

wtorek, 21 maja 2019 | komentarz specjalny

R22 – Ciekawa propozycja z sektora TMT

Cena bieżąca: 19,20 PLN

R22 PW; R22.WA | TMT, Polska

Opracowanie: Katarzyna Domańska, Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

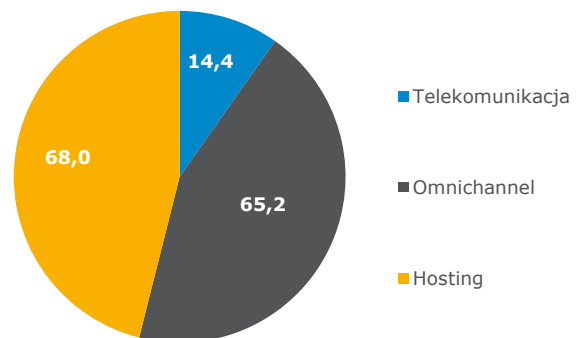
R22 to grupa spółek zajmująca się wielokanałową, automatyczną komunikacją elektroniczną, lider marketingu SMS oraz jedna z największych spółek na rynku hostingu i domen w Polsce. W ciągu półtorarocznej obecności na GPW R22 zwiększyła poziom obrotów o >70%, dokonała wielu akwizycji zwłaszcza w segmencie hostingu, wyszła poza Polskę przejmując szereg rumuńskich podmiotów, ma dziś szerokie portfolio klientów (w tym Eurocash, Smyk, T-Mobile, Media Markt). Spółka jest notowana obecnie na wskaźnikach EV/EBITDA proforma'19 = 9,0x i P/E proforma'19 = 18,6x, jednak dynamicznie rozwija się (liczymy na wzrost organiczny rzędu 13-14% na linii EBITDA w 2019 r.). W ciągu dwóch lat R22 chce podwoić skalę biznesu oraz zdobyć pozycję lidera na rynku hostingu w Europie Śr-Wsch. realizując kolejne akwizycje (dwa kraje poza Polską i Rumunią jeszcze w 2019 r.). Integracja spółek hostingowych pod jedną marką przełoży się na synergie kosztowe i wzrosty cen oferowanych usług. W ten sposób grupa pozycjonuje się na atrakcyjny cel do przejęcia dla globalnych graczy. Warto zwrócić uwagę, że porównywalny do H88 (spółki z grupy R22 zajmującej się hostingiem) home.pl został przejęty przez grupę 1&1 w 2015 r. na EV/EBITDA = 16,0x. Poziom wskaźnika implikuje dla segmentu hostingu wycenę rzędu 320-380 mln PLN, czyli niewiele niższą od EV spółki, przy czym segment hostingu generuje mniej niż 60% wyników podmiotu. Ryzykiem w R22 jest szybki rozwój przez M&A oraz dość wysokie zadłużenie spółki. Zarząd ma jednak dobry track record w konsolidacji rynku hostingu w Polsce, co podwyższa prawdopodobieństwo udanych przejęć spółek z regionu.

Profil działalności

Grupa R22 to holding spółek technologicznych, utworzony w 1999 r. Wchodzące w skład grupy R22 spółki oferują: usługi hostingu i sprzedaży domen (poprzez grupę spółek H88),

