

40/2025/GPW (104) 30 listopada 2025

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

**Raport
na zlecenie GPW**

Cloud Technologies

Najważniejsze zagadnienia	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	6
Katalizatory	8
Czynniki ryzyka	8
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

Cloud Technologies

Najważniejsze zagadnienia

- Kolejny trudny rok...** Po trzech kwartałach 2025 roku przychody Spółki wzrosły tylko o 2% r/r. Słabość dynamiki była spowodowana (i) negatywnym wpływem likwidacji jednego z klientów (Oracle Advertising), (ii) stopniowym wygaszaniem przychodów z licencji oraz (iii) niekorzystnym efektem słabnącego dolara (osłabienie o średnio 4% r/r w I-III kw. 2025 r.). Jednocześnie oczyszczona EBITDA obniżyła się w tym okresie o 18% r/r głównie z powodu wzrostu kosztów operacyjnych po przejęciu dwóch spółek (norweskiej Nordic Data Resources w lipcu 2024 r. oraz kanadyjskiej Data Desk w kwietniu 2025 r.).
- ...ale ostatnie miesiące przyniosły poprawę.** W samym III kwartale średnia dynamik miesięcznych (dla przychodów dolarowych) wyniosła +30% r/r. Wg zarządu, poprawa wynika z efektywnego wykorzystania zmian w otoczeniu po zamknięciu Oracle Advertising. Poza tym Spółka efektywnie pozyskuje kolejne kontrakty na rynku północnoamerykańskim i skandynawskim na bazie pozyskanych w drodze przejęć (Nordic Data Resources i Data Desk) sieci dystrybucji. Niestety, mocne osłabienie dolara (średnio o 7% r/r w III kw. br.), oraz wyższe koszty po konsolidacji nowych spółek nie pozwoliły w III kw. 2025 na poprawę EBITDA (spadek oczyszczonej EBITDA o 8% r/r). Przy założeniu stabilnego kursu USD/PLN zakładamy, że pierwsze dodatnie dynamiki EBITDA mogą się pojawić od I kw. 2026 r.
- Zmiana w raportowaniu.** Począwszy od II kw. 2025 roku Spółka zmieniła sposób prezentacji danych: do kategorii „Sprzedaż danych”

40/2025/GPW (104) 30 listopada 2025

Analitik: Tomasz Rodak, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Rekomendacja fundamentalna: Hold (↓)

Rekomendacja relatywna: Neutral (↓)

Kurs: 57,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 60,00 zł (↓)

Kapitalizacja: 78 mln USD

Bloomberg: CLD PW

Średni obrót dzienny: 0,01 mln USD

12M przedział kursowy: 38,30-67,60 PLN

Free float: 33%

Skorygowane zyski

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

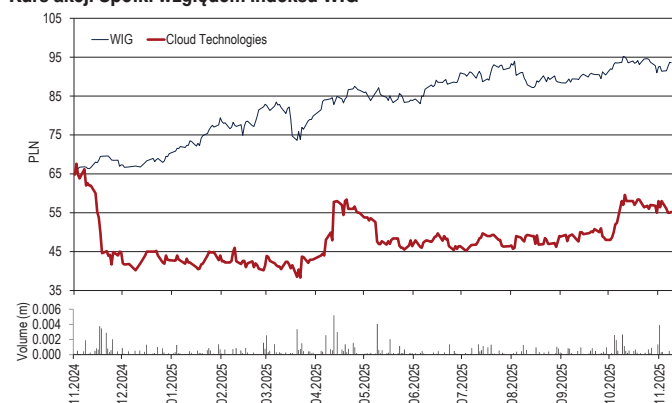
Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	mln PLN	47,0	49,1	56,0	63,1
EBITDA	mln PLN	25,7	20,8	23,5	27,7
EBITDA, skor.	mln PLN	25,1	21,5	25,3	29,5
EBIT	mln PLN	12,1	8,1	12,6	17,3
EBIT, skor.	mln PLN	11,5	8,8	14,5	19,1
Zysk netto	mln PLN	13,1	3,9	11,2	15,3
Zysk netto, skor.	mln PLN	12,5	4,6	13,0	17,1
Zysk na akcję, skor.	PLN	2,51	0,93	2,61	3,42
Zmiana r/r zysku na akcję	%	45	-63	180	31
Dług Netto	mln PLN	-18,7	-18,3	-21,8	-32,7
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	5,5	5,2	4,5	3,8
C/Z, skor.	x	21,9	59,2	21,1	16,1
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	10,2	11,9	10,0	8,2
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	22,3	29,2	17,5	12,7
Stopa dywidendy brutto	%	2,2	2,0	1,6	1,8
Dywidenda na akcję	PLN	1,25	1,25	0,86	1,01
Liczba akcji na koniec okresu	mln	5,0	5,0	5,0	5,0

