

## R22

**Kupuj**

### Hostingowa ekspansja z efektem skali

Sądzymy, że przed spółką rekordowy rok wyników finansowych, których głównym katalizatorem będzie segment Hostingu. Uważamy, że wzrost wyniku w Hostingu będzie pochodną: (1) optymalizacji cenników usług hostingu; (2) wzrostu organicznego wolumenu klientów na rynku CEE; (3) konsolidacji brandów hostingowych (synergie kosztowe) i wzrostu rozpoznawalności marki H88. Uważamy, że tymczasowa słabość marży w segmencie Omnichannel to już przeszłość, a spółka po wdrożeniu RODO oraz implementacji bardziej marżowych produktów takich jak powiadomienia Push, powróci do realizowania ponad 20% marży EBITDA. W związku z powyższymi argumentami rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla R22 od zalecenia inwestycyjnego **KUPUJ** z 12-miesięczną ceną docelową 26,0 PLN (+34% upside).

**Hosting: wzrost ARPU w PL i ekspansja w CEE.** Agresywna ścieżka akwizycyjna, którą spółka obrała budując pozycję rynkową w Polsce i zagranicą powinna przynieść wymierne efekty finansowe w najbliższych okresach. Stawiamy tezę, że optymalizacja cenników usług w Polsce oraz pełna konsolidacja brandów przełoży się na wzrost ARPU i w konsekwencji marży EBITDA, nadrabiając lukę względem największych konkurentów: home.pl i nazwa.pl. Przejęte spółki z Rumunii i Chorwacji, to z kolei ekspozycja na dwucyfrowy, organiczny wzrost klientów, dywersyfikację geograficzną i dalszą perspektywę przejść w regionie CEE z lepszą pozycją negocjacyjną.

**Omnichannel: wzrost z perspektywą odbudowy marży.** Sądzymy, że problemy z marżą w segmencie Omnichannel związane m.in. z wdrożeniem RODO są już przeszłością. Uważamy, że kontynuacja rozbudowy baz danych marketingowych branży e-commerce oraz bardziej marżowe produkty takie jak powiadomienia Push przełożą się na odbicie w realizowanych marżach w najbliższych okresach przy jednoczesnym utrzymaniu dwucyfrowej dynamiki przychodów.

**Wycena.** Do wyznaczenia ceny docelowej R22 używamy w 100% metody DCF Sum-of-the-Parts. Bazując na wycenie SOTP, która zwraca nam wartość 1 akcji na poziomie 26,0 PLN (+34% upside) rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia inwestycyjnego **KUPUJ**. Wycena porównawcza oparta na mnożniku EV/EBITDA zwraca nam wartość 23,5 PLN na akcję (+21% upside).

**Czynniki ryzyka.** Czynniki ryzyka zostały opisane na stronie 18.

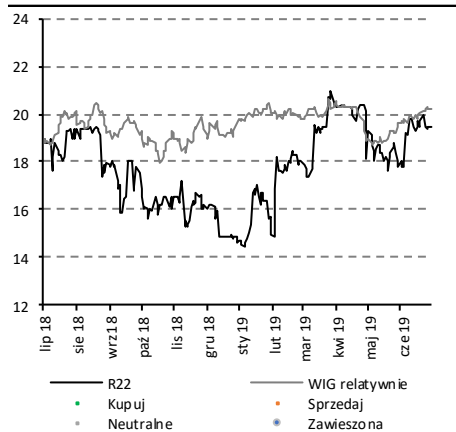
**Cena docelowa: 26 PLN**

**Potencjał wzrostu: +34%**

#### DANE SPÓŁKI

Ticker	R22		
Sektor	TMT		
Kurs (PLN)	19,5		
52 tyg. min/max (PLN)	14,22 / 21,8		
Liczba akcji (mln szt.)	14,2		
Kapitalizacja (mln PLN)	276		
Free-float	36,7%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,0		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-1,0%	-6,9%	1,2%

#### KURS NA TLE WIG



#### HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	10.07.2019	26

#### AKCJONARIAT

	Udział %
Jacek Duch	30,6%
Jakub Dwernicki	17,6%
Robert Dwernicki	13,1%
Rockbridge TFI	5,0%
Pozostali	33,7%

#### WAŻNE DATY

#### ANALITYK

Kacper Koproń

mIn PLN	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Przychody	74,1	110,6	144,1	168,3	183,9	197,9
EBITDA	18,6	25,0	37,0	47,6	53,6	58,6
EBIT	13,9	16,8	25,4	35,7	41,2	45,6
Zysk netto	4,3	6,8	11,9	19,9	25,8	29,0
EPS (PLN)	0,3	0,5	0,8	1,4	1,8	2,0
P/E (x)	64,8	40,6	23,1	13,9	10,7	9,5
EV/EBITDA (x)	17,5	13,0	9,3	8,5	7,2	6,2
P/BV (x)	8,6	2,9	2,6	2,3	2,0	1,8
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	3,6%	4,7%

Źródło: dane spółki, Trigon DM; rok obrotowy 2018/19 kończy się 30.06.2019

**R22**

Bloomberg ticker

R22 PW

**Rekomendacja**
**Kupuj**
**Cena docelowa (PLN)**
**26,0**
**Kurs (PLN)**
**19,5**
**Potencjał wzrostu**
**34%**

Poprzednia rekomendacja

Poprzednia cena docelowa (PLN)

Liczba akcji (mln)

14,2

Kapitalizacja (mln PLN)

276

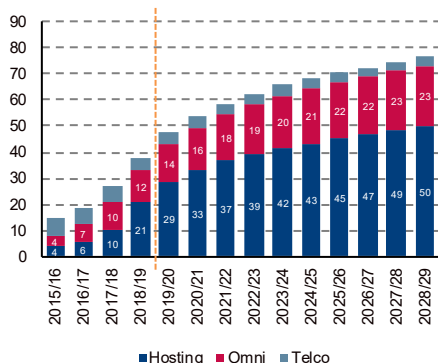
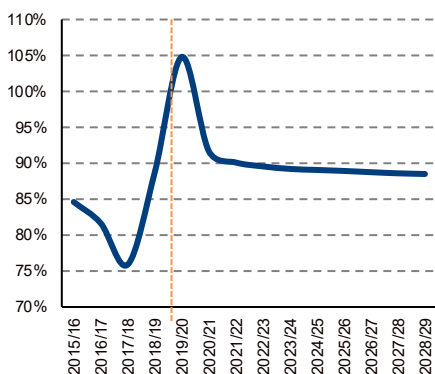
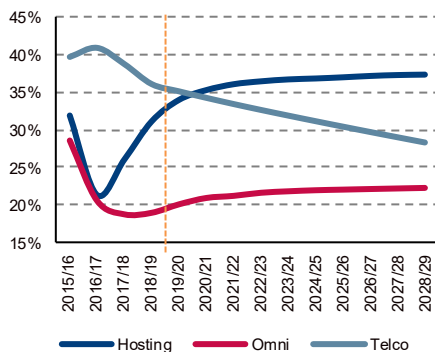
EV (mln PLN)

346

Kacper Korpoń

kacper.kopron@trigon.pl

+48 (22) 4338-371

**EBITDA po segmentach (mln PLN)**

**EBITDA/OCF (%)**

**Marża EBITDA po segmentach (%)**


Wskaźniki rynkowe	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P
P/E (x)	64,8	40,6	23,1	13,9	10,7
P/E skor. (x)	64,8	40,6	23,1	13,9	10,7
P/BV (x)	8,6	2,9	2,6	2,3	2,0
EV/EBITDA (x)	17,5	13,0	9,3	8,5	7,2
EV/EBITDA skor. (x)	18,1	13,4	9,8	7,7	6,5
EV/Sprzedaż (x)	4,4	3,0	2,4	2,4	2,1
FCF Yield (%)	-8,9%	-14,3%	-3,2%	3,3%	9,2%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	3,6%

Wskaźniki finansowe	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P
EPS (PLN)	0,3	0,5	0,8	1,4	1,8
EPS skor. (PLN)	0,3	0,5	0,8	1,4	1,8
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7
BVPS (PLN)	2,3	6,7	7,5	8,4	9,5
Liczba akcji (mln)	14,2	14,2	14,2	14,2	14,2
Kapitalizacja (mln PLN)	276	276	276	276	276
EV (mln PLN)	326	326	346	403	384

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P
<b>Przychody</b>	<b>74,1</b>	<b>110,6</b>	<b>144,1</b>	<b>168,3</b>	<b>183,9</b>
Koszty operacyjne	60,3	93,8	118,7	132,7	142,7
Zysk brutto ze sprzedaży	13,9	16,8	25,4	35,7	41,2
EBITDA	18,6	25,0	37,0	47,6	53,6
<b>EBITDA skor.</b>	<b>18,6</b>	<b>25,0</b>	<b>37,0</b>	<b>47,6</b>	<b>53,6</b>
Amortyzacja	5,6	8,3	11,3	11,9	12,4
<b>EBIT</b>	<b>13,9</b>	<b>16,8</b>	<b>25,4</b>	<b>35,7</b>	<b>41,2</b>
Zysk brutto	9,5	13,5	21,4	30,5	35,6
Zysk mniejszości	2,2	3,7	5,5	4,8	3,0
Zysk netto	4,3	6,8	11,9	19,9	25,8
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>4,3</b>	<b>6,8</b>	<b>11,9</b>	<b>19,9</b>	<b>25,8</b>

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P
<b>Przeptywy z działalności operacyjnej</b>	<b>15,2</b>	<b>19,0</b>	<b>32,8</b>	<b>49,7</b>	<b>49,1</b>
<b>Przeptywy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-56,5</b>	<b>-64,7</b>	<b>-45,5</b>	<b>-36,5</b>	<b>-13,9</b>
CAPEX	-44,2	-65,7	-43,9	-36,5	-13,9
<b>Przeptywy z działalności finansowej</b>	<b>42,7</b>	<b>58,3</b>	<b>6,3</b>	<b>-16,0</b>	<b>-14,0</b>
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	-6,0	-9,9
FCF	-29,0	-46,7	-11,1	13,3	35,2
Przeptywy pieniężne netto	1,3	12,5	-6,4	-2,8	21,1

Bilans (mln PLN)	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P
<b>Aktywa</b>	<b>149,1</b>	<b>218,0</b>	<b>255,4</b>	<b>282,9</b>	<b>309,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	21,4	24,5	28,9	32,9	32,9
Wartość firmy	32,5	79,6	100,2	110,7	110,7
Wartości niematerialne i prawne	57,4	77,2	84,6	90,8	90,8
Gotówka	3,3	15,8	9,4	6,6	27,8
<b>Pasywa</b>	<b>149,1</b>	<b>218,0</b>	<b>255,4</b>	<b>282,9</b>	<b>309,0</b>
Kapitał własny	32,3	94,9	106,9	118,8	134,7
Kapitały mniejszości	11,2	10,2	17,2	-35,9	-32,9
Zobowiązania oprocentowane	41,3	51,3	65,2	111,2	112,2
Dług netto	50,5	50,6	69,7	127,5	107,9
Zmiany w kapitale obrotowym	1,3	-3,0	1,9	2,3	1,1

Wskaźniki operacyjne	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P
zmiana przychodów r./r.	75%	49%	30%	17%	9%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-35%	59%	76%	66%	30%
marża brutto na sprzedaży (%)	18,7%	15,2%	17,7%	21,2%	22,4%
marża EBITDA skor. (%)	25,1%	22,6%	25,7%	28,2%	29,2%
marża EBIT (%)	18,7%	15,2%	17,7%	21,2%	22,4%
marża netto skor. (%)	5,7%	6,1%	8,3%	11,8%	14,0%
ROE (%)	17,0%	10,7%	11,8%	17,6%	20,3%
ROA (%)	3,7%	3,7%	5,0%	7,4%	8,7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	59,6%	59,4%	30,5%	21,7%	7,6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	7,8	8,0	3,9	3,1	1,1
Dług netto/kapitał własny (x)	1,6	0,5	0,7	1,1	0,8
Dług netto/EBITDA skor. (x)	2,7	2,0	1,9	2,7	2,0
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8	-4	-2	-3	-1
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	33	34	33	36	41
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	38	35	39	42

