagę na fundusz Familiar S.A., SICAV-SIF z siedzibą w Luksemburgu, który nie jest powiązany z założycielami. Fundusz ujawnił swój stan posiadania akcji KBJ w marcu 2018 r., po dokonaniu transakcji zakupu akcji poza obrotem giełdowym.

Omawiana powyżej struktura akcjonariatu nie uwzględnia 150.000 akcji serii D wyemitowanych w ramach kapitału docelowego na podstawie uchwały Zarządu z dnia 20 marca 2019 r. Zgodnie z raportem bieżącym ESPI nr 5/2019 emisja akcji stanowi pierwszy etap wdrożenia w Spółce programu motywacyjnego i została skierowana wyłącznie do pracowników i współpracowników KBJ, z wyłączeniem Członków Zarządu. Akcje zostały objęte zakazem sprzedaży przez rok od dnia ich objęcia.

Oczekiwany dalszy rozwój Spółki może się przyczynić do uruchomienia kolejnej rundy programu motywacyjnego jako formy dodatkowego wynagradzania oraz powiązania kluczowych pracowników ze Spółką.

Struktura udziału w kapitale oraz w głosach na WZ [po rejestracji akcji serii D]



■ Artur Jedynak ■ Marek Weigt ■ Łukasz Krotowski
■ Familiar S.A. ■ Free float

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

POLITYKA DYWIDENDY

W 2013 r. Spółka opublikowała i przyjęła politykę dywidendy. Zarząd KBJ deklaruje, że będzie corocznie przedstawiał ZWZ wniosek o wypłatę dywidendy z zysku za poprzedni rok obrotowy w przypadku spełnienia poniższych warunków:

- Przychody Spółki ze sprzedaży w roku obrotowym, za który ma być wypłacona dywidenda, będą nie mniejsze niż w roku poprzedzającym;
- Zysk netto Spółki w roku, za który ma być wypłacona dywidenda, będzie nie mniejszy niż osiągnięty w roku poprzednim;
- Łączna kwota dywidendy nie przekroczy połowy zysku netto Spółki za rok obrotowy, za który ma być wypłacona.

W ciągu ostatnich sześciu lat stopa dywidendy oscylowała między 1,3%, a 3,61%. W 2016 roku wypłata z zysku dla akcjonariuszy była najwyższa w historii – 0,45 PLN na akcję, co przełożyło się na stopę dywidendy równą 3,33%. Niska marża wypracowana w 2018 r. oraz niespełnienie jednego z powyższych wymagań stanowią przesłanki do niewypłacenia przez Spółkę dywidendy za rok 2018. Według stanu na dzień publikacji niniejszej rekomendacji Zarząd KBJ nie podjął jeszcze uchwały w przedmiocie rekomendacji wypłaty dywidendy z zysku za 2018 r.

Dzień dywidendy	26.07.2013	01.08.2014	31.07.2015	01.09.2016	01.09.2017	28.08.2018
Stopa dywidendy	3,6%	2,3%	1,3%	2,2%	3,3%	2,0%
Wartość dywidendy [PLN]	0,13	0,21	0,08	0,14	0,45	0,19

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW

STRATEGIA ROZWOJU

Obecna strategia rozwoju Spółki skupia się na wzroście organicznym, którego podstawą jest sprzedaż usług wdrożeniowych oraz własnego oprogramowania. W ostatnim czasie KBJ istotnie rozbudował portfolio klientów, których obsługa zapewni dalszy wzrost. Łączna wartość istotnych kontraktów zawartych przez Spółkę na przestrzeni lat 2018-2019 i ujawnionych jako spełniające definicję informacji poufnej na gruncie rozporządzenia MAR, wynosi prawie 130 mln PLN brutto. Oceniamy, że wartość ta nie obejmuje mniejszych umów, zawieranych w bieżącym toku działalności, czyli takich, których jednostkowa wartość nie wpływa w znaczący sposób na wyniki finansowe Spółki.

Kontrahent	Data raportu ESPI	Wartość	Zakres	Szacowany okres realizacji
PKP Polskie Linie Kolejowe S.A.	26.03.2018 r.	ok. 3,5 mln PLN brutto	Świadczenie usług zmian i utrzymania rozwiązań systemu SAP.	Usługi świadczone będą przez okres 20 miesięcy.
PGE Systemy S.A.	15.06.2018 r.	ok. 2 mln PLN brutto	Aktualizacja wersji środowiska SAP i migracja na bazę danych HANA oraz wdrożenie BW/4HANA.	Do 31 marca 2019 roku.
Polska Spółka Gazownictwa sp. z o.o.	06.12.2018 r.	ok. 23 mln PLN brutto	Świadczenie usług modyfikacji i rozwoju eksploatacyjnego aplikacji środowiska SAP.	36 miesięcy od daty zawarcia umowy (tj. od 3 grudnia 2018 r.).
Sąd Apelacyjny we Wrocławiu	28.01.2019 r.	ok. 35 mln PLN brutto	Usługi modyfikacji, utrzymania i rozwoju Zintegrowanego Systemu Rachunkowości i Kadr. KBJ jest generalnym wykonawcą umowy z 65% udziałem w konsorcjum z Dhaliamatic.	47 miesięcy - od 1 lutego 2019 do 31 grudnia 2022.
KGHM Polska Miedź S.A.	7.03.2019 r.	ok. 2 mln PLN netto	Świadczenie usług wsparcia eksperckiego, prac analitycznych i programistycznych w rozwiązaniach SAP.	Brak informacji.
Ministerstwo Sprawiedliwości	7.05.2019 r.	ok. 55 mln PLN brutto	Dostawa licencji, aktualizacja licencji i subskrypcji oprogramowania oraz usługi wsparcia lub produktów równoważnych dla Ministerstwa Sprawiedliwości.	48 miesięcy od daty zawarcia umowy ramowej lub do wyczerpania środków.
NBP	22.05.2019 r.	ok. 6,88 mln PLN brutto	Dostawa wsparcia dla oprogramowania SAP (wybór oferty).	36 miesięcy od daty zawarcia umowy.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Dodatkowo KBJ wykorzystuje akwizycje w celu zwiększania skali biznesu i zapewnienia luki operacyjnej. W 2017 roku Spółka dokonała dwóch przejęć, których celem było przede wszystkim powiększenie zespołu operacyjnego oraz pozyskanie nowego portfela klientów:

- w kwietniu – objęcie 60% udziałów w Albit Software Sp. z o.o., której przedmiotem działalności są usługi informatyczno-biznesowe dla podmiotów z sektora publicznego. Spółka Albit była w przeszłości podwykonawcą usług dla KBJ. Dzięki powyższej transakcji KBJ zyskał dostęp do bazy klientów składającej się z kilkudziesięciu podmiotów z sektora publicznego, autorskich rozwiązań dla sektora publicznego oraz zespołu pracowników spółki.
- w październiku – przejęcie części portfela klientów i projektów obsługi informatycznej w zakresie rozwiązań ERP od firmy ZETO S.A. w Poznaniu. Grupa klientów spółki liczyła około 20 podmiotów z sektora średnich przedsiębiorstw, głównie z branży produkcyjnej. W związku z zawartą umową od 1 listopada 2017 roku klienci wchodzący w skład przejmowanego portfela obsługiwani są przez KBJ. Wraz z portfelem klientów i projektów przejęto kiluosobowy doświadczony zespół ekspertów, gwarantujący ciągłość realizowanych usług.

Plany rozwoju Spółki obejmują również ekspansję zagraniczną. Realizacja strategii rozwoju ma w konsekwencji przełożyć się na spełnienie ambicji Zarządu KBJ w zakresie przeniesienia notowań z Alternatywnego Systemu Obrotu na rynku NewConnect na rynek regulowany GPW.

ANALIZA OTOCZENIA SPÓŁKI

Sytuacja makroekonomiczna

Zgodnie z danymi GUS dynamika polskiego PKB w ujęciu kwartalnym w pierwszych trzech kwartałach 2018 roku przekraczała poziom 5% rdr. W IV kwartale 2018 po raz pierwszy wzrost uległ niewielkiemu spowolnieniu, wynosząc 4,9%. W nadchodzących kwartałach spodziewane jest stopniowe wyhamowywanie tej dynamiki, przede wszystkim z uwagi na niepewność wśród partnerów biznesowych związaną z warunkami Brexitu, napięcie na linii USA – Chiny, czy oczekiwane dalsze stopniowe zacieśnianie polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych i przeprowadzane reformy gospodarcze w Państwie Środka. Jednocześnie, prognozuje się, że inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego.

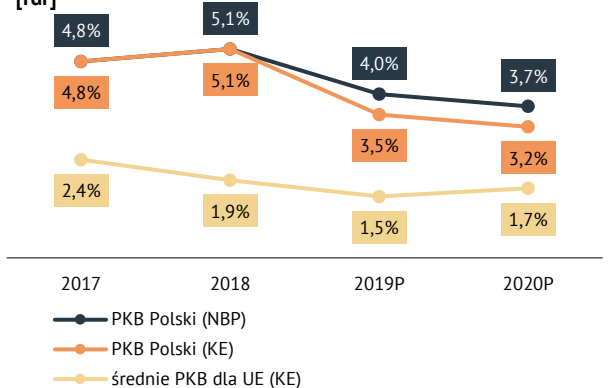
Taką ocenę wspierają wyniki marcowej projekcji przygotowanej przez NBP. Zgodnie z dokumentem, roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3–4,7% w 2019 r., 2,7–4,6% w 2020 r. oraz 2,4–4,3% w 2021 r. Z kolei inflacja spodziewana jest w przedziale 1,2–2,2% w 2019 r., 1,7–3,6% w 2020 r. oraz 1,3–3,5% w 2021 r. Nie można wykluczyć jednak pojawienia się szoków podażowych związanych z cenami energii, napiętą polityką handlową oraz sytuacją geopolityczną.

Zdanie międzynarodowych instytucji co do prognozy dynamiki wzrostu Polski jest nieco rozbieżne. Według prognoz OECD polska gospodarka urośnie w 2019 roku o 4,2%, co stanowi poziom bliższy górnej wartości zasadniczej projekcji NBP. Z kolei Komisja Europejska na początku 2019 roku obniżyła prognozy wzrostu dla Polski na najbliższe dwa lata zakładając, że w latach 2019-2020 polski PKB wzrośnie odpowiednio o 3,5% oraz o 3,2%. Mimo rozbieżności, wartość polskiego PKB będzie wciąż jednak rosła ponad dwukrotnie szybciej od średniej dla całej Unii wynoszącej 1,5% w 2019 roku oraz 1,7% w 2020 roku. Równocześnie inflacja w Polsce będzie rosła nieco szybciej niż w pozostałych krajach UE dla których średnia prognozowana jest na poziomie 1,6% w 2019 roku oraz 1,8% w 2020 roku.