Mnożniki obliczone na dzień 26.11.2025

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2025: 24 listopada
2. Publikacja szacunkowej dynamiki sprzedaży za wrzesień 2025 roku: 17 listopada
3. Publikacja szacunkowej dynamiki sprzedaży za sierpień 2025 roku: 27 października

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za IV kw. 2025 roku: marzec 2026

zaliczane są teraz przychody ze sprzedaży danych od kluczowych klientów w taki sposób, aby były one spójne z dynamikami przychodów publikowanymi co miesiąc, a „Pozostała sprzedaż” obejmuje wszystkie przychody niebędące bezpośrednio sprzedażą danych (jak przychody z udzielonych licencji na technologię, umowy barterowe, refaktury kosztów itp.) oraz inną okazjonalną sprzedaż niebędącą sprzedażą danych. Sprzedaż licencji będzie stopniowo spadała, co wynika z wygaszania kontraktów podpisanych kilka lat temu. Decyzję o zmianie klasyfikacji przychodów oceniamy pozytywnie – dzięki temu raportowane co miesiąc dynamiki przychodów do kluczowych klientów będą lepiej odzwierciedlać faktyczną sprzedaż w poszczególnych kwartałach.

■ **Wyniki za III kw. 2025.** Przychody Grupy w III kw. 2025 r. wyniosły 12,8 mln zł, po 10% spadku r/r. Były jednocześnie o 1% niższe od naszych prognoz. Sprzedaż danych wzrosła o 17% r/r, podczas gdy przychody z działalności pozostałej spadły o 67% r/r. Kwartałne koszty operacyjne Grupy wyniosły 10,5 mln zł i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spółka rozpoznała 1,9 mln zł kosztów zakupu danych (zgodnie z oczekiwaniami). Z kolei EBITDA wyniosła 5,5 mln zł (-8% r/r) i była 3% (lub 0,2 mln zł) niższa od naszych oczekiwań. W III kw. 2025 Spółka zaraportowała -0,6 mln zł wyniku na działalności finansowej, co było wartością słabszą niż nasz szacunek na poziomie -0,3 mln zł. W efekcie, skor. zysk netto wyniósł 1,7 mln zł i był słabszy od naszych oczekiwań o 24%. Przepływy operacyjne w III kw. 2025 wyniosły 3,0 mln zł i były o 55% niższe niż rok temu. Spółka planuje przekazać aktualizację strategii na początku 2026 roku.

■ **Oczekiwanie wyników finansowych za IV kw. 2025 r.** Zakładając dwucyfrowe dynamiki przychodów głównego segmentu sprzedaży danych na poziomie 25%-30% r/r oraz

spodziewane osłabienie USD (r/r), prognozujemy 13,8 mln zł przychodów (+12% r/r) oraz 6,4 mln zł skor. EBITDA (-5% r/r).

■ **Oczekiwane momentum wynikowe w najbliższych latach.** Przy założeniu płaskiego kursu USD/PLN spodziewamy się dwucyfrowych dodatnich dynamik EBITDA we wszystkich kwartałach 2026 roku. W latach 2026-2028 spodziewamy się dwucyfrowych dynamik EBITDA dzięki dalszym synergiiom z nowo przejętymi spółkami i sprzyjającym perspektywom dla segmentu reklamy internetowej.

■ **Ryzyko dla prognoz finansowych.** Średnie lub wysokie. Rynek reklamowy jest mocno narażony na ryzyko spowolnienia gospodarczego, a dodatkową niepewność dla finansów Spółki tworzą zmiany kursu USD/PLN.

