

31/2025/GPW (75) 16 września 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

DataWalk

Podsumowanie inwestycyjne	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Sytuacja finansowa przestała być problemem	3
Niewielka liczba nowych kontraktów	3
Lekki wzrost (r/r) wartości podpisanych kontraktów w III kw. 2025.	4
Wyniki finansowe za II kw. 2025	4
Prognozy finansowe	5
Wycena i rekomendacje	6
Katalizatory	6
Czynniki ryzyka	6
Sprawozdania finansowe	7
Zastrzeżenia prawne	9

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

DataWalk

Podsumowanie inwestycyjne

W wyniku kwietniowej emisji akcji Spółka pozyskała 56,6 mln zł, a na koniec I połowy 2025 r. posiadała 66,3 mln zł gotówki. Biorąc pod uwagę tempo spalania gotówki na poziomie 6,8 mln zł w poprzednim kwartale, posiadana gotówka powinna wystarczyć na niecałe 10 kwartałów działalności operacyjnej, czyli do końca 2027 r. W naszych prognozach zakładamy jednak wzrost przychodów w kolejnych latach (w porównaniu do II kw. 2025 r.), dlatego też prognozujemy, że na koniec 2027 r. spółka nadal będzie posiadać ponad 50 mln zł gotówki.

Poprawa sytuacji finansowej, wynikająca z przeprowadzonej emisji akcji oraz pozyskania dużego kontraktu z Rabobankiem, minimalizuje ryzyko płynnościowe DataWalk. Pozwoli to Spółce na swobodną kontynuację działalności przez kolejne lata, a Zarządowi na pełne skupienie na rozwoju biznesu oraz rozbudowę mocy sprzedażowo-wdrożeniowych. Minimalizacja ryzyka płynności powinna też wspierać wycenę giełdową spółki.

Ze względu na nieco lepsze od naszych prognoz przychody za I poł. 2025 r. zmieniamy nieznacznie prognozę przychodów na najbliższe lata o 12%/-2%/-2% w, odpowiednio, 2025P/ 2026P/ 2027P. W naszym modelu zakładamy obecnie wzrosty przychodów na poziomie 61%/ 35%/ 50% r/r w latach 2025P/ 2026P/ 2027P (wcześniej zakładaliśmy +44%/ +54%/ +50%).

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa DataWalk rośnie o 35% do 108 zł na akcję (poprzednio 80 zł na akcję). Zmiana wyceny spowodowana jest głównie wzrostem wycen spółek porównywalnych o średnio 42% w porównaniu do naszego poprzedniego raportu z kwietnia 2025 r.

31/2025/GPW (75) 16 września 2025

Analitik: Tomasz Rodak, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)

Kurs: 105,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 108,0 zł (↑)

Kapitalizacja: 186 mln USD

Bloomberg: DAT PW

Średni obrót dzienny: 0,4 mln USD

12M przedział kursowy: 35,70-127,40 zł

Free float: 79%

Skorygowane zyski

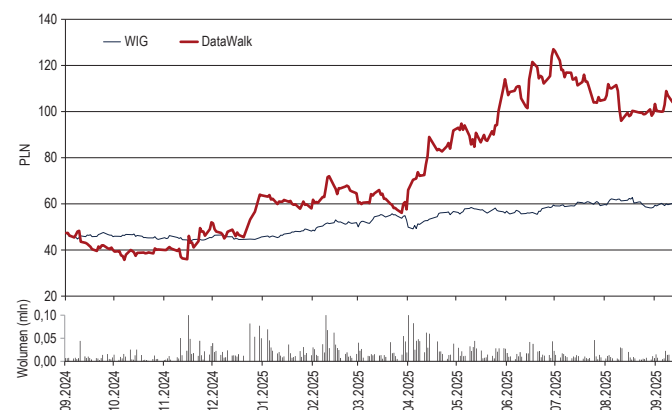
Skorygowany zysk netto, EBIT i EBITDA wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego oraz odpisy.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	mln PLN	24,6	39,8	53,7	80,5
Zmiana r/r przychodów	%	-4	61	35	50
EBITDA	mln PLN	-49,1	-70,6	-4,3	20,8
Skor. EBITDA	mln PLN	-19,9	-14,5	-4,3	20,8
EBIT	mln PLN	-52,7	-74,7	-8,6	16,9
Skor. EBIT	mln PLN	-23,5	-18,5	-8,6	16,9
Zysk netto	mln PLN	-49,0	-65,6	-8,6	16,9
Skor. zysk netto	mln PLN	-23,5	-18,5	-8,6	16,9
Zysk na akcję	PLN	-4,17	-2,90	-1,34	2,65
Dług netto	mln PLN	-16,1	-60,9	-41,8	-47,2
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	23,2	15,3	11,7	7,7
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	5,6	6,4	6,4	6,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja finalnych wyników za I poł. 2025: 28 sierpnia 2025 r.
2. Publikacja wstępnych wyników za I poł. 2025: 12 sierpnia 2025 r.
3. Ujawnienie kontraktu z agencją bezpieczeństwa UE: 5 sierpnia 2025 r.
4. Publikacja finalnych wyników za I kw. 2025: 29 maja 2025 r.

