

18/2022/GPW (56) 6 czerwca 2022

Analitycy: Tomasz Rodak, CFA

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

DataWalk

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)
Kurs: 141,48 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 201,0 zł (↓)

Kapitalizacja: 161 mln USD
Bloomberg: DAT PW
Średni obrót dzienny: 0,3 mln USD
12M przedział kursowy: 131,40-259,00 zł
Free float: 76%

Podsumowanie inwestycyjne

W 2021 r. Spółka osiągnęła przychody na poziomie 30,8 mln zł (+96% rdr), które okazały się wyższe od naszych prognoz o 14%. W najlepszym sezonowo IV kw. spółka zaraportowała 10,8 mln zł przychodów, przebijając nasze oczekiwania aż o 56%. Zgodnie z modelem biznesowym, Spółka celuje w roczną dynamikę wzrostu przychodów na poziomie przewyższającym 70%. Dlatego też podwyższamy nasze prognozy całorocznych przychodów na 2022 rok o 20% do 53,0 mln zł, co implikuje wzrost o 72% r/r.

Od wydania naszego ostatniego raportu w grudniu 2021 roku DataWalk ujawniła siedem kontraktów, z czego sześć zostało podpisanych w roku 2022. Dla porównania, do końca czerwca zeszłego roku, ujawniono jedynie trzy nowe kontrakty, zatem obserwujemy zauważalne przyspieszenie pozysku istotnych kontraktów, co powinno przekładać się na wzrost przychodów. Uważamy, że w średnim okresie sprzedaż Spółki będą wspierać cztery czynniki: (i) oczekiwany wzrost popytu na oprogramowanie służące do celów wywiadowczych, (ii) uruchomiona kampania marketingowa adresowana do klientów IBM I2, (iii) postępująca dywersyfikacja zastosowań platformy (w tym banki, e-commerce) oraz (iv) umocnienie USD względem polskiej waluty (53%/89% sprzedaży generowanej w 2021/ I kw. 2022 denominowane było w USD).

Od grudnia ub. roku, kiedy wydaliśmy nasz ostatni raport, mediana mnożników EV/ Sprzedaż na lata 2022-2023 w grupie porównawczej DataWalk spadła średnio o 45% pod wpływem wzrostu wymaganych stóp zwrotu. Z drugiej strony podwyższamy nasze prognozy sprzedaży dla Spółki na lata 2022/2023/2024 odpowiednio o 20%/31%/51%. W konsekwencji nasza wycena docelowa w horyzoncie 12 miesięcy spada o 23% do 201 zł na akcję (poprzednio 259 zł na akcję), co implikuje ponad 40% potencjał wzrostu. Jeśli

Skorygowane zyski

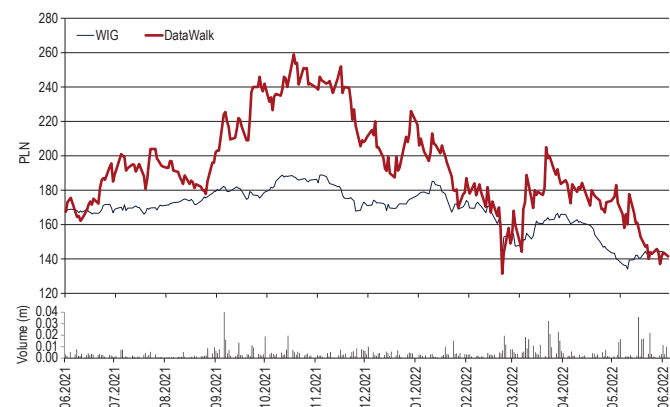
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	mln zł	30,8	53,0	91,5	158,4
Zmiana r/r przychodów	%	96	72	73	73
EBITDA	mln zł	-3,1	-0,5	2,7	28,9
EBIT	mln zł	-5,7	-3,9	-0,8	25,2
Zysk netto	mln zł	-1,6	-4,8	-0,8	25,2
Zysk na akcję	zł	-0,34	-0,98	-0,17	4,27
Dług netto	mln zł	-51,0	-34,4	-17,2	-16,2
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	20,9	12,5	7,4	5,2
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	4,9	4,9	4,9	5,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