Wydaje się zatem, że polska gospodarka osiągnęła szczyt koniunkturalny w IV kwartale 2018 roku. Zgodnie z danymi przygotowanymi przez NBP bezrobocie było najniższe w historii, co sprzyjało popytowi wewnętrznemu. W 2018 roku stopa bezrobocia wyniosła 3,8% w porównaniu do 4,9% odnotowanego w ubiegłym roku. Zgodnie z prognozami NBP dynamika wynagrodzeń w latach 2019-2021, pomimo stopniowego spowolnienia, nadal utrzymywana będzie na podwyższonym poziomie – wzrost w 2019 roku ma wynieść 6,8%, 6,5% w 2020 roku oraz 6,3% w 2021 roku. Na wzrost dynamiki płac oddziaływać będzie niski poziom stopy bezrobocia (wg prognoz NBP stopa bezrobocia w 2021 roku wyniesie 3,0%) oraz stopniowy wzrost inflacji. W naszej ocenie powyższe może skutkować występowaniem presji płacowych.

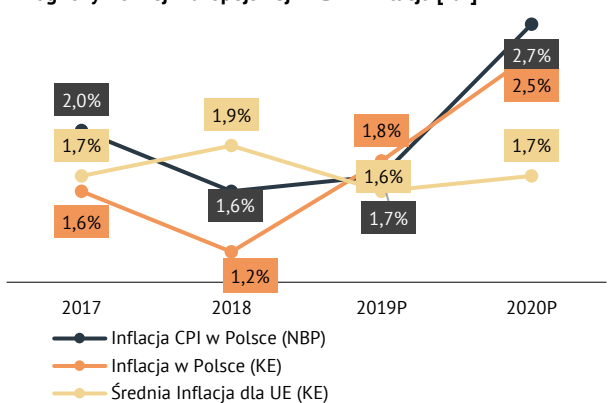
Sytuacja gospodarcza Polski pozostaje jednak dalej sprzyjająca, a jej tempo wzrostu wciąż jest jednym z najwyższych w regionie.

Prognozy Komisji Europejskiej i NBP - wzrost PKB [rdr]



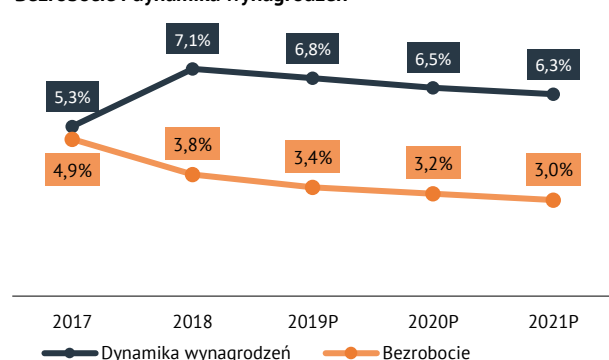
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, KE

Prognozy Komisji Europejskiej i NBP - Inflacja [rdr]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, KE

Bezrobocie i dynamika wynagrodzeń



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP

Inwestycje w ICT

Według danych GUS skumulowana wartość inwestycji w polskim sektorze ICT (informacja i telekomunikacja) wyniosła na koniec IV kwartału 2018 roku blisko 6,8 mld PLN. Oznacza to wzrost o 19% w porównaniu z wynikiem osiągniętym w analogicznym kwartale roku ubiegłego. Po spowolnieniu, które miało miejsce w latach 2015-2016, od 2017 roku wartość inwestycji w tym sektorze gospodarki stale rośnie. Ponadto zgodnie z danymi GUS obroty w usługach biznesowych polegających m.in. na dostarczaniu ekspertyz w zakresie technologii informatycznych, pisaniu, modyfikowaniu, badaniu i wspomaganiu oprogramowania planowaniu i projektowaniu systemów komputerowych; zarządzaniu i obsługą systemów komputerowych nieprzerwanie rosną w ujęciu rocznym na przestrzeni ostatnich lat. W ciągu ostatniego roku wzrost przekroczył poziom 14% rdr.

Dodatkowo uruchamiane zostają programy unijne w ramach budżetu europejskiego, które powinny stymulować nakłady na nowe projekty. W związku z planowaniem budżetu funduszy europejskich na lata 2021-2027 zapowiedziano uruchomienie programu „Cyfrowa Europa”, w ramach którego Komisja Europejska planuje przeznaczyć 9,2 mld EUR na realizację projektów dotyczących cyfryzacji. Powyższe pozwala oczekiwać dalszego wzrostu popytu m.in. na usługi oferowane przez Spółkę.

Rynek IT

Firma Gartner prognozowała, że globalne wydatki na rozwiązania IT wzrosną w 2018 roku o 6,2% w porównaniu z rokiem ubiegłym. Najwyższych wzrostów należy się spodziewać w segmencie oprogramowania dla biznesu. Nakłady w tej gałęzi miały wzrosnąć w 2018 roku aż o 9,76% osiągając wartość przekraczającą 400 mld USD. W 2019 roku zakłada się utrzymanie trendu wzrostowego, co przełoży się na wartość ok. 439 mld USD.

Według szacunków PMR (Raport „Rynek usług IT w Polsce 2018. Analiza rynku i prognozy rozwoju na lata 2018–2023”) wartość rynku usług IT w Polsce w 2018 r. szacowana jest na poziomie 32,6 mld PLN, przy wzroście o ok. 6% r/r. W 2019 roku prognozuje się dynamikę wzrostu na ok. 4,8%, do poziomu 34,2 mld PLN. Średni roczny wzrost rynku (CAGR) w latach 2018-2023 szacowany jest z kolei na ok. 3%, co nominalnie przekłada się łącznie na ok. 8 mld PLN czyli ok. 1,5 mld PLN w ujęciu rocznym. Popyt na tego typu rozwiązania będzie rosł z uwagi na oferowane funkcjonalności tego typu systemów.

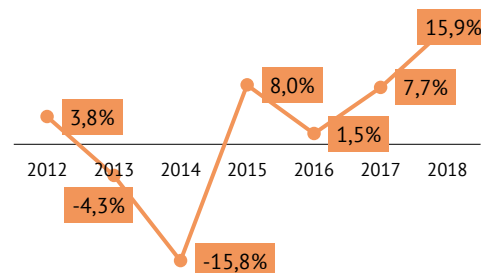
Nowoczesne rozwiązania IT pozwalają znacząco zoptymalizować produkcję i tym samym ograniczyć koszty. W latach 2012-2017 o 63% wzrósł odsetek firm, które używają systemu klasy ERP lub CRM. Głównym czynnikiem sprzyjającym inwestycjom w zaawansowane rozwiązania IT jest obecnie trwający proces reindustrializacji europejskiego sektora produkcyjnego oraz tzw. czwarta rewolucja przemysłowa (*Industry 4.0*).

W 2012 roku liczba dużych i średnich przedsiębiorstw korzystających z elektronicznych systemów zarządzania biznesowego wynosiła niespełna 7 tys. firm. W 2017 roku liczba ta wzrosła do poziomu przekraczającego 12,3 tys. podmiotów. Z kolei wśród małych przedsiębiorstw w 2012 roku tylko 12,7 tys. firm korzystało z udogodnień jakie oferują systemy ERP i CRM. W ciągu 5 lat ich liczba wzrosła o blisko 10 tys. W 2017 obserwowany był zarówno proces wymiany oprogramowania jak i poszerzania funkcjonalności systemów. Wynika to m.in. z większych możliwości analizowania i monetyzacji informacji pochodzących zarówno z organizacji, jak i źródeł zewnętrznych.

Rynek systemów i aplikacji biznesowych (rozumianych jako ERP, CRM, rozwiązania z zakresu Business Intelligence, oprogramowanie bazodanowe) ma największy udział w sprzedaży oprogramowania w Polsce. Według danych PMR segment ten generował blisko jedną trzecią jego wartości w 2016 r tj. 2,2 mld PLN. Analitycy PMR spodziewają się utrzymania zapotrzebowania na tego typu rozwiązania ze średnioroczną stopą wzrostu (CAGR) 4,9% w latach 2017-2022. Z kolei według danych IDC wartość polskiego rynku Enterprise Application Software w 2017 r. wzrosła o 5,2% do poziomu 245,1 mln USD. Według analityków IDC największy udział w tym rynku w 2017 roku miał SAP – niemal 40%. Na drugim miejscu znajdował się Comarch S.A. z udziałem w rynku nieznacznie przekraczającym 19%. Pozostałe podmioty stanowiły niespełna 42%.

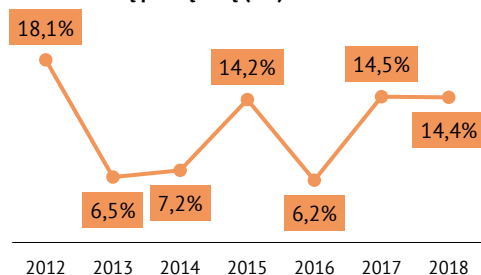
Wśród największych firm działających na tym rynku (poza wspomnianymi wcześniej SAP Polska oraz Comarch) należy wymienić: Asseco, Sage, Oracle Polska, SAS Institute Polska, IFS Polska, Sygnity.

Inwestycje w ICT [rdr]



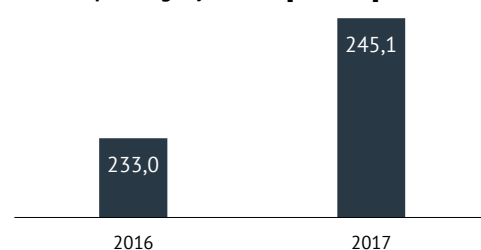
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Obroty w usługach związanych z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalnością powiązaną (rdr)



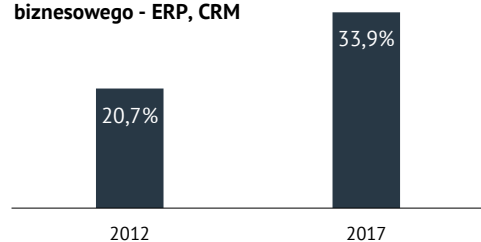
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wartość polskiego rynku ERP [mln USD]



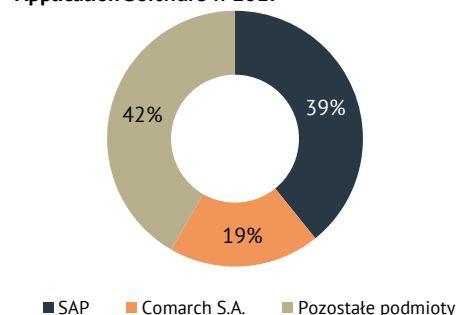
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IDC

Odesetek przedsiębiorstw korzystających z systemów zarządzania biznesowego - ERP, CRM



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Udział w polskim rynku Enterprise Application Software w 2017



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IDC

Z racji złożoności oraz różnorodności rozwiązań na rynku istnieją podmioty wyspecjalizowane we wdrażaniu rozwiązań typu ERP oraz CRM, które są jednocześnie partnerami biznesowymi producentów. Tabela poniżej przedstawia podmioty prowadzące działalność bezpośrednio konkurencyjną wobec działalności KBJ (w tym podmioty notowane na rynku NewConnect).