Źródło: Spółka, Trigon DM

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne.....	4
Hosting - trendy konsolidacji branży.....	10
Prognozy finansowe.....	11
Wycena.....	15
Czynniki ryzyka.....	18

## Podsumowanie inwestycyjne

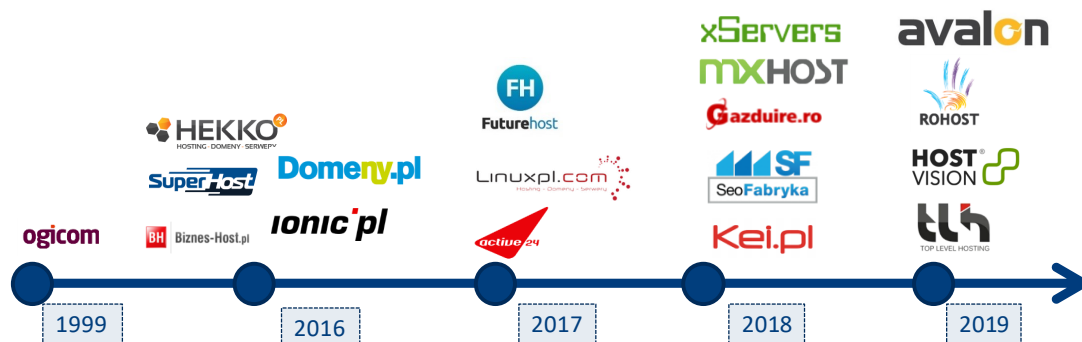
**Spółka i model biznesowy.** Grupa R22 to holding spółek technologicznych w trzech segmentach działalności: Hosting (H88; 71,52% udziałów przed wykupem 3TS), Omnichannel Communication (Vercom; 74,92% udziałów) oraz Telekomunikacja (Oxylion; 98,73% udziałów). Model biznesowy spółki bazuje na monetyzowaniu klientów za pomocą płatności abonamentowych oraz rozwiązań SaaS, co zapewnia powtarzalny strumień przychodów o bardzo atrakcyjnym profilu gotówkowym, głównie ze względu na płatności z góry za świadczone usługi w segmencie Hostingu.

Największą część (FY2019/20P ~60%) generowanego zysku EBITDA Grupy stanowi segment Hostingu, gdzie działalnością spółki jest świadczenie usług hostingowych takich jak hosting współdzielony, VPS (*Virtual Private Server*) czy serwery dedykowane, sprzedaż domen internetowych czy dystrybucja dodatkowych produktów z obszaru web hostingu takich jak np. certyfikaty SSL czy SEO & SEM. Segment Omnichannel Communication odpowiadający za ok. 30% generowanego zysku EBITDA FY2019/20P to z kolei usługi związane z automatyzacją komunikacji z klientami w obszarze marketingowym oraz transakcyjnym takie jak masowa wysyłka e-maili czy SMS-ów, a także alternatywne kanały komunikacji takie jak MMS, WhatsApp czy powiadomienia Push. Najmniej znaczącym segmentem biznesu Grupy R22 jest Telekomunikacja odpowiadająca za ok. 10% zysku EBITDA FY2019/20. W ramach tego segmentu spółka świadczy usługi z dostępu do internetu radiowego w modelu B2C oraz usługi telefonii VoIP.

**Strategia.** Długoterminowa strategia spółki skupia się wokół dwóch najważniejszych segmentów biznesowych, czyli Hostingu oraz Omnichannel. Strategią R22 w obszarze hostingu jest akwizycyjny model rozwoju ze względu na trendy konsolidacyjne dojrzałego już rynku. R22 była i jest aktywnym graczem M&A, który tylko w ostatnich 3 latach przejął 12 spółek zarówno w Polsce jak i na rynku CEE. Celem strategicznym spółki jest posiadanie 500tys. klientów hostingowych oraz bycie jednym z regionalnych liderów w Europie Środkowo-Wschodniej. W obszarze Omnichannel, strategia R22 skupia się głównie wokół wprowadzania nowych ofert i produktów (ostatnie akwizycje UserEngage i AppChance) do obecnego portfolio usług, które napędzają organiczny wzrost liczby klientów oraz wzrost ARPU. Spółka stawia na rozwiązania oparte na automatyzacji procesów i analizie danych w celu umożliwienia prowadzenia możliwie najbardziej efektywnych kampanii marketingowych u swoich klientów.

**Hosting: akwizycje w PL + ekspansja w CEE.** H88 konsekwentnie buduje swoją pozycję rynkową na rynku hostingowym w Polsce poprzez akwizycje, których większość została przeprowadzona w latach 2016-18 (7x-8x EV/EBITDA). Spółka biorąc pod uwagę liczbę klientów poszczególnych brandów jest obok home.pl i nazwa.pl jednym z trzech największych graczy na rynku PL (udział ok. 15%-20%). Po skutecznych przejęciach w Polsce, R22 poszło o krok dalej i zgodnie z zapowiedziami z IPO zaczęło przejmować brandy hostingowe także na rynku CEE w Rumunii (xServers, mxhost, Gazduire.ro, Rohost, Hostvision, Top Level Hosting) oraz Chorwacji (avalon) zdobywając odpowiednio ~25% i ~17% udziałów rynkowych. Ambicją spółki jest dalsza konsolidacja rozdrobnionego rynku hostingowego w CEE i zdobycie na nim pozycji regionalnego lidera - **prezes R22 w wywiadzie mówił o celu 500tys. klientów hostingowych** vs. ~210tys. obecnie, a akwizycyjna ścieżka wzrostu w przypadku rynku hostingowego jest o tyle słuszna, że jak pokazuje case 1&1 (strona 13 raportu), organiczne zbudowanie nowego brandu jest niezwykle kosztochłonne ze względu na początkowe, wysokie nakłady marketingowe i trudność w osiągnięciu odpowiedniej rentowności.

### Track record transakcyjny R22



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki

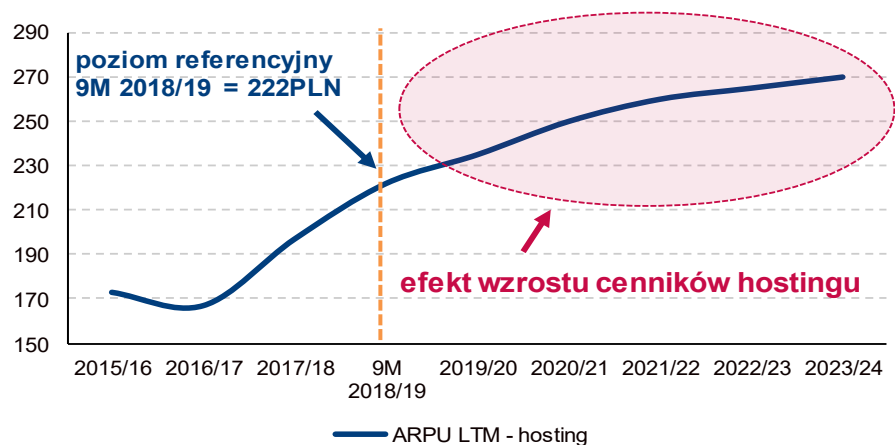
**Hosting: wzrost cenników usług = wzrost APRU i marży.** Spółka niejednokrotnie zapowiadała, że optymalizacja cenników usług hostingowych jest priorytetem w biznesie w Polsce, ze względu na historycznie dużo niższe ceny usług względem dwóch liderów rynku: nazwa.pl i home.pl oraz ograniczone możliwości wzrostu organicznego w PL (~3%-4% r./r.). Optymalizacja cenników hostingowych materializuje się od początku 2018r., a główne efekty są już widoczne w wielkościach APRU LTM z ostatnich miesięcy, które wzrosło od końca roku obrotowego 2017/18 z 197PLN do 222PLN w 9M 2018/19 (+13%; +25PLN). **Sądzimy, że prawdziwy wzrost cenników jeszcze przed nami**, na co wpływa m.in. konstrukcja umów hostingowych, które zazwyczaj po pierwszych 6-12 miesiącach promocji, osiągają wyższy pricing w dalszym okresie (nazwa.pl daje 6msc za darmo, a home.pl 12msc). Ryzykiem niezrealizowania wzrostu APRU jest oczywiście potencjalne zwiększenie churnu lecz nie sądzimy, żeby było w przypadku H88 istotnym czynnikiem ryzyka, ze względu na **bardzo dobre opinie klientów, którymi cieszą się brandy H88.**

**Porównanie cen podstawowego pakietu hostingowego w przeliczeniu na pojemności 100GB**

Hosting	Efektywna cena usługi netto (100GB)		
	Rok 1	Rok 2	Płatność za 2 lata
nazwa.pl	100,0	200,0	<b>300,0</b>
home.pl	1,0	400,0	<b>401,0</b>
kei.pl (PRO na 100GB)	125,0	500,0	625,0
linuxpl.com (WPRO)	200,0	400,0	600,0
hekkopl.pl (Biznes/Pro na 100GB)	78,0	378,8	456,8
domeny.com (Standard na 100GB)	33,3	332,5	365,8
<b>Średnia H88</b>	<b>109,0</b>	<b>402,8</b>	<b>511,9</b>

Źródło: opracowanie Trigon DM na stron internetowych

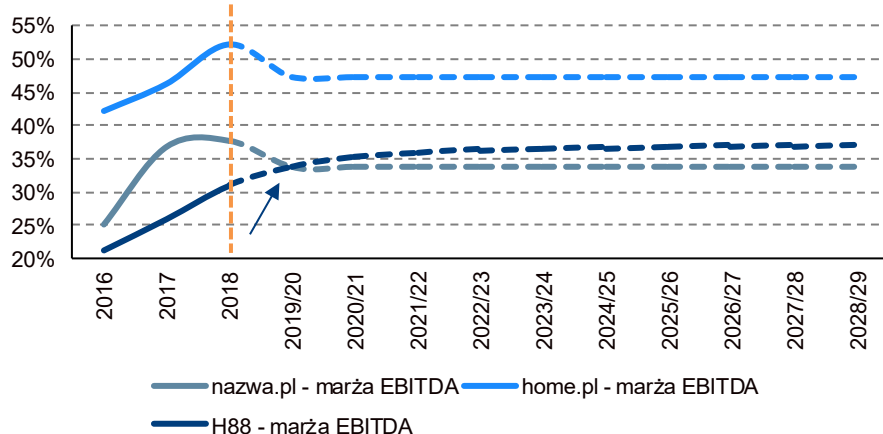
**Hosting: wzrost cenników usług hostingowych (roczne APRU w PLN)**



Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

Warto przy tym podkreślić, że rozszerzenie APRU w usługach hostingu naturalnie przełoży się na wyższą marżowość biznesu (efekt dźwigni operacyjnej). Na wykresie poniżej zaprezentowaliśmy porównanie marży EBITDA H88 z home.pl i nazwa.pl. Jak można zauważyć, **historycznie zarówno nazwa.pl jak i home.pl generowały zdecydowanie wyższy poziom marży niż H88, co naszym zdaniem uwiarygadnia stawianą przez nas tezę o tym, że spółka posiada bezpieczną przestrzeń do podnoszenia cen usług hostingowych bez obawy o nadmierny churn.** W naszych projekcjach w okresie prognozy zakładamy, że marża H88 będzie kształtować się nieznacznie powyżej średniej marży EBITDA nazwa.pl z lat 2016-18 i będzie stopniowo rosła do poziomu ok. 37%, co i tak jest poziomem zdecydowanie niższym niż home.pl, który w latach 2016-18 osiągał średnio ok. 47% marży EBITDA. Uważamy, że ewentualna krzywa dochodzenia marży w H88 do home.pl (czego konserwatywnie nie zakładamy) będzie oprócz wzrostu APRU pochodną konsolidacji posiadanych brandów hostingowych i ujednoczeniu ich pod jedną, rozpoznawalną marką, która będzie mogła mieć wyższy pricing (szczególnie w VAS i usługach premium takich jak serwery dedykowane czy VPS) niż pojedyncze, mniej znane brandy. Oczekujemy, że R22 wykona ten ruch biznesowy w 2020r. a nazwa będzie miała międzynarodowy charakter, ze względu na plany ekspansji pod jednym szyldem w regionie CEE.



