

**32/2024/GPW (81)** 1 października 2024

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

---

# Cloud Technologies

Podsumowanie .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wyniki finansowe za II kw. 2024 r. ....	3
Przejęcie Nordic Data Resources .....	3
Zamknięcie Oracle Advertising → zagrożenie i szansa .....	4
Prognozy finansowe .....	4
Wycena i rekomendacje .....	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	7
Katalizatory .....	9
Czynniki ryzyka .....	9
Zastrzeżenia prawne .....	10

**32/2024/GPW (81) 1 października 2024**

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

**Analityk:** Tomasz Rodak, CFA

# Cloud Technologies

**Sektor:** IT – oprogramowanie i usługi  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 66,00 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 70,00 zł (↓)  
**Kapitalizacja:** 85 mln USD  
**Bloomberg:** CLD PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,01 mln USD  
**12M przedział kursowy:** 57,60-90,00 zł  
**Free float:** 33%

## Podsumowanie

Wyniki spółki za II kw. 2024 były zbliżone do naszych oczekiwań. Dynamika przychodów w lipcu (+37% r/r) okazała się bardzo mocna, ale może częściowo wynikać z niskiej bazy zeszłego roku. Z drugiej strony obserwujemy dalsze spadki wartości waluty USD wobec PLN, które będą negatywnie wpływać na spodziewane dynamiki przychodów w kolejnych okresach.

W swoich prognozach uwzględniamy dwie nowe informacje. Po pierwsze, w lipcu Spółka nabyła 100% udziałów w norweskiej spółce Nordic Data Resources za kwotę około 6,9 mln zł. Dzięki przejęciu, Cloud pozyskał dostęp do nowych kanałów dystrybucji dla oferowanych danych. Zakładamy, że dodatkowe przychody, wygenerowane dzięki akwizycji, mogą wynieść około 0,4 mln zł miesięcznie, pod koniec przyszłego roku, co może implikować około 4-5 mln zł dodatkowej sprzedaży w skali roku. Po drugie, w czerwcu 2024 roku Oracle Corporation poinformowała o zamknięciu spółki Oracle Advertising, będącej jednym z odbiorców Grupy Cloud Technologies (5% przychodów CLD w I poł. 2024 pochodziło z tego źródła). Zniknięcie istotnego podmiotu z rynku reklamy, w krótkim terminie, stwarza ryzyko spadku przychodów CLD. W długim terminie, Spółka może stać się beneficjentem tej sytuacji, jeśli skutecznie zagospodaruje lukę po konkurencie.

Obniżamy nasze prognozy przychodów Spółki ze względu na (i) dalszy spadek (o około 5% od naszego ostatniego raportu) kursu USD/PLN, (ii) około 5% słabsze od naszych oczekiwań przychody osiągnięte w I poł. 2024, oraz (iii) spodziewane spadki dynamiki przychodów Grupy z tytułu zamknięcia Oracle Advertising (w krótkim terminie). Powyższe negatywne czynniki są częściowo bilansowane przez spodziewany wzrost przychodów wynikający

## Skorygowane zyski

Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	mln PLN	54,7	47,5	53,6	60,6
EBITDA	mln PLN	25,3	25,2	30,0	33,4
EBITDA, skor.	mln PLN	27,5	27,0	31,9	35,2
EBIT	mln PLN	13,2	11,8	17,1	22,9
EBIT, skor.	mln PLN	15,5	13,6	19,0	24,8
Zysk netto	mln PLN	8,7	11,2	15,3	20,4
Zysk netto, skor.	mln PLN	11,0	13,1	17,2	22,2
Zysk na akcję, skor.	PLN	2,20	2,63	3,44	4,44
Zmiana r/r zysku na akcję	%		-21	19	31
Dług Netto	mln PLN	-15,1	-27,5	-41,2	-57,8
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	5,8	6,4	5,4	4,5
C/Z, skor.	x	30,0	25,1	19,2	14,9
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	11,4	11,2	9,1	7,7
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	20,4	22,3	15,2	11,0
Stopa dywidendy brutto	%	1,5	1,9	1,9	2,0
Dywidenda na akcję	PLN	1,00	1,25	1,23	1,33
Liczba akcji na koniec okresu	mln	5,0	5,0	5,0	5,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za lipiec 2024: 23 września 2024
2. Publikacja wyników finansowych za I poł. 2024: 16 września 2024
3. Nabycie udziałów w Nordic Data Resources: 12 lipca 2024

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2024: 25 listopada 2024

z akwizycji NDR. W efekcie, nasze prognozy skorygowanej EBITDA spadają o 12%/ 8%/ 9% w latach 2024E/ 2025E/ 2026E.

