

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

590R/2024/AR/18 października 2024

Spółka	Rekomendacja fundamentalna	Wycena w horyzoncie 12M (zł)	Rekomendacja relatywna	Analityk
<b>Brand24</b>	<b>Zaprzestanie pokrycia</b>			Sobiesław Pająk, CFA

**Wydarzenie: Zaprzestanie pokrycia.**

Zaprzestajemy pokrywania akcji spółki Brand24 w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0.

**Uzasadnienie**

Obawiamy się, iż nie jesteśmy już w stanie sporządzać w naszym mniemaniu wiarygodnych (tj. o akceptowalnej skali błędu) prognoz wyników finansowych Spółki i co za tym idzie rzetelnie wyceniać jej akcje.

Członkowie Zarządu Spółki zbyli w wezwaniu wszystkie posiadane akcje Brand24. Sprawia to, iż 'dbanie' o wysoki kurs akcji Spółki przestaje być kluczowym priorytetem Zarządu Spółki. Członkowie Zarządu Spółki z bycia współwłaścicielami (Brand24) stali się pracownikami. Interes ich obecnego końcowego pryncypała (Semrush) – by skupić akcje Brand24 możliwie jak najtaniej (Semrush zapowiedział, iż wyższej ceny, niż podniesiona (z 45,5 zł/ akcję do 47,0 zł/ akcję) cena w wezwaniu już nie zaoferuje) – stoi w sprzeczności z interesem inwestorów mniejszościowych, którzy warunków zaoferowanych w wezwaniu nie zaakceptowali, domagając się wyższej ceny. Po pierwsze mamy więc do czynienia z rozbieżnymi interesami (na poziomie ceny rynkowej akcji Brand24) obecnych akcjonariuszy mniejszościowych i akcjonariusza większościowego, z Zarządem Spółki pozbawionym jakichkolwiek zachęt do maksymalizacji ceny akcji Spółki na giełdzie.

Potencjalne synergije sprzedażowe (*cross-selling* do klientów Semrush) i efekty skali wynikające ze współpracy z Semrush stanowią element odgórnego ryzyka na poziomie przychodów Brand24; mogą one przyczynić się do (potencjalnie znacznego) wzrostu bazy klientów i tym samym wzrostu sprzedaży Brand24. Wspomniany potencjalny dynamiczny wzrost przychodów może wymagać znaczącego wzrostu kosztów operacyjnych Brand24 (Zarząd Spółki zapowiedział już wyraźne zwiększenie zatrudnienia), wywierając presję na jej zyski (ryzyko o oddolnym charakterze tak w krótkim (kilkukwartalnym) jak i średnim (kilkuletnim) horyzoncie). Dla amerykańskich spółek technologicznych (do których należy Semrush) często priorytetem jest szybkie zwiększanie skali działalności kosztem bieżącej rentowności. Naszym zdaniem, rozsądne jest przypuszczenie, że ewentualny wzrost zysków Brand24 wynikający z synergii z Semrush może być odroczony w czasie. Dodatkowo z punktu widzenia akcjonariusza większościowego chcącego zwiększyć swój udział do 100%, racjonalne jest dążenie do osiągnięcia tego celu jak najmniejszym kosztem. W tym kontekście w interesie akcjonariusza większościowego (nie twierdzimy, że tak będzie w przypadku Semrush i Brand24; zauważamy jedynie, iż taka możliwość nie może zostać wykluczona) leżałoby, *ceteris paribus*, dążenie do wykazywania wspomnianych inkrementalnych zysków poza podmiotem, którego pozostały udział mniejszościowy chce on przejąć, a inkrementalnych kosztów – w tym podmiocie.

Podsumowując, po przejęciu kontroli przez Semrush nad Brand24, stopień niepewności związany z wynikami finansowymi Brand24 rośnie naszym zdaniem znacząco. To z kolei sprawia, iż nie czujemy obecnie komfortu, by móc z czystym sumieniem podpisać się pod sporządzanymi przez nas w tej sytuacji prognozami finansowymi dla Spółki jako prognozami w naszym odczuciu wiarygodnymi (tj. obarczonymi akceptowalną przez nas skalą potencjalnego błędu). W związku z powyższym, zaprzestajemy pokrywania akcji spółki Brand24 w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0.