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za III kwartał 2025: 13 listopada 2025 r.

W ostatnich miesiącach, mieliśmy do czynienia z dynamicznym wzrostem kursu akcji DataWalk, który osiągnął poziomy zbliżony do naszej wyceny. Dlatego też obniżamy rekomendację

dla Spółki do Trzymaj i Neutralnie (z Kupuj i Przeważaj). Po ustabilizowaniu sytuacji finansowej, najważniejszym celem Spółki pozostaje przyspieszenie tempa pozyskiwania kontraktów w nowym modelu subskrypcyjnym – w ramach nowego, podwyższonego cennika.

Sytuacja finansowa przestała być problemem

W połowie kwietnia br. Spółka przeprowadziła emisję 750,000 akcji zwykłych na okaziciela serii S (13,3% dotychczasowego kapitału) po cenie emisyjnej wynoszącej 77,76 zł za jedną akcję. W komentarzu prasowym, prezes Paweł Wieczyński poinformował, że „to pierwsza sytuacja, w której propozycja inwestycji pojawiła się z inicjatywy inwestorów zagranicznych, spośród których wybrano inwestora wiodącego z Francji, który finalnie zaproponował objęcie akcji z premią względem kursu”. W akcjonariacie ujawnił się francuski fundusz RAISE SAS, który objął 9,8% nowych akcji DataWalk. Warto też wspomnieć, że cena emisyjna (77,76 zł) oraz wycena post-money (496,3 mln zł) były wyższe od ceny emisyjnej i wyceny post-money z ostatniej rundy finansowania, przeprowadzonej w maju 2024 (odpowiednio 55,0 zł i 318,5 mln zł) (Tabela 1).

W drodze emisji Spółka pozyskała 56,6 mln zł, a na koniec I połowy 2025 r. posiadała 66,3 mln zł gotówki. Biorąc pod uwagę tempo spalania gotówki na poziomie 6,8 mln zł kwartalnie (obliczone na podstawie skoryg. EBITDA oraz CAPEXu z II kw. 2025 r.) posiadana gotówka powinna wystarczyć na

niecałe 10 kwartałów działalności operacyjnej, czyli do końca 2027 r. Szacunek ten może się zmieniać w zależności od tempa dynamiki przychodów i kosztów w przyszłości. W naszych prognozach zakładamy jednak wyższe przychody w kolejnych latach (w porównaniu do II kw. 2025 r., na podstawie którego kalkulowane było tempo spalania gotówki), dlatego też prognozujemy, że na koniec 2027 r. spółka nadal będzie posiadać około 50 mln zł gotówki.

Poprawa sytuacji finansowej, wynikająca z przeprowadzonej emisji akcji oraz pozyskania dużego kontraktu z Rabobankiem, minimalizuje ryzyko płynnościowe DataWalk. Pozwoli to Spółce na swobodną kontynuację działalności przez kolejne lata, a Zarządowi na pełne skupienie na rozwoju biznesu oraz rozbudowę mocy sprzedażowo-wdrożeniowych. Minimalizacja ryzyka płynności powinna też wspierać wycenę giełdową spółki.