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa spada o 7%, do 70 zł na akcję (poprzednio 75 zł na akcję) pod wpływem: (i) spadku prognoz wynikowych, (ii) spadku WACC, oraz (iii) nieznacznego spadku wyceny spółek porównywalnych. Nasza wycena pozostaje zbliżona do ceny rynkowej, dlatego podtrzymujemy długoterminową rekomendację fundamentalną Trzymaj oraz krótkoterminową rekomendację relatywną Neutralnie.

### Wyniki finansowe za II kw. 2024 r.

**Przychody Grupy w II kw. 2024 r. wyniosły 12,0 mln zł, po 17% spadku r/r. Były jednocześnie o 2% niższe od naszych prognoz z powodu nieco niższych przychodów w segmencie Pozostała działalność.** Główny segment Sprzedaży danych wygenerował 11,9 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 1% r/r – pomimo mocno niekorzystnego wpływu słabnącego dolara. Z kolei mocne spadki przychodów w Pozostałej działalności (-98% r/r) spowodowane są dekonsolidacją sprawozdań sprzedanej spółki Audience Network (bez negatywnego wpływu na EBITDA).

**Kwartalne koszty operacyjne Grupy wyniosły 9,3 mln zł i były 2% niższe od naszych oczekiwań.** Z kolei bilans na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł +0,4 mln zł, co było głównym powodem nieco niższego zysku operacyjnego i EBITDA od naszych oczekiwań (my spodziewaliśmy się bilansu na poziomie +0,7 mln zł).

**W II kw. 2024 Spółka zaraportowała ujemny podatek na poziomie -0,7 mln zł, podczas gdy my spodziewaliśmy się podatku +0,5 mln zł.** Dzięki ujemnemu podatkowi, skor. zysk netto wyniósł 4,2 mln zł i był wyższy od naszych oczekiwań o 18%. **Przepływy operacyjne w II kw. 2024 wyniosły 7,2 mln zł i były o 96% wyższe niż rok temu. Opublikowane wyniki finansowe za II kw. 2024 r. były zbliżone do naszych oczekiwań, dlatego oceniamy je neutralnie.**

### Przejęcie Nordic Data Resources

W dn. 12 lipca 2024 Spółka poinformowała, że nabyła 100% udziałów w norweskiej spółce Nordic Data Resources za kwotę 19,1 mln NOK (6,9 mln zł). Cena została w pełni opłacona w gotówce. Nordic Data Resources (NDR) to norweska firma technologiczna z branży marketingu internetowego, która powstała w 2015 r., działająca na rynkach nordyckich i współpracująca z globalnymi odbiorcami danych. W 2023 r. spółka NDR wygenerowała 5,2 mln NOK (1,9 mln zł) przychodów oraz 107 tys. NOK (37 tys. zł) zysku netto. Wg prezesa Piotra Prasjnera (Cloud Technologies) NDR posiada atrakcyjne globalne kontrakty i sieć dystrybucji, dzięki którym Cloud Technologies uzyska efekty synergii, co przyczyni się do dalszego wzrostu przychodów ze sprzedaży danych.

Na pierwszy rzut oka akwizycję oceniamy pozytywnie – NDR jest przejmowana przy mnożniku Cena/Sprzedaż na poziomie 3,6x, czyli z niemal 50% dyskontem wobec obecnej wyceny Cloud Technologies (około 7,5x – uwzględniając tylko sprzedaż danych za 2023 r.)