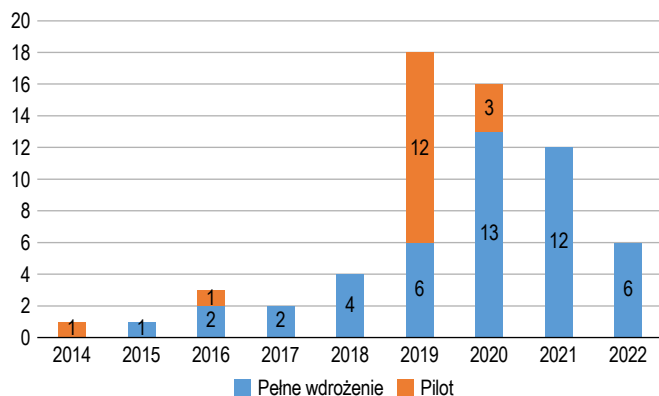
1. Publikacja wyników za I półrocze 2022: 14 września 2022 r.
2. Publikacja wyników za III kwartał 2022: 22 listopada 2022 r.

skorygujemy mnożnik o oczekiwaną dynamikę wzrostu sprzedaży (DataWalk jest jedną z 2 spółek w grupie porównawczej z największym tempem wzrostu), dyskonto wobec porównywalnych podmiotów osiąga aż 47-78%. Dlatego też podtrzymujemy długoterminową rekomendację Kupuj dla Spółki. Z drugiej strony, zauważając negatywny wpływ zacieśniania polityki monetarnej w USA na mnożniki spółek wzrostowych, obniżamy krótkoterminową rekomendację relatywną do Neutralnie.

Rośnie liczba ujawnianych kontraktów

Od wydania naszego ostatniego raportu w grudniu 2021 roku spółka ujawniła siedem kontraktów: (i) umowa ze spółką świadcząca usługi dla amerykańskiej agencji wywiadowczej, (ii) umowa z Departamentem Rolnictwa Stanów Zjednoczonych, (iii) dwie umowy z jednostkami ONZ, (iv) umowa z Bankiem ING, (v) umowa ze Squamish Nation oraz (vi) umowa z amerykańską platformą e-commerce. Sześć z tych kontraktów zostało podpisane w bieżącym roku. Dla porównania, do końca czerwca zeszłego roku. Spółka ujawniła jedynie trzy nowe kontrakty, zatem obserwujemy zauważalne przyspieszenie pozysku istotnych kontraktów, co powinno przełożyć się na wzrost przychodów. Należy też pamiętać, że druga połowa roku to zazwyczaj okres intensyfikacji pozysku nowych kontraktów.

Wykres 1. Liczba podpisanych znaczących kontraktów w poszczególnych latach



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA.

Rośnie liczba zastosowań dla platformy

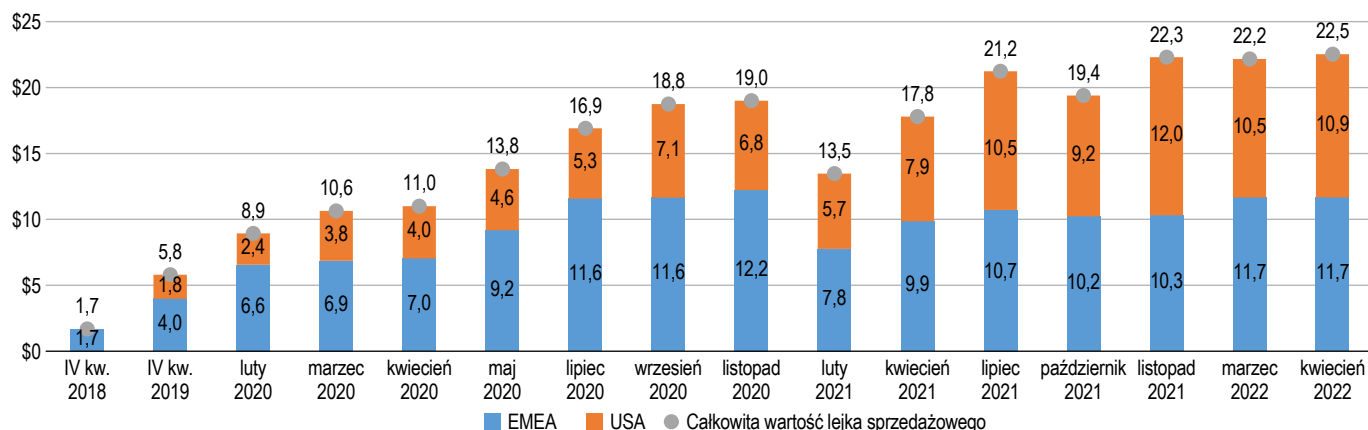
Podoba nam się fakt, że Spółka stopniowo wprowadza i monetyzuje kolejne zastosowania dla autorskiej platformy DataWalk. Do niedawna system stosowany był głównie w agencjach rządowych i organach ścigania oraz w firmach ubezpieczeniowych (wykrywanie nadużyć finansowych i inwestycje). Na przestrzeni ostatniego roku krąg klientów DataWalk poszerzył

