

16/2025/GPW (31) 29 kwietnia 2025

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

Raport
na zlecenie GPW

Cloud Technologies

Podsumowanie	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wyniki finansowe za IV kw. 2024 r.	3
Prognoza wyników za I kw. 2025 r.	3
Przejęcie Data Desk	4
Prognozy finansowe	5
Wycena i rekomendacje	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Katalizatory	10
Czynniki ryzyka	10
Zastrzeżenia prawne	11

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

Spółka w IV kw. 2024 opublikowała marginalnie wyższe od naszych oczekiwań przychody całkowite z powodu nieco wyższych przychodów w obu segmentach. W efekcie kwartalny wynik EBITDA był 4% wyższy od naszych oczekiwań. Pozytywnie wyglądają też dynamiki przychodów miesięcznych za styczeń i luty 2025 r. (odpowiednio +2% i +8% r/r), co może implikować, że okres spowolnienia wywołany likwidacją jednego z klientów (Oracle Advertising) dobiega końca. Z drugiej strony, obserwujemy mocne spadki wartości USD wobec PLN (o około 6% od daty poprzedniego raportu), które będą negatywnie wpływać na spodziewane dynamiki przychodów w kolejnych okresach.

W swoich prognozach uwzględniamy również nową akwizycję: spółka poinformowała, że nabyła 100% udziałów w kanadyjskiej spółce Data Desk za kwotę 4,0 mln CAD (10,8 mln zł). Cena nabycia jest uzależniona od osiągnięcia przez Data Desk, w latach 2025 – 2026, wskaźnika EBITDA w łącznej wysokości 0,8 mln CAD. Data Desk to kanadyjska firma technologiczna z branży marketingu internetowego, działająca na rynkach Ameryki Północnej i Południowej, a transakcja ma na celu rozbudowę międzynarodowej sieci dystrybucji danych Cloud Technologies. Oceniamy, że konsolidacja Data Desk powiększy przychody całej Grupy o 1,9 mln zł/ 4,5 mln zł w 2025/ 2026. Oczekujemy też 0,5 mln zł/ 1,6 mln zł dodatkowego zysku EBITDA w tym okresie. Po uwzględnieniu płatności za spółkę, przejęcie Data Desk ma neutralny wpływ na naszą wycenę Cloud Technologies. Widzimy natomiast potencjalne pozytywne efekty, jeśli połączonym podmiotom uda się wygenerować dodatkowe synergije sprzedażowe.

16/2025/GPW (31) 29 kwietnia 2025

Analitik: Tomasz Rodak, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)

Kurs: 47,90 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 62,00 zł (↓)

Kapitalizacja: 65 mln USD

Bloomberg: CLD PW

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 38.30-77.00 zł

Free float: 33%

Skorygowane zyski

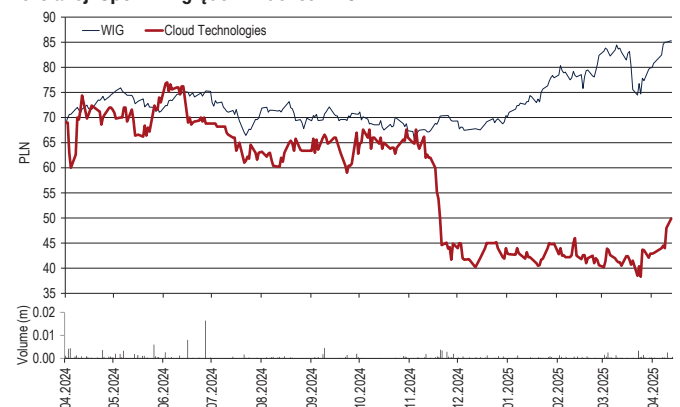
Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	mln PLN	47,0	52,2	60,4	65,9
EBITDA	mln PLN	25,7	27,8	31,6	34,2
EBITDA, skor.	mln PLN	27,5	29,6	33,4	36,1
EBIT	mln PLN	12,1	14,2	20,5	25,7
EBIT, skor.	mln PLN	13,9	16,0	22,4	27,5
Zysk netto	mln PLN	13,1	12,7	18,1	22,7
Zysk netto, skor.	mln PLN	14,9	14,6	20,0	24,5
Zysk na akcję, skor.	PLN	2,99	2,92	4,00	4,91
Zmiana r/r zysku na akcję	%	35	-2	37	23
Dług Netto	mln PLN	-18,7	-26,7	-34,4	-51,3
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	4,7	4,1	3,4	2,9
C/Z, skor.	x	16,0	16,4	12,0	9,8
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	8,0	7,2	6,1	5,2
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	15,9	13,3	9,2	6,8
Stopa dywidendy brutto	%	2,6	2,5	2,7	2,8
Dywidenda na akcję	PLN	1,25	1,25	1,30	1,34
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 marzec 2025: 28 kwietnia 2025
2. Nabycie udziałów w Data Desk: 25 kwietnia 2025
3. Publikacja wyników finansowych za rok 2024: 9 kwietnia 2025