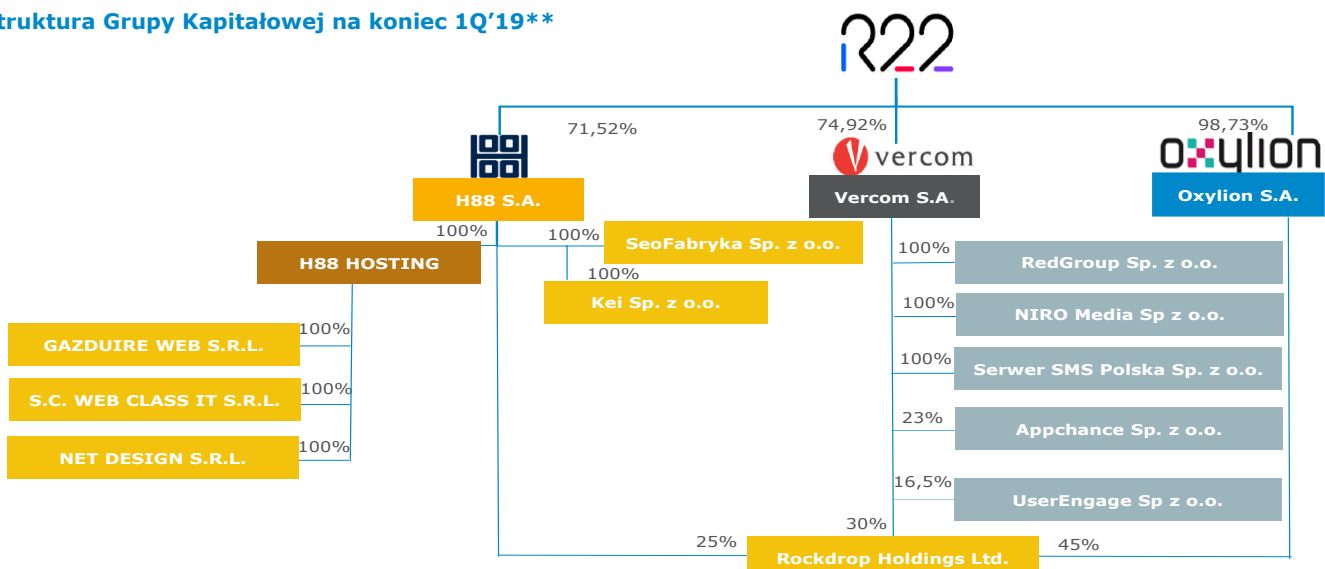
usługi automatycznego i wielokanałowego kontaktu z masowymi odbiorcami poprzez platformy udostępniane w formule SaaS (poprzez grupę spółek Vercom) oraz usługi telekomunikacyjne jak dostęp do Internetu oraz VoIP (poprzez Oxyllion). Stąd, R22 segmentuje obroty w ramach: (1) hostingu, (2) usług omnichannel communication oraz (3) telekomunikacji. Segmenty stanowiły odpowiednio 49%, 42% i 9% w obrotach w 3Q'18/19*. R22 posiada bazę > 250 tys. klientów (wzrost 2,4x od 3Q'16/17*), którymi są głównie prywatne przedsiębiorstwa - 80% z nich stanowią klienci biznesowi z sektora SME. Spółka ma także dużych klientów biznesowych (tj. IKEA, Eurocash, czy Rossmann). Grupa rozwija się poprzez działania organiczne i akwizycje (kilkanaście transakcji w ostatnich trzech lat). W 2018 r. R22 weszła na rynek rumuński w wyniku przejęcia spółek hostingowych. Po kolejnych akwizycjach w maju'19 R22 jest liderem na rumuńskim rynku z całkowitym udziałem 25% oraz >50 tys. dodatkowych klientów. R22 dokonała również inwestycji w spółkę software house Appchance i User.com związaną z marketing automation, której 75% klientów pochodzi spoza Polski.

Przychody w kalendarzowym 2018 proforma (mln PLN)



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

Struktura Grupy Kapitałowej na koniec 1Q'19**



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

* grupa ma przesunięty rok obrotowy od 01/07 do 30/06, ** nie uwzględnia skutków umowy Exit Agreement w H88 od TCEE Fund III S.C.A.

Skład Grupy Kapitałowej na koniec 1Q'19

Segmenty	Nazwa jednostki	Data powiązania	30/06/2017	31/12/2017	30/06/2018	31/12/2018	31/03/2019
Telekomunikacja	Oxyllion S.A.		99,16%	97,73%	97,73%	98,73%	98,73%
Omnichannel communication	Vercom S.A.		61,69%	67,72%	74,92%	74,92%	74,92%
	RedGroup		61,69%	67,72%	74,92%	74,92%	74,92%
	NIRO Media Group		61,69%	67,72%	74,92%	74,92%	74,92%
	SerwerSMS Polska	03-03-2017	61,69%	67,72%	74,92%	74,92%	74,92%
	User.com	16-10-2018				12,37%	12,37%
	Appchance	31-10-2018				17,23%	17,23%
Hosting	H88 S.A.	21-04-2016	60,76%	60,76%	71,52%	71,52%	71,52%
	H88 Holding S.A.	04-08-2016	60,76%	60,76%	71,52%	71,52%	
	ICONIC	04-10-2016	60,76%	60,76%	71,52%	71,52%	
	ICONIC Sp.k.	04-10-2016	60,76%	60,76%	71,52%	71,52%	
	Domeny.pl*	04-10-2016	60,76%	60,76%			
	Active 24*	25-01-2017	60,76%	60,76%			
	Serveradmin*	08-11-2017		60,76%			
	Bright Group*	08-11-2017		60,76%			
	Seofabryka	09-02-2018			71,52%	71,52%	71,52%
	Kei.pl	22-05-2018			71,52%	71,52%	71,52%
	H88 Hosting S.R.L	06-08-2018				71,52%	71,52%
	Gazduire Web	27-08-2018				71,52%	71,52%
	S.C. WEB CLASS IT	15-10-2018				71,52%	71,52%
	NET DESIGN	15-10-2018				42,91%	42,91%