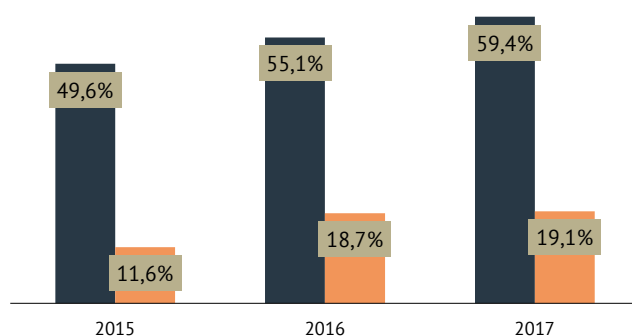
Spółka	Przedmiot działalności, oferta usług	Przychody 2017 r. [mln PLN]	EBITDA/rentowność EBITDA 2017 r. [mln PLN/%]
Mineral Midrange S.A.	Wdrożenia Business Intelligence, Enterprise Planning, Finance Consolidation. Dostawca rozwiązań klasy Corporate Performance Management.	9,40	-0,80/-8,51%
xPLUS S.A.	Produkcja oprogramowania na zamówienie (własne rozwiązania – EMCS, Split Payment, JPK i inne), wdrażanie i utrzymanie systemów Microsoft Dynamics.	23,08	2,54/11,01%
Acrebit S.A.	Wdrożenia systemów ERP (Microsoft Dynamics), Business Intelligence, CRM, oraz własnego oprogramowania – JPK, narzędzia finansowe, eLogistic SmartForecast.	3,42	0,77/22,51%
Lukardi S.A.	Utrzymanie i rozwój systemów SAP oraz usługi Body Leasing oraz Team Leasing - wynajmu specjalistów IT.	3,89	-0,07/-1,80%
LST Sp. z o.o.	Partner SAP, wdrożenia oprogramowania z zakresu zarządzania strategicznego, łańcuchem dostaw i zasobami ludzkim, własne rozwiązanie w zakresie JPK.	15,53	1,50/9,66%
SI-Consulting Sp. z o.o.	SAP Gold Partner, wdrażania i utrzymaniem systemów SAP, usługi i rozwiązania z zakresu infrastruktury IT, tworzenie aplikacji, outsourcing informatyczny.	60,53	6,51/10,75%
Hicron Sp. z o.o.	Partner SAP, Oracle oraz Microsoft, wdrożenia własnych rozwiązań – HicronLabs: m. in. JPK, epaski płacowe, systemy do zarządzania dokumentami itp.	64,89	4,20/6,47%
SID Sp. z o.o.	Wdrożenia systemów SAP / SAP HANA, projekty w obszarze Cloud, Big Data, Business Intelligence, SAP Support oraz własne oprogramowanie - RODO, JPK itp.	49,44	1,06/2,14%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych opublikowanych w KRS i danych dostępnych na stronach internetowych wskazanych spółek

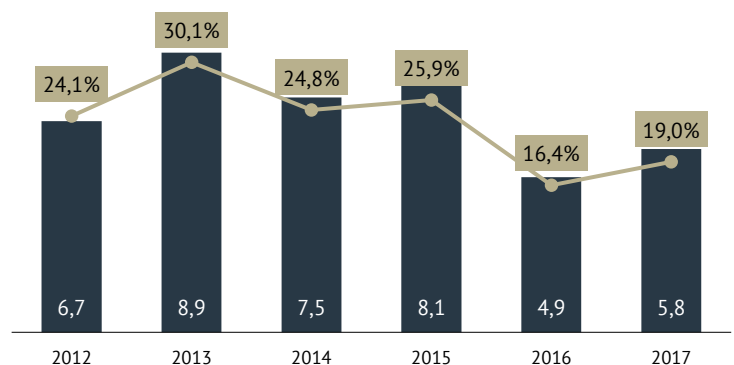
Sektor publiczny

Jednostki administracji publicznej są jednymi z wiodących odbiorców produktów i usług w branży IT. W latach 2012-2015 zamówienia na usługi IT ze strony sektora publicznego stanowiły blisko 25% wartości całego rynku IT w Polsce. W roku 2016 obserwowane było spowolnienie w segmencie zamówień publicznych – wiązało się to ze spadkiem ilości oraz wartości zamówień. Było to częściowo spowodowane opóźnieniami w rozstrzygnięciu istotnych przetargów przez instytucje. W 2017 roku zaobserwowano poprawę sytuacji – wartość wydatków na usługi IT wzrosła o 18%, a ich łączna wartość nominalna wyniosła 5,84 mld PLN. W 2017 roku blisko 60% wszystkich jednostek samorządu terytorialnego korzystało z systemów elektronicznego zarządzania dokumentami. Oznacza to wzrost o niemal 20% w porównaniu z sytuacją która miała miejsce w 2015 roku. Wówczas niespełna 50% wszystkich jednostek korzystało z oprogramowania tego typu. Liczba jednostek, dla których elektroniczne systemy zarządzania dokumentami są podstawowym sposobem załatwiania spraw w omawianym okresie wzrosła niemal dwukrotnie – z poziomu 11,6% w 2015 roku do poziomu 19,1% w 2017.

Wykorzystanie EZD w administracji publicznej



Inwestycje w IT - sektor publiczny



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych PMR

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Perspektywy rozwoju

Przed rynkiem rozwiązań z zakresu ERP i Business Inteligence kształtują się pozytywne perspektywy. Rośnie popyt na oprogramowanie w segmencie komercyjnym, a po zastoju obserwuje się również symptomy ożywienia w sektorze publicznym. Wzrost rynku IT napędzany jest także wzrostem gospodarczym Polski, który sprzyja wzrostowi wydatków na usługi IT przez firmy. Dodatkowym elementem, który w istotny sposób wpływał na wydatki ponoszone przez firmy na rozwiązania z zakresu IT w 2018 roku były wprowadzone zmiany prawne, takie jak dyrektywa RODO, Split Payment, PSD2 i inne, co rodziło konieczność dostosowania systemów i oprogramowania do nowych warunków. Rozwój napędza także wymiana systemów starszej generacji na aktualniejsze rozwiązania, przede wszystkim z uwagi na względy wydajnościowe, rosnące koszty utrzymania starszych rozwiązań IT, brak wymaganych aktualizacji, brak możliwości rozwoju systemu oraz dostosowania do ewolucji biznesowej i cyfrowej.

ANALIZA FINANSOWA

Przychody

Na koniec 2018 roku Spółka wypracowała rekordowe przychody ze sprzedaży produktów na poziomie 24,2 mln PLN notując wzrost o 2,8% w stosunku do roku poprzedniego. Niewielka dynamika rok do roku spowodowana jest przede wszystkim opóźnieniami w rozpoczęciu przetargów i rozliczeniach realizacji kontraktów wdrożeniowych, jak również skupieniem części zasobów operacyjnych na rozwoju własnego oprogramowania.

Największe przychody KBJ odnotowuje ze sprzedaży usług związanych z wdrożeniami systemów. W 2018 r. w tym segmencie wygenerowano 19,1 mln PLN (wzrost o 0,5 mln PLN r/r), co stanowiło 79% przychodów pozwalając utrzymać taki sam udział jak w 2017 roku.

Oprogramowanie własne, które Spółka wprowadziła do swojej oferty w 2014 roku, już w 2017 odpowiadało za 12% sprzedaży (2,8 mln PLN). W 2018 wartość ta zmalała do 5,5% co stanowi nominalnie ok. 1,3 mln PLN. Spadek jest częściowo spowodowany wystąpieniem w Q4 2018 terminów odnowy licencji SAP, co ograniczyło zdolności sprzedażowe oprogramowania własnego. Zarząd deklaruje, że celem jest zwiększanie sprzedaży oprogramowania własnego w nadchodzących latach, zarówno w ujęciu wolumenowym jak i w zakresie ilości oferowanych produktów.

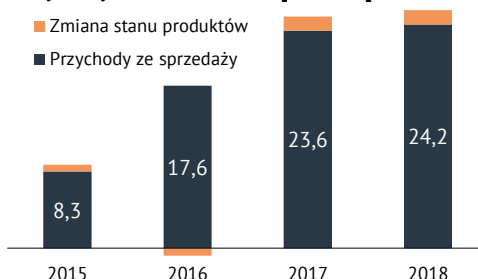
W ocenie wzrostu przychodów należy mieć na uwadze, że Spółka wykazuje tzw. zmianę stanu produktów. Są to przychody niezwiązane ze sprzedażą zafakturowaną. Wynika to ze specyfiki realizowanych kontraktów i zasad rachunkowości, wedle której należy zachować współmierność kosztów do przychodów. Przychody uwzględniają produkcję w toku, która koryguje poniesione koszty. Zmiana stanu produktów wykazywana w przychodach Spółki to skapitalizowana nadwyżka nierozliczonych przeprowadzonych prac projektowych. W naszej ocenie celem zobrazowania marż osiągniętych przez Spółkę, należy dokonać odpowiednio proporcjonalnego przeniesienia kwot stanowiących zmianę stanu produktów po stronie przychodowej na stronę kosztową.