Niewielka liczba nowych kontraktów

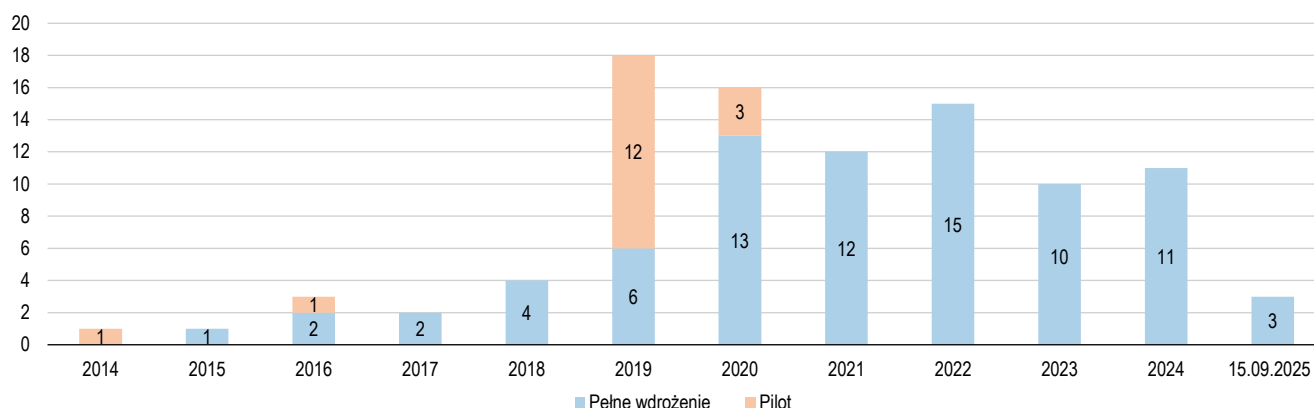
Od wydania naszego ostatniego raportu w kwietniu 2025 roku Spółka ujawniła podpisanie tylko jednego kontraktu (w sierpniu) – z federalną agencją bezpieczeństwa kraju UE. Umowa dotyczy dalszej rozbudowy projektu pilotażowego rozpoczętego w 2024 roku. Dla porównania, w III kw. 2024 r. DataWalk ujawniła również tylko jedną umowę – przedłużenie kontraktu z Komendą Główną Policji. Narastająco, Spółka ujawniła tylko 3 nowe kontrakty w 2025 r. w porównaniu do pięciu kontraktów w analogicznym okresie ubiegłego roku. Skromną

Tabela 1. DataWalk; Rundy finansowania

Termin	Wartość (mln PLN)	Seria akcji	Cena emisyjna (PLN)	Wycena post-money (mln PLN)	Wiodący inwestorzy
paź.11	nieujawniona	A, B	nieujawniona	nieujawniona	Krystian Piećko, Paweł Wieczyński i Sergiusz Borysławski
maj.12	0,3	C	2	2,8	nieujawnieni inwestorzy
wrz.12	0,4	D	5,5	8,1	nieujawnieni inwestorzy
kwi.13	1,5	E	10	16,2	nieujawnieni inwestorzy
lut.14	2	F	12	21,4	nieujawnieni inwestorzy
lis.14	3,1	G	14	28,1	nieujawnieni inwestorzy
kwi.15	6	I	29	73,5	nieujawnieni inwestorzy
sie.15	21,2	J	45	135,2	TFI Investors
lis.17	12,1	L	34	125,1	TFI Investors i TFI Aviva
lut.19	10,1	M	22	91	nieujawnieni inwestorzy
paź.19	15	N	46	205,4	nieujawnieni inwestorzy
wrz.20	65,2	O	154,8	756,4	NN PTE
sie.22	42,5	P	155	799,8	nieujawnieni inwestorzy
maj.24	27,5	R	55	318,5	nieujawnieni inwestorzy
kwi.25	58,3	S	77,76	496,3	RAISE SAS

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ

Wykres 1. Liczba podpisanych znaczących kontraktów w poszczególnych latach



Źródło: Spółka, DM BOŚ

liczbę podpisywanych kontraktów można częściowo tłumaczyć zmianą cennika w kierunku większych kontraktów i licencji czasowych. Tego typu umowy wymagają zwykle dłuższych negocjacji. Niemniej, tempo pozyskiwania nowych kontraktów pozostaje głównym obszarem wymagającym poprawy w działalności Spółki (Wykres 1).

Lekki wzrost (r/r) wartości podpisanych kontraktów w III kw. 2025

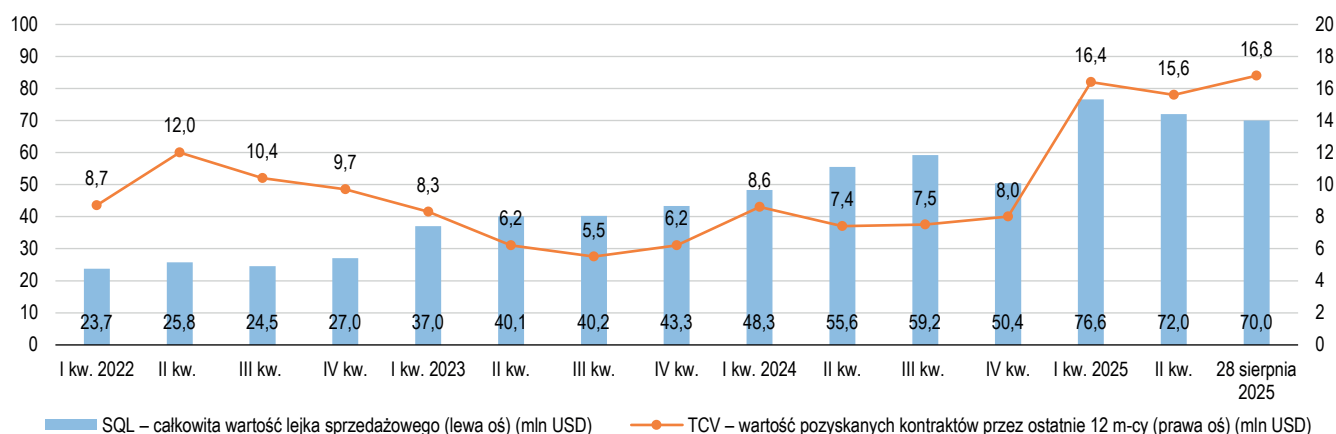
Spółka zaprezentowała również wykres wartości lejka sprzedażowego (SQL) oraz wartość pozyskanych kontraktów przez ostatnie 12 miesięcy (TCV) na dzień raportu. Wzrost wartości pozyskanych kontraktów TCV (o 1,2 mln USD) wobec końca II kw. 2025 oznacza, że w okresie 1 lipca – 28 sierpnia 2025 r. spółka pozyskała kontrakty o wyższej wartości niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Za przyrost o wartości