■ **Zmiana prognoz finansowych.** Nasze prognozy zauważalnie spadają ze względu na (i) niższe od naszych oczekiwań przychody wygenerowane w I poł 2025 r., (ii) uwzględnienie przejęcia Data Desk z kwietnia 2025 r. (wzrosty zarówno po stronie kosztów, jak i prognozowanych przychodów), (iii) nieco wcześniejsze niż prognozowane przez nas zakończenie księgowania dotacji unijnej oraz (iv) osłabienie kursu USD/PLN o ok. 3% od czasu naszego ostatniego raportu z kwietnia 2025 r.

■ **Wycena.** Po uwzględnieniu (i) zmian prognoz, (ii) spadku WACC (spadku premii za ryzyko z 5,9% do 5,5%) oraz (iii) przesunięcia modelu wyceny w czasie nasza 12-miesięczna wycena spada do 60,0 zł na akcję (poprzednio 62,0 zł na akcję).

■ **Zalecane działanie.** Nasza obecna wycena jest zbliżona do ceny rynkowej, dlatego też obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj/ Neutralnie z Kupuj/ Przeważaj.

Tabela 1. Cloud Technologies; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	49,1	52,2	-6%	56,0	60,4	-7%	63,1	65,9	-4%
EBITDA	20,8	27,8	-25%	23,5	31,6	-26%	27,7	34,2	-19%
Skor. EBITDA	21,5	29,6	-28%	25,3	33,4	-24%	29,5	36,1	-18%
EBIT	8,1	14,2	-43%	12,6	20,5	-38%	17,3	25,7	-33%
Skor. EBIT	8,8	16,0	-45%	14,5	22,4	-35%	19,1	27,5	-31%
Zysk netto	3,9	12,7	-69%	11,2	18,1	-38%	15,3	22,7	-33%
Skor. zysk netto	4,6	14,6	-68%	13,0	20,0	-35%	17,1	24,5	-30%
Dług netto	-18,3	-26,7	-32%	-21,8	-34,4	-37%	-32,7	-51,3	-36%

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

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ

Tabela 2. Cloud Technologies; Wyniki za III kw. 2025 w porównaniu do oczekiwań

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw. 2025P		Wyniki wobec prognoz				zmiana k/k	zmiana r/r
	III kw. 2025	(DM BOŚ)	(DM BOŚ)	II kw. 2025	III kw. 2024			
Przychody, w tym:	12,8	12,7	→	11,9	11,6		8%	10%
Sprzedaż danych	12,4	12,4	→	11,3	10,6		10%	17%
Pozostała działalność	0,3	0,3	→	0,6	1,0		-38%	-67%
Koszty operacyjne, w tym:	10,5	10,5	→	10,7	9,6		-2%	9%
Koszty mediów i danych	1,9	1,9	→	1,6	1,7		14%	8%
Pozostałe koszty	8,6	8,6	→	9,1	7,8		-5%	10%
EBITDA	5,0	5,0	→	5,4	6,1		-7%	-18%
Skor. EBITDA	5,5	5,4	→	5,3	6,0		4%	-8%
EBIT	2,2	2,2	→	1,7	2,7		32%	-19%
Skor. EBIT	2,7	2,6	→	2,6	3,7		1%	-27%
Zysk netto	1,3	1,6	↓↓	-0,2	1,9		b.z.	-33%
Skor. zysk netto	1,7	2,1	↓↓	-0,4	1,8		b.z.	-2%

* Skorygowane liczby wyłączają wpływ kosztów akcyjnego programu motywacyjnego oraz dotacji unijnej