Koszty operacyjne

W 2018 roku łączne koszty operacyjne skorygowane o wpływ zmiany stanu produktów wyniosły 24,1 mln PLN wobec 20,9 mln PLN rok wcześniej, co stanowi wzrost o 15,3%. Z uwagi na charakter działalności Spółki podstawową kategorię kosztów stanowią koszty zespołu oraz osób współpracujących ze Spółką. Skorygowane koszty wynagrodzeń wyniosły ok. 4,2 mln PLN (wzrost o 14,3% rdr) i odpowiadały za 17,4% kosztów ogółem (skorygowanych o wpływ zmiany stanu produktów). Koszty usług obcych skorygowane o wpływ zmiany stanu produktów wyniosły w całym 2018 r. ok. 16,8 mln PLN (wzrost o 14,4% rdr) i stanowiły 70% kosztów ogółem (skorygowanych o wpływ zmiany stanu produktów).

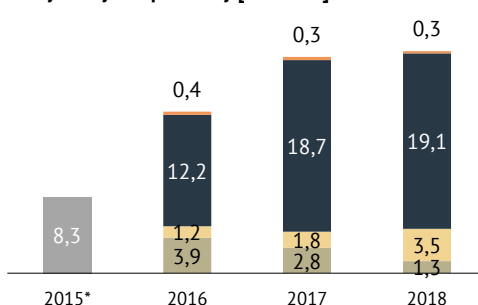
Na koniec 2018 roku zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty wyniosło 43 pracowników wobec 40 na koniec 2017 r. Z kolei liczba współpracowników wyniosła odpowiednio 95 oraz 91 osób. Średni poziom zatrudnienia w całym 2018 roku wyniósł 40 osób przy liczbie współpracowników wynoszącej 92 osoby, co stanowi wzrost odpowiednio o pięciu pracowników i dwóch współpracowników wobec 2017 roku. Implikowane, średnie miesięczne wynagrodzenie wraz z kosztami ubezpieczeń w Spółce kształtuje się na poziomie ok. 11,0 tys. PLN. Strategia KBJ zakłada wzrost zasobów własnych, stąd należy spodziewać się wzrostu kosztów wynagrodzeń w kolejnych latach. Zarząd szacuje, że w bieżącym roku wzrost liczby zatrudnionych może sięgnąć nawet 20%, co jest przede wszystkim związane z deklarowaną przez Spółkę chęcią maksymalizacji zakresu prac konsorcjalnych wykonywanych siłami własnymi. Inne koszty operacyjne stanowiły niewiele ponad 12,5% wszystkich kosztów. Ich wzrost jest efektem przede wszystkim wzrostu skali działalności Spółki. W nadchodzących

Przychody i zrównane z nimi [mln PLN]



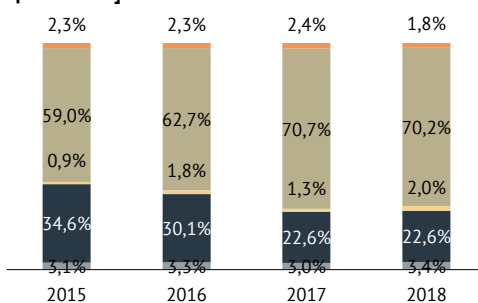
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Przychody ze sprzedaży [mln PLN]



*Brak danych w zakresie struktury przychodów w 2015 r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Struktura kosztów operacyjnych [skorygowanych o wpływ zmiany stanu produktów]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

latach spodziewany jest wzrost udziału kosztów amortyzacji z uwagi na intensyfikację prac rozwojowych oraz stopniowe wprowadzanie do sprzedaży własnego oprogramowania, które będzie ujmowane na bilansie i amortyzowane.

Rentowność

Na przestrzeni lat 2015-2017 Spółka notowała wzrost zyskowności. W roku 2017 wypracowała rekordową EBITDA* w kwocie blisko 3,6 mln PLN. W wyniku przesunięć w realizacji projektów w 2018 roku marża była niższa – EBITDA* spadła o blisko 2,2 mln PLN w porównaniu z rokiem ubiegłym do 1,4 mln PLN. Spadek miał związek z negatywnym czynnikiem w realizacji nowych prac projektowych w 2018 roku jakim był szereg zmian w harmonogramach bieżących projektów. Wpływ ten był najsilniej widoczny w drugim i trzecim kwartale. Realizowane umowy mają zazwyczaj charakter wielomiesięcznych projektów o ściśle określonej i wymaganej zależności pomiędzy poszczególnymi zadaniami. Przesunięcia w realizacji z jednej strony wpływały na całościowe przełożenie projektów i rozliczeń, z drugiej natomiast generowały koszty przestoju i wpływały negatywnie na inne planowane prace. W konsekwencji, czasowo spadła zdolność do realizacji innych projektów i nastąpił krótkoterminowy spadek rentowności. Powyższe w połączeniu z reorganizacją portfela projektów oraz nakładami na rozwój własnego oprogramowania, z których część kosztów jest odnoszona bezpośrednio na rachunek wyników, wpłynęło niekorzystnie na wypracowane przez Spółkę wyniki. Analogiczny wpływ miało to na osiągnięty poziom zysku netto. W roku 2017 wartość ta była rekordowa – wyniósł on wówczas 2,5 mln PLN, spadając w 2018 roku do poziomu blisko 0,2 mln PLN. Wspomniana wyżej etapowość rozliczeń usług wdrożeniowych wpływa na wyraźną sezonowość wyników finansowych Spółki. Na przestrzeni ostatnich czterech lat można zaobserwować tendencję kumulacji przychodów i zysków w okresie czwartego kwartału. Jest to spowodowane ponoszeniem w ciągu całego roku kosztów prac projektowych, których istotną część jest fakturowana pod koniec roku. W związku z powyższym na początku roku (w pierwszym i drugim kwartale) Spółka zazwyczaj notuje wyraźnie gorsze wyniki finansowe. Zarząd dąży do zmniejszania skali tego efektu przez zwiększanie udziału przychodów abonamentowych z tytułu sprzedaży własnych produktów oraz wspomnianą reorganizację portfela projektów i powiększanie zespołu, co ma w przyszłości pozwolić na bardziej równomierne rozłożenie sprzedaży w ciągu całego roku.

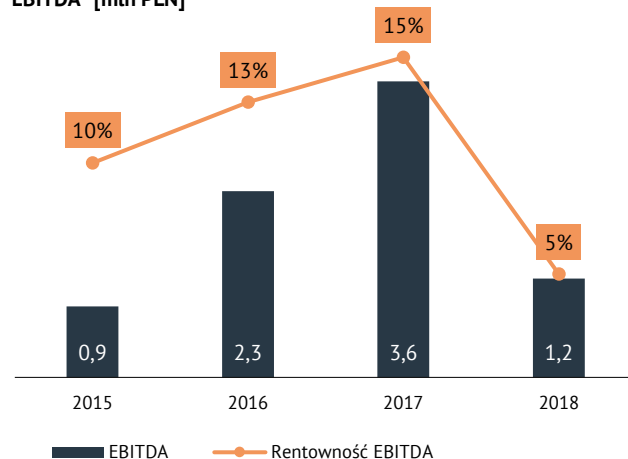
Przepływy pieniężne

Spółka regularnie notuje dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które pozwalają finansować działalność głównie w oparciu o własne środki - Spółka w bardzo ograniczonym zakresie posiuguje się kapitałem obcym. Przepływy z działalności finansowej to głównie wypłaty dywidend oraz spłaty leasingu. KBJ rok w rok wykazuje ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej, co ma związek z wydatkami na rozwój własnego oprogramowania czy też transakcjami przejęć. W naszej ocenie wykazywane przepływy na tym poziomie rachunku przepływów nie odzwierciedlają całościowo wydatków związanych z rozwojem własnego oprogramowania i obsługą kontraktów – część tych kosztów jest łącznie kapitalizowana jako zapasy, a ich zmiana stanu ujmowana w przepływach z działalności operacyjnej. Dla celów poglądowych dokonaliśmy własnych szacunków, które prezentujemy w kolejnym akapicie.

Rok	Przepływy pieniężne netto [mln PLN]	Stan gotówki [mln PLN]
2015	0,0	0,9
2016	-0,6	0,3
2017	0,4	0,7
2018	0,9	1,6

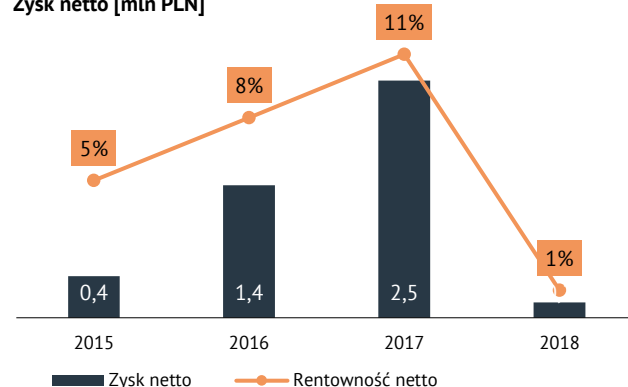
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

EBITDA* [mln PLN]



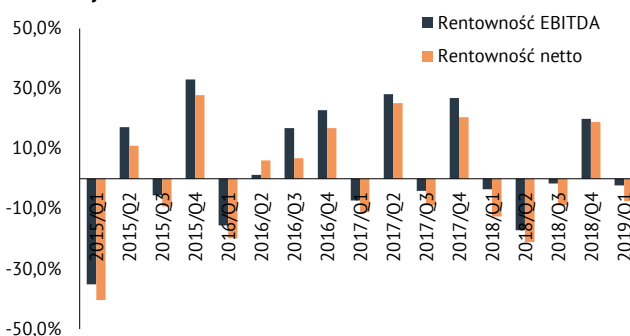
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Zysk netto [mln PLN]



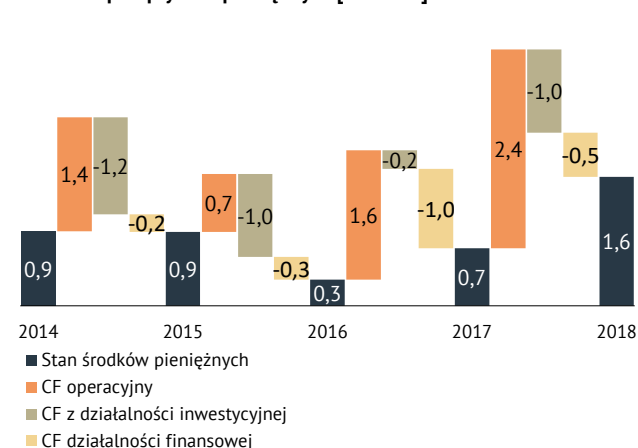
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Rentowność EBITDA* i rentowność netto w ujęciu kwartalnym



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Nakłady inwestycyjne

Wraz z rozwojem prowadzonej działalności Spółka ponosi coraz wyższe nakłady inwestycyjne. Szacujemy je na poziomie sumy zmiany stanu zapasów (realizowane projekty wdrożeniowe i nakłady na własne oprogramowanie) oraz zmiany stanu rozliczeń międzyokresowych kosztów, powiększona o przepływ z działalności inwestycyjnej. Ich łączna wartość wzrosła z poziomu 1,3 mln PLN w 2015 roku do poziomu 2,5 mln PLN w 2018 roku. Historycznie, największe nakłady zostały poniesione w 2017 roku. W tym okresie miało miejsce przejście Albit Software sp. z o.o. oraz części klientów spółki ZETO S.A.