1,2 mln USD może, w dużej części, odpowiadać kontrakt z federalną agencją bezpieczeństwa kraju UE ogłoszony w sierpniu 2025 r. Jeśli do końca kwartału nie zostaną ujawnione inne kontrakty, to wstępnie, spodziewamy się wzrostu przychodów w III kw. 2025 r. o 20-40% r/r.

Wyniki finansowe za II kw. 2025

W dn. 27 sierpnia 2025 spółka DataWalk opublikowała finalne wyniki finansowe za I poł. 2025. Wyniki za II kw. 2025 okazały się zgodne z wcześniej opublikowanymi danymi wstępnymi. Implikowane przychody Spółki za II kw. 2025 wyniosły 10,3 mln zł (wzrost o 130% r/r) i okazały się zbliżone do naszych oczekiwań. Z kolei, oczyszczona strata EBITDA za II kw. 2025 r. wyniosła -5,3 mln zł (wobec -1,7 mln zł oczek.). Spółka zaraportowała również 33% wyższe od naszych oczekiwań oczyszczone koszty operacyjne

Wykres 2. Wartość lejka sprzedażowego (SQL) oraz wartość pozyskanych kontraktów przez ostatnie 12 miesięcy (TCV)



Źródło: Spółka, DM BOŚ

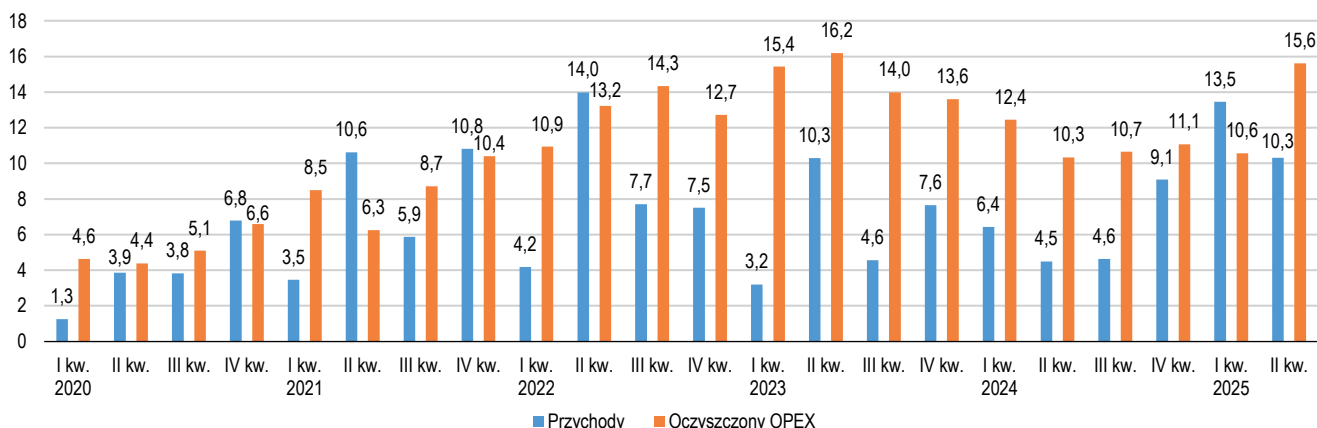
Tabela 2. DataWalk; Finalne wyniki za II kw. 2025 w porównaniu do prognoz DM BOŚ

(mln PLN)	II kw. 2025 (finalne)	II kw. 2025 (wstępne)	II kw. 2025 (prognoza DM BOŚ) (niepublikowana)	Wyniki vs prognozy	II kw. 2024	I kw. 2025	zmiana r/r	zmiana k/k
Przychody	10,3	10,3	10,0	→	4,5	13,5	130%	-23%
Skor. OPEX	-15,6	-15,4	-11,7	↑↑	-11,2	-10,6	39%	48%
EBITDA	-59,3	-59,3	-1,7	↓↓	-19,7	0,7	b.z.	b.z.
Skor. EBITDA	-5,3	-5,0	-1,7	↓↓	-6,7	2,9	-21%	b.z.