Źródło: Spółka, DM BOŚ

Tabela 3. Cloud Technologies; wycena względem spółek z branży AdTech

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Kraj	Marża	Wartość przedsiębiorstwa/ Sprzedaż				Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			Cena/Zysk		
			EBITDA	2023	2024E	2025E	2026P	2024E	2025E	2026P	2024E	2025E	2026P
TRADE DESK	23 939	USA	42%	6,1	5,1	4,1	15,1	12,5	10,0	22,1	18,8	15,9	
PUBMATIC	378	USA	31%	2,0	2,0	1,9	10,3	10,4	9,0	-51,5	-35,1	-50,1	
MAGNITE	2 525	USA	33%	2,4	2,1	2,0	7,0	6,1	5,8	14,7	12,4	11,3	
LIVERAMP	1 800	USA	16%	3,0	2,8	2,6	15,9	12,4	10,8	15,7	13,3	11,1	
DOUBLEVERIFY	1 833	USA	33%	1,9	1,6	1,4	5,9	4,9	4,1	33,9	17,3	19,0	
TABOOOLA.COM	1 033	Izrael	11%	0,6	0,5	0,5	5,1	4,6	4,5	8,5	7,7	7,7	
VIANT TECHNOLOGY	555	USA	15%	1,2	0,9	0,7	7,6	5,1	3,6	20,2	17,5	15,5	
CRITEO	1 168	Francja	33%	0,6	0,5	0,5	1,7	1,7	1,6	4,2	4,3	4,3	
INTEGRAL AD SCIENCE	1 708	USA	35%	2,6	2,1	1,7	7,5	6,1	4,6	31,4	26,6	19,5	
ZETA GLOBAL	4 181	USA	19%	3,1	2,4	1,9	14,3	10,6	7,9	23,9	16,6	13,3	
DATADOG	56 908	USA	27%	17,4	14,1	11,5	71,6	56,8	45,3	84,1	70,1	56,5	
AFFLE INDIA	3 007	Indie	20%	9,9	8,1	6,5	46,9	35,9	28,3	62,5	50,6	39,7	
APPROVIN	214 564	USA	57%	31,9	22,8	17,9	41,2	28,3	21,7	57,0	36,7	28,7	
MEDIAALPHA	911	USA	11%	0,8	0,7	0,5	8,0	6,5	4,8	101,1	14,1	11,8	
UNITY SOFTWARE	15 931	USA	21%	9,2	8,0	6,7	42,4	33,8	24,5	43,1	37,5	28,6	
Mediana			27%	2,6	2,1	1,9	10,3	10,4	7,9	23,9	17,3	15,5	
Maksimum			57%	31,9	22,8	17,9	71,6	56,8	45,3	101,1	70,1	56,5	
Minimum			11%	0,6	0,5	0,5	1,7	1,7	1,6	-51,5	-35,1	-50,1	
Cloud Technologies			54%	5,2	4,5	3,8	11,9	10,0	8,2	59,2	21,1	16,1	
Cloud Technologies – premia (dyskonto) wobec mediany			100%	99%	114%	103%	16%	-4%	3%	147%	22%	4%	
Implikowana wartość akcji (PLN)				29,4	28,0	30,4	47,9	57,0	53,4	22,2	45,1	53,1	
Waga				0%	0%	0%	0%	25%	25%	0%	25%	25%	
Średnia implikowana wartość akcji (PLN)							52,2						

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Cloud Technologies; model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	>2031P
Sprzedaż	49,2	56,1	63,3	70,3	76,7	82,9	89,5	
zmiana r/r	5%	14%	13%	11%	9%	8%	8%	
Marża EBIT, skor.	20,3%	25,9%	30,3%	34,3%	37,4%	39,9%	42,3%	
EBIT, skor	10,0	14,5	19,1	24,1	28,6	33,0	37,7	
zmiana r/r	-28%	45%	32%	26%	19%	15%	14%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	20%	13%	13%	13%	13%	13%	19%	
Skor. EBIT * (1-T)	8,0	12,6	16,6	20,9	24,9	28,7	30,6	
zmiana r/r	-43%	57%	32%	26%	19%	15%	6%	
Skor. EBITDA	22,7	25,3	29,5	34,0	38,2	42,2	46,6	
zmiana r/r	-18%	12%	17%	15%	12%	10%	10%	
Marża EBITDA, skor.	46,1%	45,2%	46,8%	48,5%	49,9%	51,1%	52,2%	
Amortyzacja	12,7	10,8	10,4	10,0	9,6	9,2	8,8	
Skor. EBIT * (1-T) + D	20,7	23,4	27,0	30,9	34,5	37,9	39,4	
zmiana r/r	-26%	13%	15%	14%	12%	10%	4%	
Wydatki inwestycyjne	-10,6	-12,0	-8,0	-8,5	-8,7	-8,7	-8,5	
Zmiana kapitału obrotowego	-0,8	-2,2	-1,8	-2,0	-1,7	-1,7	-1,8	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	9,3	9,2	17,3	20,5	24,1	27,6	29,1	
Koszt kapitału własnego								
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,0%
Premia za ryzyko rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
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	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,6%
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	19,8%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,4%	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	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,6%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,6%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,00	1,13	1,27	1,42	1,59	1,78	0,00
Wskaźnik dyskonta	1,00	1,00	0,88	0,79	0,71	0,63	0,56	0,00
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-	-	15,3	16,2	17,0	17,4	16,4	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych								82,3
Waga długu w okresie rezydualnym								0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym								100%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz								12,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz								12,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym								11,6%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym								3,0%
Wartość rezydualna								348,8
Wartość bieżąca wartości rezydualnej								196,1
Wartość operacji Spółki								278,4
Gotówka na koniec 2026P								24,9
Dług na koniec 2026P								5,4
Inwestycje długoterminowe (pożyczki dzielone)								2,3
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny								4,3
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy								304,5
Liczba akcji (w milionach)								5,0
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)								60,9