Tabela 1. Cloud Technologies; Wyniki za II kw. 2024 w porównaniu do oczekiwań

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw. 2024P		Wyniki wobec prognoz (DM BOŚ)	I kw. 2024	II kw. 2023	zmiana k/k	zmiana r/r
	II kw. 2024	(DM BOŚ)					
Przychody, w tym:	12,0	12,2	→	11,0	14,5	9%	-17%
<b>Sprzedaż danych</b>	<b>11,9</b>	<b>11,9</b>	→	<b>10,7</b>	<b>11,8</b>	<b>11%</b>	<b>1%</b>
Pozostała działalność	0,1	0,3	→	0,3	2,7	-78%	-98%
Koszty operacyjne, w tym:	9,3	9,5	→	8,7	11,7	7%	-20%
<b>Koszty mediów i danych</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	→	<b>1,1</b>	<b>3,5</b>	<b>22%</b>	<b>-62%</b>
Pozostałe koszty	8,0	8,1	→	7,6	8,2	4%	-3%
EBITDA	6,4	6,8	→	6,3	6,6	2%	-2%
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	→	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>3%</b>	<b>-4%</b>
EBIT	3,1	3,4	→	2,8	3,4	10%	-7%
<b>Skor. EBIT</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	→	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>10%</b>	<b>-9%</b>
Zysk netto	3,7	3,0	↑	2,5	1,4	46%	166%
<b>Skor. zysk netto</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	↑	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>42%</b>	<b>111%</b>

\* Skorygowane liczby wyłączając wpływ kosztów akcyjnego programu motywacyjnego (około 0,6 mln zł kwartalnie)

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Zakładamy, że CLD będzie stopniowo wykorzystywał pozyskane, dzięki akwizycji, relacje biznesowe na rynku skandynawskim. Oczekujemy, że dodatkowe przychody, wygenerowane dzięki akwizycji, mogą wynieść około 0,4 mln zł miesięcznie, pod koniec przyszłego roku, co może implikować około 4-5 mln zł dodatkowej sprzedaży skali roku. Z drugiej strony w III kw. 2024 Spółka może ponieść koszty transakcyjne, które szacujemy na około 0,2-0,3 mln zł.

### Zamknięcie Oracle Advertising → zagrożenie i szansa

W czerwcu 2024 roku Oracle Corporation poinformowała, iż do końca września 2024 roku dojdzie do zamknięcia spółki Oracle Advertising, będącej jednym z partnerów Grupy Cloud Technologies. Bezpośrednia sprzedaż danych do Oracle Advertising stanowiła około 5% przychodów CLD w I poł. 2024 r., co może bezpośrednio przyczynić się do słabszych od oczekiwań przychodów w IV kw. 2024 i kolejnych okresach. Dodatkowo, Oracle Advertising był istotnym podmiotem w ekosystemie reklamy internetowej i istnieje ryzyko, że popyt ze strony innych klientów CLD również zostanie obniżony. Z drugiej strony zamknięcie dużego konkurenta stwarza okazję do zagospodarowania zwolnionej przestrzeni na rynku reklamowym. W naszej opinii stanowi to szansę dla Cloud Technologies. Obecnie, z tytułu opisywanej sytuacji, obniżamy o kilka punktów proc. założenia dynamiki przychodów w IV kw. 2024. Z kolei w kolejnych kwartałach nie zakładamy znaczącego wpływu.

### Prognozy finansowe

Obniżamy nasze prognozy przychodów Spółki ze względu na (i) dalszy spadek (o około 5% od naszego ostatniego raportu) kursu USD/PLN, (ii) około 5% słabsze od naszych oczekiwań przychody osiągnięte w I poł. 2024, oraz (iii) spodziewane spadki dynamiki przychodów Grupy z tytułu zamknięcia Oracle Advertising (w krótkim terminie). Powyższe negatywne czynniki są częściowo bilansowane przez spodziewany wzrost przychodów wynikający z akwizycji NDR.

Do strony kosztowej dodajemy koszty transakcyjne związane z akwizycją NDR (szacujemy około 0,25 mln zł) oraz dodatkowe koszty wynagrodzeń wynikające z wcielenia NDR do struktur Grupy (około 0,3 mln zł kwartalnie).

W efekcie, nasze prognozy skorygowanej EBITDA spadają o 12%/ 8%/ 9% w latach 2024E/ 2025E/ 2026E

### Wycena i rekomendacje

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa spada o 7%, do 70 zł na akcję (poprzednio 75 zł na akcję) pod wpływem: (i) spadku prognoz wynikowych, (ii) spadku WACC, oraz (iii) nieznacznego spadku wyceny spółek porównywalnych. Nasza wycena pozostaje zbliżona do ceny rynkowej, dlatego podtrzymujemy długoterminową rekomendację fundamentalną Trzymaj oraz krótkoterminową rekomendację relatywną Neutralnie.