Aktywa

Majątek Spółki na koniec 2018 roku składał się w 78,8% z aktywów obrotowych oraz w 21,2% z aktywów trwałych. Po pierwszym kwartale 2019 roku wartości te wyniosły odpowiednio 74,3% oraz 25,7%. Większość aktywów stanowią należności handlowe, 50,1% wszystkich aktywów w 2018 roku oraz 45% na koniec marca 2019. Koszty rozwoju własnego oprogramowania gotowego do sprzedaży są ujmowane jako WNIP.

Prace w toku dotyczące wdrożeń oraz nakłady na autorskie narzędzia są ujmowane w zapasach (ok. 12,6% aktywów w 2018 roku oraz ok. 18,8% na koniec marca 2019 r.), które są wyceniane według cen nabycia lub kosztów ich wytworzenia, nie wyższych jednak od cen sprzedaży netto. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe stanowią wg stanu na koniec 1Q 2019 r. niemal 4% aktywów (ok. 3% w 2018 r.) i związane są przede wszystkim z wyceną realizowanych przez Spółkę kontraktów długoterminowych (trwających dłużej niż 6 miesięcy), z których znaczna część jest wyceniana metodą zerowego zysku.

Na koniec I kwartału 2019 roku suma zapasów oraz zakończonych prac rozwojowych ujętych na WNIP wyniosła ok. 3,6 mln PLN (co stanowi ok. 30,8% wartości aktywów ogółem). W związku z powyższym należy zaznaczyć, że Spółka posiada na bilansie istotną wartość skapitalizowanych prac na rozwój autorskiego oprogramowania oraz kosztów prac wdrożeniowych, które w przyszłości pozwolą na uwolnienie gotówki.

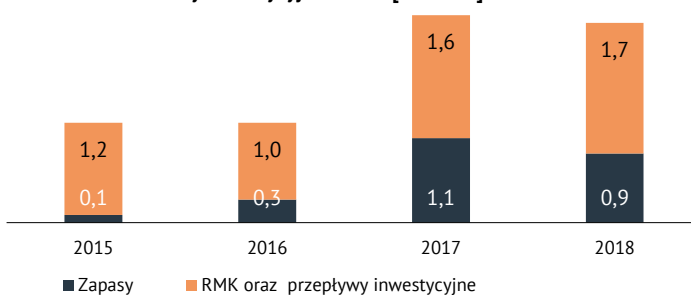
Pasywa

Spółka finansuje swoją działalność przede wszystkim kapitałem własnym. Podpisanie nowych kontraktów o istotnej wartości oraz zaawansowany etap realizacji bieżących projektów spowodowały wzrost krótkoterminowych zobowiązań handlowych z poziomu 2,2 mln PLN w 2017 roku do 3 mln PLN na koniec marca 2019 r. Spółka w bardzo ograniczonym stopniu korzysta obecnie z finansowania dłużnego. Według stanu na dzień 31 marca 2019 roku w bilansie Spółki uwzględniono kwotę 224 tys. zł tytułem krótkoterminowego zobowiązania kredytowego. Zgodnie ze strategią Zarządu KBJ zamierza finansować działalność ze środków wypracowanych w toku bieżącej działalności operacyjnej.

Analiza wskaźnikowa

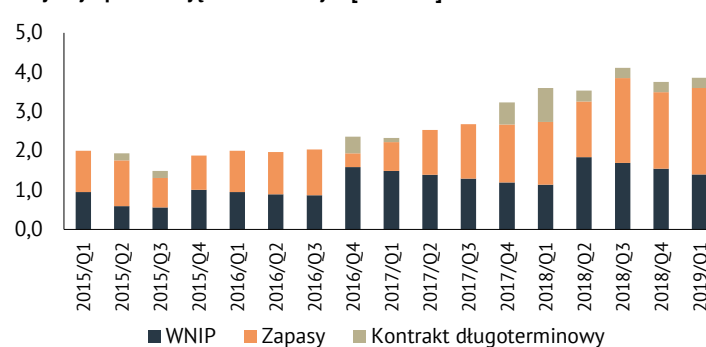
Badając strukturę aktywów i pasywów warto odnotować, że wskaźnik płynności wyniósł 1,6 w 2018 r. Kapitał obrotowy Spółki (z wyłączeniem niezbywalnych zapasów, stanowiących skapitalizowane koszty prac rozwojowych) znacząco przewyższa krótkoterminowe zobowiązania, co wskazuje na brak problemów w zakresie płynności finansowej. Choć można zaobserwować spadek wartości tego wskaźnika w latach 2015-2018 (z poziomu 3,5 do 1,6), to w naszej ocenie nie wynika on z pogorszenia sytuacji płynnościowej, lecz ma związek ze zwiększeniem efektywności zarządzania kapitałem obrotowym. W roku 2015 KBJ charakteryzował się nadpłynnością.

Szacunkowe nakłady inwestycyjne brutto [mln PLN]



Źródło: Opracowanie własne

Projekty Spółki w ujęciu bilansowym [mln PLN]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Aktywa				
Pozycja	31.12.2018 [mln PLN]	Udział w aktywach	31.03.2019 [mln PLN]	Udział w aktywach
WNIP	1,5	10,0%	1,4	12,0%
Rozliczenia międzyokresowe	0,5	3,0%	0,4	3,7%
Rzeczowe aktywa trwałe	0,7	4,5%	0,6	5,5%
Zapasy	1,9	12,6%	2,2	18,8%
Należności krótkoterminowe	8,1	52,6%	5,9	50,2%
Inwestycje krótkoterminowe	1,6	10,1%	0,3	2,7%
Pozostałe	1,1	7,3%	0,8	7,2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Pasywa				
Pozycja	31.12.2018 [mln PLN]	Udział w pasywach	31.03.2019 [mln PLN]	Udział w pasywach
Kapitał własny	7,3	47,1%	6,9	58,6%
Zobowiązania długoterminowe	0,3	1,9%	0,3	2,5%
Zobowiązania krótkoterminowe	7,0	45,2%	3,8	32,7%
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0%	0,2	1,9%
Rezerwy i RM	0,9	5,8%	0,5	4,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Wskaźniki	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik płynności*	3,5	2,3	2,1	1,6
Wskaźnik gotówka/zobowiązania krótkoterminowe**	1,0	0,3	0,1	0,2

*średni stan sumy należności krótkoterminowych i środków pieniężnych w stosunku do średniego stanu zobowiązań krótkoterminowych w danym okresie

**średni stan środków pieniężnych w stosunku do średniego stanu zobowiązań krótkoterminowych w danym okresie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Wskaźnik pokrycia zobowiązań krótkoterminowych gotówką wyniósł około 1, czyli Spółka dysponowała środkami pieniężnymi umożliwiającymi natychmiastową spłatę całości zobowiązań. W roku 2018 wartość omawianego wskaźnika wyniosła 0,2. Warto nadmienić, że w zakresie zarządzania płynnością Spółka utrzymuje bezpieczny poziom środków pieniężnych na rachunkach, który pozwala na realizację wymaganych zobowiązań bez konieczności korzystania z finansowania dłużnego w przypadku przestoju w realizacji kontraktów. Z naszych analiz wynika, iż jest to poziom bliski miesięcznej wartości kosztów operacyjnych Spółki z wyłączeniem amortyzacji. W 2018 roku wskaźnik gotówki do kosztów operacyjnych skorygowanych o zmianę stanu produktów wyniósł niecały miesiąc - 24 dni, co stanowi wartość zbliżoną do terminu, w jakim KBJ generował gotówkę.

Cykl konwersji gotówki w Spółce, uwzględniający należności, zobowiązania oraz rozliczenia międzyokresowe, kształtował się w 2018 roku na poziomie 31 dni wobec 56 dni rok wcześniej. Na przestrzeni ostatnich dwóch lat obserwuje się wzrost cyklu rotacji zobowiązań, który wynikać może ze wzrostu liczby i wartości realizowanych projektów, jak również przesunięć w harmonogramach rozliczeń z kontrahentami. Średni okres spływu należności Spółki pozostaje na zbliżonym poziomie na przestrzeni lat i wynosi około 4 miesięcy.

	2015	2016	2017	2018
ROE	10,34%	27,92%	38,49%	2,20%
ROA	8,29%	17,04%	21,32%	1,15%
EPS	0,29	0,91	1,63	0,11
BVPS	2,87	3,64	4,82	4,73
P/E	22,20	5,96	6,72	105,48
P/BV	2,21	1,49	2,27	2,34
DPS	0,08	0,14	0,45	0,19

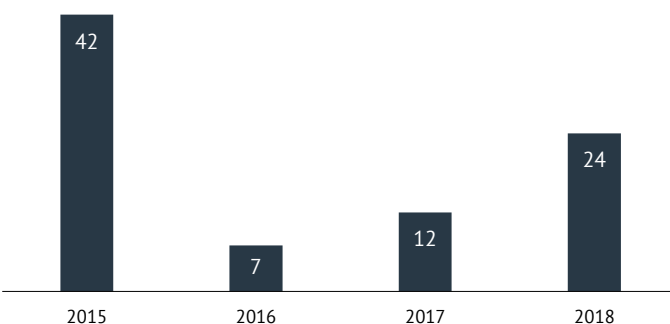
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Wybrane historyczne dane finansowe KBJ