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Cloud Technologies; Podsumowanie wycen

Wycena DCF (90%)	60,9
Wycena porównawcza (10%)	52,2
Średnia Wazona wycena (zł na akcję)	60,0
Cena bieżąca (zł na akcję)	55,0
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	9%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 6. 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	58,8	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	24,4	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	38,5	44,1	57,0
Należności handlowe	47,6	32,8	32,6	27,1	18,5	13,4	12,8	14,5	16,5	18,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,0	4,8	17,8	28,5	42,6	10,9	15,4	15,0	18,5	29,4
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	97,3	104,1	114,6
Kapitały własne	62,6	58,7	64,6	75,9	91,2	76,7	86,3	84,5	91,4	101,6
Zobowiązania	5,5	17,4	33,9	29,6	31,0	16,4	11,9	12,8	12,6	13,0
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	8,8	8,6	9,0
Zobowiązania nieoprocentowane	5,3	8,7	10,5	11,8	13,8	7,4	5,5	6,4	6,3	6,6
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	97,3	104,1	114,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. 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	49,1	56,0	63,1
Sprzedaż danych	0,0	0,0	0,0	25,1	38,5	44,6	43,3	47,4	55,5	62,9
Pozostała działalność	0,0	0,0	0,0	30,0	11,9	10,2	3,7	1,7	0,4	0,3
Koszty operacyjne razem	42,2	46,3	52,2	50,7	39,4	43,7	37,3	42,0	43,5	45,8
Amortyzacja projektów z dotacją	0,5	0,4	3,2	4,1	4,1	3,7	4,3	2,2	0,0	0,0
Amortyzacja pozostałych projektów	0,0	2,8	3,3	4,3	4,8	8,4	9,3	10,5	10,8	10,4
Zużycie materiałów i energii	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	0,7	0,9	1,0
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	22,2	23,7	26,0
Koszty mediów i danych	0,0	0,0	0,0	0,0	13,7	12,6	5,5	7,6	7,7	8,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	11,7	12,6	13,2	14,6	16,0	17,4
Podatki i opłaty	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Wynagrodzenie i świadczenia pracownicze	1,2	1,4	1,4	2,0	2,6	2,8	2,3	3,5	5,0	5,5
Pozostałe	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,8	0,5	1,0	1,1	1,1
Zysk na sprzedaży	1,5	-3,6	-2,1	4,4	11,0	11,0	9,7	7,2	12,5	17,3
Pozostałe przychody operacyjne (w tym dotacje)	0,2	0,4	2,5	5,2	2,6	2,4	2,4	1,0	0,1	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	8,1	12,6	17,3
Przychody finansowe	1,6	0,1	0,7	0,4	2,9	0,7	1,6	0,4	0,2	0,2
Koszty finansowe	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-3,8	-0,8	-3,7	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	1,6	-4,9	0,1	9,5	15,8	10,1	12,9	4,9	12,9	17,5
Podatek dochodowy	-0,7	0,2	0,5	-0,4	-3,0	-1,3	0,2	-1,0	-1,7	-2,3
Zysk netto	0,9	-4,7	0,6	9,1	12,8	8,8	13,1	3,9	11,2	15,3
EBITDA	0,6	-1,1	6,0	17,8	22,1	25,3	25,7	20,8	23,5	27,7
Skor. EBITDA	0,6	-1,1	6,0	17,8	23,3	25,1	25,1	21,5	25,3	29,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. 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	3,9	11,2	15,3
Amortyzacja	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,7	12,7	10,8	10,4
Zmiany w kapitale obrotowym	0,5	22,2	-9,1	3,1	10,8	-3,3	1,0	-0,8	-2,2	-1,8
Zmiana należności	1,4	17,6	0,7	5,5	10,1	1,4	0,5	-1,7	-2,0	-2,1
Zmiana zobowiązań	-0,8	1,8	-1,2	1,0	-0,3	-3,1	1,3	0,9	-0,2	0,3
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	3,3	-0,2	-0,2
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2,6	18,4	10,9	16,7	25,1	17,7	22,3	19,1	19,6	23,6
Wydatki inwestycyjne	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-10,6	-10,6	-12,0	-8,0
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	-10,6	-12,0	-8,0
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	-4,3	-5,1
Odsetki	0,0	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,8	-2,3	-3,3	0,2	0,2
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	-8,9	-4,1	-4,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	-3,0	-8,2	13,0	10,7	14,0	-31,6	4,5	-0,4	3,5	10,8