się o takie instytucje jak banki Ally Financial i ING Bank Śląski, azjatycki operator aplikacji *super-app* Grab Taxi, amerykańska firma telekomunikacyjna Global Tel Link czy też amerykańska platforma e-commerce. Wzrost liczby zastosowań poszerza rynek docelowy (*addressable market*) DataWalk. Z kolei mocne wejście do sektora komercyjnego powinno przyspieszyć tempo pozyskiwania kontraktów, gdyż cykl sprzedażowy w tym sektorze jest wyraźnie krótszy niż w przypadku sektora rządowego.

Płaski lejek sprzedażowy

Spółka poinformowała, że na dzień 22 kwietnia 2022 r. wartość lejka sprzedażowego wyniosła w sumie 22,5 mln USD (w tym 10,9 mln USD na rynku amerykańskim oraz 11,7 mln USD na pozostałych rynkach). Należy zauważyć, że pomimo wysokich, wynoszących 2,7 mln USD, przychodów zaraportowanych w IV kw. 2021, wartość lejka sprzedażowego jest na rekordowym poziomie (zaraportowana sprzedaż opuszcza lejek sprzedażowy). Z drugiej strony należy też zauważyć, że przez ostatni rok wartość lejka sprzedażowego jest relatywnie płaska (wzrost z 21,2 mln USD w lipcu 2021 do 22,5 mln USD w kwietniu 2022; +6%), podczas gdy wolelibyśmy widzieć bardziej dynamiczne wzrosty w przypadku spółki, od której oczekujemy >70% dynamik wzrostu w kolejnych latach. W naszej opinii, relatywnie płaska wartość lejka bierze się głównie z dwóch powodów. Po pierwsze, wysoka dynamika przychodów raportowana w ostatnim okresie wpływała negatywnie na jego wartość, gdyż rozpoznawana sprzedaż jest automatycznie wykluczana z lejka. Po drugie, lejek był budowany głównie przez cztery zespoły sprzedażowe zatrudnione jeszcze w 2019 r., które odpowiadały za ponad 90% przychodów rozpoznanych w 2021 r. Z kolei na koniec 2021 r. Spółka dysponowała około 9 zespołami sprzedażowymi, których efekty pracy będą widoczne głównie w roku bieżącym i przyszłym. Dlatego też w najbliższych kwartałach spodziewamy się mocniejszego wzrostu wartości lejka sprzedażowego.

Wykres 2. Wartość lejka sprzedażowego potencjalnych klientów, zakwalifikowanych jako „lead” sprzedażowe (mln USD)



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wyniki finansowe za IV kw. 2021

W IV kw. 2021 r. przychody DataWalk wzrosły o 60% r/r. Z kolei zysk netto za IV kw. 2021 wyniósł 2,6 mln zł (w porównaniu do straty -0,2 mln zł w IV kw. 2020), dzięki rozpoznaniu aktywa z tytułu odroczonego podatku.

Wyniki Spółki były wyraźnie lepsze od naszych prognoz. Przychody za IV kw. 2021 okazały się o 56% wyższe od naszych oczekiwań (o 3,9 mln zł). Z kolei koszty operacyjne w IV kw. były o 7% (0,8 mln zł) wyższe od naszych oczekiwań. Spółka zaraportowała zysk netto podczas gdy my oczekiwaliśmy straty.