Dane w mln PLN	2015	2016	2017	2018
Przychody	8,3	17,6	23,6	24,2
<i>Dynamika</i>	100,0%	211,8%	283,6%	291,5%
EBIT	0,6	1,8	2,9	0,4
<i>Dynamika</i>	100,0%	177,4%	294,1%	38,0%
EBITDA*	0,8	2,3	3,6	1,2
<i>Dynamika</i>	100,0%	226,6%	360,4%	124,2%
Zysk netto	0,8	1,4	2,4	0,2
<i>Dynamika</i>	100,0%	140,1%	240,7%	18,7%
Aktywa trwałe	1,3	3,0	3,3	3,3
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	23,0%	27,7%	26,0%	21,2%
WNIP	1,0	1,6	1,2	1,5
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	17,7%	14,7%	9,3%	10,0%
Aktywa obrotowe	4,4	7,8	9,4	12,2
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	77,0%	72,3%	74,0%	78,8%
Należności krótkoterminowe	2,6	7,1	7,0	8,1
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	45,6%	65,8%	55,1%	52,6%
Środki pieniężne	0,9	0,3	0,7	1,6
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	15,7%	2,9%	5,4%	10,1%
Kapitał własny	4,4	5,6	7,4	7,3
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	77,8%	52,1%	58,2%	47,1%
Zobowiązania i rezerwy	1,3	5,2	5,3	8,2
<i>Udział w sumie bilansowej</i>	22,2%	47,9%	41,8%	52,9%
Suma bilansowa	5,7	10,8	12,8	15,5

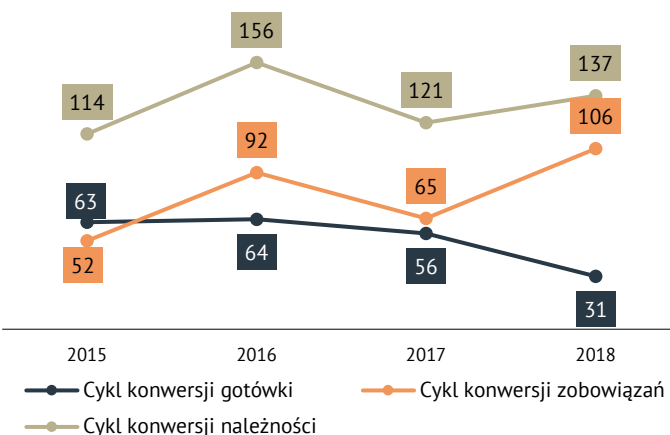
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Wskaźnik gotówka/koszty operacyjne bez amortyzacji (skorygowane o zmianę stanu produktów) w dniach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

Cykle konwersji w dniach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KBJ

CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko płynności akcji

Od grudnia 2011 roku akcje Spółki są notowane na rynku NewConnect. Na przestrzeni ostatnich lat obrót papierami wartościowymi Spółki charakteryzował się niską płynnością. Średni dzienny wolumen obrotu akcjami KBJ w 2018 roku wyniósł 415 akcji², a wskaźnik obrotu wyniósł 6,70%³. Inwestorzy powinni mieć zatem na uwadze ryzyko związane z obrotem akcjami KBJ, w szczególności utrzymanie się niskiej płynności w przyszłości. Ewentualne transakcje na akcjach mogą skutkować znacznymi wahaniami cen akcji, zarówno w górę jak i w dół. W takim przypadku zakup lub sprzedaż większej liczby akcji w krótkim terminie po satysfakcjonującej cenie może być znacząco utrudniona. W naszej rekomendacji uwzględniliśmy ryzyko związane z płynnością akcji aplikując do kosztu kapitału własnego premię za ryzyko poziomie 3 p.p.

Ryzyko uzależnienia od rozwiązań i postrzegania firmy SAP

Znaczna część przychodów Spółki uzyskiwana jest w z tytułu świadczenia usług wdrożeniowych związanych z produktami SAP. Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Spółka posiada status partnera SAP. W wypadku ograniczenia lub zakończenia współpracy istnieje ryzyko znacznego zmniejszenia wartości przychodów osiąganych przez KBJ. Dodatkowo wystąpienie niezależnych od Spółki problemów natury technologicznej w zakresie rozwiązań SAP może się odbić na jakości usług świadczonych przez KBJ i utracie udziałów w rynku. Spółka ogranicza powyższe ryzyko poprzez utrzymywanie stałych relacji z partnerem, rozwój zespołu odpowiedzialnego za weryfikację rozwiązań, dywersyfikację portfela świadczonych usług i wprowadzenie do swojej oferty nowych rozwiązań bazujących na własnym oprogramowaniu.

Ryzyko uzależnienia od kluczowych klientów

Duża część przychodów Spółki uzyskiwana jest w z tytułu współpracy z kluczowymi klientami. W związku z powyższym w wypadku utraty pojedynczych lub grupy kluczowych klientów istnieje ryzyko zmniejszenia wartości przychodów KBJ. Nadmienić należy, że część kluczowych klientów Spółki stanowią podmioty z sektora publicznego. W związku ze zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi nie można wykluczyć ryzyka związanego z czasowym zamrożeniem inwestycji w IT w sektorze publicznym. Ponadto działalność w tym sektorze powoduje, że Spółka jest narażona na opóźnienia w realizacji niektórych kontraktów w związku z opóźnieniami w rozstrzygnięciu istotnych przetargów przez stosowne organy. Spółka ogranicza powyższe ryzyko prowadząc działania mające na celu pozyskiwanie nowych klientów oraz dywersyfikację portfela świadczonych usług.

Ryzyko związane z udziałem Spółki w kontraktach w ramach konsorcjum

Spółka realizuje niektóre duże projekty wdrożeniowe we współpracy w ramach konsorcjum. Pozwala to na uzyskanie lepszej pozycji negocjacyjnej w ramach prowadzonych przetargów z uwagi na szerszy zakres kompetencji oraz dywersyfikację budżetu. Spółka nie podaje do publicznej wiadomości informacji dotyczących udziału własnego ani udziału konsorcjanta. W prognozach finansowych, sporządzonych na potrzeby opracowania niniejszej rekomendacji, przyjęto, zgodnie z informacjami ogólnodostępnymi, przedstawionymi przez Zarząd, że KBJ będzie maksymalizować zakres prac konsorcjalnych wykonywanych siłami własnymi. W związku z powyższym istnieje ryzyko, że założony w prognozach finansowych udział KBJ w pracach konsorcjalnych będzie istotnie odbiegał od rzeczywistości osiągniętego. Powyższe może mieć negatywny wpływ na osiągnięte przez Spółkę wyniki finansowe oraz niezrealizowanie przyjętych w prognozach założeń.

Ryzyko związane z wprowadzaniem nowych produktów

W ramach realizacji strategii rozwoju Spółka stopniowo wprowadza do swojej oferty własne produkty, które pozwalają osiągać wyższe marże. Z rozwojem własnego oprogramowania wiąże się ryzyko związane z komercjalizacją. Nie można wykluczyć, że sprzedaż własnych rozwiązań kształtować się będzie poniżej oczekiwanego poziomu, a w ślad za tym zwrot z zainwestowanego kapitału przez Spółkę może ulec wydłużeniu, a w skrajnym przypadku niemożliwy do osiągnięcia. Taka sytuacja może mieć negatywny wpływ na wyniki Spółki, a zamrożenie kapitału w kilku nierokujących projektach może negatywnie wpływać na sytuację finansową.

Ryzyko związane z marżowością

Z uwagi na plany Zarządu Spółki dotyczące zwiększenia zatrudnienia o ok. 20%, a także rosnące nakłady ponoszone na rozwój własnego oprogramowania należy mieć na uwadze możliwość zmaterializowania się czynnika ryzyka związanego z obniżeniem rentowności prowadzonej przez KBJ działalności. Ponadto negatywny wpływ na marżowość może mieć także rosnąca presja na dalszy wzrost wynagrodzeń w gospodarce, w szczególności w sektorze, w którym KBJ prowadzi działalność. Obniżenie marż negatywnie wpływa na wyniki osiągnięte przez Spółkę oraz jej sytuację finansową. Należy mieć również na uwadze, że ze względu na utrzymujące się niskie bezrobocie, Spółka może zrealizować plan dotyczący zwiększenia zatrudnienia z opóźnieniem. Powyższe wiązać się będzie z koniecznością zlecenia części prac podmiotom zewnętrznym, co z kolei wpłynie negatywnie na rentowność kontraktów i ich terminowość. Brak wzrostu zatrudnienia może w skrajnej sytuacji doprowadzić do utraty przez KBJ zdolności do obsługi kontraktów i konieczności poniesienia potencjalnych kar za brak ich realizacji.

Ryzyko przesunięć w harmonogramach projektów

Z uwagi na specyfikę prowadzonej działalności polegającej na realizacji dużych projektów wdrożeniowych u klientów o czasie realizacji nierzadko przekraczającym 6 miesięcy (i wynikającym z tego tytułu harmonogramie płatności) występuje ryzyko przesunięć w realizacji tychże projektów, co z kolei może skutkować opóźnieniami w zakresie uzyskiwania zapłaty z tytułu wykonywanych prac. Powyższe może skutkować sytuacją, w której zadłużenie Spółki będzie wzrastać. W skrajnym przypadku mogą wystąpić problemy płynnościowe. Negatywny wpływ ma również pogarszająca się sytuacja rynkowa związana z nieterminowym regulowaniem należności przez klientów Spółki. Spółka stara się minimalizować opisane powyżej ryzyko poprzez podpisywanie umów przewidujących stałe płatności (stałe umowy maintenance&support) oraz zabezpieczanie dostępu do środków finansowych z linii kredytowej.

^{2,3} Roczne dane statystyczne GPW. Przez Średni dzienny wolumen obrotu akcjami rozumie się stosunek sumarycznego rocznego wolumenu do liczby dni sesyjnych w roku. Wskaźnik obrotu stanowi relację urocznionego średniego wolumenu obrotów w danym okresie i średniej liczby akcji wprowadzonych do obrotu w danym okresie.

Ryzyko związane z uzależnieniem Spółki od osób zajmujących kluczowe stanowiska

Wiedza, umiejętności jak również jakość pracy członków Zarządu, a także innych kluczowych pracowników Spółki przyczyniła się do uzyskania i utrzymania stabilnej pozycji na rynku. Wraz z odejściem członków Zarządu lub strategicznej kadry kierowniczej Spółka mogłaby zostać pozbawiona personelu posiadającego wiedzę i doświadczenie z zakresu zarządzania i działalności operacyjnej. Powyższe mogłoby skutkować materializacją ryzyka obniżenia jakości oferowanych usług oraz opóźnieniami w ramach realizowanych działań. Spółka stara się minimalizować wskazany czynnik ryzyka poprzez kreowanie satysfakcjonujących systemów płacowych, adekwatnych do stopnia doświadczenia i poziomu kwalifikacji pracowników. Ponadto Pan Artur Jedynak, Prezes Zarządu i Pan Marek Weigt, Członek Zarządu – kluczowe osoby w Spółce - są również znacznymi akcjonariuszami w strukturze Spółki.