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 9. 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	0,78	2,24	3,05
Sprzedaż (mln zł)	43,7	42,7	50,1	55,1	50,4	54,7	47,0	49,1	56,0	63,1
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	8,1	12,6	17,3
EBITDA (mln zł)	0,6	-1,1	6,0	17,8	22,1	25,3	25,7	20,8	23,5	27,7
Zysk netto (mln zł)	0,9	-4,7	0,6	9,1	12,8	8,8	13,1	3,9	11,2	15,3
Dług netto (mln zł)	-13,0	-4,1	-10,2	-26,0	-40,8	-15,1	-18,7	-18,3	-21,8	-32,7
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	12,52	11,75	12,91	15,18	18,24	15,34	17,25	16,91	18,29	20,33
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,25	1,25	0,86	1,01
ROE	1,4%	-7,8%	1,0%	13,0%	15,3%	10,5%	16,1%	4,6%	12,7%	15,8%
ROA	1,3%	-6,5%	0,7%	8,9%	11,2%	8,2%	13,7%	4,0%	11,1%	13,9%
Amortyzacja (mln zł)	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,7	12,7	10,8	10,4
FCF (mln zł)	0,7	-11,8	-2,4	17,6	27,3	2,3	18,2	9,3	9,2	17,3
CAPEX (mln zł)	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-10,6	-10,6	-12,0	-8,0

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 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 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 mogłyby zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	36	34	6	4	0	3
Procenty	43%	41%	7%	5%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	23	39	14	4	0	3
Procenty	28%	47%	17%	5%	0%	4%

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.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	3	0	1	0	1
Procenty	50%	30%	0%	10%	0%	10%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	3	5	0	1	0	1
Procenty	30%	50%	0%	10%	0%	10%

Rekomendacje fundamentalne

Rekomendacje i aktualizacje										
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	30.11.2025	19%	7%	47,90	62,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	-	57,00	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	-	46,90	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	-	47,30	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	-	45,40	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	-	49,00	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	50,00	62,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	↓	30.11.2025	-	01.12.2025	Nie później niż 30.11.2026	-	-	57,00	60,00 ↓

* 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	-38%
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-
Tomasz Rodak	Niedoważaj	↓	08.12.2023	-	08.12.2023	30.04.2024	-5%
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↑	30.04.2024	-	30.04.2024	29.04.2025	-43%
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.10.2024	01.10.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	29.04.2025	-	29.04.2025	30.11.2025	7%
Tomasz Rodak	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↓	30.11.2025	-	01.12.2025	Nie później niż 30.11.2026	-

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 1 grudnia 2025 r., godz. 7:00.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 1 grudnia 2025 r., godz. 7:10.

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