

45/2024/GPW (108) 1 grudnia 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

Najważniejsze zagadnienia .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Katalizatory .....	4
Czynniki ryzyka .....	4
Zastrzeżenia prawne .....	5

45/2024/GPW (108) 1 grudnia 2024

**Analitik:** Tomasz Rodak, CFA

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

# Cloud Technologies

**Sektor:** IT – oprogramowanie i usługi  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 62,00 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 70,00 zł (→)

**Kapitalizacja:** 76 mln USD  
**Bloomberg:** CLD PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,01 mln USD  
**12M przedział kursowy:** 57.60-77.00 zł  
**Free float:** 33%

## Najważniejsze zagadnienia

- Trudny rok za nami...** Po trzech kwartałach 2024 r. przychody z głównego segmentu Sprzedaży danych wzrosły jedynie o 6% r/r (po wzrostach o 53%/16% w 2022/2023). Było to spowodowane spowolnieniem dynamik wzrostu przychodów wyrażonych w USD (średnio +14% r/r w okresie styczeń-wrzesień 2024 wobec +41%/+28% w 2022/2023) oraz mocnym osłabieniem samego dolara, w którym jest denominowana większość przychodów Spółki (spadek kursu USD/PLN o 6% r/r w I-III kw. 2024). Doprowadziło to do spadku oczyszczonego wyniku EBITDA o 3% r/r w I-III kw. 2024.
- ... ale widać oznaki poprawy.** W samym sierpniu br. miesięczna dynamika sprzedaży do kluczowych klientów (wyrażona w USD) wyniosła +20% r/r. To już 3. miesiąc z rzędu, kiedy miesięczne dynamiki osiągają wartości dwucyfrowe (15%/ 37%/ 20% w czerwcu/ lipcu/ sierpniu). Być może jest to oznaką poprawy sytuacji w biznesie reklamy internetowej. Co prawda, wyniki Spółki aż do listopada 2024 będą pod presją słabnącego r/r dolara, lecz stabilizacja tej waluty po wygranej Donalda Trumpa daje nadzieję, że w przyszłym roku niekorzystne zmiany kursu walutowego nie dotkną Cloud.
- Nowe kanały dystrybucji dzięki przejęciu.** W lipcu 2024 r. Spółka nabyła 100% udziałów w norweskiej spółce Nordic Data Resources za około 6,9 mln zł. Dzięki przejęciu Cloud zyskał 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.

## 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	47,6	53,7	60,7
EBITDA	mln PLN	25,3	24,8	29,2	32,9
EBITDA, skor.	mln PLN	27,5	26,6	31,0	34,8
EBIT	mln PLN	13,2	11,2	15,9	22,2
EBIT, skor.	mln PLN	15,5	13,0	17,7	24,0
Zysk netto	mln PLN	8,7	9,9	14,3	19,7
Zysk netto, skor.	mln PLN	11,0	12,1	16,1	21,5
Zysk na akcję, skor.	PLN	2,20	2,42	3,22	4,30
Zmiana r/r zysku na akcję	%	-21	10	33	34
Dług Netto	mln PLN	-15,1	-26,2	-39,0	-55,0
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	5,4	6,0	5,1	4,3
C/Z, skor.	x	28,4	25,9	19,4	14,6
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	10,8	10,8	8,8	7,4
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	19,3	22,1	15,5	10,7
Stopa dywidendy brutto	%	1,6	2,0	1,9	2,1
Dywidenda na akcję	PLN	1,00	1,25	1,21	1,29
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

- Publikacja szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za lipiec 2024: 23 września 2024
- Publikacja wyników finansowych za I poł. 2024: 16 września 2024
- Nabycie udziałów w Nordic Data Resources: 12 lipca 2024
- Publikacja wyników finansowych za III kw. 2024: 25 listopada 2024