Ryzyko rozwodnienia akcjonariatu

Zarząd KBJ jest upoważniony do wyemitowania nie więcej niż 459 208 akcji w ramach kapitału docelowego. Na podstawie uchwały Zarządu KBJ z dnia 20 marca 2019 r. przeprowadzono emisję 150 000 akcji serii D. W przypadku zarejestrowania akcji serii D, Zarząd będzie umocowany do wyemitowania nie więcej niż 309 208 akcji zwykłych na okaziciela. Umotywowanie określenia w Spółce kapitału docelowego wskazane przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy wskazuje, że cel stanowi ułatwienie Spółce pozyskiwania środków finansowych na nowe inwestycje i działania rozwojowe, które Spółka zdecyduje się realizować w przyszłości oraz programy motywacyjne. Należy zatem zauważyć, że zgodnie z raportem bieżącym ESPI nr 5/2019 emisja akcji serii D stanowi pierwszy etap wdrożenia w Spółce programu motywacyjnego. Oczekiwany dalszy rozwój Spółki może się przyczynić do uruchomienia kolejnej rundy programu motywacyjnego jako formy dodatkowego wynagradzania oraz powiązania kluczowych pracowników ze Spółką. W ramach kapitału docelowego, Zarząd jest upoważniony również do przeprowadzenia emisji w celu nabycia przedsiębiorstwa lub zorganizowanej części przedsiębiorstwa, akcji i udziałów w innych podmiotach, a także nabycia innych istotnych dla funkcjonowania Spółki składników majątkowych, w tym także patentów, licencji i autorskich praw majątkowych. W związku z powyższym inwestorzy powinni mieć na uwadze, że ich udział w kapitale zakładowym Spółki oraz w głosach na Walnym Zgromadzeniu może ulec rozwodnieniu. W przypadku wyemitowania maksymalnej liczby akcji w granicach kapitału docelowego, dotychczas wyemitowane akcje stanowią będą około 77% kapitału zakładowego, a uwzględniając emisję 150 000 akcji serii D – około 85%.

Ryzyko konkurencji

Rynek oprogramowania biznesowego stale się rozwija. Na rynku przybywa podmiotów świadczących usługi w zakresie wdrażania rozwiązań wspomagania zarządzania przedsiębiorstwem, a podmioty już istniejące stale rozwijają ofertę swoich produktów i usług. W przypadku nasilenia się walki konkurencyjnej w segmencie, w którym Spółka prowadzi działalność, mogą wystąpić problemy z pozyskiwaniem nowych klientów, a także odpływ już istniejących na rzecz podmiotów konkurencyjnych. KBJ stara się minimalizować ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym poprzez systematyczną analizę raportów analitycznych na temat segmentów rynku, na których prowadzi lub planuje prowadzić działalność, z wyszczególnieniem produktów konkurencyjnych. Spółka posiada kompleksową ofertę obejmującą pełen cykl życia produktu - od fazy koncepcji biznesowej przez wdrożenie, utrzymanie i rozwój, co pozwala Spółce realizować najbardziej złożone projekty SAP na rynku polskim i zagranicznym oraz wpływa na jej przewagę konkurencyjną. Ponadto Spółka planuje wprowadzenie do oferty nowych, wysokomarżowych produktów opartych o oprogramowanie własne. W ocenie Zarządu Spółki pozwoli to na dotarcie do szerszego grona odbiorców.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną

Na sytuację finansową oraz szeroko pojętą działalność KBJ mają wpływ między innymi czynniki o charakterze ogólnogospodarczym wśród których można wyróżnić: tempo wzrostu PKB Polski, inflację, ogólną kondycję gospodarki, zmiany legislacyjne czy poziom wydatków na opiekę zdrowotną. Pozytywne tendencje wzrostowe w polskiej gospodarce mogą być zakłócone, a tempo wzrostu PKB ulec obniżeniu, podobnie jak poziom wydatków na ochronę zdrowia. Wobec tego, niekorzystne zmiany wskaźników makroekonomicznych mogą wpłynąć na pogorszenie sytuacji finansowej Spółki. Spółka minimalizuje powyższe ryzyko poprzez poprawę swojej konkurencyjności w szczególności rozwijając ofertę produktową, m.in. o własne rozwiązania oparte o SAP.

Ryzyko zmian przepisów prawnych

Polski system podatkowy cechuje się niejednoznacznością zapisów oraz wysoką częstotliwością zmian. Niejednokrotnie brak jest ich klarownej wykładni, co może powodować sytuację odmiennej ich interpretacji przez Spółkę i organy skarbowe. W przypadku zaistnienia takiej sytuacji urząd skarbowy może nałożyć na Spółkę karę finansową, która może mieć istotny negatywny wpływ na wynik finansowy. Ponadto organy skarbowe mają możliwość weryfikowania poprawności deklaracji podatkowych określających wysokość zobowiązania podatkowego w ciągu pięcioletniego okresu od końca roku, w którym minął termin płatności podatku. W przypadku przyjęcia przez organy podatkowe odmiennej od będącej podstawą wyliczenia zobowiązania podatkowego przez Spółkę interpretacji przepisów podatkowych, sytuacja ta może mieć istotny negatywny wpływ na sytuację finansową Spółki. Wśród szczególnie istotnych gałęzi prawa, których nowelizacja może wywołać znaczący wpływ na działalność prowadzoną przez Spółkę są: prawo autorskie i prawa pokrewne, prawo handlowe, prawo gospodarcze, prawo pracy, prawo ubezpieczeń społecznych, prawo papierów wartościowych. Nie można wykluczyć istnienia ryzyka zmian przepisów w każdej z powyżej wymienionych dziedzin prawa, zważywszy na fakt, iż znaczna część z nich jest nadal w fazie dostosowywania do wymagań prawa unijnego.

DEFINICJE I DODATKOWE INFORMACJE

Skrót	Definicja
BI	ang. Business Intelligence
BVPS	ang. Book Value Per Share, wartość księgowa na akcję
CAPEX	Wydatki kapitałowe
Cena docelowa	Cena odzwierciedlająca oszacowaną wartość fundamentalną w okresie obowiązywania rekomendacji. W danym horyzoncie czasowym bieżąca cena rynkowa instrumentu finansowego powinna zrównać się z ceną docelową.
CF	ang. Cash Flow, przepływ pieniężny
CRM	ang. Customer Relationship Management, zarządzanie kontaktami z klientami
DCF	ang. Discounted Cash Flow
DPS	ang. Dividend Per Share, dywidenda na akcję
EBIT	Zysk operacyjny
EBITDA	Zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDA*	Zysk operacyjny powiększony o amortyzację skorygowany o zmianę stanu produktów. Wskaźnik uwzględnia odpowiednie proporcjonalne przeniesienie kwot stanowiących zmianę stanu produktów po stronie przychodowej na stronę kosztową. W prognozie tego wskaźnika zakładamy wartość zmiany stanu produktów na poziomie 0.
EPS	ang. Earnings Per Share, zysk na akcję
ePUAP	Elektroniczna Platforma Usług Administracji Publicznej
ERP	ang. Enterprise Resource Planning - planowanie zasobów przedsiębiorstwa
ESPI	Elektroniczny System Przekazywania Informacji
EUR	Waluta Euro
FCFF	ang. Free Cash Flow to Firm, wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
HANA	implementacja przetwarzania danych w pamięci RAM
HCM	ang. Human Capital Management – zarządzanie kapitałem ludzkim
HR	ang. Human Resources, zasoby ludzkie
IoT	ang. internet of things, internet rzeczy
JPK	Jednolity Plik Kontrolny
KBJ, Spółka, Firma, Emitent	KBJ S.A. z siedzibą w Warszawie
NBP	Narodowy Bank Polski
NetWeaver	platforma integracyjna stworzona przez firmę SAP. Aplikacja umożliwia tworzenie, udostępnianie, a także zarządzanie aplikacjami, utworzonymi przez SAP jak i innych producentów oprogramowania.
NOPAT	Zysk operacyjny netto po opodatkowaniu
n.m.	dana niemierzalna
NWC	ang. net working capital – kapitał obrotowy netto
OECD	ang. Organization for Economic Cooperation & Development – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
on-premise	model rozliczania z klientami - oprogramowanie jest instalowane na infrastrukturze klienta, pozostaje ona jego wyłączną własnością. Na kliencie spoczywa obowiązek utrzymania sprzętu. Zazwyczaj rozliczane poprzez jednorazową opłatę.
P/BV	ang. price/book value, cena/wart. księgowa
P/E	ang. price/earnings, cena/zysk
PKB	Produkt Krajowy Brutto
PLN	waluta Złoty Polski
PV	ang. Present Value, wartość bieżąca
PSD2	Dyrektywa 2015/2366/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 25 listopada 2015 dotycząca usług płatniczych na rynku wewnętrznym, zmieniająca dyrektywy 2002/65/EC, 2009/110/EC i 2013/36/EU oraz regulację (EU) No 1093/2010 i uchylającą dyrektywę 2007/64/EC.
rdr, r/r	rok do roku
RM	rozliczenia międzyokresowe
ROA	ang. return on assets, zwrot na aktywach
RODO	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych)
ROE	ang. return on equity, zwrot na kapitale
RV	ang. Residual Value, wartość rezydualna
SaaS	model rozliczania z klientami - oprogramowanie jako usługa, jest to jeden z modeli chmury obliczeniowej, w ramach którego aplikacja jest przechowywana i wykonywana na komputerze dostawcy usługi. Jest udostępniana użytkownikom przez Internet. W modelu tym oprogramowanie jest najczęściej opłacane w formie abonamentu.
TP	ang. Target Price. cena docelowa
USD	waluta Dolar Amerykański
WACC	ang. Weighted Average Cost of Capital, Średni ważony koszt kapitału
Zarząd, Zarząd Spółki	Zarząd KBJ S.A. z siedzibą w Warszawie
ZSMOPL	Zintegrowany System Monitorowania Obrotu Produktami Leczniczymi
WZ	Walne Zgromadzenie akcjonariuszy

Wykorzystane metody wyceny

Przy sporządzaniu rekomendacji Prometeia Capital sp. z o.o. wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny:

1. metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).
2. porównawczą (mnożnikową).