**Porównanie marży EBITDA: H88 vs. nazwa.pl vs. home.pl**


Źródło: emis, e-krs, szacunki Trigon DM

**Hosting - wykup funduszu 3TS.** W kontekście dalszych akwizycji w hostingu, a także struktury Grupy Kapitałowej R22 istotnym wydarzeniem było zakomunikowanie wykupu przez R22 udziałowca mniejszościowego w spółce H88 - funduszu private equity 3TS, który przed planowaną sprzedażą posiadał 28,48% udziałów w H88. Według komunikatu, spółka zobowiązała się wykupić udziały 3TS za łączną kwotę 13,6mln EUR - płatną w dwóch transzach. Próbuąc oszacować mnożnik transakcyjny EV/EBITDA pro forma 1Y FWD wykupu 3TS obliczyliśmy, że uwzględniając szacunkowo 63mln PLN długu netto przypisane segmentowi na koniec 30.06.2019 oraz uwzględniając 5mln EUR zobowiązania z tyt. zapłaty za część spółek z Rumunii i Chorwacji (w sumie R22 ma zapłacić za ostatnie 3 spółki z Rumunii i spółkę chorwacką w sumie ~7mln EUR, lecz 2mln EUR ma być uwzględnione w roku obrotowym 2018/19), **mnożnik EV/EBITDA proforma 1Y FWD przy naszej prognozie w H88 zysku EBITDA 28,8mln PLN powinien wynieść ok. 10,1x.** Implikowany mnożnik transakcji jest na niższym poziomie niż średnia mediana EV/EBITDA (blended) spółek hostingowych na lata 2019/20 12,4x (19% dyskonta) oraz poniżej największych akwizycji na rynku hostingowym 12,7x (20% dyskonta).

**Podsumowanie transakcji wykupu funduszu 3TS**

Wykup 3TS - parametry	
Udziały w H88 S.A. (hosting)	28,48%
Cena (mln EUR)	13,6
Kurs EURPLN	4,25
<b>Cena (mln PLN)</b>	<b>58</b>
Transza I (14,24% udziałów)	
kwota (mln PLN)	29
data zamknięcia transakcji (do dnia)	30.06.2019
Transza II (14,24% udziałów)	
kwota (mln PLN)	29
data zamknięcia transakcji (do dnia)	10.02.2020
Dług netto segmentu (30.06.2019P)*	63
Dług na przejęcia: Rumunia + Chorwacja (5mln EUR)	21
H88: EBITDA pro forma 1Y FWD	28,8
<b>EV/EBITDA pro forma 1Y FWD (2019/20P)</b>	<b>10,1x</b>
<b>EV/EBITDA blended peers (2019/20P)</b>	<b>12,4x</b>
premia/dyskonto vs. mnożniki branży	-19%

\* uwzględniając 2mln EUR płatności w 4Q2018/19P

Źródło: spółka, szacunki TDM

Warto podkreślić, że spółka zakomunikowała już strukturę wykupu I transzy 3TS (14,24%), która według zapowiedzi ma być sfinansowana długiem (w sumie dla R22 +30mln PLN). Transakcja wykupu I transzy ma być sfinalizowana poprzez bezpośredni wykup 7,1% przez R22 oraz w 7,1% przez spółkę zależną Vercom, w której R22 posiada 74,9% udziałów. Efektywnie oznacza to, że mniejszościowi akcjonariusze Vercom będą w posiadaniu 1,8% H88, a pozostałe 5,3% będzie pośrednio przypadać na R22, co oznacza, że udział R22 po

wykupie I transzy zwiększy się do 84% (78,6% bezpośrednio i 5,3% pośrednio przez udziały większościowe w Vercom). W naszych założeniach przyjmujemy, że II transza wykupu 3TS (kolejne ~30mln PLN) odbędzie się w 1Q20 (3Q roku obrotowego 2019/20) i zostanie w całości sfinansowana przez R22, co oznacza, że **udział w H88 wyniesie na koniec roku obrotowego 98,2%**. Sądzymy, że intencją R22 jest by jej akcjonariusze w 100% konsolidowali najbardziej perspektywiczny segment hostingowy bez udziału akcjonariuszy mniejszościowych Vercom, stąd prawdopodobna jest naszym zdaniem transakcja, której celem mogłoby być umorzenie/sprzedaż posiadanych akcji H88 np. w zamian za zwiększenie ich udziału jako akcjonariuszy mniejszościowych w spółce Vercom (udział R22 by spadł).

#### Struktura własności H88 po wykupie 3TS

Struktura własności H88 po I transzy płatności 3TS	
<b>R22 (total)</b>	<b>84,0%</b>
jako % w H88	78,6%
jako % w Vercom	5,3%
<b>minorities Vercom</b>	<b>1,8%</b>
<b>3TS</b>	<b>14,2%</b>

Struktura własności H88 po II transzy płatności 3TS*	
<b>R22 (total)</b>	<b>98,2%</b>
jako % w H88	92,9%
jako % w Vercom	5,3%
<b>minorities Vercom</b>	<b>1,8%</b>
<b>3TS</b>	<b>0,0%</b>

\*zakładając, że pozostałe 14,2% wykupuje R22

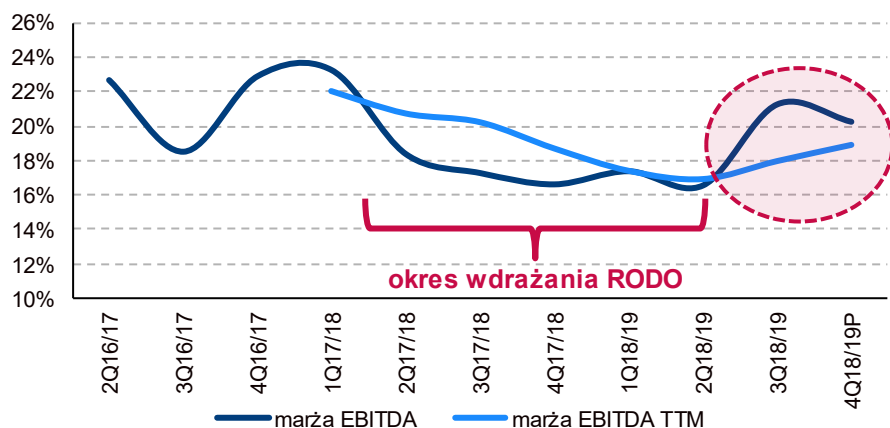
Źródło: szacunki TDM

W kontekście planowanych niemal 60mln PLN płatności na wykup funduszu 3TS w tym roku obrotowym, płatności rzędu 5mln EUR za kolejne przejęcia w hostingu, płatności na poziomie 4mln PLN za udziały w UserEngage **sądzymy, że R22 (zakładając brak emisji akcji, co identyfikujemy jako główne ryzyko) w najbliższym roku obrotowym zrezygnuje (lub maksymalnie ograniczy) tymczasowo z akwizycji**. Podtrzymując plany dywidendowe (zakładamy 50% DPR i nominalnie 6mln PLN dywidendy) oraz niewielki skup akcji własnych (2mln PLN), poziom zalewarowania spółki powinien według naszych obliczeń sięgnąć 2,7x DN/EBITDA. Z drugiej strony brak przejęć niekoniecznie musi mieć negatywny wpływ na rozwój i perspektywy spółki ze względu na pełne skupienie się na obecnym biznesie, a w tym nieprzeprowadzonej jeszcze pełnej konsolidacji brandów hostingowych, migracji klientów, dalszej optymalizacji cenników i generowaniu synergii kosztowych.

**Omnichannel Communication – RODO już za spółką, dalej odbudowa rentowności.** Sądzymy, że drugi najważniejszy segment biznesowy spółki (30% EBITDA FY2019/20) ma już za sobą materializację głównego czynnika ryzyka ostatnich kwartałów, czyli wdrożenia rozporządzenia o ochronie danych osobowych RODO. Masowa wysyłka SMS-ów i e-maili była szczególnie wrażliwa na biznes Vercom, który poprzez posiadaną infrastrukturę był jednym z podmiotów mających styczność z wrażliwymi danymi osobowymi, co implikowało dostosowanie się do regulacji zarówno po stronie spółki jak i jej klientów dysponujących bazami danych do wysyłki materiałów marketingowych. RODO przełożyło się na spowolnienie tempa wzrostu baz marketingowych u klientów Vercom, a tym samym spadek ARPU w ujęciu r./r. zarówno w segmencie Enterprise (duzi klienci) oraz SME (średnie i małe przedsiębiorstwa), co w efekcie przełożyło się na spadek generowanej marży EBITDA do ok. 18,7%-18,9% w latach obrotowych 2017/18 i 2018/19 (vs. 20,5% w 2016/17).

Uważamy, że największy krótkoterminowy czynnik ryzyka jest już przeszłością, a tym co naszym zdaniem pozwoli na powrót do zwiększenia rentowności Vercom przy zachowaniu dwucyfrowej dynamiki przychodów (+12% w ostatnim roku) będzie coraz bogatsze portfolio produktowe spółki, a w tym m.in. wysoko marżowe powiadomienia Push, Viber czy w przyszłości powiadomienia RCS (*Rich Communication Services*), nad którymi R22 współpracuje razem z Google (RCS jest testowany obecnie przez Google na systemie Android w Wielkiej Brytanii czy Francji).

**Marża EBITDA segmentu Omnichannel Communication**

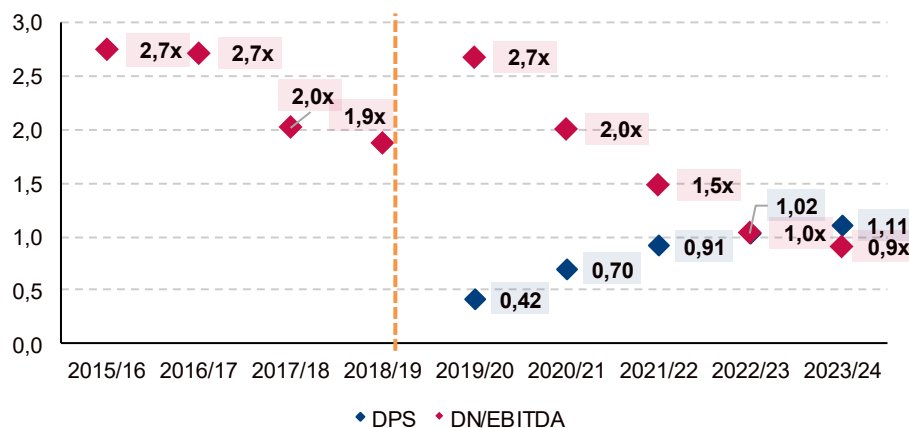


Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

**Telekomunikacja - kontynuacja erozji EBITDA.** Segment Telekomunikacji jest najmniej atrakcyjnym segmentem grupy, stanowiącym ok. 10% w całości zysku EBITDA. Perspektywy biznesu telekomunikacyjnego bazującego na dostarczaniu internetu radiowego w trudnodostępnych obszarach oraz technologii VoIP są naszym zdaniem pesymistyczne w długim terminie ze względu na coraz większe pokrycie kraju internetem mobilnym i światłowodem oraz zastępowanie technologii VoIP. Udział biznesu telekomunikacyjnego w wycenie R22 jest znikomy, a naszym zdaniem najlepszym scenariuszem dla Grupy byłaby całkowita sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu i pełne skupienie się na segmentach Hostingu i Omnichannel Communication.