W IV kw. Spółka (jednostka), ponownie dokonała niegotówkowego odpisu na wartość spółki zależnej w wysokości 2,6 mln zł (w sumie 18,7 mln zł w 1-4 kw. 2021). Odpis w IV kwartale jest związany z aktualną sytuacją polityczno-gospodarczą na terytorium Ukrainy oraz związaną z nią niepewnością co do poziomu stóp procentowych, kursów walut jak i dostępności kapitału.

W całym roku 2021 Spółka osiągnęła 30,8 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 96% rdr.

Wyniki finansowe za I kw. 2022

Przychody w I kw. 2022 r. wyniosły 4,2 mln zł (wzrost o 21% r/r). Z kolei strata operacyjna uległa zwiększeniu o 39% r/r i ukształtowała się na poziomie PLN -7,5 mln zł. Koszty operacyjne wyniosły w I kw. 2022 r. 11,7 mln zł, co oznacza wzrost o 69% r/r oraz spadek o 3% k/k.

Historycznie, przychody osiągnięte w pierwszych kwartałach były najniższe w roku i stanowiły 5%-11% przychodów całorocznych. Przychody osiągnięte w I kw. 2022 r. stanowią 7,9% naszej całorocznej prognozy, zatem mieszczą się w powyższym przedziale. Oceniamy wyniki neutralnie.

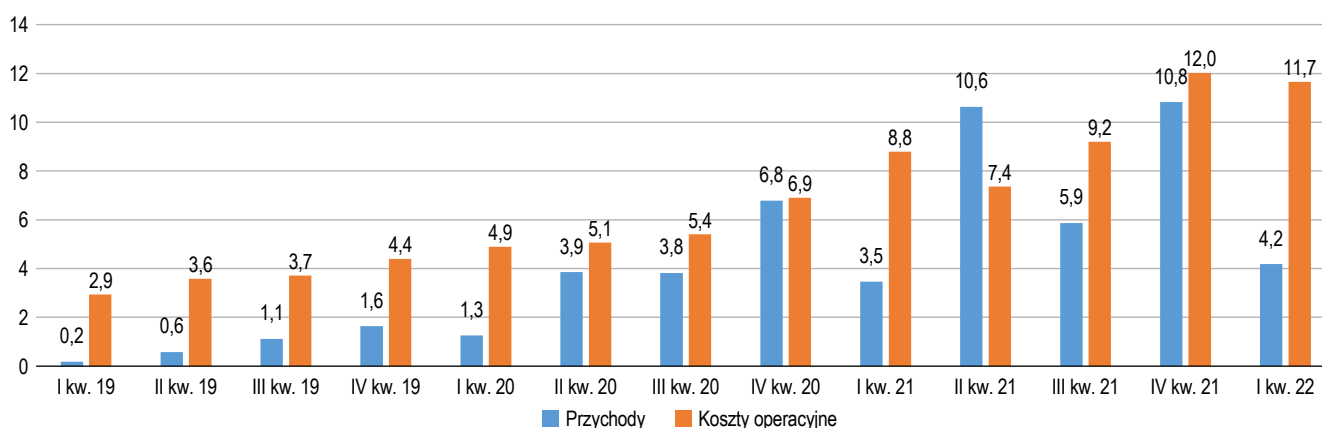
W komentarzu do wyników Prezes Wieczyński stwierdził, że: (i) rozpoczyna się gorący okres w branży – globalny kryzys bezpieczeństwa skokowo zwiększa zapotrzebowanie na analizę dużych ilości danych; Spółka zauważa rosnące zainteresowanie swoim produktem zarówno ze strony sektora rządowego jak i prywatnego; (ii) spadek dynamiki przychodów w pierwszym kwartale wynika z cyklu inwestycyjnego klientów, którego szczyt przypada

Tabela 1. DataWalk; Wyniki za IV kw. 2021

(mln zł)	IV kw. 2021 (finalne)	IV kw. 2021 (prognoza DM BOŚ)	Wyniki vs prognozy	IV kw. 2020	III kw. 2021	zmiana r/r	zmiana k/k	I-IV kw. 2021	I-IV kw. 2020	zmiana r/r
Przychody	10,8	7,0	↑↑	6,8	5,9	60%	84%	30,8	15,7	96%
Koszty operacyjne	-12,0	-11,3	→	0,2	-2,8	n.m.	323%	-37,4	-22,3	68%
Zysk na sprzedaży	-1,2	-4,3	↑↑	7,0	3,1	n.m.	n.m.	-6,6	-6,6	0%
Zysk netto	2,6	-4,3	↑↑	-0,2	-2,9	n.m.	-190%	-1,6	-6,3	-74%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 2. DataWalk; Wyniki za I kw. 2022

(mln zł)	I kw. 2022	I kw. 2021	IV kw. 2021	zmiana r/r	zmiana k/k
Przychody	4,2	3,5	10,8	20%	-61%
Koszty operacyjne	-11,7	-6,9	-12	69%	-3%
EBIT	-7,4	-5,4	-1,1	37%	573%
Zysk netto	-7,3	-5	2,6	46%	n.m.