* spółki całkowicie zależne od H88 (100% udziałów)

Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

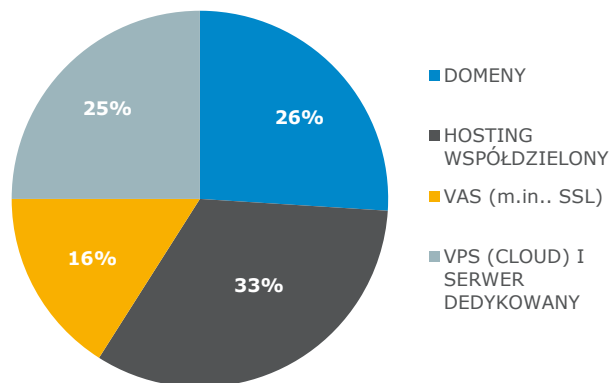
Działalność M&A

W latach 2015-1Q'19 Grupa R22 dokonała szeregu akwizycji, najwięcej w segmencie Hostingu.

- W 2016 spółka nabyła 60,76% udziałów w H88 S.A., H88 Holding, Iconic, Iconic Sp.k. oraz Domeny.pl. W 2017 roku Spółka przejęła Active24, Serveradmin oraz Bright Group. Dnia 6 lipca 2017 roku Active24 zawarła umowę nabycia spółki Bright Group. Następnie, H88 nabyło 100% udziałów w spółkach: Domeny.pl, Active24, Serveradmin i Bright Group. W 2018 roku przejęto Seofabrykę oraz Kei.pl, H88 Hosting. Przejęcie agencji Seofabryki oferującej usługi SEO i SEM stanowiło ważny element usług dodanych w zakresie hostingu. Spółka Kei.pl posiada z kolei wolne zasoby w serwerowniach oraz zespół programistów IT. W 2018 R22 dokonał też pierwszych akwizycji zagranicznych, przejął 3 rumuńskie spółki: Gazduire Web, S.C Web Class IT i Net Design. W maju'19 zawarto umowę zakupu 100% udziałów w kolejnych trzech podmiotach: SC Top Level Hosting, Rospot oraz HostVision za łączną kwotę 4,2 mln EUR. Szacujemy, że przejęcie odbyło się na wskaźniku ok. 7,5-8,0x EV/EBITDA.
- W segmencie Omnichannel Communication w roku 2015 przejęto spółkę Niro Media Group, a dwa lata później SerwerSMS. Pierwsza z nich zajmuje się performance marketingiem, a druga oferuje usługi SaaS do obsługi kanału mobilnego (platforma świadcząca usługi wysyłki SMS, MMS, Voice VMS). W październiku'18 R22 objęło 12,37% udziałów w spółce UserEngage (dynamicznie rosnącej spółki w segmencie rozwiązań MarTech, co wzmocniło portfolio narzędzi w ramach segmentu) oraz 17,23% w Appchance (obecnej w obszarze mobile).

Segment Hostingu

R22 prowadzi działalność w zakresie hostingu poprzez grupę spółek H88. W skład Grupy wchodzi 2 spółki polskie - Seofabryka, Kei.pl i 3 rumuńskie - Gazduire Web, Web Class IT i Net Design. H88 zapewnia przestrzeń serwerową i świadczy usługi z zakresu bezpieczeństwa przesyłania danych, sprzedaży i utrzymania certyfikatów SSL

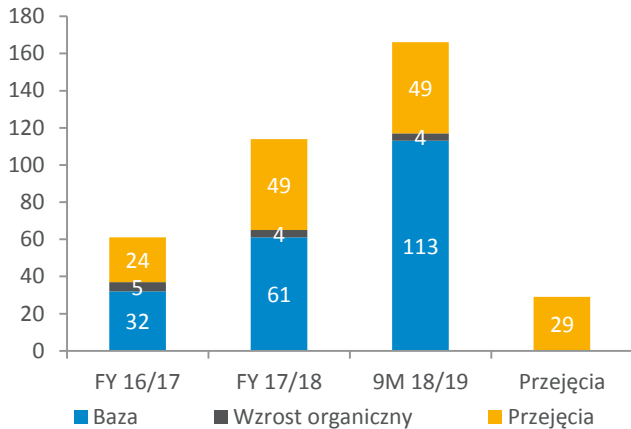
Udział przychodów w segmencie Hostingu w 9M'18/19


Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

(gwarantujące poufność i integralność danych) w modelu abonamentowym oraz rejestracji domen internetowych na całym świecie. Segment generuje przychody poprzez hosting współdzielony i VPS (hosting w chmurze), sprzedaż domen internetowych oraz dzięki usługom dodatkowym, tzw. VAS (Value Added Services), jak certyfikaty SSL, SEO & SEM (optymalizacja stron pod kątem wyszukiwarek) oraz ochrona antyDDOS (automatyczny system ochrony przed atakami cyfrowymi). H88 kładzie nacisk na wysoką jakość obsługi klienta i w miarę możliwości indywidualne podejście, czym stara się wyróżnić na rynku. Hosting współdzielony stanowi największy udział procentowy w przychodach segmentu Hostingu (ok. 1/3 obrotów). Domeny i VPS oraz serwery dedykowane są na porównywalnym poziomie (po ok. 1/4 obrotów). W 9M'18/19 przychody na rynku rumuńskim stanowiły >20% całkowitych przychodów grupy H22.

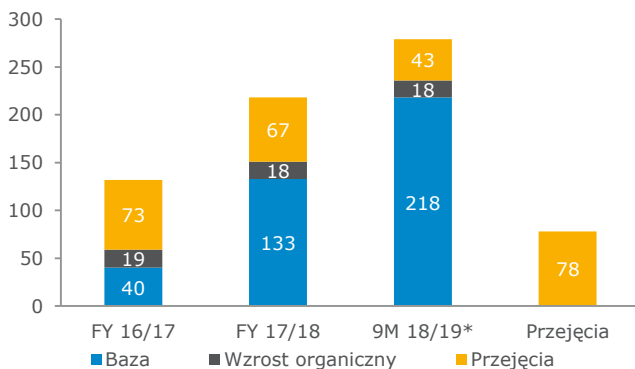
Uwzględniając zrealizowane przejścia (w tym rumuńskie w maju br.) grupa posiada ok. 195 tys. klientów hostingowych i blisko 360 tys. domen i dynamicznie rośnie (vs. +61 tys. klientów i 130 tys. domen w roku 2017/18).

Liczba klientów hostingowych (tys.)



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

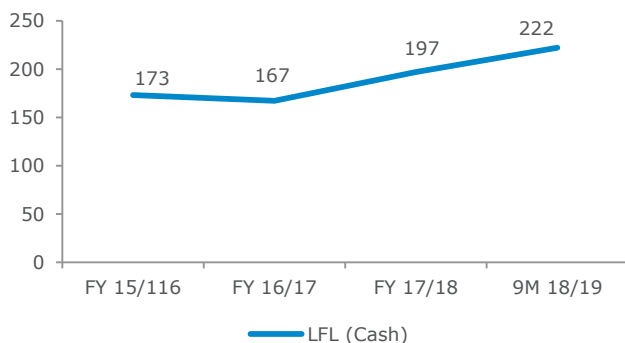
Liczba domen (tys.)



* w tym 23,5 tys.—domeny w promocji za 0 zł

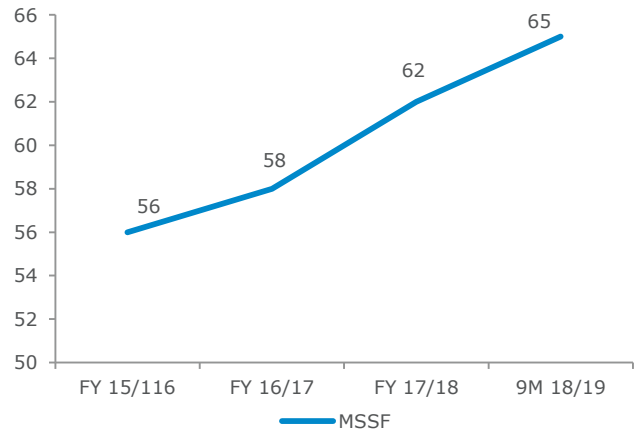
Grupa wykazuje wzrost wskaźnika cen zarówno hostingu i domen, co pozwala łagodzić wpływ wzrostu kosztów pracowniczych na wyniki. ARPU LTM w hostingu wyniosło w 9M'18/19 222 PLN, było wyższe o blisko 13% po 9 miesiącach.

ARPU LMT – hosting



Wskaźnik ARPU domen także wykazuje wzrost. W 9M'18/19 wyniosło 65 PLN (ok. +5% wzrost vs. ARPU w roku 2017/18). Segment wykazuje stabilny wskaźnik churn: 17,8% w obszarze hostingu i 25,9% w obszarze domen.