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I kw. 2025: 26 maja 2025
2. Publikacja wyników finansowych za I poł. 2025: 15 września 2025
3. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2025: 24 listopada 2025

Nasze prognozy przychodów nie ulegają znacznym zmianom, gdyż negatywny efekt słabnącego dolara jest bilansowany konsolidacją nowoprzejętej spółki Data Desk. Niemniej, niższa rentowność Data Desk prowadzi do spadku naszych prognoz EBITDA o 4%-5% w latach 2025-2027.

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa Cloud Technologies spada o 11%, do 62 zł na akcję (poprzednio 70 zł na akcję) z powodu nieco niższych prognoz finansowych oraz spadku wycen spółek porównywalnych. Niemniej, biorąc pod uwagę ponad 20% potencjał wzrostowy oraz odbicie dynamiki przychodów w lutym, podwyższamy nasze rekomendacje do Kupuj/Przeważaj z Trzymaj/Neutralnie.

Wyniki finansowe za IV kw. 2024 r.

Przychody Grupy w IV kw. 2024 r. wyniosły 12,4 mln zł, po 4% spadku r/r. Były jednocześnie o 3% wyższe od naszych prognoz z powodu nieco wyższych przychodów w obu segmentach. Przychody głównego segmentu sprzedaży danych spadły o 1% r/r. Z kolei mocne spadki przychodów w Pozostalej działalności (-58% r/r) spowodowane są dekonsolidacją sprawozdań sprzedanej spółki Audience Network (bez negatywnego wpływu na EBITDA).

Kwartalne koszty operacyjne Grupy wyniosły 9,7 mln zł i były 3% wyższe od naszych oczekiwań z powodu wyższych kosztów innych usług. Z kolei bilans na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł

+0,7 mln zł, i był zbliżony do naszych oczekiwań na poziomie +0,6 mln zł. Finalnie skor. EBITDA okazała się 4% wyższa do naszych oczekiwań.

W IV kw. 2024 Spółka zaraportowała +1,6 mln zł wyniku na działalności finansowej, co było wartością lepszą niż nasz szacunek na poziomie +0,1 mln zł. Dzięki temu skor. zysk netto wyniósł 5,4 mln zł i był wyższy od naszych oczekiwań o 61%.

Przepływy operacyjne w IV kw. 2024 wyniosły 3,4 mln zł i były o 3% niższe niż rok temu.

Jednocześnie Zarząd Spółki zarekomendował wypłatę 5,6 mln zł dywidendy z zysków za rok 2024, co stanowi 1,25 zł na 1 akcję. **Poziom dywidendy jest 3% wyższy od naszych oczekiwań (1,21 zł na 1 akcję).**

Opublikowane wyniki finansowe za IV kw. 2024 r. były zbliżone do naszych oczekiwań, dlatego oceniamy je neutralnie.

Prognoza wyników za I kw. 2025 r.

Cloud Technologies opublikuje wyniki za I kw. 2025 r. w dn. 26 maja.