Skorygowana EBITDA wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego oraz odpisy.

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ

Wykres 3. DataWalk; Kwartalne przychody i OPEX (mln PLN)



Oczyszczone koszty operacyjne wyłącza koszt programu motywacyjnego oraz odpisy na pracach rozwojowych (pozostałe koszty operacyjne)

Źródło: Spółka, DM BOŚ

(skor. OPEX). Już w komentarzu do wyników za I kw. 2025 r. Zarząd deklarował wzrost bazy kosztowej o 20%-25%, jednak zakładaliśmy, że stanie się to nie wcześniej niż w III kw. 2025 r.

W raporcie półrocznym Spółka zmieniła też sposób prezentacji rachunku wyników z wariantu porównawczego na wariant kalkulacyjny. Jednocześnie Spółka pokazała przychody w rozbiu na (i) sprzedaż licencji, (ii) usługi asysty technicznej oraz (iii) usługi profesjonalne. W I poł 2025 r. przychody z usługi asysty technicznej (powtarzalne) wyniosły 6,3 mln zł (+29% r/r) i stanowiły 26% przychodów całkowitych. W samym II kw. 2025 było to odpowiednio 3,3 mln zł (+28% r/r) i 32%.

Prognozy finansowe

Ze względu na nieco lepsze od naszych prognoz przychody za I poł. 2025 r. zmieniamy nieznacznie prognozę przychodów na najbliższe lata o 12%/ -2%/ -2% w, odpowiednio, 2025P/ 2026P/ 2027P. W naszym modelu zakładamy obecnie wzrosty przychodów na poziomie 61%/ 35%/ 50% r/r w latach 2025P/ 2026P/ 2027P (wcześniej zakładaliśmy +44%/ +54%/ +50%). Warto zauważyć, że celem Zarządu spółki jest osiągnięcie wyższych od naszych prognoz dynamik przychodów – na poziomie około 70% r/r. Nasze prognozy przychodów implikują rozpoznanie, rocznie, około 2-3 kontraktów, o skali umowy z Rabobankiem. Jednocześnie podwyższamy prognozę kosztów operacyjnych spółki o około 30% (Zarząd deklarował wzrost bazy kosztowej o 20%-25%).

Tabela 3. DataWalk; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	39,8	35,5	12%	53,7	54,7	-2%	80,5	82,0	-2%
EBITDA	-70,6	-6,1	b.z.	-4,3	11,0	b.z.	20,8	36,6	-43%
Skor. EBITDA	-14,5	-6,1	b.z.	-4,3	11,0	b.z.	20,8	36,6	-43%
EBIT	-74,7	-9,7	b.z.	-8,6	7,2	b.z.	16,9	32,7	-48%
Zysk netto	-65,6	-9,7	b.z.	-8,6	7,2	b.z.	16,9	32,7	-48%
Dług netto	-60,9	-2,6	b.z.	-41,8	-0,7	b.z.	-47,2	-21,8	117%

Skorygowana EBITDA wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego oraz odpisy na prace rozwojowe

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Wycena i rekomendacje

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa DataWalk rośnie o 35% do 108 zł na akcję (poprzednio 80 zł na akcję). Zmiana wyceny spowodowana jest głównie wzrostem wycen spółek porównywalnych o średnio 42% w porównaniu do naszego poprzedniego raportu z kwietnia 2025 r.

W ostatnich miesiącach, mieliśmy do czynienia z dynamicznym wzrostem kursu akcji DataWalk, który osiągnął poziom zbliżony do naszej wyceny. Dlatego też obniżamy rekomendacje dla Spółki do Trzymaj i Neutralnie (z Kupuj i Przeważaj). Po ustabilizowaniu sytuacji finansowej, najważniejszym celem Spółki pozostaje przyspieszenie tempa pozyskiwania kontraktów w nowym modelu subskrypcyjnym – w ramach nowego, podwyższonego cennika.