Tabela 2. Cloud Technologies; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	47,5	52,1	-9%	53,6	58,9	-9%	60,6	65,2	-7%
EBITDA	25,2	28,7	-12%	30,0	32,8	-8%	33,4	36,6	-9%
Skor. EBITDA	27,0	30,6	-12%	31,9	34,8	-8%	35,2	38,6	-9%
EBIT	11,8	17,4	-32%	17,1	21,8	-22%	22,9	27,1	-15%
Skor. EBIT	13,6	19,3	-30%	19,0	23,8	-20%	24,8	29,1	-15%
Zysk netto	11,2	15,5	-27%	15,3	19,6	-22%	20,4	24,1	-15%
Skor. zysk netto	13,1	17,4	-24%	17,2	21,6	-20%	22,2	26,1	-15%
Dług netto	-27,5	-37,0	-26%	-41,2	-54,2	-24%	-57,8	-74,1	-22%

Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego.

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

**Tabela 3. Cloud Technologies; model DCF**

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	>2031E
<b>Sprzedaż</b>	47,5	53,6	60,6	66,7	72,2	76,7	80,5	84,5	
<i>zmiana r/r</i>	-13%	13%	13%	10%	8%	6%	5%	5%	
Marża EBIT, skor.	28,6%	35,4%	40,9%	45,1%	47,2%	48,8%	49,9%	51,0%	
EBIT, skor	13,6	19,0	24,8	30,1	34,1	37,4	40,2	43,1	
<i>zmiana r/r</i>	-13%	40%	31%	21%	13%	10%	8%	7%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	4%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	19%	
Skor. EBIT * (1-T)	13,1	16,5	21,6	26,2	29,7	32,5	35,0	34,9	
<i>zmiana r/r</i>	-3%	26%	31%	21%	13%	10%	8%	0%	
Skor. EBITDA	27,0	31,9	35,2	38,0	41,7	44,7	47,2	49,9	
<i>zmiana r/r</i>	-2%	18%	10%	8%	10%	7%	6%	6%	
Marża EBITDA, skor.	56,8%	59,4%	58,1%	57,0%	57,8%	58,3%	58,7%	59,0%	
Amortyzacja	13,4	12,9	10,4	7,9	7,6	7,3	7,0	6,8	
Skor. EBIT * (1-T) + D	26,4	29,4	32,0	34,1	37,3	39,8	42,0	41,7	
<i>zmiana r/r</i>	4%	11%	9%	7%	9%	7%	5%	-1%	
Wydatki inwestycyjne	-12,5	-5,9	-6,1	-5,2	-6,0	-6,4	-6,6	-6,6	
Zmiana kapitału obrotowego	0,9	-3,0	-1,6	-2,2	-1,4	-1,4	-1,1	-1,2	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>14,9</b>	<b>20,5</b>	<b>24,4</b>	<b>26,7</b>	<b>29,9</b>	<b>32,1</b>	<b>34,4</b>	<b>34,0</b>	
<b>Koszt kapitału własnego</b>									
<b>Stopa wolna od ryzyka</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>
Premia za ryzyko rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Lewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,5%</b>
<b>Koszt długu</b>									
Koszt długu przed opodatkowaniem	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	3,8%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>									
Waga kapitału akcyjnego	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga długu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału akcyjnego	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,5%
Kosz długu po opodatkowaniu	2,9%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,5%</b>
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,03	1,16	1,30	1,46	1,64	1,85	2,08	0,00
Wskaźnik dyskonta	1,00	0,97	0,86	0,77	0,68	0,61	0,54	0,48	0,00
<b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>19,9</b>	<b>21,0</b>	<b>20,5</b>	<b>20,4</b>	<b>19,5</b>	<b>18,6</b>	<b>16,3</b>	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych									136,3
Waga długu w okresie rezydualnym									0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym									100%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz									12,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz									12,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym									12,5%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym</b>									<b>3,0%</b>
Wartość rezydualna									368,9
Wartość bieżąca wartości rezydualnej									177,6
<b>Wartość operacji Spółki</b>									<b>313,9</b>
Gotówka na koniec 2024P									26,5
Dług na koniec 2024P									4,0
Inwestycje długoterminowe (pożyczki dzielone)									5,0
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny									0,0
<b>Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy</b>									<b>341,4</b>
Liczba akcji (w milionach)									5,0
<b>Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)</b>									<b>68,3</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 4. Cloud Technologies; wycena względem spółek z branży AdTech**