W raportach bieżących Spółka poinformowała, że szacunkowe dynamiki sprzedaży (r/r) do kluczowych klientów, w walucie USD, wyniosły 2%/ 8% za miesiące styczeń/ luty. Uwzględniając zmiany (r/r) kursu USD wobec PLN, dynamiki za

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

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 2024P		Wyniki wobec prognoz (DM BOŚ)	III kw. 2024	IV kw. 2024	zmiana k/k	zmiana r/r
	IV kw. 2024	(DM BOŚ)					
Przychody, w tym:	12,4	12,0	→	11,6	12,9	6%	-4%
Sprzedaż danych	12,1	12,0	→	11,6	12,2	4%	-1%
Pozostała działalność	0,3	0,0	↑↑	0,0	0,6	b.z.	-58%
Koszty operacyjne, w tym:	9,7	9,3	→	9,6	9,0	1%	8%
Koszty mediów i danych	1,3	1,3	→	1,7	1,4	-27%	-9%
Pozostałe koszty	8,4	8,0	→	7,8	7,6	7%	11%
EBITDA	6,9	6,6	→	6,1	7,4	12%	-7%
Skor. EBITDA	7,3	7,1	→	6,6	8,0	11%	-8%
EBIT	3,4	3,2	→	2,7	4,4	26%	-22%
Skor. EBIT	3,9	3,7	→	3,2	5,0	22%	-22%
Zysk netto	5,0	2,9	↑↑	1,9	1,7	159%	184%
Skor. zysk netto	5,4	3,4	↑↑	2,4	2,3	128%	132%

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

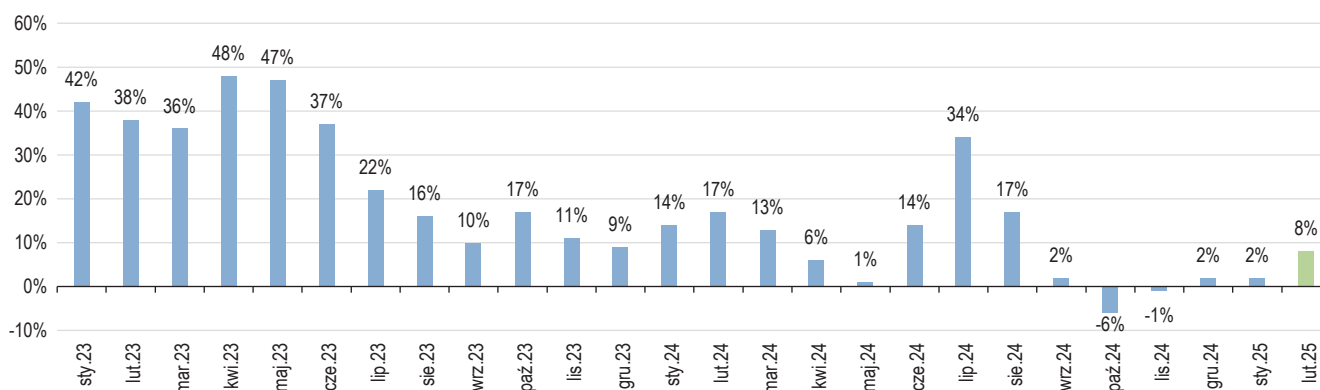
Źródło: Spółka, DM BOŚ

Tabela 2. Cloud Technologies; Prognoza wyników za I kw. 2025

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 2025P (DM BOŚ)	IV kw. 2024	I kw. 2024	zmiana k/k	zmiana r/r
Przychody, w tym:	11,4	12,4	11,0	-8%	4%
Sprzedaż danych	11,3	12,1	10,7	-7%	5%
Pozostała działalność	0,2	0,3	0,3	-45%	-40%
Koszty operacyjne, w tym:	9,3	9,7	8,7	-4%	6%
Koszty mediów i danych	1,2	1,3	1,1	-3%	11%
Pozostałe koszty	8,1	8,4	7,6	-4%	6%
EBITDA	6,0	6,9	6,3	-13%	-5%
Skor. EBITDA	6,4	7,3	6,7	-12%	-4%
EBIT	2,5	3,4	2,8	-25%	-10%
Skor. EBIT	3,0	3,9	3,3	-22%	-8%
Zysk netto	2,3	5,0	2,5	-53%	-9%
Skor. zysk netto	2,8	5,4	3,0	-49%	-6%

Skorygowane liczby wyłaczają wpływ kosztów akcyjnego programu motywacyjnego

Źródło: Spółka, DM BOŚ

Wykres 1. Cloud Technologies; Miesięczna dynamika sprzedaży do kluczowych klientów


Źródło: Spółka

styczeń/ luty wyrażone w walucie PLN szacujemy na 4%/8%. Jednocześnie zakładamy wzrost przychodów do kluczowych klientów w walucie USD o około 6% w marcu, co implikuje dynamikę wyrażoną w PLN na poziomie 4% r/r (po uwzględnieniu osłabienia USD/PLN). W efekcie, w I kw. 2025 prognozujemy wzrost przychodów segmentu Sprzedaży danych o 5% r/r (średnia dynamik miesięcznych). Podsumowując, w I kw. 2025 oczekujemy wzrostu całkowitych przychodów Spółki o 4% r/r. Jednocześnie spodziewamy się nieznacznego spadku oczyszczonego EBITDA i zysku netto o, odpowiednio, 4% i 6% r/r.