ARPU domeny**



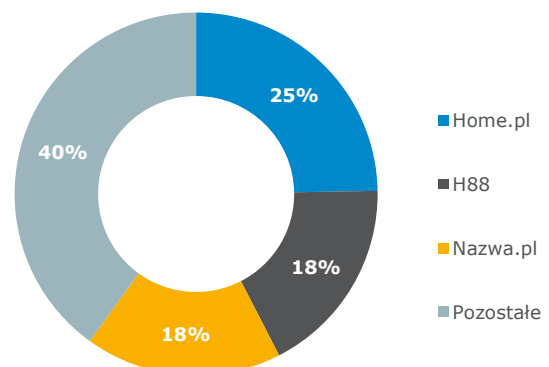
**ARPU z wyłączeniem darmowych domen

Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

Rynek hostingu

Według danych Global Web Hoting Market Share 2016, wartość polskiego rynku hostingu wynosi ok. 400 mln USD rocznie. Polska zajmuje ósme miejsce w Europie i trzynaste na świecie pod względem wielkości rynku hostingu. Przewaga konkurencyjna nad krajami wynika z wysokiej konkurencyjności cenowej oraz jakości oferowanych usług. Wartość rynku domen internetowych (segment rynku hostingowego) w Polsce jest szacowana na 240 mln PLN (dane marzec'17). W Polsce występują trzej główni gracze: Home.pl, Nazwa.pl i H88, którzy stanowią 60% rynku domen, a pozostała część jest rozdrobniona (udział 25%, 18% i 18% odpowiednio). Na rynku domen zaobserwować można presję cenową. Powszechne są ciągłe promocje, występuje grupa użytkowników, dla których głównym powodem migracji jest cena. W latach 2007-2012 zaobserwowano bardzo dynamiczny wzrost ilości domen .pl. W roku 2016 liczba ta zwiększyła się jedynie o +0,8% R/R. Pomimo zmniejszenia się liczby domen z rozszerzeniem .pl rynek powinien dalej rozwijać się. Obecnie domeny .pl stanowią ok. 75% aktywnych nazw w systemie domenowym, a pozostała część to domeny funkcjonalne (com.pl, info.pl) oraz regionalne (waw.pl i kalisz.pl). Klienci coraz częściej zainteresowani są rejestracją domen z rozszerzeniami branżowymi jak np. cafe, .bank, .hotel, .mobile. Do lutego'19 zarejestrowano ok. 36 tys. nowych domen z nietypowymi rozszerzeniami, tj. .online, .xyz, .site, .cloud, .app, .shop, .tech, .club, oraz .art. (dane z artykułu Telepolis). Według raportu Krajowego Rejestru Domen NASK (4Q'18) całkowita liczba nazw w domenie stanowiła 2,6 mln (+11 tys. nazw w porównaniu z 3Q).

Struktura rynku domen w Polsce



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

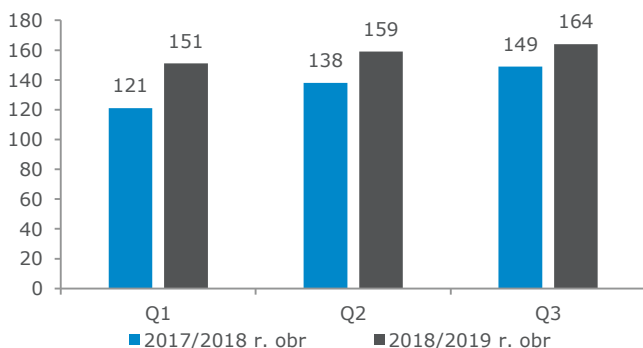
Konsolidacja globalnego rynku hostingu

Rynek hostingu na świecie znajduje się w fazie konsolidacji i zmian własnościowych. Jedną z najważniejszych transakcji na rynku polskim była akwizycja w 2015 r. lidera rynku - Home.pl - przez największego dostawcę usług internetowych na świecie - 1&1. Transakcja opiewała na PLN 640 mln (EUR 150 mln). W tym czasie podmiot generował ok. 40 mln EBITDA, co implikuje wskaźnik 16,0x. Z kolei, amerykańska spółka GoDaddy w 2016 r. przejęła Host Europe działającego na rynku europejskim za EUR 1,69 mld (ok. 11,0x EBITDA). W Polsce powiązania rynkowe z globalnymi graczami posiada tylko Home.pl, a nazwa.pl i H88 nie należą do żadnych globalnych grup kapitałowych. W Polsce również występuje ciągła konsolidacja, widoczna u trzech głównych graczy. Home.pl kupił w ostatnich latach az.pl, a Nazwa.pl kupiła o12.pl. H88 dokonał szeregu akwizycji, jak opisywaliśmy wcześniej.