**Dywidenda i skup akcji własnych.** Zakładamy, że spółka pomimo agresywnej strategii akwizycyjnej i wysokiego zadłużenia bilansu (2,7x DN/EBITDA 2019/20) będzie zgodnie z zapowiedziami wypłacać dywidendy. Z jednej strony dywidendę postrzegamy jako uwiarygodnienie modelu biznesowego R22 lecz z drugiej dywidenda przy wysokim zadłużeniu może przełożyć się na mocne wyhamowanie akwizycji na rynku Hostingowym (biorąc pod uwagę także zapłatę ok. 60mln PLN za udziały 3TS). Szacujemy, że kwota dywidendy za rok obrotowy 2018/19 może oscylować w okolicach 6mln (DPR=50%), co implikuje DPS=0,42PLN i 2,2% DY. W kolejnych 2 latach obrotowych szacujemy (przy DPR=50%) odpowiednio DPS 2019/20=0,7PLN (3,6% DY) oraz DPS 2020/21=0,91PLN (DY=4,7%). Spółka w 1Q2019/20 skupiła także akcje własne za łączną kwotę 2mln PLN (80K akcji po 25,0PLN/akcja).

**Dywidenda na akcję (PLN) i poziom wskaźnika DN/EBITDA (x)**



Źródło: szacunki Trigon DM

**Prognozy.** Nasze prognozy dla Grupy R22 sporządzamy w rozbiciu na trzy segmenty biznesowe: Hosting (H88), Omnichannel Communication (Vercom) i Telekomunikacja (Oxylion). Szczegółowe podsumowanie i rozbicie naszych prognoz przedstawiamy na stronie 11 raportu.



**R22: podsumowanie prognoz**

R22 - podsumowanie prognoz	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
<b>Przychody (mln PLN)</b>	<b>74,1</b>	<b>110,6</b>	<b>144,1</b>	<b>168,3</b>	<b>183,9</b>	<b>197,9</b>	<b>209,4</b>	<b>218,8</b>	<b>226,1</b>	<b>232,4</b>	<b>238,6</b>	<b>244,7</b>	<b>250,7</b>
Hosting	25,8	39,6	67,8	85,1	94,0	102,0	108,2	113,7	118,2	122,6	126,7	130,6	134,3
Omnichannel Communication	32,7	55,6	62,5	69,9	76,7	83,1	88,6	92,7	95,6	97,8	100,1	102,4	104,8
Telekomunikacja	15,6	15,4	13,9	13,4	13,1	12,9	12,6	12,4	12,2	12,1	11,9	11,8	11,6
<b>dynamiki r./r.</b>													
Hosting		53%	71%	25%	11%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
Omnichannel Communication		70%	12%	12%	10%	8%	7%	5%	3%	2%	2%	2%	2%
Telekomunikacja		-1%	-10%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>EBITDA</b>	<b>18,6</b>	<b>25,0</b>	<b>37,0</b>	<b>47,6</b>	<b>53,6</b>	<b>58,6</b>	<b>62,6</b>	<b>65,7</b>	<b>68,2</b>	<b>70,4</b>	<b>72,6</b>	<b>74,6</b>	<b>76,6</b>
Hosting	5,5	10,3	21,1	28,8	33,1	36,7	39,3	41,6	43,4	45,2	46,9	48,6	50,0
Omnichannel Communication	6,7	10,4	11,8	14,0	16,0	17,6	19,1	20,2	20,9	21,5	22,1	22,7	23,3
Telekomunikacja	6,4	6,0	5,0	4,7	4,5	4,3	4,1	4,0	3,8	3,7	3,5	3,4	3,3
<b>marża EBITDA</b>													
<b>R22 (grupa)</b>	<b>25,1%</b>	<b>22,6%</b>	<b>25,7%</b>	<b>28,2%</b>	<b>29,2%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,9%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,2%</b>	<b>30,3%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,5%</b>	<b>30,5%</b>
Hosting	21,3%	26,0%	31,1%	33,9%	35,2%	36,0%	36,4%	36,6%	36,7%	36,9%	37,1%	37,2%	37,2%
Omnichannel Communication	20,5%	18,7%	18,9%	20,0%	20,9%	21,2%	21,6%	21,8%	21,9%	22,0%	22,1%	22,1%	22,2%
Telekomunikacja	41,0%	38,8%	36,1%	35,1%	34,2%	33,4%	32,6%	31,8%	31,1%	30,3%	29,6%	28,9%	28,2%

\* rozbieżności pomiędzy zyskiem EBITDA 17/18 i 18/19 wynikają z kwot nieprzypisanych (odpowiednio -1,6m PLN i -1,4m PLN)

Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

**Wycena.** Do wyceny Grupy R22 używamy metody DCF Sum-of-the-parts. Składowymi SOTP są poszczególne wyceny dochodowe każdego z trzech segmentów: Hostingu, Omnichannel Communication oraz Telekomunikacji. W naszym podejściu do wyceny przyjmujemy, że R22 posiada 98,2% udziałów H88 (czyli samodzielnie wykupuje II tranzę 3TS bez partycypacji Vercom), 74,9% udziałów w Vercom i 98,7% udziałów w Oxyllion. Nasza cena docelowa akcji R22 w 100% oparta jest na SOTP, która **implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 26,0 PLN za 1 akcję (+34% upside)**. Wycena porównawcza oparta na mnożniku EV/EBITDA i prognozach poszczególnych segmentów (i grupach porównawczych dla każdego z nich) zwraca nam cenę 1 akcji R22 na poziomie 23,5 PLN na akcję (+21% upside).

**Czynniki ryzyka.** Naszym zdaniem głównym ryzykiem dla R22 jest ryzyko emisji akcji. Prowadząc jak do tej pory agresywną (lecz skuteczną) politykę akwizycyjną w obszarze hostingu, która finansowana jest głównie za pomocą długu (2,7x DN/EBITDA na 2019/20), wykup 3TS, zapowiedź wypłat dywidendy (założenie TDM 50% DPR) oraz niewielki skup akcji własnych (2mln PLN), zwiększa naszym zdaniem ryzyko emisji pod koniec roku obrotowego 2019/20, którego celem mogłoby być potencjalnie przejęcie w Hostingu. Pozostałe czynniki ryzyka to (1) ryzyko akwizycyjne (2) ryzyko zmiany modelu funkcjonowania Hostingu (3) ryzyko związane z prawnym aspektem rejestracji domen (4) ryzyko postępu technologicznego w Omnichannel (5) ryzyko spowolnienia gospodarczego w regionie CEE. Czynniki ryzyka zostały szczegółowo omówione na stronie 18 raportu.

## Hosting - trendy konsolidacji branży

**Outlook M&A.** Branżą ze szczególną ekspozycją na trendy konsolidacyjne jest niezwykle rozdrobniony rynek domen/hostingu zarówno w Polsce jak i na świecie. Dwóch największych graczy światowych: GoDaddy i 1&1 według danych *hostadvice.com* posiada nie więcej niż 5% udziału w całym rynku, co pokazuje, że nie ma obecnie zdecydowanie dominującego konsolidatora branżowego. Analizując z kolei polski rynek hostingu, gdzie trzech największych graczy posiada ok. 55%-60% rynku można dostrzec, że sytuacja jest analogiczna, co w 2015r. potwierdziła transakcja przejęcia home.pl przez 1&1 ze względu nieudaną ekspansję marki pod własnym szyldem. Przesłankami do przejmowania graczy hostingowych to m.in. liczne synergije kosztowe takie jak łączenie serwerowni, wysoka skalowalność biznesu przekładająca się na mocne generowanie gotówki (płatności z góry) oraz relatywnie niski CAPEX.

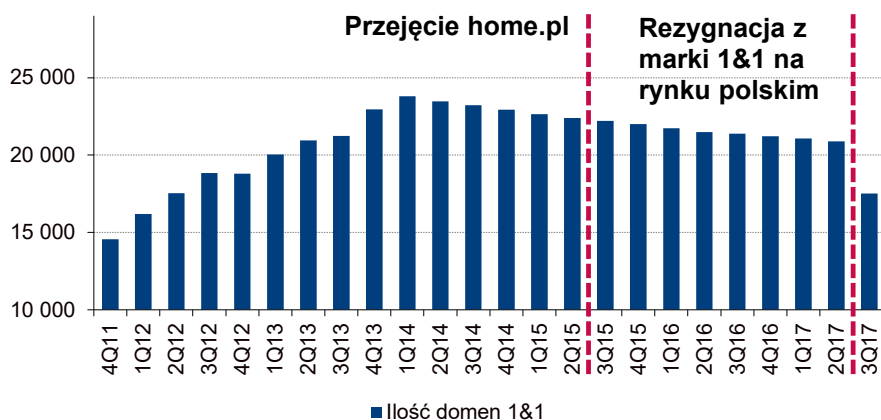
### Wybrane transakcje M&A na rynku hostingu/domen

Rok	Target	Kraj	Przejmujący	Udział (%)	Wartość transakcji (mIn EUR)	EV/EBITDA
2018	Web.com	USA	Siris Capital	100%	1745	13,1x
2016	DanDomain	Dania	Combell	100%	34	14,3x
2016	Strato	Niemcy	United Internet	100%	566	12,4x
2016	Host Europe Group	UK	GoDaddy	100%	1690	12,2x
2016	United Internet	Niemcy	Warbug Pincus	33%	334	12,5x
2015	Zitcom	Dania	HgCapital	50%	34	8,3x
2015	Windstream	USA	TierPoint	100%	507	12,8x
2015	home.pl	Polska	United Internet	100%	122	15,5x
<b>Mediana</b>						<b>12,7x</b>

Źródło: Merger Market, spółka, opracowanie własne

**1&1 case study.** Przykładem trudności zaistnienia na polskim rynku domen i hostingu jest case 1&1, która po 7 latach prób zbudowania od podstaw silnej marki zdecydowała się na zamknięcie działalności pod własnym szyldem. Firma 1&1 weszła na polski rynek hostingu w 2010r. rzucając wyzwanie lokalnym liderom rynku: Home.pl i Nazwa.pl stawiając cel zbudowania trzeciej największej firmy w Polsce. Konkurencyjna oferta 1&1 (hosting i domena na dwa lata za darmo) napędzana intensywną kampanią marketingową miała pozwolić na zbudowanie portfela klientów i być podstawą do ekspansji spółki w regionie CEE po wcześniejszym wejściu na rynek w Europie Zachodniej. Realia z jakimi zderzyła się 1&1 nie były jednak optymistyczne. Klienci hostingowi skarżyli się m.in. na słabą jakość obsługi i źle dobraną ofertę na lokalny rynek. Pomimo trudności, spółka konsekwentnie dążyła do bycia w TOP3 graczy w branży, stawiając na rozwój organiczny i nie deklarując się w kwestii ewentualnych przejęć. Choć firma zainwestowała dużo kapitału w marketing, nie udało się jej zbudować silnej pozycji dla marki 1&1. Po nieudanych próbach zdobycia części rynku, w lipcu 2015r. spółka 1&1 zdecydowała się porzucić strategię rozwoju organicznego i zdecydowała się na akwizycję lokalnego lidera Home.pl za kwotę 640mln PLN (15,5x EV/EBITDA).

### Ilość użytkowników hostingu 1&1



Źródło: webhostingtalk.pl, Trigon DM

## Prognozy finansowe

**Podsumowanie prognoz.** Nasze prognozy dla Grupy R22 sporządzamy w rozbiciu na trzy segmenty biznesowe: Hosting (H88), Omnichannel Communication (Vercom) i Telekomunikacja (Oxyllion). W poniższej tabeli prezentujemy całościowy obraz naszych projekcji z uwzględnieniem przejętych ostatnio spółek w segmencie hostingu z Rumunii oraz Chorwacji. W Omnichannel Communication nie uwzględniamy w żaden sposób potencjalnych wyników jakie mogą generować konsolidowane obecnie metodą praw własności spółki UserEngage i AppChance. Poniższe projekcje zostały przeprowadzone bez uwzględnienia MSSF 16.