Niniejsza rekomendacja została sporządzona wyłącznie w oparciu o metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest jedną z najpopularniejszych metod wycen stosowanych w gospodarkach wolnorynkowych i stanowi podstawowe narzędzie określania wartości przedsiębiorstwa. Znajduje ona zastosowanie w przypadku określania wartości spółek, które generują przepływy pieniężne w okresie przewidywalnej przyszłości. Metoda polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych i określeniu ich bieżącej wartości (zdyskontowaniu). Wartość jest szacowana według wzoru:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

PV – wartość bieżąca przyszłych przepływów
 CF – różnica pomiędzy wpływami a wyptywami gotówkowymi
 r – stopa dyskontowa

Powyższy wzór powoduje pewną komplikację w szacowaniu wartości firmy. Mianowicie nie da się określić nieskończonego strumienia wolnych przepływów pieniężnych (wartość rezydualna). Stąd w najprostszym założeniu przyjmuje się, że CF wzrasta po okresie prognozy w tempie g w związku z tym wzór przyjmuje następującą postać:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_t(1+g)}{(r-g) \times (1+r)^t}$$

gdzie:

PV – wartość bieżąca przyszłych przepływów
 CF – różnica pomiędzy wpływami a wyptywami gotówkowymi
 g – tempo wzrostu
 r – stopa dyskontowa

Należy zauważyć, że metoda DCF bazuje na prognozie, której przygotowanie wymaga poczynienia szeregu założeń, które mogą okazać się nietrafione, a z uwagi na uproszczenia wynikające m.in. z kalkulacji wartości rezydualnej, wynik finalnej wyceny jest w dużej mierze wrażliwy na takie parametry jak tempo wzrostu (g) czy stopa dyskontowa (r).

Najczęściej wartość firmy szacowana metodą DCF bazuje na wolnych przepływach do firmy (właściciele kapitału własnego i obcego, przepływ FCFE) lub przepływach do właścicieli kapitału własnego (FCFE). Stopa dyskontowa odzwierciedlać powinna koszt kapitału wykorzystywany do generowanych przepływów pieniężnych. Określając bieżącą wartość wolnych przepływów generowanych tylko i wyłącznie do akcjonariuszy, adekwatną stopą zwrotu będzie wymagana stopa zwrotu z kapitału własnego. W przypadku przepływów generowanych do firmy, stopa dyskontowa powinna uwzględniać zarówno wymaganą stopę zwrotu przez inwestorów kapitałowych jak i koszty kapitału obcego.

Kalkulacja wartości przedsiębiorstwa metodą porównań rynkowych polega na wyliczeniu iloczynu tzw. bazy wyceny i mnożnika rynkowego. Na potrzeby sporządzenia wyceny metodą porównawczą, należy dobrać odpowiednie bazy mnożników oraz podmioty, względem których następuje porównanie. Selekcja porównywalnych firm powinna uwzględniać przede wszystkim profil działalności, branżę, wielkość podmiotu, kraj, w którym działalność jest prowadzona.

Dodatkowe informacje

Zawarte w rekomendacji sformułowania „kupuj”, „trzymaj”, „sprzedaj” należy interpretować zgodnie z opisem poniżej:

- **Kupuj** – w ocenie analityków Prometeia Capital sp. z o.o. dany instrument finansowy jest niedowartościowany w ujęciu fundamentalnym (potencjał wzrostu ceny rynkowej w okresie wskazanym w rekomendacji przekracza 15%).
- **Trzymaj** – w ocenie analityków Prometeia Capital sp. z o.o. wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie różni się znacząco od jego ceny rynkowej (potencjał wzrostu/spadku ceny rynkowej w okresie wskazanym w rekomendacji mieści się w przedziale od -15% do 15%).
- **Sprzedaj** – w ocenie analityków Prometeia Capital sp. z o.o. dany instrument finansowy jest przewartościowany w ujęciu fundamentalnym (potencjał spadku ceny rynkowej w okresie wskazanym w rekomendacji przekracza 15%).

Częstotliwość aktualizacji niniejszej rekomendacji nie została określona i każdorazowo zależeć będzie m.in. od aktualnej sytuacji rynkowej, a także oceny analityków Prometeia Capital sp. z o.o.

Do dnia publikacji niniejszego raportu, Prometeia Capital sp. z o.o. nie wydawała rekomendacji inwestycyjnych.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Prometeia Capital spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą we Wrocławiu, przy ul. Strzegomskiej 138, 54-429 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia – Fabrycznej we Wrocławiu, VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000346360, NIP 8951963989, REGON 021170310.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 31 maja 2019 roku, godz. 7:50.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji: 31 maja 2019 roku, godz. 8:00.

Zawarte w rekomendacji pojęcia ceny instrumentów finansowych należy każdorazowo interpretować jako cenę zamknięcia instrumentów finansowych na dany dzień.

Niniejsza rekomendacja została opracowana zgodnie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz przepisami rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, a także z poszanowaniem przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Niniejsza rekomendacja ma charakter ogólny, nie została sporządzona w celu udostępnienia określonej grupie adresatów, lecz jako materiał informacyjny, udostępniony publicznie przy wykorzystaniu ogólnodostępnych środków przekazu. Żadna informacja zawarta w niniejszej rekomendacji nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej. Rekomendacja nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jej odbiorcą, jak również nie zawiera jakichkolwiek informacji sugerujących odpowiedniość jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej bez względu na indywidualną sytuację odbiorcy rekomendacji.

W razie wątpliwości dotyczących inwestycji przedstawionych w niniejszym dokumencie Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością rekomenduje konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszej rekomendacji musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejsza rekomendacja się odnosi, jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków, a także zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników. Każda osoba, podejmując decyzję inwestycyjną, powinna sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń zawartych w niniejszej rekomendacji poprzez dokonanie niezależnej oceny zasadności inwestycji w instrument finansowy, którego dotyczy niniejsza rekomendacja.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, jak również nie ma ona na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, których rozpowszechnianie w innych jurysdykcjach może być potraktowane jako sprzeczne z obowiązującymi przepisami prawa. Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zastrzega, że informacje takie nie są kierowane ani nie będą rozpowszechniane w stosunku do obywateli, rezydentów i osób przebywających na terytorium USA, Australii, Kanady i Japonii, a także innych państw, w których występują przedmiotowe restrykcje. Ewentualne podmioty trzecie rozpowszechniające niniejszą rekomendację w granicach dopuszczalnych na podstawie właściwych przepisów prawa winny dostosować treść dokumentu do wymagań obowiązujących w danej jurysdykcji.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji ocenionych przez Prometeia Capital spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością jako wiarygodne. Analityk sporządzający rekomendację korzystał z możliwie najszerszego katalogu materiałów źródłowych zawierających dane na temat instrumentów finansowych podlegających wycenieniu, który obejmuje w szczególności raporty bieżące i okresowe emitenta instrumentów finansowych, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane bezpośrednio od przedstawicieli emitenta. Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zwraca uwagę na istniejący margines niepewności co do dokładności oraz kompletności rekomendacji z uwagi na brak możliwości zagwarantowania dokładności, pełnej poprawności oraz rzetelności materiałów sporządzonych przez osoby trzecie, w tym emitenta. Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez analityka działającego w imieniu i na rzecz Prometeia Capital spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zastrzega sobie możliwość zmiany ocen, opinii i założeń dokonanych przez analityka w treści niniejszej rekomendacji, a także nie gwarantuje ich zbieżności z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Prometeia Capital spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. Ponadto Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zastrzega możliwość odstąpienia od

aktualizacji niniejszej rekomendacji w sposób określony powyżej w przypadku zdarzeń o charakterze nadzwyczajnym, dotyczących Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, emitenta lub czynników zewnętrznych. O odstąpieniu od aktualizacji rekomendacji Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością niezwłocznie poinformuje na swojej stronie internetowej w miejscu publikacji raportów i rekomendacji.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, jej Zarząd ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszej rekomendacji i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszej rekomendacji. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy. Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników emitenta.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci, podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za takie działania. Rekomendacja nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Prometeia Capital spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszą rekomendację i ani Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, ani członkowie jej organów oraz pracownicy, ani też podmioty powiązane z Prometeia Capital spółką z ograniczoną odpowiedzialnością nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszej rekomendacji lub jego poszczególnych treści.

Niniejsza rekomendacja została przekazana do Emitenta przed jej publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Treść rekomendacji nie podlegała zatwierdzeniu ani autoryzacji przez emitenta. W okresie ostatnich 12 miesięcy analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych usług na rzecz emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz nie otrzymywali od emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia. W okresie ostatnich 12 miesięcy Prometeia Capital spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością łączyła z Emitentem odpłatna umowa o świadczenie usług doradczych, o których mowa w ust. 12 pkt 1), 2), 3) oraz 5) Załącznika nr 5 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, przyjętego przez Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w dniu 1 marca 2007 r., z późniejszymi zmianami, z tytułu których Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością otrzymuje wynagrodzenie ustalone z Emitentem w odrębnej umowie. Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oświadcza jednocześnie, że w jej ocenie niniejsza rekomendacja nie odnosi się w sposób bezpośredni lub pośredni do swoich interesów lub konfliktów interesów odnoszących się do Emitenta, a zakres przedmiotowy ww. umowy pozostaje niezwiązany z przedmiotem niniejszej rekomendacji. Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oświadcza, że nie ma miejsca żadna z okoliczności opisanych w artykule 6 ust. 1 lit. c) rozporządzenia delegowanego Komisji Europejskiej 2016/958, w szczególności Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie jest stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, na podstawie której byłaby zobowiązana do wydawania rekomendacji i otrzymywałaby na jej podstawie wynagrodzenie lub inne korzyści majątkowe.

Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Prometeia Capital spółką z ograniczoną odpowiedzialnością a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością ani podmioty z nią powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów emitowanych przez emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem, emitent nie posiada w Prometeia Capital spółce z ograniczoną odpowiedzialnością udziałów stanowiących co najmniej 5% kapitału zakładowego Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Prometeia Capital spółką z ograniczoną odpowiedzialnością oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oświadcza, że z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie otrzymuje ani nie otrzymała wynagrodzenia ani innych korzyści. Za wyjątkiem wynagrodzenia od Prometeia Capital spółki z ograniczoną odpowiedzialnością analitycy Prometeia Capital spółki z ograniczoną odpowiedzialnością nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie rekomendacji ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w strukturze organizacyjnej emitenta lub podmiotu powiązanego z emitentem.

Prometeia Capital spółka z ograniczoną odpowiedzialnością ani podmioty z nią powiązane nie są stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Pomiędzy Prometeia Capital spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, podmiotami z nią powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszą rekomendację, a emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, które mogłyby wywierać negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszej rekomendacji, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Prometeia Capital spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Prometeia Capital spółki z ograniczoną odpowiedzialnością.