Segment Omnichannel Communication

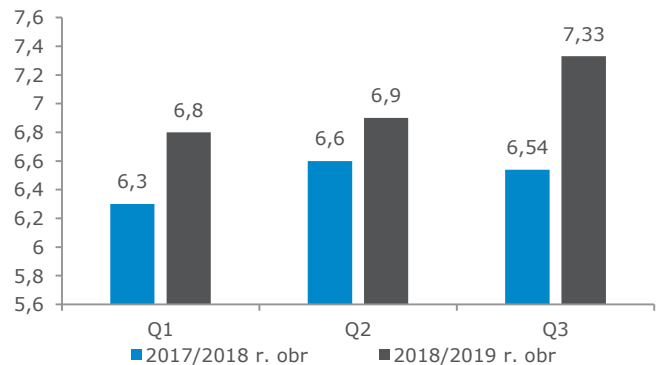
R22 prowadzi działalność w segmencie Omnichannel Communication poprzez Grupę Vercom w skład, której wchodzi 5 spółek - RedGroup, Niro Media, Serwer SMS Polska, Appchance (software house, specjalizujący się w obszarze technologii mobilnych) oraz UserEngage (platforma marketing automation). Grupa dostarcza narzędzia, które służą zautomatyzowaniu wielokanałowej komunikacji z odbiorcami. Segment oferuje platformy do obsługi, przygotowania, obróbki i automatycznej wysyłki wiadomości mobilnych oraz emaili w postaci usługi SaaS i wykorzystania Big Data. Wysyłka wiadomości mobilnych odbywa się przez kanał SMS, MMS, VMS, Push, Chatbot Messenger, WhatsApp oraz Viber. Przychody z platform SaaS stanowiły ok. 90% obrotu całego segmentu. Działalność Grupy Vercom jest silnie zależna od warunków współpracy z infrastrukturalnymi operatorami telefonii komórkowej (Grupy T-mobile, Orange, Play oraz Polkomtel). Grupa Vercom posiada szerokie portfolio klientów tj. Eurocash, Ikea, Media Markt, Smyk, PLL LOT, Vectra, OLX.pl, Payback, Raiffeisen Bank, PolskiBus, Neckermann, Rossmann czy T-mobile. W 3Q'18/19 premierę miało rozwiązanie w zakresie automatyzacji komunikacji - moduł służący do wysyłki wiadomości mobile push. Narzędzie umożliwia integrację kanałów e-mail, Push i SMS oraz tworzenie scenariuszy automatycznych wysyłek, co pozwala na optymalizację budżetu na promocję oraz personalizację komunikacji. Liczba klientów segmentu omnichannel rośnie, w 3Q'18/19 wzrost widoczny jest zwłaszcza w obszarze SME.

Liczba klientów segmentu Enterprise (szt.)



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

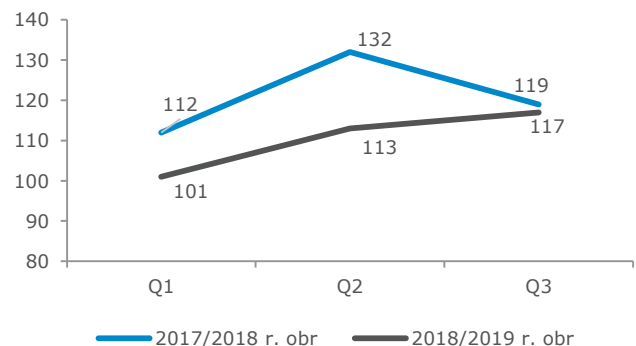
Liczba klientów segmentu SME (tys. szt.)



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku, PAP

Grupa Vercom rozpoczęła w 1H'18/19 odbudowę ARPU przy jednoczesnej poprawie rentowności w segmencie SME (poprzez m.in. optymalizację oferty oraz wprowadzenie faktur), czego pozytywny efekt jest widoczny w ARPU w 3Q'18/19 wzrosło Q/Q do poziomu 117 PLN z 113 PLN, pomimo że sezonowo powinno być nieco niższe. Zarząd oczekuje wzrostu wpływów z abonamentów w okresach.

Miesięczne ARPU (PLN) SME (bez abonamentu i performance marketingu)



Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku

Vercom otrzymał wyróżnienia i nagrody m.in. „Best in Cloud (Najlepsze rozwiązanie chmurowe) - ComputerWorld (2017)”, czy „Financial Times Top 1000 - jako jedna z sześciu spółek z Polski (2017)”

Segment telekomunikacji

Segment telekomunikacji generuje przychody w obszarach związanych z dostępem do Internetu, który oferuje dodatkowe usługi, tj. telewizja lub telefon (głównie B2C) oraz VoIP (Voice over Internet Protocol) - przesył głosu w oparciu o przesył danych w sieci Internet, który obejmuje usługi telefonii VoIP łącznie z wirtualną centralą. Spółka oferuje również usługi dodatkowe - kolejowanie, wirtualne pokoje konferencyjne. Segment ten posiada ponad 1600 nadajników, które są zlokalizowane głównie na Dolnym Śląsku i województwie podkarpackim.