### R22: podsumowanie prognoz

R22 - podsumowanie prognoz	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
<b>Przychody (mln PLN)</b>	<b>74,1</b>	<b>110,6</b>	<b>144,1</b>	<b>168,3</b>	<b>183,9</b>	<b>197,9</b>	<b>209,4</b>	<b>218,8</b>	<b>226,1</b>	<b>232,4</b>	<b>238,6</b>	<b>244,7</b>	<b>250,7</b>
Hosting	25,8	39,6	67,8	85,1	94,0	102,0	108,2	113,7	118,2	122,6	126,7	130,6	134,3
Omnichannel Communication	32,7	55,6	62,5	69,9	76,7	83,1	88,6	92,7	95,6	97,8	100,1	102,4	104,8
Telekomunikacja	15,6	15,4	13,9	13,4	13,1	12,9	12,6	12,4	12,2	12,1	11,9	11,8	11,6
<b>dynamiki r./r.</b>													
Hosting		53%	71%	25%	11%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
Omnichannel Communication		70%	12%	12%	10%	8%	7%	5%	3%	2%	2%	2%	2%
Telekomunikacja		-1%	-10%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>EBITDA</b>	<b>18,6</b>	<b>25,0</b>	<b>37,0</b>	<b>47,6</b>	<b>53,6</b>	<b>58,6</b>	<b>62,6</b>	<b>65,7</b>	<b>68,2</b>	<b>70,4</b>	<b>72,6</b>	<b>74,6</b>	<b>76,6</b>
Hosting	5,5	10,3	21,1	28,8	33,1	36,7	39,3	41,6	43,4	45,2	46,9	48,6	50,0
Omnichannel Communication	6,7	10,4	11,8	14,0	16,0	17,6	19,1	20,2	20,9	21,5	22,1	22,7	23,3
Telekomunikacja	6,4	6,0	5,0	4,7	4,5	4,3	4,1	4,0	3,8	3,7	3,5	3,4	3,3
<b>marża EBITDA</b>													
<b>R22 (grupa)</b>	<b>25,1%</b>	<b>22,6%</b>	<b>25,7%</b>	<b>28,2%</b>	<b>29,2%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,9%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,2%</b>	<b>30,3%</b>	<b>30,4%</b>	<b>30,5%</b>	<b>30,5%</b>
Hosting	21,3%	26,0%	31,1%	33,9%	35,2%	36,0%	36,4%	36,6%	36,7%	36,9%	37,1%	37,2%	37,2%
Omnichannel Communication	20,5%	18,7%	18,9%	20,0%	20,9%	21,2%	21,6%	21,8%	21,9%	22,0%	22,1%	22,1%	22,2%
Telekomunikacja	41,0%	38,8%	36,1%	35,1%	34,2%	33,4%	32,6%	31,8%	31,1%	30,3%	29,6%	28,9%	28,2%

\* rozbieżności pomiędzy zyskiem EBITDA 17/18 i 18/19 wynikają z kwot nieprzypisanych (odpowiednio -1,6mln PLN i -1,4mln PLN)

Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

### Segment Hostingu

**Przychody.** Zgodnie z raportowaniem spółki, prognozę przychodów sporządzamy w rozbiciu na przychody z (1) usług hostingu, (2) sprzedaży domen oraz (3) sprzedaży usług dodatkowych. Dla hostingu oraz domen kluczowe dane operacyjne to średnia liczba klientów/sprzedanych domen oraz poziom średniego przychodu na klienta (ARPU) i średnia cena domeny.

W naszych projekcjach w usługach hostingu szacujemy, że na koniec roku obrotowego 2018/19 baza klientów R22 będzie wynosić ok. 170tys., a kolejne 29tys. zostanie skonsolidowane z tyt. ostatniego przejęcia spółek w Rumunii i Chorwacji, co powinno wg nas przekładać się ok. 7,2mln PLN przychodów w skali roku. Po uwzględnieniu przejęć, w strukturze klientów, ok. 60tys. stanowi według nas region CEE (~50tys. Rumunia i ~10tys. Chorwacja), a 140tys. Polska. W naszym modelu zakładamy, że churn będzie stały w okresie prognozy i wyniesie 17,5% (ostatnie dwa kwartały w okolicach między 17,2%-17,8%), a wzrost organiczny po skorygowaniu o churn będzie wynosił 8% w 2019/20 (CEE +15%; PL +4%), 7% w 2020/21 i 6% w 2021/22 (dalsze lata w tabelce poniżej), aż do 3% wzrostu organicznego w TV.

Dla średniego rocznego przychodu na klienta (ARPU) w usługach hostingu zakładamy, że opisywany przez nas wcześniej w raporcie efekt optymalizacji cenników usług hostingowych przełoży się na istotny wzrost ARPU w najbliższych latach, co już widać po danych ze sprawozdania R22 za 3Q18/19, gdzie ARPU LTM wzrosło z referencyjnego 197PLN w 2017/18 wzrosło do 222PLN (+25PLN; +13%). W następnym roku spodziewamy się wzrostu ARPU o kolejne +20PLN w 2019/20 (-5PLN w stosunku do poprzedniego wzrostu) oraz +15PLN w 2020/21 (w TV +5PLN r./r.).

W przypadku segmentu sprzedaży domen, szacujemy, że baza sprzedawanych i odnawianych domen na koniec 2018/19 wyniesie ok. 283tys. Uwzględniając ok. 70tys. nowo przejętych domen na rynku CEE oraz

8% wzrostu organicznego (analogiczny do dynamiki w hostingu), szacujemy, że liczba obsługiwanych domen w 2019/20r. wyniesie ok. 374tys. W kolejnych latach, zakładamy stopniowy spadek dynamiki przychodów z tyt. sprzedaży domen, co prezentuje tabela z podsumowaniem prognoz. W przypadku ARPU z domeny, podobnie jak w hostingu, można zaobserwować stopniowy wzrost cen sprzedawanych domen. Zakładamy, że z obecnego poziomu cenowego 64-65PLN za domenę, wzrost ceny w TV zwiększy się do 73PLN per domena.

Ostatnim elementem wpływającym na przychody segmentu hostingu jest sprzedaż usług dodatkowych, w tym głównie certyfikatów SSL. Nasze prognozy w tym obszarze sporządzamy przyjmując średnią dynamikę przyrostu klientów netto z hostingu i domen jako wartość referencyjną, powiększoną o 1pp w każdym roku z uwagi na wzrostowy trend cyberbezpieczeństwa stron internetowych (np. w lutym 2019 roku, ICANN (*Internet Corporation for Assigned Names and Numbers*) wezwał do pełnego wdrożenia DNSSEC w celu ochrony Internetu).

**Koszty.** Prognozy kosztów segmentu sporządzamy w rozbiciu na koszty zmienne i koszty stałe. Do kosztów zmiennych zaliczamy koszt zakupu domen oraz pozostałe koszty (m.in. wynagrodzenia, serwerownie). Koszt zakupu domen przyjmujemy na stałym poziomie 37 PLN/rok czyli na poziomie obserwowanym w ostatnich latach. Pozostałe koszty zmienne szacujemy w relacji do liczby klientów segmentu. W najbliższych latach przyjmujemy, że przeprowadzone akwizycje przełożą się na synergie kosztowe wynikające z zapowiedzianej konsolidacji brandów, a w tym m.in. optymalizację przestrzeni serwerowych, co obniży wg. nas relację kosztów zmiennych do przychodów do poziomu ok. 42% - stałego w okresie prognozy (który był de facto osiągnięty przez H88 w 2015/16 przed intensywną ścieżką akwizycyjną). Argumentem do obniżki kosztów zmiennych w hostingu jest opisywana przez nas w raporcie wyższa marża EBITDA generowana przez konkurencję. W przypadku home.pl, wyższa marża to nie tylko efekt wyższego ARPU, ale także optymalizacji kosztów po połączeniu w 2014 z az.pl. W strukturze kosztów stałych najistotniejsze pozycje to amortyzacja oraz koszty stałe historycznie przejętych spółek, których dynamikę zakładamy na stałym poziomie 5% r./r.

### Hosting - podsumowanie prognoz i założeń

Hosting - podsumowanie prognoz	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
<b>Przychody H88 (mln PLN)</b>	<b>39,6</b>	<b>67,8</b>	<b>85,1</b>	<b>94,0</b>	<b>102,0</b>	<b>108,2</b>	<b>113,7</b>	<b>118,2</b>	<b>122,6</b>	<b>126,7</b>	<b>130,6</b>	<b>134,3</b>
dynamika r./r.		71%	25%	11%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
<b>[1] Hosting - przychody</b>	<b>18,9</b>	<b>38,5</b>	<b>49,4</b>	<b>56,0</b>	<b>61,4</b>	<b>65,5</b>	<b>69,0</b>	<b>72,1</b>	<b>75,2</b>	<b>78,5</b>	<b>81,6</b>	<b>84,6</b>
dynamika r./r.		104%	28%	13%	10%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
Średnia liczba klientów w roku (tys.)	112	166	210	224	236	247	256	262	269	276	282	290
dynamika r./r.		49%	26%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
ARPU (PLN)	197	215	235	250	260	265	270	275	280	285	289	292
dynamika r./r.		9%	9%	6%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
<b>[2] Domeny - przychody</b>	<b>13,4</b>	<b>18,5</b>	<b>24,0</b>	<b>25,6</b>	<b>27,2</b>	<b>28,8</b>	<b>30,1</b>	<b>31,1</b>	<b>31,9</b>	<b>32,3</b>	<b>32,8</b>	<b>33,3</b>
dynamika r./r.		38%	30%	7%	7%	6%	5%	3%	2%	1%	1%	1%
Średnia liczba sprzedawanych domen	218	283	374	393	413	429	442	451	456	456	456	456
dynamika r./r.		30%	32%	5%	5%	4%	3%	2%	1%	0%	0%	0%
Średnia cena domeny	62,0	64,0	64,0	65,0	66,0	67,0	68,0	69,0	70,0	71,0	72,0	73,0
dynamika r./r.		3%	0%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>[3] Usługi dodatkowe/pozostałe - przychody</b>	<b>7,2</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,3</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>	<b>15,8</b>	<b>16,1</b>	<b>16,5</b>
dynamika r./r.		51%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%
<b>Koszty H88 (mln PLN)</b>	<b>-33,4</b>	<b>-53,4</b>	<b>-63,6</b>	<b>-68,8</b>	<b>-73,7</b>	<b>-77,8</b>	<b>-81,5</b>	<b>-84,7</b>	<b>-87,8</b>	<b>-90,6</b>	<b>-93,4</b>	<b>-96,2</b>
Zmienne % przychodów	-22,3 56%	-35,6 53%	-44,7 53%	-48,9 52%	-52,6 52%	-55,6 51%	-58,1 51%	-60,2 51%	-62,0 51%	-63,6 50%	-65,1 50%	-66,5 50%
Stale (w tym amortyzacja) dynamika r./r.	-10,8 65%	-17,8 6%	-18,9 6%	-19,9 6%	-21,0 6%	-22,2 5%	-23,3 5%	-24,5 5%	-25,8 5%	-27,0 5%	-28,3 5%	-29,7 5%
<b>EBITDA</b>	<b>10,3</b>	<b>21,1</b>	<b>28,8</b>	<b>33,1</b>	<b>36,7</b>	<b>39,3</b>	<b>41,6</b>	<b>43,4</b>	<b>45,2</b>	<b>46,9</b>	<b>48,6</b>	<b>50,0</b>
marża EBITDA	26,0%	31,1%	33,9%	35,2%	36,0%	36,4%	36,6%	36,7%	36,9%	37,1%	37,2%	37,2%

Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

## Segment Omnichannel Communication

**Przychody.** Prognozy przychodów w segmencie sporządzamy w rozbiciu na przychody z komunikacji mobilnej i e-mail w oparciu o raportowaną liczbę klientów Enterprise i SME oraz ARPU oraz przychody z performance marketingu i abonamenty, które spółka wydziela w sprawozdaniach Zarządu jako oddzielną linię przychodową (w sprawozdaniu finansowym abonamenty raportowane są pod przychodami z platform komunikacji).