Tabela 4. DataWalk; Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Dynamika sprzedaży (%)				Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
		2024P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
PALANTIR TECHNOLOGIES INC-A	406 169	27%	48%	36%	35%	95,7	69,9	51,2
DYNATRACE INC	14 656	24%	18%	17%	15%	8,1	6,6	5,5
ELASTIC NV	9 385	18%	17%	14%	13%	7,2	6,5	5,9
DATADOG INC - CLASS A	48 354	26%	25%	20%	21%	13,6	11,1	8,9
OKTA INC	16 034	22%	16%	11%	9%	5,5	4,7	4,0
CROWDSTRIKE HOLDINGS INC - A	111 617	37%	29%	22%	22%	27,5	22,3	18,0
MONGODB INC	27 171	32%	19%	20%	17%	13,0	10,5	8,9
ZSCALER INC	45 220	35%	24%	23%	20%	16,1	12,9	10,5
DOCUSIGN INC	16 404	10%	8%	8%	7%	5,3	4,8	4,2
CLOUDFLARE INC - CLASS A	78 760	29%	27%	27%	28%	37,6	29,7	23,3
SERVICENOW INC	197 063	23%	20%	11%	10%	14,4	11,9	9,7
SNOWFLAKE INC	76 498	36%	29%	4%	-3%	20,5	16,1	12,9
Mediana		26%	22%	18%	16%	14,0	11,5	9,3
Minimum		10%	8%	4%	-3%	5,3	4,7	4,0
Maksimum		37%	48%	36%	35%	95,7	69,9	51,2
DataWalk		-4%	61%	35%	50%	15,3	11,7	7,7
DataWalk – premia (dyskonto) wobec mediany spółek porównywalnych		-117%	183%	91%	222%	9%	2%	-17%
Implikowana wartość akcji dla mediany wskaźników (zł)						96,9	103,1	124,9
Średnia implikowana wartość akcji (zł)						108,0		
Cena bieżąca (zł)							104,4	
Premia (dyskonto)							-4%	

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ

Katalizatory

1. Skuteczna zmiana cennika w kierunku wyższej wartości kontraktu
2. Dynamiczny rozwój segmentu analizy sieci powiązań
3. Wzrost popytu na oprogramowanie służące do celów wywiadowczych
4. Napięcia geopolityczne powinny wspierać rozwiązania europejskie
5. Wzrost wartości lejka sprzedażowego
6. Potencjalna poprawa sentymentu do spółek wzrostowych
7. Mocny kurs USD w porównaniu do PLN

Czynniki ryzyka

1. Problemy operacyjne związane ze skalowaniem przychodów w ostatnich latach
2. Wolniejszy niż oczekiwany wzrost przychodów w ostatnich latach
3. Szybsze niż oczekiwane spalanie gotówki bez spodziewanego wzrostu przychodów
4. Ryzyko braku dostępu do finansowania i płynności
5. Spodziewany długi okres do czasu osiągnięcia rentowności
6. Długi cykl sprzedażowy
7. Wczesny etap rozwoju spółki
8. Słaby kurs USD w porównaniu do PLN

Sprawozdania finansowe

Tabela 5. DataWalk; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1,7	2,9	4,1	6,6	11,3	23,8	37,5	26,3	29,8	32,8	35,8	38,9
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy	0,4	0,4	0,0	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa niematerialne	1,5	2,6	3,8	5,5	9,4	15,5	19,5	19,1	19,0	22,0	25,0	28,0
Aktywa z tytułu prawa użytkowania	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	0,7	1,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Należności długoterminowe	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,8	16,3	6,2	9,7	9,7	9,7	9,7
Aktywa obrotowe	15,5	17,8	5,2	17,3	79,9	65,2	73,1	25,9	28,7	76,2	61,5	75,5
Zapasy	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług i inne	2,1	2,0	2,5	3,9	5,4	9,9	11,1	11,4	10,1	12,8	17,3	25,9
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	10,7	5,1	2,2	9,1	73,8	51,7	57,6	12,2	16,5	61,3	42,2	47,6
Aktywa finansowe	2,6	10,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,1	0,5	0,2	0,7	3,6	4,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
Aktywa razem	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	110,6	52,3	58,5	109,0	97,4	114,4
Kapitały własne	16,2	18,9	8,0	21,0	79,8	78,5	29,4	12,4	-5,6	-14,5	-23,1	-6,2
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,2	2,0	0,7	69,7	30,2	51,5	106,5	106,5	106,5
Zobowiązania krótkoterminowe	1,0	1,7	1,3	2,7	9,5	9,9	11,4	9,7	12,5	17,1	14,0	14,1
Kredyty i inne zobowiązania finansowe	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,6	1,2	0,6	0,8	1,5	2,1	4,6	2,8	2,3	6,8	3,7	3,8
Inne zobowiązania	0,4	0,5	0,7	1,1	2,8	2,8	2,6	2,1	2,6	2,6	2,6	2,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,4	4,6	4,3	3,7	4,1	7,2	7,2	7,2	7,2
Pasywa razem	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	110,6	52,3	58,5	109,0	97,4	114,4