Przejęcie Data Desk

W dn. 25 kwietnia 2025 r. Spółka poinformowała, że nabyła 100% udziałów w kanadyjskiej spółce Data Desk za kwotę 4,0 mln CAD (10,8 mln zł). Cena nabycia jest uzależniona od osiągnięcia przez Data Desk, w latach 2025 – 2026, wskaźnika EBITDA

w łącznej wysokości 0,8 mln CAD. Część ceny nabycia (1,7 mln CAD) zostanie zapłacone z góry po w wejściu umowy w życie.

Data Desk to kanadyjska firma technologiczna z branży marketingu internetowego, działająca na rynkach Ameryki Północnej i Południowej oraz współpracująca z globalnymi odbiorcami danych. Transakcja ma na celu rozbudowę międzynarodowej sieci dystrybucji danych. Cloud Technologies będzie dostarczać własne dane do Data Desk, dzięki czemu przejmowana spółka będzie mogła osiągnąć szybszy wzrost przychodów.

Wg prezesa Piotra Prasjnera (Cloud Technologies) Data Desk posiada wartościowe kontrakty z klientami oraz dostawcami danych, dzięki którym Cloud Technologies umocni swoją pozycję na rynku północnoamerykańskim. Pozwoli też obu spółkom relatywnie szybko zwiększyć przychody ze sprzedaży danych.

Cena nabycia (4 mln CAD) jest uzależniona od osiągnięcia łącznego wyniku EBITDA w latach 2025 – 2026 na poziomie 0,8 mln CAD. Implikuje to średnioroczny wskaźnik EV/EBITDA spółki przejmowanej na poziomie 10x. W przypadku Cloud Technologies analogiczny wskaźnik EV/ EBITDA na lata 2025 – 2026 (na podstawie naszych prognoz) wynosi około 6,9x. Implikuje to, że spółka Data Desk jest przejmowana z około 45% premią wobec aktualnej wyceny Cloud Technologies, co może niekorzystnie wpływać na wycenę całej grupy. Niemniej, należy wziąć też pod uwagę fakt, że Cloud Technologies zasili w tym okresie Data Desk własnymi danymi, co może wpłynąć na poprawę wyniku samej Cloud Technologies i nieco poprawić parametry transakcji.

Uwzględniając wszystkie powyższe kwestie zakładamy, że przejęcie Data Desk wpłynie na poprawę przychodów całej Grupy Cloud Technologies o 1,9 mln zł/ 4,5 mln zł w 2025/ 2026. Oczekujemy też 0,5 mln zł/ 1,6 mln zł dodatkowego zysku EBITDA w tym okresie. Po uwzględnieniu płatności za spółkę, przejęcie Data Desk ma neutralny wpływ na naszą wycenę Cloud

Technologies. Widzimy natomiast potencjalne pozytywne efekty, jeśli połączonym podmiotom uda się wygenerować dodatkowe synergije sprzedażowe.

Prognozy finansowe

Nasze prognozy przychodów nie ulegają znacznym zmianom, gdyż negatywny efekt słabnącego dolara jest bilansowany konsolidacją nowoprzejętej spółki Data Desk. Niemniej, niższa rentowność Data Desk prowadzi do spadku naszych prognoz EBITDA o 4%-5% w latach 2025-2027. Gotówka netto spada ze względu na wypływ gotówki związany z akwizycją.

Wycena i rekomendacje

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa Cloud Technologies spada o 11%, do 62 zł na akcję (poprzednio 70 zł na akcję) z powodu nieco niższych prognoz finansowych oraz spadku wycen spółek porównywalnych. Niemniej, biorąc pod uwagę ponad 20% potencjał wzrostowy oraz odbicie dynamiki przychodów w lutym, podwyższamy nasze rekomendacje do Kupuj/ Przeważaj z Trzymaj/ Neutralnie.