Przychody z platform komunikacji mobilnej i e-mail są zdecydowanie kluczowym źródłem segmentu i stanowią ok. 90% całkowitych przychodów Omnichannel Communication (performance marketing i abonamenty ok. 10%). Spółka wyróżnia dwa rodzaje klientów w przychodach z platform - Enterprise, czyli duże przedsiębiorstwa o rozbudowanych bazach danych marketingowych swoich klientów oraz SME, czyli firmy klasyfikowanych jako średnie i małe przedsiębiorstwa. Szacujemy, że średnia liczba klientów w 2018/19 wyniosła w Enterprise ok. 160, a w SME ok. 7,1tys.

Zakładamy, że wyższą dynamiką wzrostu będzie charakteryzować się segment Enterprise, gdzie spółka regularnie pozyskuje od 5-10 klientów kwartalnie. W zakresie klientów Enterprise zakładamy 12% dynamikę wzrostu r./r. w 2019/20 (14% rok wcześniej) i przekroczenie liczby 210 klientów w roku obrotowym 2021/22. Dla klientów SME zakładamy mniej dynamiczny wzrost - w 2019/20 na poziomie 5% r./r. (+8% w poprzednim roku) W obu segmentach zakładamy wypłaszczenie wzrostu liczby klientów do 1% r./r. w okresie rezydualnym. ARPU w segmencie przychodów z platform komunikacji jest zasadniczo pochodną wielkości baz danych marketingowych (zarówno mailowych jak i numerów telefonu) bądź ilości generowanego ruchu transakcyjnego dla klientów z tego obszaru usług finansowych. W przypadku dynamiki ARPU zakładamy 1% wzrost w całym okresie prognozy dla obu podsegmentów. Zwracamy uwagę, że ze względu na materializację ryzyka związanego z wdrożeniem rozporządzenia RODO, które rynkowo można traktować jako wydarzenie niepowtarzalne w przyszłości, ARPU w segmencie Enterprise wg. naszych szacunków wzrosło o 1% w 2018/19, a w segmencie SME, które było bardziej wrażliwe na utratę baz danych, spadło o 8% r./r.

Dla przychodów z performance marketingu zakładamy wzrosty w tempie 10-6% r./r. w najbliższych trzech latach, a następnie stopniowy spadek dynamiki do 5% r./r. w długim terminie, a w przypadku abonamentów tempo wzrostu na poziomie 15-10% r./r. w najbliższych trzech latach, a obniżanie się tempa wzrostu do 5% r./r. w długim terminie.

**Koszty.** Prognozy kosztów segmentu sporządzamy w rozbiciu na koszty zmienne i koszty stałe. Do kosztów zmiennych związanych ze świadczeniem usług komunikacji mobilnej i e-mail zaliczamy koszty operatorów (zakup sms, operatorów e-mail), które szacujemy w relacji do przychodów z komunikacji mobilnej i e-mail. Przyjmujemy, że w kolejnych latach proporcja kosztów zmiennych do przychodów z platform powróci do poziomu ~75% tak jak to miało miejsce w 2016/17 roku (w 2017/18 i 2018/19 wynosiła wg. naszych szacunków bliżej 76-77%) i będzie zbliżać się do 74% w długim okresie prognozy. Uważamy, że pozytywny efekt z punktu widzenia marżowości będzie rezultatem (1) wzrostu udziału nowych, bardziej marżowych produktów (np. powiadomień Push), (2) renegotjacji umów z mniej marżowymi, lecz dużymi klientami (spółka komunikowała na jednej z konferencji o mało rentownych kontraktach z Biedronką), (3) lepszej pozycji negocjacyjnej z operatorami ze względu na wzrost skali biznesu.

W strukturze kosztów stałych segmentu, których dynamikę przyjmujemy na poziomie 5% r./r., najważniejsze pozycje to koszty wynagrodzeń, koszty R&D, które ujmowane są bezpośrednio w koszty operacyjne oraz koszty stałe przejętych spółek i amortyzacja.



**Omnichannel Communication: podsumowanie prognoz**

Omnichannel - podsumowanie prognoz	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
<b>Przychody Vercom (mln PLN)</b>	<b>55,6</b>	<b>62,5</b>	<b>69,9</b>	<b>76,7</b>	<b>83,1</b>	<b>88,6</b>	<b>92,7</b>	<b>95,6</b>	<b>97,8</b>	<b>100,1</b>	<b>102,4</b>	<b>104,8</b>
dynamika r.r.		12%	12%	10%	8%	7%	5%	3%	2%	2%	2%	2%
<b>[1] Enterprise - przychody</b>	<b>40,3</b>	<b>46,7</b>	<b>52,8</b>	<b>58,7</b>	<b>64,0</b>	<b>68,5</b>	<b>72,0</b>	<b>74,1</b>	<b>75,6</b>	<b>77,1</b>	<b>78,7</b>	<b>80,3</b>
dynamika r.r.		16%	13%	11%	9%	7%	5%	3%	2%	2%	2%	2%
Srednia m-c liczba klientow	140	160	179	197	213	226	235	240	242	245	247	249
dynamika r.r.		14%	12%	10%	8%	6%	4%	2%	1%	1%	1%	1%
ARPU m-c (tys. PLN)	24,1	24,3	24,5	24,8	25,0	25,3	25,5	25,8	26,0	26,3	26,5	26,8
dynamika r.r.		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>[2] SME - przychody</b>	<b>9,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>11,4</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,6</b>	<b>12,8</b>
dynamika r.r.		0%	6%	4%	4%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Srednia M-c Liczba klientow SME	6 563	7 098	7 452	7 676	7 906	8 143	8 225	8 307	8 390	8 474	8 559	8 644
dynamika r.r.		8%	5%	3%	3%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ARPU SME /miesieczne/ (PLN)	121	112	113	114	115	116	118	119	120	121	122	124
dynamika r.r.		-8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>[3] Performance marketing i abonamenty - przychody</b>	<b>5,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>
dynamika r.r.		17%	12%	9%	8%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Koszty Vercom (mln PLN)</b>	<b>-46,5</b>	<b>-52,2</b>	<b>-57,6</b>	<b>-62,5</b>	<b>-67,4</b>	<b>-71,5</b>	<b>-74,6</b>	<b>-76,8</b>	<b>-78,6</b>	<b>-80,4</b>	<b>-82,2</b>	<b>-84,1</b>
<b>Koszty zmienne</b> % przychodow	-40,0	-44,2	-49,1	-53,6	-58,0	-61,6	-64,3	-66,0	-67,2	-68,4	-69,7	-71,0
	72%	71%	70%	70%	70%	70%	69%	69%	69%	68%	68%	68%
<b>Koszty stale (w tym amortyzacja)</b> dynamika r.r.	-6,6	-8,0	-8,5	-8,9	-9,4	-9,8	-10,3	-10,8	-11,4	-11,9	-12,5	-13,1
		22%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>EBITDA</b>	<b>10,4</b>	<b>11,8</b>	<b>14,0</b>	<b>16,0</b>	<b>17,6</b>	<b>19,1</b>	<b>20,2</b>	<b>20,9</b>	<b>21,5</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>23,3</b>
marza EBITDA	18,7%	18,9%	20,0%	20,9%	21,2%	21,6%	21,8%	21,9%	22,0%	22,1%	22,1%	22,2%

Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

**Segment Telekomunikacja**

**Przychody.** Prognozy przychodow w segmencie sporzadzamy w rozbiciu na przychody zwiazane z uslugami dostarczania Internetu (ISP) oraz przychody z uslug VoIP. Kluczowe dane operacyjne to liczba klientow oraz sredni przychod na klienta (ARPU). W przypadku uslug dostarczania Internetu (ISP) zakladamy spadek liczby klientow w calym okresie prognozy o 1% r./r. oraz kontynuacje erozji ARPU w tym samym tempie. W obszarze uslug VoIP takze zakladamy kontynuacje spadkowego trendu liczby klientow widocznego w ostatnich latach o 1% r./r. oraz spadek ARPU o 1% r./r.

**Koszty.** Prognozy kosztow segmentu sporzadzamy w rozbiciu na koszty zmienne i koszty stale. Koszty zmienne szacujemy w relacji do liczby klientow segmentu, a ich wysokość na klienta w tym roku przyjmujemy na poziomie z ostatniego roku (ok. 38,5%). W kolejnych latach zakladamy stabilny poziom kosztow na klienta. W strukturze kosztow stalych segmentu najwazniejsze pozycje to amortyzacja, koszty ogolnego zarzady oraz pozostale koszty, ktorzych wzrost zakladamy na poziomie 1% r./r. Z uwagi na mniejsze niz historyczne naklady inwestycyjny zakladamy, ze amortyzacja w kolejnych latach bedzie sie obnizac.

**Telekomunikacja: podsumowanie prognoz**

Telekomunikacja - podsumowanie prognoz	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
<b>Przychody Oxylon (mln PLN)</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>13,4</b>	<b>13,1</b>	<b>12,9</b>	<b>12,6</b>	<b>12,4</b>	<b>12,2</b>	<b>12,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,8</b>	<b>11,6</b>
dynamika r.r.		-10%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>[1] ISP</b>	<b>9,6</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>
dynamika r.r.		-1%	-4%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Srednia liczba Klientow (tys.)	21,4	21,2	21,0	20,7	20,5	20,4	20,3	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
dynamika r.r.		-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ARPU (PLN)	37,3	38,3	36,4	36,0	35,6	35,3	34,9	34,6	34,2	33,9	33,6	33,2
dynamika r.r.		2%	-5%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>[2] VoIP</b>	<b>5,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>
dynamika r.r.		-26%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Srednia liczba klientow	454	441	436	432	428	423	419	415	411	407	403	399
dynamika r.r.		-3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
ARPU (tys. PLN)	1046	793	785	777	769	762	754	747	739	732	724	717
dynamika r.r.		-24%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
<b>Koszty Oxylon (mln PLN)</b>	<b>-12,2</b>	<b>-11,7</b>	<b>-11,5</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,3</b>	<b>-11,2</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-10,8</b>	<b>-10,8</b>	<b>-10,7</b>
<b>Koszty zmienne</b> % przychodow	-5,9	-5,3	-5,2	-5,1	-4,9	-4,9	-4,8	-4,7	-4,6	-4,6	-4,5	-4,5
	39%	39%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
<b>Koszty stale (w tym amortyzacja)</b> dynamika r.r.	-6,3	-6,4	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	-6,2	-6,2
		2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBITDA</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
marza EBITDA	38,8%	36,1%	35,1%	34,2%	33,4%	32,6%	31,8%	31,1%	30,3%	29,6%	28,9%	28,2%

Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM

## Wycena

**Wycena dochodowa.** Do R22 używamy metody DCF Sum-of-the-parts. Składowymi SOTP są poszczególne wyceny każdego z trzech segmentów. W naszym podejściu do wyceny przyjmujemy, że R22 posiada 98,2% udziałów H88 (samodzielnie wykupuje II transzę 3TS bez partycypacji Vercom), 74,9% udziałów w Vercom i 98,7% udziałów w Oxyllion. Nasza cena docelowa akcji R22 w 100% oparta jest na wycenie DCF SOTP, która implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie **26,0PLN za 1 akcję (+34% upside)**.