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Kraj	Marża	Wartość przedsiębiorstwa/ Sprzedaż			Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			Cena/Zysk		
			EBITDA	2023	2024E	2025E	2026P	2024E	2025E	2026P	2024E	2025E
TRADE DESK	53 949	USA	40%	21,3	17,7	14,1	51,3	41,8	32,2	76,1	63,4	49,0
PUBMATIC	739	USA	28%	2,1	2,0	1,5	6,9	6,2	3,8	41,6	30,8	24,1
MAGNITE	1 937	USA	31%	3,9	3,4	2,2	11,9	10,2	6,7	17,1	13,7	10,3
LIVERAMP	1 671	USA	11%	1,8	1,7	1,5	11,4	9,2	7,4	17,8	14,9	13,2
DOUBLEVERIFY	2 918	USA	32%	3,9	3,2	2,5	12,5	10,0	7,7	22,8	19,0	17,6
OUTBRAIN	244	USA	3%	0,5	0,4	b.d.	13,6	8,5	b.d.	196,3	19,8	15,2
TABOOLA.COM	1 101	ISRAEL	6%	0,7	0,6	0,6	5,8	5,1	5,6	10,7	8,4	7,0
VIANT TECHNOLOGY	696	USA	12%	1,8	1,5	1,2	11,5	9,1	6,6	33,2	32,7	25,5
CRITEO	2 270	FRANCE	27%	1,6	1,4	1,1	5,1	4,3	3,3	9,2	9,1	8,3
INTEGRAL AD SCIENCE	1 775	USA	34%	3,2	2,5	2,0	9,4	7,3	5,7	52,6	25,9	25,7
ZETA GLOBAL	6 769	USA	17%	7,0	5,9	4,9	36,8	29,7	23,7	193,1	52,2	31,6
DATADOG	38 503	USA	24%	13,6	10,9	8,4	53,1	42,2	31,7	64,4	52,1	39,4
AFFLE INDIA	2 660	INDIA	21%	11,6	9,3	7,5	59,5	45,3	35,2	79,5	59,4	46,7
APPLOVIN	44 981	USA	45%	10,7	9,0	7,5	19,5	15,9	13,0	38,1	29,1	22,7
MEDIAALPHA	1 255	USA	6%	1,7	1,3	1,1	16,2	12,4	9,9	70,3	31,4	22,9
UNITY SOFTWARE	8 965	USA	18%	5,7	5,5	5,0	28,7	24,9	21,5	23,8	25,9	22,2
<b>Mediana</b>			<b>22%</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>13,1</b>	<b>10,1</b>	<b>7,7</b>	<b>39,8</b>	<b>27,5</b>	<b>22,8</b>
Maksimum			45%	21,3	17,7	14,1	59,5	45,3	35,2	196,3	63,4	49,0
Minimum			3%	0,5	0,4	0,6	5,1	4,3	3,3	9,2	8,4	7,0
<b>Cloud Technologies</b>			<b>50%</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>4,5</b>	<b>11,2</b>	<b>9,1</b>	<b>7,7</b>	<b>25,1</b>	<b>19,2</b>	<b>14,9</b>
Cloud Technologies – premia (dyskonto) wobec mediany			128%	82%	89%	107%	-14%	-10%	0%	-37%	-30%	-35%
Implikowana wartość akcji (PLN)				38,8	38,8	37,9	75,9	72,7	66,0	104,6	94,6	101,2
Waga				0%	0%	0%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>Średnia implikowana wartość akcji dla danego wszystkich wskaźników (PLN)</b>									<b>85,8</b>			

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 5. Cloud Technologies; Podsumowanie wycen**

Wycena DCF (90%)	68,3
Wycena porównawcza (10%)	85,8
<b>Średnia Ważona wycena (zł na akcję)</b>	<b>70,0</b>
Cena bieżąca (zł na akcję)	66,0
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	6%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)**
**Tabela 6. Cloud Technologies; Bilans**