Tabela 3. Cloud Technologies; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	52,2	53,7	-3%	60,4	60,7	0%	65,9	66,9	-1%
EBITDA	27,8	29,2	-5%	31,6	32,9	-4%	34,2	36,2	-6%
Skor. EBITDA	29,6	31,0	-4%	33,4	34,8	-4%	36,1	38,1	-5%
EBIT	14,2	15,9	-11%	20,5	22,2	-7%	25,7	27,9	-8%
Skor. EBIT	16,0	17,7	-9%	22,4	24,0	-7%	27,5	29,8	-7%
Zysk netto	12,7	14,3	-11%	18,1	19,7	-8%	22,7	24,8	-9%
Skor. zysk netto	14,6	16,1	-9%	20,0	21,5	-7%	24,5	26,6	-8%
Dług netto	-26,7	-39,0	-31%	-34,4	-55,0	-37%	-51,3	-73,0	-30%

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

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ

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

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Kraj	Marża EBITDA	Wartość przedsiębiorstwa/ Sprzedaż			Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			Cena/Zysk		
			2023	2024E	2025E	2026P	2024E	2025E	2026P	2024E	2025E	2026P
TRADE DESK	41 410	USA	42%	8,6	7,0	5,7	22,4	17,3	13,9	34,2	27,4	21,6
PUBMATIC	1 161	USA	31%	1,2	1,0	1,0	4,4	3,3	3,1	44,7	22,6	14,2
MAGNITE	1 287	USA	33%	3,5	3,2	b.d.	10,5	9,4	b.d.	14,0	11,1	20,5
LIVERAMP	2 160	USA	16%	2,9	2,8	2,6	15,7	12,8	10,8	15,2	14,3	11,8
DOUBLEVERIFY	5 191	USA	33%	2,5	2,1	1,8	7,9	6,4	5,2	27,9	21,8	20,1
OUTBRAIN	205	USA	4%	0,5	0,4	0,6	4,2	2,7	3,7	8,5	4,2	4,3
TABoola.COM	1 439	Izrael	11%	0,6	0,5	0,6	5,1	5,0	5,9	8,1	6,0	4,9
VIANT TECHNOLOGY	523	USA	15%	1,9	1,5	1,1	11,7	8,3	6,0	27,2	23,4	15,5
CRITEO	2 039	Francja	33%	1,2	1,0	0,7	3,6	3,0	2,0	7,1	6,6	5,9
INTEGRAL AD SCIENCE	1 546	USA	35%	1,7	1,3	0,9	4,9	3,6	2,5	21,3	15,4	12,3
ZETA GLOBAL	2 815	USA	19%	2,3	1,9	b.d.	11,3	8,5	b.d.	24,4	17,4	10,7
DATADOG	43 625	USA	27%	10,1	8,2	6,6	42,8	32,7	25,9	55,9	42,9	33,4
AFFLE INDIA	1 858	Indie	20%	9,4	7,7	6,2	44,8	35,2	27,8	59,9	47,9	38,0
APPLOVIN	24 310	USA	57%	17,1	13,8	11,2	25,7	19,4	15,1	42,0	28,9	21,6
MEDIAALPHA	1 242	USA	11%	0,6	0,5	0,4	5,6	4,2	3,2	15,3	12,6	11,2
UNITY SOFTWARE	9 313	USA	21%	5,6	5,2	4,1	27,3	22,3	17,0	46,9	29,9	17,2
Mediana			24%	2,4	2,0	1,4	10,9	8,4	5,9	25,8	19,6	14,9
Maksimum			57%	17,1	13,8	11,2	44,8	35,2	27,8	59,9	47,9	38,0
Minimum			4%	0,5	0,4	0,4	3,6	2,7	2,0	7,1	4,2	4,3
Cloud Technologies			59%	4,1	3,4	2,9	7,2	6,1	5,2	16,4	12,0	9,8
Cloud Technologies – premia (dyskonto) wobec mediany			148%	68%	72%	97%	-34%	-27%	-12%	-36%	-39%	-34%
Implikowana wartość akcji (PLN)				30,7	30,7	29,3	70,1	63,2	53,2	75,1	78,5	72,9
Waga				0%	0%	0%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wszystkich wskaźników (PLN)							68,8					