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 6. DataWalk; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	30,8	33,4	25,8	24,6	39,8	53,7	80,5
Koszty operacyjne razem:	9,3	10,8	12,8	14,6	22,3	37,4	157,4	37,8	72,7	113,2	62,2	63,6
Amortyzacja	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	4,6	3,7	4,0	4,2	3,9
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Usługi obce	5,8	6,1	6,3	6,4	8,7	14,6	26,9	30,1	26,3	31,7	34,2	35,2
Świadczenia pracownicze	2,7	3,8	4,9	6,6	11,2	18,9	124,5	27,7	16,9	20,2	21,5	22,1
Inne koszty operacyjne	0,4	0,6	1,3	0,8	0,9	1,2	2,3	2,2	1,4	2,1	2,2	2,2
Wynik brutto ze sprzedaży	-7,5	-9,1	-11,1	-11,1	-6,5	-6,6	-124,1	-12,1	-48,0	-73,4	-8,6	16,9
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,3	2,5	0,4	1,1	0,4	0,8	0,4	0,2	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,4	0,1	3,1	2,5	0,1	0,2	5,8	8,9	5,0	1,5	0,0	0,0
EBITDA	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-3,1	-126,4	-15,6	-49,1	-70,6	-4,3	20,8
EBIT	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-129,5	-20,2	-52,7	-74,7	-8,6	16,9
Przychody finansowe	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	1,3	1,2	0,3	0,2	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	1,0	0,0	0,0
Wynik przed opodatkowaniem	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-5,2	-128,2	-19,1	-52,6	-75,5	-8,6	16,9
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	-11,5	9,0	-3,7	-9,9	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-28,1	-49,0	-65,6	-8,6	16,9

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 7. DataWalk; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-8,2	-9,0	-11,7	-10,9	-0,4	-13,3	-20,1	-34,0	-16,9	-3,9	-11,9	12,3
Zysk (strata) netto	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-28,1	-49,0	-65,6	-8,6	16,9
Amortyzacja	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	4,6	3,7	4,0	4,2	3,9
Zmiany w kapitale obrotowym	-0,4	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-3,5	0,2	-1,9	1,0	1,8	-7,5	-8,6
Inne	-0,5	0,0	2,4	-0,1	4,7	-10,7	93,3	-8,5	27,4	55,8	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-3,6	-8,3	8,9	-7,3	-0,8	-33,2	-41,5	-18,7	-17,9	-7,0	-7,2	-6,9
Wydatki inwestycyjne	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-8,2	-11,4	-10,7	-5,9	-7,0	-7,2	-6,9
Inne	-2,5	-7,2	10,2	-3,9	4,1	-25,0	-30,1	-8,0	-12,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0,1	11,8	0,0	25,0	65,9	-0,7	37,4	-0,8	26,7	55,8	0,0	0,0
Wpływy netto z emisji akcji	0,0	11,9	0,0	25,1	65,2	0,0	38,1	0,0	27,4	56,6	0,0	0,0
Wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-11,8	-5,5	-2,9	6,9	64,7	-47,2	-24,2	-53,5	-8,0	44,8	-19,1	5,4

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 8. DataWalk; Wskaźniki

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-28,1	-49,0	-65,6	-8,6	16,9
Sprzedaż (mln zł)	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	30,8	33,4	25,8	24,6	39,8	53,7	80,5
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	-432%	-532%	-639%	-317%	-42%	-21%	-372%	-47%	-195%	-185%	-16%	21%
EBIT (mln zł)	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-129,5	-20,2	-52,7	-74,7	-8,6	16,9
EBITDA (mln zł)	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-3,1	-126,4	-15,6	-49,1	-70,6	-4,3	20,8
Zysk Netto (mln zł)	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-28,1	-49,0	-65,6	-8,6	16,9
Dług netto (mln zł)	-13,3	-15,1	-2,2	-12,7	-73,2	-51,0	-57,1	-11,7	-16,1	-60,9	-41,8	-47,2
Wartość księgowa na 1 akcję	4,4	5,1	2,2	5,1	17,6	16,1	5,7	2,4	-1,0	-2,3	-3,6	-1,0
Dywidenda na 1 akcję	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ROE	-46%	-49%	-172%	-53%	-8%	-2%	-397%	-227%	881%	451%	37%	-275%
ROA	-44%	-45%	-147%	-46%	-7%	-2%	-106%	-54%	-84%	-60%	-9%	15%
Amortyzacja (mln zł)	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	4,6	3,7	4,0	4,2	3,9
FCF (mln zł)	-9,2	-10,2	-13,0	-14,2	-5,3	-21,5	-31,5	-44,7	-22,7	-11,0	-19,1	5,4
CAPEX (mln zł)	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-8,2	-11,4	-10,7	-5,9	-7,0	-7,2	-6,9