## Najbliższe wydarzenia

- Publikacja wyników finansowych za IV kw. 2024 r.: marzec 2025

- **Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2024 r.** Zakładając niskie dwucyfrowe dynamiki przychodów głównego segmentu Sprzedaży danych (r/r) oraz spodziewane osłabienie USD (r/r), prognozujemy 13,0 mln zł przychodów (+1% r/r) oraz 7,5 mln zł skor. EBITDA (-6% r/r).
- **Oczekiwane momentum wynikowe w najbliższych latach.** Uważamy, że wyraźna poprawa dynamik przychodów oraz wyników Spółki możliwa jest dopiero od I kw. 2025, gdy wpływ niskiego kursu USD/PLN nie powinien być już tak dotkliwy (w relacji r/r). W latach 2025P/2026P zakładamy wzrosty oczyszczonej EBITDA o 13%/13% r/r dzięki oczekiwanym synergiom z nowo przejętą spółką Nordic Data Resources oraz sprzyjającym perspektywom rozwoju dla segmentu reklamy internetowej.
- **Ryzyko dla prognoz finansowych.** Średnie lub wysokie. Rynek reklamowy jest mocno narażony na ryzyko spowolnienia gospodarczego, a dodatkową niepewność tworzą wahania kursu USD/PLN.
- **Zmiana prognoz finansowych.** Nasze prognozy dla Spółki nieznacznie spadają ze względu na dalsze osłabienie kursu USD/PLN od czasu naszego ostatniego raportu.
- **Wycena.** Nasza 12-miesięczna wycena docelowa pozostaje nie zmieniona na poziomie 70 zł na akcję.
- **Zalecane działanie.** Nasza obecna wycena jest zbliżona do ceny rynkowej, dlatego też mamy Neutralne podejście do Spółki.

**Tabela 1.** Cloud Technologies; Zmiany prognoz DM BOS

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	47,6	47,5	0%	53,7	53,6	0%	60,7	60,6	0%
EBITDA	24,8	25,2	-2%	29,2	30,0	-3%	32,9	33,4	-1%
Skor. EBITDA	26,6	27,0	-1%	31,0	31,9	-3%	34,8	35,2	-1%
EBIT	11,2	11,8	-5%	15,9	17,1	-7%	22,2	22,9	-3%
Skor. EBIT	13,0	13,6	-4%	17,7	19,0	-7%	24,0	24,8	-3%
Zysk netto	9,9	11,2	-11%	14,3	15,3	-7%	19,7	20,4	-3%
Skor. zysk netto	12,1	13,1	-8%	16,1	17,2	-6%	21,5	22,2	-3%
Dług netto	-26,2	-27,5	-5%	-39,0	-41,2	-6%	-55,0	-57,8	-5%

Skorygowany EBIT nie uwzględnia wpływu kosztów programu motywacyjnego.

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOS

**Katalizatory**

1. Rosnące znaczenie reklamy internetowej
2. Dynamiczny wzrost segmentu *programmatic* (głównego modelu rynkowego)
3. Rosnące zastosowanie sztucznej inteligencji (bardziej precyzyjne profilowanie oraz wzrost popytu na dane)
4. Aktywna polityka dywidendowa
5. Wysoki poziom generowanej gotówki
6. Spodziewany dynamiczny wzrost wyników finansowych
7. Pozytywny wpływ akwizycji
8. Mocny USD względem PLN

**Czynniki ryzyka**

1. Ryzyko spowolnienia gospodarczego
2. Wzrost konkurencji w sektorze
3. Zmiana regulacji w zakresie ochrony prywatności
4. Awarie systemów informatycznych
5. Utrata kluczowych źródeł danych
6. Utrata kluczowych 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 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 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	44	28	5	5	0	5
Procenty	51%	32%	6%	6%	0%	6%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	41	9	5	0	5
Procenty	31%	47%	10%	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 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	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

### 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	3	5	1	1	0	2
Procenty	25%	42%	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	-2%	2%	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 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	-	60,80	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	-	63,80	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	62,00	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	94,00	-38%
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	88,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	88,80	-
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	73,00	-
Tomasz Rodak	Niedoważaj	↓	08.12.2023	-	08.12.2023	30.04.2024	68,00	-5%
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	65,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	63,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	61,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	74,20	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↑	30.04.2024	-	30.04.2024	Nie później niż 30.04.2025	70,60	-6%
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	71,40	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	66,40	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	68,80	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	63,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	66,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.10.2024	01.10.2024	-	66,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	60,80	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	63,80	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	62,00	-

\* 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: 2 grudnia 2024 r., godz. 7:05.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 grudnia 2024 r., godz. 7:15.

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)

**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