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Cloud Technologies; model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	>2031E
Sprzedaż	52,2	60,4	65,9	70,7	74,3	77,3	80,3	
zmiana r/r	11%	16%	9%	7%	5%	4%	4%	
Marża EBIT, skor.	30,7%	37,1%	41,8%	43,7%	45,0%	45,9%	46,8%	
EBIT, skor	16,0	22,4	27,5	30,9	33,4	35,5	37,6	
zmiana r/r	16%	40%	23%	12%	8%	6%	6%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	13%	13%	13%	13%	13%	13%	19%	
Skor. EBIT * (1-T)	14,0	19,5	24,0	26,9	29,1	30,9	30,4	
zmiana r/r	-1%	40%	23%	12%	8%	6%	-1%	
Skor. EBITDA	29,6	33,4	36,1	39,1	41,3	43,0	44,8	
zmiana r/r	8%	13%	8%	8%	6%	4%	4%	
Marża EBITDA, skor.	56,8%	55,3%	54,7%	55,3%	55,6%	55,7%	55,8%	
Amortyzacja	13,6	11,0	8,5	8,2	7,9	7,5	7,2	
Skor. EBIT * (1-T) + D	27,5	30,5	32,5	35,0	37,0	38,4	37,7	
zmiana r/r	-1%	11%	6%	8%	5%	4%	-2%	
Wydatki inwestycyjne	-10,8	-12,9	-6,1	-6,7	-6,9	-7,0	-6,9	
Zmiana kapitału obrotowego	-1,9	-2,6	-1,5	-1,3	-1,0	-0,8	-0,8	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	14,9	15,0	24,9	27,0	29,1	30,6	30,0	
Koszt kapitału własnego								
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,5%
Premia za ryzyko rynku akcji	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
Lewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Wymagana stopa zwrotu	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,6%
Koszt długu								
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Efektywna stopa podatkowa	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)								
Waga kapitału akcyjnego	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga długu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału akcyjnego	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,6%
Kosz długu po opodatkowaniu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,6%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,08	1,22	1,37	1,53	1,72	1,93	0,00
Wskaźnik dyskonta	1,00	0,92	0,82	0,73	0,65	0,58	0,52	0,00
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-	13,8	20,5	19,8	19,0	17,8	15,5	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych								106,4
Waga długu w okresie rezydualnym								0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym								100%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz								12,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz								12,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym								12,6%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym								3,0%
Wartość rezydualna								322,1
Wartość bieżąca wartości rezydualnej								166,7
Wartość operacji Spółki								273,1
Gotówka na koniec 2025P								29,8
Dług na koniec 2025P								5,4
Inwestycje długoterminowe (pożyczki dzielone)								2,3
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny								5,6
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy								305,4
Liczba akcji (w milionach)								5,0
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)								61,1

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. Cloud Technologies; Podsumowanie wycen