Plany w średnim terminie

R22 chce dalej rozwijać się przez akwizycje. Celem H22 jest zdobycie pozycji lidera na rynku Europy Środkowo-Wschodniej. Grupa w najbliższym roku przewiduje 2-3 akwizycje, koncentrując się na Polsce, Rumunii i krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W najbliższym czasie spółka chce osiągnąć 30% udziału w rynku rumuńskim i wejść na rynek hostingu w dwóch kolejnych krajach z Europy Środkowo-Wschodniej. R22 ma intencję przeprowadzania

akwizycji na wskaźnikach ok. 8-9x, jednak Zarząd komunikuje że na dzisiejszym konsolidującym się rynku jest to coraz trudniejsze, dlatego transakcje na mnożnikach > 10,0 x są także możliwe. R22 przejmuje dojrzałe podmioty, często napotyka bariery organizacyjne przy dalszym rozwoju biznesu.

Ponadto, w poszczególnych segmentach plany R22 w średnim terminie uwzględniają:

- **Hosting:** R22 planuje zintegrować segment hostingu pod jedną marką, co wpłynie na rozpoznawalność grupy. Zmiana ta przełoży się naszym zdaniem także na poziom ceny oraz wygeneruje synergije kosztowe.
- **Omnichannel Communication:** Vercom w 2019 r. planuje przeprowadzić działania nastawione na wzrost APRU i marży m.in. poprzez dalsze wprowadzanie minimalnych abonamentów dla klientów za dostęp do platform. Spółka dalej rozwijać platformy EmailLabs i Redlink w obszarze analityki i big data oraz wprowadzić nowe komunikaty push (wysyłane z aplikacji). Vercom pracuje też nad platformą Reopen (platforma real time marketingu wykorzystująca machine learning i big data).
- **Telekomunikacja:** Zarząd nie widzi potencjału do wzrostu segmentu telekomunikacyjnego, jednak nie planuje dezinwestycji segmentu, gdyż generuje on pewne synergije z innymi segmentami. Grupa nastawia się na utrzymanie ARPU oraz spadek nakładów inwestycyjnych w segmencie.

Wyniki finansowe za 3Q'18/19 i perspektywy na przyszły rok

R22 zaraportowało istotny wzrost wyników finansowych w 3Q'18/19 (1Q'19 kalendarzowy). Przychody ze sprzedaży wyniosły 37,3 mln PLN, wynik EBITDA 10,0 mln PLN (tj. odpowiednio +28,0% i +56,7% R/R). Ze względu na rok obrotowy R22 zaimplementuje standard MSSF16 dopiero od 1 lipca br., jednak wyniki nie są porównywalne R/R ze względu na akwizycję trzech spółek w trakcie roku obrotowego. Przyjmując, że tempo wzrostu segmentu hostingu to ok. 15% (za Zarzędem), szacujemy organiczny wzrost wyniku EBITDA na 22-25% R/R.

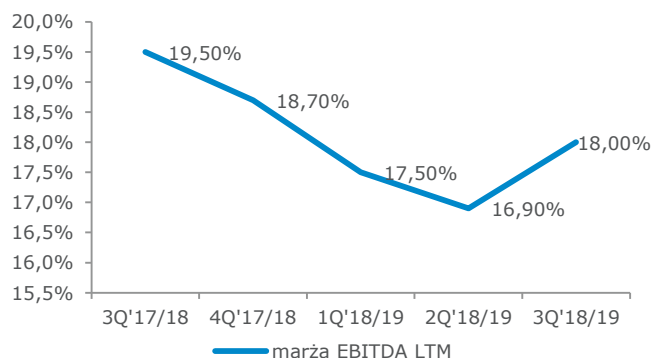
Kwartałne wyniki finansowe Grupy R22*

(mln PLN)	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19
Przychody ze sprzedaży	29,1	30,6	31,0	37,2	37,3
Amortyzacja	2,3	2,1	2,6	2,9	2,9
Usługi obce	18,5	19,5	18,3	22,7	21,3
Świadczenia pracownicze	3,7	4,2	4,3	5,2	5,1
Zużycie materiałów i energii	0,3	0,3	0,5	0,8	0,6
Wartość sprzedanych towarów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatki i opłaty	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
Pozostała dział. operacyjna	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,1
EBIT	4,1	4,1	5,3	5,5	7,1
Marża	14,0%	13,4%	17,0%	14,7%	19,0%
EBITDA	6,4	6,2	7,9	8,4	10,0
Marża	21,9%	20,2%	25,5%	22,5%	26,8%
Koszty finansowe netto i inne	-0,8	-0,6	-0,8	-1,1	-0,9
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2
Zysk (strata) brutto	3,3	3,5	4,5	4,3	6,0
Podatek dochodowy	-0,7	-0,7	-0,8	-1,1	-1,0
Zysk (straty) mniejszości	0,9	0,8	1,0	1,1	1,5
Zysk (strata) netto	1,7	2,0	2,7	2,1	3,4
Marża	6,0%	6,4%	8,8%	5,7%	9,1%