(mln zł)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>34,9</b>	<b>47,1</b>	<b>47,6</b>	<b>57,8</b>	<b>63,2</b>	<b>62,3</b>	<b>50,4</b>	<b>46,0</b>
Wartości niematerialne	0,9	0,6	31,3	36,8	32,8	27,0	32,2	24,2	16,9	12,2
Wartość firmy	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	11,9	11,9	18,8	18,8	18,8
Rzeczowe aktywa trwałe	0,3	0,1	0,1	0,0	0,6	4,7	4,4	5,0	5,7	6,4
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,0	0,0	0,7	3,1	2,6	4,8	2,9	2,5	2,1	1,7
Aktywa finansowe (w tym pożyczki udzielone)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	3,5	5,0	5,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,3	1,3	2,2	1,7	2,3	2,3	2,3	2,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,2	0,0	3,4	5,5	4,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>66,2</b>	<b>64,7</b>	<b>41,2</b>	<b>51,4</b>	<b>58,0</b>	<b>64,4</b>	<b>29,9</b>	<b>43,4</b>	<b>64,0</b>	<b>82,7</b>
Należności handlowe	48,7	47,6	32,8	32,6	27,1	18,5	13,4	14,5	16,4	18,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,0	0,0	4,8	17,8	28,5	42,6	10,9	23,3	42,0	58,5
Aktywa i należności podatkowe	0,0	3,0	3,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Udzielone pożyczki	16,0	13,1	0,0	0,0	0,0	0,8	3,2	3,2	3,2	3,2
Rozliczenia międzyokresowe i inne	1,4	1,0	0,1	1,0	2,3	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>70,1</b>	<b>68,1</b>	<b>76,1</b>	<b>98,5</b>	<b>105,5</b>	<b>122,2</b>	<b>93,1</b>	<b>105,7</b>	<b>114,4</b>	<b>128,7</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>61,7</b>	<b>62,6</b>	<b>58,7</b>	<b>64,6</b>	<b>75,9</b>	<b>91,2</b>	<b>76,7</b>	<b>87,2</b>	<b>96,9</b>	<b>110,6</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>8,4</b>	<b>5,5</b>	<b>17,4</b>	<b>33,9</b>	<b>29,6</b>	<b>31,0</b>	<b>16,4</b>	<b>18,5</b>	<b>17,4</b>	<b>18,0</b>
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,2	8,5	20,1	15,9	15,6	7,5	7,5	7,5	7,5
Zobowiązania nieoprocentowane	0,0	0,2	8,0	15,8	14,5	11,2	5,0	5,0	5,0	5,0
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,5	4,3	1,4	4,4	2,5	2,5	2,5	2,5
Zobowiązania krótkoterminowe	8,4	5,3	8,9	13,9	13,8	15,4	8,9	11,0	10,0	10,5
Zobowiązania nieoprocentowane	8,4	5,3	8,7	10,5	11,8	13,8	7,4	9,5	8,5	9,0
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,0	0,2	3,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>70,1</b>	<b>68,1</b>	<b>76,1</b>	<b>98,5</b>	<b>105,5</b>	<b>122,2</b>	<b>93,1</b>	<b>105,7</b>	<b>114,4</b>	<b>128,7</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 7. Cloud Technologies; Rachunek zysków i strat**