Wycena DCF (90%)	61,1
Wycena porównawcza (10%)	68,8
Średnia Wazona wycena (zł na akcję)	62,0
Cena bieżąca (zł na akcję)	47,9
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	29%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. Cloud Technologies; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	3,4	34,9	47,1	47,6	57,8	63,2	60,9	58,1	60,0	57,6
Wartości niematerialne	0,6	31,3	36,8	32,8	27,0	32,2	24,6	17,2	12,7	10,1
Wartość firmy	2,5	2,5	2,5	2,5	11,9	11,9	19,1	23,7	29,9	29,9
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,0	0,6	4,7	4,4	3,7	4,1	4,7	5,2
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,0	0,7	3,1	2,6	4,8	2,9	5,0	4,6	4,2	3,8
Aktywa finansowe (w tym pożyczki udzielone)	0,0	0,0	0,0	0,8	3,5	5,0	2,3	2,3	2,3	2,3
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,0	0,3	1,3	2,2	1,7	2,3	3,8	3,8	3,8	3,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,0	3,4	5,5	4,3	2,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	2,5	1,9	1,9	1,9	1,9
Aktywa obrotowe	64,7	41,2	51,4	58,0	64,4	29,9	37,2	47,9	58,0	76,5
Należności handlowe	47,6	32,8	32,6	27,1	18,5	13,4	12,8	15,4	17,8	19,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,0	4,8	17,8	28,5	42,6	10,9	15,4	23,4	31,1	48,0
Aktywa i należności podatkowe	3,0	3,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Udzielone pożyczki	13,1	0,0	0,0	0,0	0,8	3,2	6,4	6,4	6,4	6,4
Rozliczenia międzyokresowe i inne	1,0	0,1	1,0	2,3	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1
Aktywa razem	68,1	76,1	98,5	105,5	122,2	93,1	98,2	106,0	118,0	134,1
Kapitały własne	62,6	58,7	64,6	75,9	91,2	76,7	86,3	93,4	105,6	121,6
Zobowiązania	5,5	17,4	33,9	29,6	31,0	16,4	11,9	12,6	12,4	12,5
Zobowiązania długoterminowe	0,2	8,5	20,1	15,9	15,6	7,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Zobowiązania nieoprocentowane	0,2	8,0	15,8	14,5	11,2	5,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,5	4,3	1,4	4,4	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Zobowiązania krótkoterminowe	5,3	8,9	13,9	13,8	15,4	8,9	7,9	8,6	8,4	8,5
Zobowiązania nieoprocentowane	5,3	8,7	10,5	11,8	13,8	7,4	5,5	6,2	6,0	6,1
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,2	3,3	1,9	1,6	1,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Pasywa razem	68,1	76,1	98,5	105,5	122,2	93,1	98,2	106,0	118,0	134,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Cloud Technologies; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody całkowite	43,7	42,7	50,1	55,1	50,4	54,7	47,0	52,2	60,4	65,9
Sprzedaż danych	0,0	0,0	0,0	25,1	38,5	44,6	46,4	51,6	59,8	65,3
Pozostała działalność	0,0	0,0	0,0	30,0	11,9	10,2	0,6	0,7	0,7	0,7
Koszty operacyjne razem	42,2	46,3	52,2	50,7	39,4	43,7	37,3	39,6	40,7	40,3
Amortyzacja projektów z dotacją	0,5	0,4	3,2	4,1	4,1	3,7	4,3	4,4	2,2	0,0
Amortyzacja pozostałych projektów	0,0	2,8	3,3	4,3	4,8	8,4	9,3	9,2	8,9	8,5
Zużycie materiałów i energii	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
Koszt programu motywacyjnego	0,0	0,0	1,6	0,0	1,3	2,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Usługi obce	39,6	41,0	42,2	39,5	25,4	25,3	18,7	19,3	21,4	23,0
Koszty mediów i danych	0,0	0,0	0,0	0,0	13,7	12,9	5,5	5,6	6,3	6,8
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	11,7	12,6	13,2	13,7	15,1	16,2
Podatki i opłaty	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynagrodzenie i świadczenia pracownicze	1,2	1,4	1,4	2,0	2,6	2,8	2,3	4,0	5,5	5,9
Pozostałe	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6
Zysk na sprzedaży	1,5	-3,6	-2,1	4,4	11,0	11,0	9,7	12,6	19,7	25,7
Pozostałe przychody operacyjne (w tym dotacje)	0,2	0,4	2,5	5,2	2,6	2,4	2,4	1,6	0,8	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-1,6	-1,2	-0,9	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,1	-4,3	-0,4	9,4	13,2	13,2	12,1	14,2	20,5	25,7
Przychody finansowe	1,6	0,1	0,7	0,4	2,9	0,7	1,6	0,4	0,3	0,4
Koszty finansowe	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-3,8	-0,8	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	1,6	-4,9	0,1	9,5	15,8	10,1	12,9	14,6	20,8	26,1
Podatek dochodowy	-0,7	0,2	0,5	-0,4	-3,0	-1,3	0,2	-1,9	-2,7	-3,4
Zysk netto	0,9	-4,7	0,6	9,1	12,8	8,8	13,1	12,7	18,1	22,7
EBITDA	0,6	-1,1	6,0	17,8	22,1	25,3	25,7	27,8	31,6	34,2
Skor. EBITDA	0,6	-1,1	6,0	17,8	23,3	27,6	27,5	29,6	33,4	36,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Cloud Technologies; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk przed opodatkowaniem	1,6	-4,9	0,1	9,5	15,8	10,1	12,9	12,7	18,1	22,7
Amortyzacja	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,7	13,6	11,0	8,5
Zmiany w kapitale obrotowym	0,5	22,2	-9,1	3,1	10,8	-3,3	1,0	-1,9	-2,6	-1,5
Zmiana należności	1,4	17,6	0,7	5,5	10,1	1,4	0,5	-2,6	-2,4	-1,6
Zmiana zobowiązań	-0,8	1,8	-1,2	1,0	-0,3	-3,1	1,3	0,7	-0,2	0,1