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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	38	34	5	4	0	5
Procenty	44%	40%	6%	5%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	26	38	13	4	0	5
Procenty	30%	44%	15%	5%	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
DataWalk										
Tomasz Rodak	Kupuj	—	05.09.2021	-	06.09.2021	16.08.2022	-16%	6%	203,00	280,00 —
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	234,50	280,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	246,00	280,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	211,00	259,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	206,50	259,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	184,00	259,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	158,00	259,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	184,20	259,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	144,00	259,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	06.06.2022	07.06.2022	-	-	-	141,48	201,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	137,08	201,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	→	16.08.2022	-	16.08.2022	20.09.2022	-13%	-1%	170,50	201,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	151,52	201,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	↓	20.09.2022	-	21.09.2022	04.07.2023	-56%	-68%	148,00	158,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	137,02	158,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	111,40	158,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	-	-	108,60	107,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	108,60	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	90,11	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	78,00	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	69,99	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	60,00	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.05.2023	02.05.2023	-	-	-	72,10	73,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	63,40	73,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	↑	04.07.2023	-	05.07.2023	02.11.2023	-23%	-27%	65,30	122,00 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	82,00	122,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	-	66,00	122,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	50,50	122,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	↓	02.11.2023	-	03.11.2023	11.10.2024	-25%	-35%	50,50	53,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	40,25	53,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	08.12.2023	08.12.2023	-	-	-	32,50	53,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	40,00	53,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	36,95	53,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	36,05	53,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	68,40	53,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	23.04.2024	24.04.2024	-	-	-	63,80	69,00 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	65,20	69,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	-	64,90	69,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	-	66,90	69,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	-	47,60	69,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.09.2024	12.09.2024	-	-	-	48,30	54,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	-	41,50	54,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	→	11.10.2024	-	11.10.2024	03.04.2025	52%	34%	37,95	54,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	-	40,00	54,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	46,20	64,00 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	63,70	64,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	59,60	64,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	64,20	64,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	64,50	64,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	↑	03.04.2025	-	04.04.2025	16.09.2025	82%	63%	57,60	80,00 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	73,73	80,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	-	93,00	80,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	-	94,20	80,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	-	115,50	80,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	-	112,84	80,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	-	100,20	80,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	↓	16.09.2025	-	16.09.2025	Nie później niż 16.09.2026	-	-	105,00	108,00 ↑

* 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
DataWalk								
Tomasz Rodak	Przeważaj	–	05.09.2021	-	06.09.2021	06.06.2022	203,00	-14%
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	234,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	246,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	211,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	206,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	184,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	158,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	184,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	144,00	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↓	06.06.2022	-	07.06.2022	29.05.2023	141,48	-60%
Tomasz Rodak	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	137,08	-
Tomasz Rodak	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	170,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	151,52	-
Tomasz Rodak	-	→	-	20.09.2022	21.09.2022	-	148,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	137,02	-
Tomasz Rodak	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	111,40	-
Tomasz Rodak	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	108,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	108,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	90,11	-
Tomasz Rodak	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	78,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	69,99	-
Tomasz Rodak	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	60,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.05.2023	02.05.2023	-	72,10	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	→	29.05.2023	-	29.05.2023	04.07.2023	63,40	-1%
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	04.07.2023	-	05.07.2023	02.11.2023	65,30	-27%
Tomasz Rodak	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	82,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	66,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	50,50	-
Tomasz Rodak	Niedowóżaj	↓	02.11.2023	-	03.11.2023	12.09.2024	50,50	-15%
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	40,25	-
Tomasz Rodak	-	→	-	08.12.2023	08.12.2023	-	32,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	40,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	36,95	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	36,05	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	68,40	-
Tomasz Rodak	-	→	-	23.04.2024	24.04.2024	-	63,80	-
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	65,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	64,90	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	66,90	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	47,60	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↑	12.09.2024	-	12.09.2024	03.04.2025	48,30	2%
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	41,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	37,95	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	40,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	46,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	63,70	-
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	59,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	64,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	64,50	-
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	03.04.2025	-	04.04.2025	16.09.2025	57,60	63%
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	73,73	-
Tomasz Rodak	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	93,00	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	94,20	-
Tomasz Rodak	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	115,50	-
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	112,84	-
Tomasz Rodak	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	100,20	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↓	16.09.2025	-	16.09.2025	Nie później niż 16.09.2026	105,00	-

* 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: 16 września 2025 r., godz. 17:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 16 kwietnia 2025 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#datawalk>.

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#datawalk>.

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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz DataWalk usługi maklerskie i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do 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

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