(mln zł)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody całkowite</b>	<b>70,6</b>	<b>43,7</b>	<b>42,7</b>	<b>50,1</b>	<b>55,1</b>	<b>50,4</b>	<b>54,7</b>	<b>47,5</b>	<b>53,6</b>	<b>60,6</b>
Sprzedaż danych	0,0	0,0	0,0	0,0	25,1	38,5	44,6	47,1	53,4	60,4
Pozostała działalność	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0	11,9	10,2	0,4	0,2	0,2
<b>Koszty operacyjne razem</b>	<b>40,1</b>	<b>42,2</b>	<b>46,3</b>	<b>52,2</b>	<b>50,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,7</b>	<b>38,0</b>	<b>38,9</b>	<b>38,8</b>
Amortyzacja projektów z dotacją	0,6	0,5	0,4	3,2	4,1	4,1	3,7	4,3	4,3	2,2
Amortyzacja pozostałych projektów	0,0	0,0	2,8	3,3	4,3	4,8	8,4	9,1	8,6	8,3
Zużycie materiałów i energii	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4
Koszt programu motywacyjnego	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	1,3	2,3	1,8	1,8	1,8
Usługi obce	38,0	39,6	41,0	42,2	39,5	25,4	25,3	19,3	19,6	21,6
Koszty mediów i danych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,7	12,9	5,2	6,0	6,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,7	12,6	14,0	13,6	14,9
Podatki i opłaty	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynagrodzenie i świadczenia pracownicze	0,9	1,2	1,4	1,4	2,0	2,6	2,8	2,8	3,9	4,3
Pozostałe	0,4	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>30,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>9,5</b>	<b>14,7</b>	<b>21,7</b>
Pozostałe przychody operacyjne (w tym dotacje)	0,6	0,2	0,4	2,5	5,2	2,6	2,4	2,3	2,4	1,2
Pozostałe koszty operacyjne	-0,2	-1,6	-1,2	-0,9	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>31,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>9,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,2</b>	<b>11,8</b>	<b>17,1</b>	<b>22,9</b>
Przychody finansowe	0,0	1,6	0,1	0,7	0,4	2,9	0,7	0,4	0,5	0,5
Koszty finansowe	-3,8	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-3,8	-0,5	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>27,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>0,1</b>	<b>9,5</b>	<b>15,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,7</b>	<b>17,6</b>	<b>23,4</b>
Podatek dochodowy	-5,2	-0,7	0,2	0,5	-0,4	-3,0	-1,3	-0,4	-2,3	-3,0
<b>Zysk netto</b>	<b>21,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,1</b>	<b>12,8</b>	<b>8,8</b>	<b>11,2</b>	<b>15,3</b>	<b>20,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>31,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>17,8</b>	<b>22,1</b>	<b>25,3</b>	<b>25,2</b>	<b>30,0</b>	<b>33,4</b>
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>31,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>17,8</b>	<b>23,3</b>	<b>27,6</b>	<b>27,0</b>	<b>31,9</b>	<b>35,2</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. Cloud Technologies; Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln zł)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk przed opodatkowaniem	27,1	1,6	-4,9	0,1	9,5	15,8	10,1	11,2	15,3	20,4
Amortyzacja	0,6	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,4	12,9	10,4
Zmiany w kapitale obrotowym	-20,1	0,5	22,2	-9,1	3,1	10,8	-3,3	0,9	-3,0	-1,6
Zmiana należności	-22,0	1,4	17,6	0,7	5,5	10,1	1,4	-1,2	-1,9	-2,1
Zmiana zobowiązań	1,8	-0,8	1,8	-1,2	1,0	-0,3	-3,1	2,1	-1,1	0,6
Zmiana rozliczeń międzyokresowych	0,0	0,0	2,8	-8,6	-3,4	1,0	-1,5	0,0	0,0	0,0
Inne	-7,2	-5,3	-2,0	13,4	-4,3	-10,4	-1,2	0,1	-0,5	-0,5
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>0,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>18,4</b>	<b>10,9</b>	<b>16,7</b>	<b>25,1</b>	<b>17,7</b>	<b>25,7</b>	<b>24,8</b>	<b>28,8</b>
Wydatki inwestycyjne	-2,1	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-12,5	-5,9	-6,1
Inne	0,0	0,1	6,8	6,1	0,0	-3,3	-2,8	0,0	5,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-26,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-22,7</b>	<b>-12,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-6,1</b>
Wpływy netto z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0
Wpływy netto z tytułu zaciągniętych pożyczek i kredytów	0,0	0,0	0,0	1,0	-1,2	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Nabycie akcji własnych	-18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-20,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-5,7	-5,6	-6,6
Odsetki	-0,1	0,0	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,8	-0,1	0,5	0,5
Inne	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>-18,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-26,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,2</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-19,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-31,6</b>	<b>12,4</b>	<b>18,7</b>	<b>16,5</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 9. Cloud Technologies; Wskaźniki**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS	4,39	0,17	-0,94	0,13	1,82	2,55	1,76	2,24	3,07	4,07
Sprzedaż (mln zł)	70,6	43,7	42,7	50,1	55,1	50,4	54,7	47,5	53,6	60,6
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT (mln zł)	31,0	0,1	-4,3	-0,4	9,4	13,2	13,2	11,8	17,1	22,9
EBITDA (mln zł)	31,5	0,6	-1,1	6,0	17,8	22,1	25,3	25,2	30,0	33,4
Zysk netto (mln zł)	21,9	0,9	-4,7	0,6	9,1	12,8	8,8	11,2	15,3	20,4
Dług netto (mln zł)	-16,0	-13,0	-4,1	-10,2	-26,0	-40,8	-15,1	-27,5	-41,2	-57,8
Wartość księgową na 1 akcję (zł)	12,34	12,52	11,75	12,91	15,18	18,24	15,34	17,44	19,38	22,13
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,25	1,23	1,33
ROE	36,7%	1,4%	-7,8%	1,0%	13,0%	15,3%	10,5%	13,7%	16,7%	19,6%
ROA	32,5%	1,3%	-6,5%	0,7%	8,9%	11,2%	8,2%	11,3%	14,0%	16,7%
Amortyzacja (mln zł)	0,6	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,4	12,9	10,4
FCF (mln zł)	3,4	0,7	-11,8	-2,4	17,6	27,3	2,3	14,9	20,5	24,4
CAPEX (mln zł)	-2,1	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-12,5	-5,9	-6,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