*Informacje nt. ewentualnych źródeł konfliktów interesu znajdują się w nocie prawnej dla niniejszego raportu.*

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

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem 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 odroczonej.

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	44	26	8	5	0	4
Procenty	51%	30%	9%	6%	0%	5%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	40	11	5	0	4
Procenty	31%	46%	13%	6%	0%	5%

## 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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców 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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	5	0	1	0	1
Procenty	36%	45%	0%	9%	0%	9%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	2	6	1	1	0	1
Procenty	18%	55%	9%	9%	0%	9%

Recommendation tracker

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Brand24</b>							
Sobiestaw Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	15.08.2021	-	16.08.2021	24,80	32,10 -
Sobiestaw Pająk	-	-		31.08.2021	31.08.2021	25,90	32,10 →
Sobiestaw Pająk	-	-		01.10.2021	01.10.2021	25,00	31,30 ↓
Sobiestaw Pająk	-	-		07.10.2021	07.10.2021	25,50	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		04.11.2021	04.11.2021	21,80	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		05.12.2021	06.12.2021	21,90	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		16.01.2022	17.01.2022	25,50	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		07.02.2022	07.02.2022	23,60	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		28.02.2022	28.02.2022	21,90	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		14.04.2022	14.04.2022	25,00	31,30 →
Sobiestaw Pająk	-	-		10.05.2022	10.05.2022	24,20	30,50 ↓
Sobiestaw Pająk	-	-		26.05.2022	26.05.2022	23,80	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		15.07.2022	15.07.2022	21,90	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		16.08.2022	16.08.2022	22,40	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		02.09.2022	02.09.2022	19,95	30,50 →
Sobiestaw Pająk	-	-		28.09.2022	29.09.2022	19,35	28,20 ↓
Sobiestaw Pająk	-	-		07.10.2022	07.10.2022	23,00	28,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		28.10.2022	28.10.2022	22,00	28,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		04.12.2022	05.12.2022	23,50	31,60 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		13.01.2023	13.01.2023	24,00	31,60 →
Sobiestaw Pająk	-	-		03.02.2023	03.02.2023	25,00	31,60 →
Sobiestaw Pająk	-	-		10.03.2023	10.03.2023	26,90	31,60 →
Sobiestaw Pająk	-	-		30.03.2023	30.03.2023	25,70	37,20 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		13.04.2023	13.04.2023	29,00	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		29.05.2023	29.05.2023	33,70	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		14.07.2023	14.07.2023	36,90	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		31.08.2023	31.08.2023	33,50	37,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		03.10.2023	03.10.2023	36,00	48,80 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		12.10.2023	12.10.2023	37,00	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		06.11.2023	06.11.2023	35,90	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		10.12.2023	11.12.2023	36,30	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		09.01.2024	09.01.2024	36,90	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		01.02.2024	01.02.2024	44,80	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		29.02.2024	29.02.2024	40,50	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		04.04.2024	04.04.2024	47,20	48,80 →
Sobiestaw Pająk	-	-		09.04.2024	09.04.2024	48,80	56,20 ↑
Sobiestaw Pająk	-	-		06.05.2024	06.05.2024	44,40	56,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		29.05.2024	29.05.2024	45,20	56,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		12.07.2024	12.07.2024	47,00	56,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		12.08.2024	12.08.2024	46,30	56,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		24.09.2024	24.09.2024	46,00	56,20 →
Sobiestaw Pająk	-	-		11.10.2024	11.10.2024	47,00	56,20 →
Sobiestaw Pająk	Zaprzestanie pokrycia		18.10.2024		18.10.2024	47,30	- -

\* 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: 18 października 2024 r., godz. 17:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 18 października 2024 r., godz. 17:40.

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#brand24>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#brand24>.

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.

DM BOŚ jest animatorem rynku i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych na rzecz Brand24.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Brand24 i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.

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)

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

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

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

**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