### Główne założenia wyceny DCF SOTP:

- 10-letni okres prognozy do 2028/29
- Premia rynkowa na poziomie 6,0% (metodologia Trigon DM: 6,0% dla sWIG80)
- Nielewarowana beta na poziomie 1,0
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,7%
- Koszt długu po podatku 4,9%
- Rezydualna stopa wzrostu: (1) Hosting:  $g=2\%$  ; (2) Omnichannel Communication:  $g=1\%$ ; (3) Telekomunikacja:  $g=0\%$
- CAPEX/Sales: Hosting - 8%; Omnichannel Communication - 4% Telekomunikacja 14%
- Hosting: CAPEX w 2019/20 obciążony płatnością 5mln EUR za ostatnie przejęcia w Rumunii i Chorwacji (2mln EUR będzie poniesione już w 2018/19) + w 2023/24 płatnością za pozostałe 40% udziałów NetDesign, którego PV na 2Q18/19 wyceniono bilansie na 11,5mln, co przyjmując nasz WACC implikuje FV na poziomie 17,7mln PLN
- Omnichannel: CAPEX w 2019/20 i 2020/21 obciążony płatnościami za udziały w UserEngage odpowiednio 4mln PLN i 1,5mln PLN

### Kalkulacja WACC

	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
D/(E+D)	34%	25%	21%	18%	17%	14%	12%	11%	9%	8%
Rentowności obligacji 10Y	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Beta lewarowana	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Koszt kapitału własnego	11,2%	10,3%	10,0%	9,8%	9,7%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%
<b>WACC</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>

Źródło: szacunki Trigon DM

### Wycena DCF - Hosting

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
<b>EBIT</b>	<b>21,4</b>	<b>25,2</b>	<b>28,3</b>	<b>30,4</b>	<b>32,2</b>	<b>33,5</b>	<b>34,8</b>	<b>36,0</b>	<b>37,2</b>	<b>38,1</b>
Stopa podatkowa a	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>17,4</b>	<b>20,4</b>	<b>22,9</b>	<b>24,7</b>	<b>26,1</b>	<b>27,2</b>	<b>28,2</b>	<b>29,2</b>	<b>30,1</b>	<b>30,9</b>
Amortyzacja	7,4	7,9	8,4	8,9	9,4	9,9	10,4	10,9	11,4	11,9
Nakłady inw estycyjne*	-27,8	-7,5	-8,2	-8,7	-26,7	-9,5	-9,8	-10,1	-10,4	-10,7
Zmiana kapitału obrotowego, netto	2,7	1,5	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
<b>FCF</b>	<b>-0,3</b>	<b>22,2</b>	<b>23,9</b>	<b>25,5</b>	<b>9,3</b>	<b>28,0</b>	<b>29,1</b>	<b>30,2</b>	<b>31,2</b>	<b>32,2</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>-0,3</b>	<b>18,8</b>	<b>18,5</b>	<b>18,2</b>	<b>6,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,1</b>	<b>15,3</b>	<b>14,6</b>	<b>13,8</b>
<b>Suma DFCF</b>	<b>138</b>									
Stopa w zroście FCF po '29	2,0%									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>191</b>									
<b>PV + RV</b>	<b>329</b>									

Źródło: Trigon DM

\* uwzględniający w 2019/20P 5mln EUR płatności z tyt. przejęcia spółek w Rumunii i Chorwacji i 2023/24P wykup 40% Net Design (FV=17,7mln PLN)

Źródło: szacunki Trigon DM

**Wycena DCF - Omnichannel Communication**

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
<b>EBIT</b>	<b>12,3</b>	<b>14,2</b>	<b>15,7</b>	<b>17,1</b>	<b>18,1</b>	<b>18,8</b>	<b>19,2</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2</b>	<b>20,7</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>10,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,7</b>	<b>15,2</b>	<b>15,6</b>	<b>16,0</b>	<b>16,4</b>	<b>16,8</b>
Amortyzacja	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6
Nakłady inw estycyjne*	-6,8	-4,6	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2
Zmiana kapitału obrotowego, netto	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>FCF</b>	<b>4,4</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>	<b>13,7</b>	<b>14,1</b>	<b>14,5</b>	<b>14,9</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>4,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>
<b>Suma DFCF</b>	<b>72</b>									
Stopa w zrostu FCF po '29	1,0%									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>76</b>									
<b>PV + RV</b>	<b>149</b>									

Źródło: Trigon DM

\*uwzględniające płatności za Userengage i Appchance w latach obrotowych 2019/20 i 2020/21

Źródło: szacunki Trigon DM

**Wycena DCF - Telekomunikacja**

DCF w mln PLN	2019/20P	2020/21P	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P
<b>EBIT</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
Amortyzacja	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4
Nakłady inw estycyjne	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6
Zmiana kapitału obrotowego, netto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<b>WACC (%)</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
<b>Suma DFCF</b>	<b>13</b>									
Stopa w zrostu FCF po '29	0,0%									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>7</b>									
<b>PV + RV</b>	<b>20</b>									

Źródło: Trigon DM

Źródło: szacunki Trigon DM

**Wycena SOTP**

	Hosting	Omnichannel	Telekomunikacja
PV + RV (mln PLN)	329	149	20
Udział R22*	98,2%	74,9%	98,7%
<b>Wartość przypadająca na R22 (mIn PLN)</b>	<b>323</b>	<b>111</b>	<b>19</b>
Dług netto (30.06.2019P)		70	
Zobowiązanie z tyt. w wykupu 3TS		58	
Inw estycje w jednostkach stów arzyszonych		6	
<b>Wartość kapitałów własnych (mIn PLN)</b>		<b>332</b>	
Wartość na akcję		23,4	
<b>12M TP</b>		<b>26,0</b>	
Upside		34%	

\* udział R22 przy założeniu wykupu I transzy 3TS w podziale R22:Vercom 50:50 i II transzy w 100% przez R22

Źródło: szacunki Trigon DM

**Wycena porównawcza:** W naszym podejściu do wyceny porównawczej, analogicznie do poprzedniej metody, składowymi są poszczególne wyceny cząstkowe spółek z Grupy R22. Grupy porównawcze dla poszczególnych spółek R22 różnią się modelem biznesowym, profilem wzrostu i co za tym idzie także mnożnikami, stąd każdy segment Grupy postanowiliśmy wycenić niezależnie. Ze względu na wysoki lewar spółki oraz brak informacji o strukturze zysku netto po poszczególnych spółkach w holdingu (R22 nie raportuje zysku netto po segmentach) uważamy, że najlepszym mnożnikiem wycenowym, na którym opieramy naszą waluację jest EV/EBITDA. Warto pamiętać, że R22 posiada przesunięty rok obrotowy, co adresujemy poprzez, kalkulację wyceny na uśrednionych mnożnikach poszczególnych grup porównawczych na dwa kolejne lata prognozy (np. mnożnik na 2019/20 jest średnią arytmetyczną mnożników peers z 2019r. i 2020r.). Wycena porównawcza zwraca nam cenę 1 akcji R22 na poziomie **23,5PLN na akcję (+21% upside)**.

**EV/EBITDA spółek porównawczych do R22 z podziałem na segmenty**

Nazwa spółki	MC (m USD)	EV/EBITDA			
		2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Segment Hosting i Domen</b>					
GoDaddy Inc	12 708	18,4	15,7	14,6	11,9
United Internet AG	6 578	6,0	5,7	5,3	5,4
Tucows Inc	666	14,2	10,5	8,9	7,8
iomart Group PLC	491	9,7	9,2	8,6	-
VeriSign Inc	25 902	29,8	27,8	-	-
<b>Mediana</b>		<b>14,2</b>	<b>10,5</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>
<b>Segment Omnichannel Communication</b>					
M&C Saatchi PLC	387	8,4	7,9	7,3	-
1000mercis	83	7,1	6,6	6,1	-
dotdigital group plc	389	15,9	14,3	-	-
HubSpot Inc	7 427	86,0	59,7	43,2	-
MailUp SpA	74	12,1	8,8	6,6	-
WPP PLC	15 509	7,4	7,3	6,9	-
Publicis Groupe SA	12 554	6,3	5,7	5,1	4,7
Omnicom Group Inc	18 547	9,7	9,4	9,1	-
Interpublic Group of Cos Inc/The	8 985	9,8	9,3	8,9	9,0
Szyggy AG	137	11,7	10,9	10,1	-
<b>Mediana</b>		<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>
<b>Segment Telekomunikacyjny</b>					
BT Group PLC	24 686	4,4	4,3	4,3	4,2
Deutsche Telekom AG	82 479	6,4	6,1	5,8	5,9
Orange SA	41 557	5,2	5,1	5,0	5,0
Hellenic Telecommunications Organization SA	6 838	5,6	5,5	5,4	5,5
Koninklijke KPN NV	12 599	5,1	4,9	4,7	4,5
Magyar Telekom Telecommunications PLC	1 510	4,3	4,3	4,3	4,4
Telecom Italia SpA/Milano	11 650	5,7	5,7	5,6	5,5
Telekom Austria AG	4 935	5,4	5,3	5,1	4,9
Turk Telekomunikasyon AS	3 152	3,5	3,1	2,8	2,6
Orange Polska SA	2 307	5,7	5,5	5,4	5,2
PLAY Communications SA	2 190	6,4	6,2	6,0	5,7
Cyfrowy Polsat SA	5 243	7,8	7,6	7,4	7,2
<b>Mediana</b>		<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

**Wycena porównawcza Grupy R22**

R22 - EBITDA (mln PLN)	2019/20P	2020/21P	2021/22P
Hosting	28,8	33,1	36,7
Omnichannel	14,0	16,0	17,6
Telekomunikacja	4,7	4,5	4,3
<b>EV/EBITDA blended</b>	<b>2019/20P</b>	<b>2020/21P</b>	<b>2021/22P</b>
Hosting	12,4	9,6	8,3
Omnichannel	9,4	8,2	7,1
Telekomunikacja	5,4	5,3	5,2
<b>Implikowane EV</b>	<b>2019/20P</b>	<b>2020/21P</b>	<b>2021/22P</b>
Hosting	357	319	304
Omnichannel	131	131	124
Telekomunikacja	26	24	22
<b>EV przypadające na R22</b>	<b>2019/20P</b>	<b>2020/21P</b>	<b>2021/22P</b>
Hosting (96,4%)	351	313	298
Omnichannel (74,9%)	99	98	93
Telekomunikacja (98,7%)	25	24	22
<b>SUMA EV</b>	<b>475</b>	<b>435</b>	<b>413</b>
Dług netto (mln PLN)	127	108	87
Wartość kapitałów własnych (mln PLN)	347	327	326
<b>Wycena wynikowa (mln PLN)</b>		<b>334</b>	
<b>Wycena na akcję (PLN)</b>		<b>23,5</b>	

Źródło: Bloomberg, prognozy Trigon DM

## Czynniki ryzyka

- **Ryzyko emisji akcji.** Naszym zdaniem, głównym ryzykiem inwestycji w R22 jest ryzyko emisji akcji. Prowadząc jak do tej pory agresywną politykę akwizycyjną w obszarze hostingu, która finansowana jest głównie za pomocą długu (2,7x DN/EBITDA na 2019/20) zapowiedź wykupu 3TS (60mln PLN), wypłat dywidendy (6mln PLN; założenie TDM 50% DPR) oraz skup akcji własnych (2mln PLN), zwiększają naszym zdaniem ryzyko emisji pod koniec roku obrotowego 2019/20, którego celem mogłoby być potencjalnie atrakcyjne przejęcie spółki z segmentu Hostingu w regionie CEE bądź z obszaru Omnichannel Communication, poszerzające portfolio produktowe Vercom. Naszym zdaniem przewidziane na najbliższy rok obrotowy płatności ograniczają zdolności akwizycyjne R22, stąd alternatywą dla emisji mogłaby być rezygnacja z dystrybucji kapitału akcjonariuszom w formie dywidendy lub jeszcze większe zalewarowanie Grupy (historycznie max ~3,0 DN/EBITDA)
- **Ryzyko akwizycyjne.** W związku z zakładanymi przez Grupę akwizycjami przy błędnie ocenionej inwestycji, może nastąpić obniżenie ARPU, dynamiki klientów czy rentowności całego biznesu w związku ze źle zidentyfikowanymi parametrami przejmowanych podmiotów i nie uzyskaniem efektów synergii kosztowych czy przychodowych
- **Ryzyko zmiany modelu funkcjonowania Hostingu.** Istnieje ryzyko zwiększenia popularności sprzedaży domen internetowych oraz hostingu w modelu w chmurze takich jak usługa Google Domains czy usługi rejestracji domen w ramach Amazon Web Services. Widzimy ryzyko, że dostęp do tych platform może być w przyszłości nawet darmową alternatywą dla tradycyjnych usług rejestracji i hostingu domen, co może w istotny sposób wywierać presję na ARPU w tym segmencie
- **Ryzyko związane z prawnym aspektem rejestracji domen.** Monopolistyczna pozycja NASK jako rejestratora domen internetowych stwarza ryzyko ponoszenia wyższych kosztów rejestracji i odnowień domen, których koszt w krótkim terminie może nie być przerzucony na klienta (stawki NASK za rejestrację domeny .pl wynoszą 10 PLN za rejestrację i 40 PLN za odnowienie).
- **Ryzyko postępu technologicznego.** Segment Omnichannel Communication szczególnie narażony jest na ryzyko znacznych zmian technologicznych, które dzięki postępującym innowacjom mogą wypierać z użycia stosowane dotychczas technologie komunikacji wielkokanałowej takie jak e-mail czy SMS. Zidentyfikowanymi technologiami, które mogą zmienić postrzeganie komunikacji na płaszczyźnie firma-klient są m.in komunikatory społecznościowe takie jak WeChat czy WhatsApp lub zyskujące na popularności powiadomienia typu Push
- **Ryzyko spowolnienia gospodarczego w regionie CEE.** Spółka jest beneficjentem trendów związanych ze wzrostem gospodarczym w regionie CEE, takich jak wzrost liczby użytkowników internetu czy wzrost ilości SME. Potencjalne spowolnienie gospodarcze w CEE przekładające się na wzrost bezrobocia, spadek płac i ograniczenie konsumpcji może przełożyć się na spadek skali biznesu R22 i zahamowanie tempa wzrostu