**Katalizatory**

1. Przejęcie Nordic Data Resources daje dostęp do nowych kanałów dystrybucji
2. Zamknięcie Oracle Advertising pozostawia lukę na rynku, którą w dłuższym okresie, może wypełnić CLD
3. Rosnące znaczenie reklamy internetowej
4. Dynamiczny wzrost segmentu *programmatic* (głównego modelu rynkowego)
5. Rosnące zastosowanie sztucznej inteligencji (bardziej precyzyjne profilowanie oraz wzrost popytu na dane)
6. Aktywna polityka dywidendowa
7. Wysoki poziom generowanej gotówki
8. Szybszy niż zakładany wzrost przychodów segmentu sprzedaży danych
9. Pozytywny wpływ potencjalnych akwizycji
10. Mocny USD względem PLN

**Czynniki ryzyka**

1. Zamknięcie Oracle Advertising może prowadzić do spadku przychodów w krótkim okresie
2. Ryzyko spowolnienia gospodarczego
3. Wzrost konkurencji w sektorze
4. Zmiana regulacji w zakresie ochrony prywatności
5. Awarie systemów informatycznych
6. Utrata kluczowych źródeł i/lub dystrybutorów danych
7. Ryzyko zmiany modelu działalności reklamy internetowej
8. Ryzyko walutowe (słaby USD względem PLN)
9. Negatywny wpływ potencjalnych akwizycji
10. Niska płynność na GPW

## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

**Marża brutto na sprzedaży** – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBIT** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stopa dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dane przypadku.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	45	26	8	5	0	5
Procenty	51%	29%	9%	6%	0%	6%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	28	40	11	5	0	5
Procenty	31%	45%	12%	6%	0%	6%

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

**Odписы na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	5	0	1	0	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	2	6	1	1	0	2
Procenty	17%	50%	8%	8%	0%	17%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
<b>Cloud Technologies</b>										
Tomasz Rodak	Trzymaj	-	11.09.2023	-	11.09.2023	12.08.2024	-33%	-46%	94,00	88,00 -
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	-	-	88,60	88,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	88,80	88,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	73,00	88,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	08.12.2023	08.12.2023	-	-	-	68,00	71,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	65,20	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	63,00	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	61,60	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	74,20	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.04.2024	30.04.2024	-	-	-	70,60	75,00 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	71,40	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	-	66,40	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	-	68,80	75,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	→	12.08.2024	-	12.08.2024	Nie później niż 12.08.2025	5%	4%	63,00	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	-	66,60	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.10.2024	01.10.2024	-	-	-	66,00	70,00 ↓

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Cloud Technologies</b>							
Tomasz Rodak	Neutralnie	-	11.09.2023	-	11.09.2023	08.12.2023	-38%
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-
Tomasz Rodak	Niedowóżaj	↓	08.12.2023	-	08.12.2023	30.04.2024	-5%
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↑	30.04.2024	-	30.04.2024	Nie później niż 30.04.2025	-5%
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.10.2024	01.10.2024	-	-

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 1 października 2024 r., godz. 17:50.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 1 października 2024 r., godz. 18:00.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#cloud>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#cloud>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

#### Maklerzy

**Piotr Kalbarczyk**  
tel.: +48 (22) 504 32 43  
[p.kalbarczyk@bossa.pl](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumpcyjne,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**  
(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja,  
dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
[www.bossa.pl](http://www.bossa.pl)  
Informacja: (+48) 0 801 104 104