Zmiana rozliczeń międzyokresowych	0,0	2,8	-8,6	-3,4	1,0	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
Inne	-5,3	-2,0	13,4	-4,3	-10,4	-1,2	-5,2	-0,4	-0,3	-0,4
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2,6	18,4	10,9	16,7	25,1	17,7	22,3	24,0	26,3	29,3
Wydatki inwestycyjne	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-10,6	-10,8	-12,9	-6,1
Inne	0,1	6,8	6,1	0,0	-3,3	-2,8	0,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,3	-26,2	-4,5	-2,8	-7,3	-22,7	-10,0	-10,8	-12,9	-6,1
Wpływy netto z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy netto z tytułu zaciągniętych pożyczek i kredytów	0,0	0,0	1,0	-1,2	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Nabycie akcji własnych	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-5,6	-5,6	-5,9	-6,7
Odsetki	0,0	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,8	-2,3	0,4	0,3	0,4
Inne	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,0	-0,5	6,6	-3,2	-3,8	-26,7	-7,9	-5,2	-5,6	-6,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	-3,0	-8,2	13,0	10,7	14,0	-31,6	4,5	8,0	7,7	16,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 10. Cloud Technologies; Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS	0,17	-0,94	0,13	1,82	2,55	1,76	2,63	2,55	3,63	4,54
Sprzedaż (mln zł)	43,7	42,7	50,1	55,1	50,4	54,7	47,0	52,2	60,4	65,9
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)	0,1	-4,3	-0,4	9,4	13,2	13,2	12,1	14,2	20,5	25,7
EBITDA (mln zł)	0,6	-1,1	6,0	17,8	22,1	25,3	25,7	27,8	31,6	34,2
Zysk netto (mln zł)	0,9	-4,7	0,6	9,1	12,8	8,8	13,1	12,7	18,1	22,7
Dług netto (mln zł)	-13,0	-4,1	-10,2	-26,0	-40,8	-15,1	-18,7	-26,7	-34,4	-51,3
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	12,52	11,75	12,91	15,18	18,24	15,34	17,25	18,68	21,12	24,32
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,25	1,25	1,19	1,34
ROE	1,4%	-7,8%	1,0%	13,0%	15,3%	10,5%	16,1%	14,2%	18,2%	20,0%
ROA	1,3%	-6,5%	0,7%	8,9%	11,2%	8,2%	13,7%	12,5%	16,2%	18,0%
Amortyzacja (mln zł)	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,7	13,6	11,0	8,5
FCF (mln zł)	0,7	-11,8	-2,4	17,6	27,3	2,3	18,2	14,9	15,0	24,9
CAPEX (mln zł)	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-10,6	-10,8	-12,9	-6,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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. Szybszy niż zakładany wzrost przychodów segmentu sprzedaży danych
8. Pozytywny wpływ potencjalnych akwizycji
9. 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 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 odroczonych.

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 wymaga tego dany przypadek.

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	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	40	30	6	5	0	5
Procenty	47%	35%	7%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	28	37	11	5	0	5
Procenty	33%	43%	13%	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.

Odpisy 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.

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Cloud Technologies										
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	29.04.2025	-24%	-38%	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 →
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	45,00	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	42,20	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	42,50	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	40,60	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	43,70	70,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	↑	29.04.2025	-	29.04.2025	Nie później niż 29.04.2026	-	-	47,90	62,00 ↓

* 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
Cloud Technologies								
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	29.04.2025	70,60	-43%
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	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	45,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	42,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	42,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	40,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	43,70	-
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	29.04.2025	-	29.04.2025	Nie później niż 29.04.2026	47,90	-

* 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: 29 kwietnia 2024 r., godz. 17:50.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 29 kwietnia 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 to 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

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 Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
media & rozrywka)

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

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