**Rachunek wyników (mln PLN)**

	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P
<b>Przychody</b>	<b>74,1</b>	<b>110,6</b>	<b>144,1</b>	<b>168,3</b>	<b>183,9</b>	<b>197,9</b>
Koszty operacyjne	60,3	93,8	118,7	132,7	142,7	152,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>13,9</b>	<b>16,8</b>	<b>25,4</b>	<b>35,7</b>	<b>41,2</b>	<b>45,6</b>
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>18,6</b>	<b>25,0</b>	<b>37,0</b>	<b>47,6</b>	<b>53,6</b>	<b>58,6</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>18,6</b>	<b>25,0</b>	<b>37,0</b>	<b>47,6</b>	<b>53,6</b>	<b>58,6</b>
Amortyzacja	5,6	8,3	11,3	11,9	12,4	13,0
<b>EBIT</b>	<b>13,9</b>	<b>16,8</b>	<b>25,4</b>	<b>35,7</b>	<b>41,2</b>	<b>45,6</b>
Wynik na działalności finansowej	-4,4	-3,3	-4,0	-5,2	-5,6	-5,6
<b>Zysk brutto</b>	<b>9,5</b>	<b>13,5</b>	<b>21,4</b>	<b>30,5</b>	<b>35,6</b>	<b>40,0</b>
Podatek dochodowy	2,2	2,8	4,2	5,8	6,8	7,6
Zysk mniejszości	2,2	3,7	5,5	4,8	3,0	3,4
<b>Zysk netto</b>	<b>4,3</b>	<b>6,8</b>	<b>11,9</b>	<b>19,9</b>	<b>25,8</b>	<b>29,0</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>4,3</b>	<b>6,8</b>	<b>11,9</b>	<b>19,9</b>	<b>25,8</b>	<b>29,0</b>

marża brutto ze sprzedaży	18,7%	15,2%	17,7%	21,2%	22,4%	23,0%
marża EBITDA	25,1%	22,6%	25,7%	28,2%	29,2%	29,6%
marża EBITDA skor.	25,1%	22,6%	25,7%	28,2%	29,2%	29,6%
marża EBIT	18,7%	15,2%	17,7%	21,2%	22,4%	23,0%
marża netto skor.	5,7%	6,1%	8,3%	11,8%	14,0%	14,7%

zmiana przychodów r./r.	75%	49%	30%	17%	9%	8%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	24%	21%	52%	40%	15%	11%
zmiana EBITDA skor. r./r.	26%	35%	48%	28%	13%	9%
zmiana EBIT r./r.	24%	21%	52%	40%	15%	11%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-35%	59%	76%	66%	30%	12%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	3Q17/18	4Q17/18	1Q18/19	2Q18/19	3Q18/19	4Q18/19P
<b>Przychody</b>	<b>29,1</b>	<b>30,6</b>	<b>31,0</b>	<b>37,2</b>	<b>37,3</b>	<b>38,6</b>
Koszty operacyjne	-24,9	-26,4	-25,8	-31,7	-30,2	-30,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,8</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,8</b>
Amortyzacja	-2,3	-2,1	-2,6	-2,9	-2,9	-2,9
<b>EBIT</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>
Wynik na działalności finansowej	-0,8	-0,6	-0,8	-1,1	-0,9	-1,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>
Podatek dochodowy	-0,7	-0,7	-0,8	-1,1	-1,0	-1,3
Zysk mniejszości	0,9	0,8	1,0	1,1	1,5	1,9
<b>Zysk netto</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>

marża brutto ze sprzedaży	14,5%	13,7%	16,7%	15,0%	18,9%	20,4%
marża EBITDA skor.	21,9%	20,2%	25,5%	22,5%	26,8%	27,9%
marża EBIT	14,0%	13,4%	17,0%	14,7%	18,9%	20,4%
marża netto skor.	6,0%	6,4%	8,9%	5,7%	9,1%	9,5%

zmiana przychodów r./r.	44,5%	34,7%	34,3%	34,1%	28,0%	26,2%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	28,4%	-3,8%	5,3%	53,1%	66,7%	87,5%
zmiana EBITDA skor. r./r.	9,4%	1,8%	17,9%	44,7%	56,7%	74,5%
zmiana EBIT r./r.	14,7%	-7,8%	8,3%	46,8%	73,5%	92,5%
zmiana zysku netto skor. r./r.	84,2%	38,0%	70,8%	42,3%	95,0%	89,1%

Źródło: Spółka, Trigon DM

**Bilans (mln PLN)**

	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>113,9</b>	<b>186,0</b>	<b>224,6</b>	<b>249,2</b>	<b>250,7</b>	<b>251,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	21,4	24,5	28,9	32,9	32,9	33,0
Wartości niematerialne i prawne	57,4	77,2	84,6	90,8	90,8	90,9
Wartość firmy	32,5	79,6	100,2	110,7	110,7	110,7
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	2,5	4,8	10,9	14,9	16,4	16,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>35,2</b>	<b>31,9</b>	<b>30,8</b>	<b>33,7</b>	<b>58,3</b>	<b>61,6</b>
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	8,4	12,3	14,1	19,0	21,9	24,3
Pozostałe	23,6	3,9	7,3	8,1	8,6	9,1
Gotówka	3,3	15,8	9,4	6,6	27,8	28,2
<b>Aktywa</b>	<b>149,1</b>	<b>218,0</b>	<b>255,4</b>	<b>282,9</b>	<b>309,0</b>	<b>312,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>32,3</b>	<b>94,9</b>	<b>106,9</b>	<b>118,8</b>	<b>134,7</b>	<b>150,8</b>
Kapitał zakładowy	2,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe	25,7	87,8	94,7	98,7	108,6	121,5
Zysk (strata) netto	4,3	6,8	11,9	19,9	25,8	29,0
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>17,2</b>	<b>-35,9</b>	<b>-32,9</b>	<b>-29,6</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>53,8</b>	<b>67,7</b>	<b>79,4</b>	<b>127,4</b>	<b>129,4</b>	<b>121,4</b>
Zobowiązania oprocentowane	41,3	51,3	65,2	111,2	112,2	103,2
Pozostałe	12,5	16,4	14,2	16,2	17,2	18,2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>51,8</b>	<b>45,1</b>	<b>51,8</b>	<b>72,6</b>	<b>77,8</b>	<b>69,8</b>
Zobowiązania oprocentowane	12,5	15,1	13,9	22,9	23,4	11,9
Zobowiązania handlowe	9,3	10,2	12,5	15,7	17,2	18,4
Pozostałe	30,0	19,8	25,3	33,9	37,1	39,5
<b>Pasywa</b>	<b>149,1</b>	<b>218,0</b>	<b>255,4</b>	<b>282,9</b>	<b>309,0</b>	<b>312,5</b>
Kapitał obrotowy netto	-1	2	2	3	5	6
Dług netto	50	51	70	127	108	87
Dług netto skor.	50	51	70	127	108	87
Dług netto/EBITDA (x)	2,7	2,0	1,9	2,7	2,0	1,5
Dług netto/kapitał własny (x)	1,6	0,5	0,7	1,1	0,8	0,6
ROE (%)	17%	11%	12%	18%	20%	20%
ROA (%)	4%	4%	5%	7%	9%	9%
Cykl konwersji gotówki (dni)	-8	-4	-2	-3	-1	0
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	33	34	33	36	41	43
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	41	38	35	39	42	43

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2016/17	2017/18	2018/19P	2019/20P	2020/21P	2021/22P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>15,2</b>	<b>19,0</b>	<b>32,8</b>	<b>49,7</b>	<b>49,1</b>	<b>52,7</b>
Zysk (strata) netto	6,5	10,6	17,4	24,7	28,8	32,4
Amortyzacja	5,6	8,3	11,3	11,9	12,4	13,0
Zmiany w kapitale obrotowym	1,3	-3,0	1,9	2,3	1,1	0,5
Zmiana zapasów	0,1	0,0	1,7	4,0	2,5	1,6
Zmiana należności handlowych	-2,7	-3,5	-1,7	-4,9	-2,9	-2,4
Zmiana zobowiązań handlowych	3,9	0,5	2,0	3,2	1,5	1,2
Pozostałe	1,8	3,1	2,2	10,9	6,7	6,8
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-56,5</b>	<b>-64,7</b>	<b>-45,5</b>	<b>-36,5</b>	<b>-13,9</b>	<b>-13,3</b>
CAPEX	-44,2	-65,7	-43,9	-36,5	-13,9	-13,3
Pozostałe	-12,4	1,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>42,7</b>	<b>58,3</b>	<b>6,3</b>	<b>-16,0</b>	<b>-14,0</b>	<b>-39,0</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	8,9	8,7	6,3	49,9	-4,1	-26,1
Wpływy z emisji akcji	37,2	56,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	-6,0	-9,9	-12,9
Pozostałe	-3,4	-7,1	0,0	-59,9	0,0	0,0
<b>Przepływ pieniężny netto</b>	<b>1,3</b>	<b>12,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>21,1</b>	<b>0,4</b>
Środki pieniężne na początek okresu	2,0	3,3	15,8	9,4	6,6	27,8
Środki pieniężne na koniec okresu	3,3	15,8	9,4	6,6	27,8	28,2

Źródło: Spółka, Trigon DM

# Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

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

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

## Research:

### Zbigniew Porczyk, CFA

*Strategia, TMT, Wydobycie, Przemysł ciężki*

### Grzegorz Kujawski

*Handel detaliczny, Transport, Przemysł, Finanse*

### Kacper Koproń

*Gry komputerowe, TMT*

### Katarzyna Kosiołek

*Biotechnologia*

### Michał Kozak

*Paliwa, Chemia*

### Maciej Marcinowski

*Strategia, Banki, Finanse, Przemysł drzewny*

### Łukasz Rudnik

*Automotive, Przemysł metalowy, Przemysł spożywczy*

### David Sharma

### Martyna Szymczykowska

## Sales:

### Paweł Szczepański

### Paweł Czupryński

### Sebastian Kosakowski

### Artur Pałka

### Michał Sopiński

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki

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

EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
CF – cash flow, przepływy pieniężne  
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

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

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

#### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

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

#### Stosowane metody wyceny

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

#### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

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

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

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

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

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

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

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

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

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)), zwanego dalej „Regulaminem” oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże stronę wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.  
Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.  
Data sporządzenia: 16 lipca 2019 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 16 lipca 2019 r. godz.: [10:00]