Źródło: R22, Dom Maklerski mBanku, * okresy kalendarzowe

W podziale na segmenty: EBITDA w hostingu wyniosła 5,82 mln PLN. Wg Zarządu EBITDA proforma segmentu rośnie w tempie ok. 15% R/R. Z kolei segment omnichannel communications zaraportował wzrost wyniku EBITDA o 42% R/R (wynik wyniósł 3,3 mln PLN). To istotna zmiana po spadku wyniku EBITDA o 9% R/R w 1H'18/19. Poprawa wyników to efekt wprowadzenia szeregu działań optymalizacyjnych w segmencie oraz renegotjacji umów z częścią klientów (wprowadzono udział abonamentów w rozliczeniach z częścią klientów). Marża EBITDA segmentu wyniosła 21,2%, tj. + 4 p.p. vs. rok wcześniej.

Średnia marża wyniku EBITDA LTM w segmencie omnichannel communications w R22



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Segment telekomunikacji wygenerował stabilny wynik EBITDA R/R, rzędu 1,5 mln PLN. W 3Q'18/19 spółka wygenerowała 4,9 mln PLN gotówki z dział. operacyjnej (25,7 mln PLN LTM). Dług netto na koniec 3Q'18/19 wyniósł 64,3 mln PLN, wskaźnik długu netto/ EBITDA raportowana wyniósł 2,0x.

Prognozy wyników R22

(mln PLN)	2018 PF*	2019 PF**	2020
Przychody	147,6	169,0	191,8
EBITDA	36,6	43,5	50,6
w tym hosting	19,8	24,0	29,5
w tym omnichannel	10,8	13,5	15,1
w tym telekomunikacja	6,1	6,1	6,1
Zysk netto	8,1	14,3	17,4
Kapitalizacja	265,2	265,2	265,2
EV	346,2	392,0	363,8
EV/EBITDA	9,5	9,0	7,2
P/E	32,7	18,6	15,3

Źródło: Dom Maklerski mBanku, * szacunek **zawiera przejęcia z maja'19

Spodziewamy się, że spółka osiągnie w kalendarzowym 2019 r. obroty rzędu 169,0 mln PLN (160,7 mln PLN bez uwzględniania przejęć z maja'19, co oznacza wzrost porównywalnych obrotów o 9% R/R). Wynik EBITDA (bez wpływu standardu MSSF16) powinien wynieść 43,5 mln PLN (41,1 mln PLN bez wpływu przejęć z maja'19, tj. > +12% R/R). Największy wzrost EBITDA zakładamy w omnichannel communications z/w na opisywane wcześniej działania optymalizacyjne. Estymujemy, że segment wygeneruje 13,5 mln PLN zysku EBITDA.

Zakładając całość płatności z tytułu umowy Exit w przedmiocie zakupu 28,48% w H88 od TCEE Fund III zawartej w marcu'19 oraz zapłatę za przejęcia w maju'19 trzech podmiotów rumuńskich dług netto na koniec kalendarzowego 2019 r. estymujemy na ok. 120 mln PLN, co implikuje 2,7x EBITDA proforma'19. Wartość długu nie uwzględnia skupu/ dywidendy, który Zarząd chce przeprowadzić w trakcie roku. Wartość długu jest dość

wysoka biorąc pod uwagę plany spółki. R22 chce w ciągu dwóch lat podwoić skalę działalności. Spodziewamy się, że grupa zamierza przejąć podmioty generujące w sumie przynajmniej 15-18 mln PLN zysku EBITDA. Zakładając realizację przejęć na wskaźnik 10x EBITDA i zakup pakietów większościowych (50% i jedna akcja), spółka powinna wydać na ten cel ok. 75-90 mln PLN. Zarząd zapowiadał wcześniej, że chce w pierwszej kolejności realizować przejęcia finansując je kredytem. Naszym zdaniem, przy przejęciach o dużej skali nie można wykluczyć emisji akcji.



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PREWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami opracowania są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu opracowania, ale miały lub mogły mieć dostęp do opracowania przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki R22.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl