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

na końcówkę roku. Pierwszy kwartał to zazwyczaj czas rozpoczynania rozmów handlowych, tworzenia harmonogramów oraz uruchamiania projektów pilotażowych.

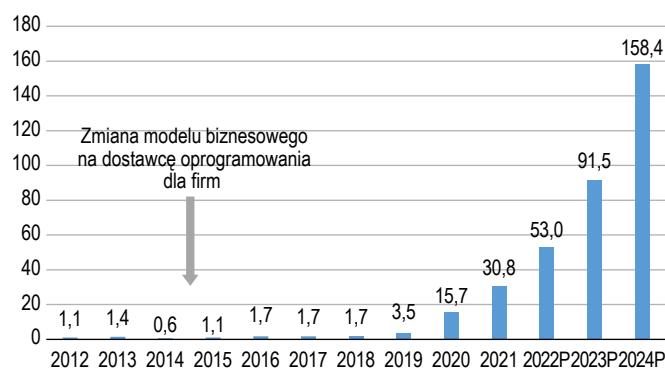
Prognozy finansowe

Modyfikujemy nasze prognozy przychodowe dla Spółki uwzględniając: (i) wyższe od oczekiwań przychody za rok 2021, (ii) oczekiwany wzrost popytu na oprogramowanie służące do celów wywiadowczych (w związku z trwającym konfliktem zbrojnym w Europie Wschodniej), (iii) uruchomioną przez Spółkę kampanię marketingową adresowaną do klientów IBM I2, (iv) postępującą dywersyfikację zastosowań platformy (w tym banki, e-commerce) oraz (v) umocnienie USD.

Zgodnie z założeniami zarządu, Spółka celuje w roczną dynamikę wzrostu przychodów na poziomie przewyższającym 70%. Mając na uwadze fakt, że zarząd opiera swoje oczekiwania na wiedzy na temat dużej części przychodów w br., podwyższamy nasze prognozy całorocznych przychodów za 2022 rok o 20% do 53,0 mln zł, co implikuje wzrost o 72% r/r.

W konsekwencji wzrostu założeń dla roku 2022 rosną również nasze prognozy dla lat 2023 i 2024 o odpowiednio 31% i 51%. Rosną również nasze założenia kosztowe, ponieważ uważamy, że nadwyżki finansowe będą przeznaczane na przyspieszenie rozwoju.

Wykres 4. Przychody DataWalk (mln PLN)



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA.

Tabela 3. DataWalk; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2022P			2023P			2024P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	53,0	44,2	20%	91,5	70,0	31%	158,4	105,0	51%
EBITDA	-0,5	-9,0	-94%	2,7	-0,8	-438%	28,9	9,6	201%
EBIT	-3,9	-10,8	-64%	-0,8	-2,8	-70%	25,2	7,4	240%
Zysk netto	-4,8	-10,8	-56%	-0,8	-2,8	-70%	25,2	7,4	240%
Dług netto	-34,4	-42,9	-20%	-17,2	-31,1	-45%	-16,2	-27,8	-42%

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Wycena i rekomendacje

Wyceniamy DataWalk stosując wycenę porównawczą opartą na mnożnikach EV/ Sprzedaż grupy porównywalnych spółek amerykańskich produkujących podobne oprogramowanie, o zbliżonym modelu biznesowym i profilu wzrostu. Od grudnia ub. roku, kiedy wydaliśmy nasz ostatni raport, mediana mnożników EV/ Sprzedaż na

lata 2022-2023 w grupie porównawczej obniżyła się średnio o 45% pod wpływem rosnących wymaganych stóp zwrotu. Z drugiej strony podwyższamy nasze prognozy sprzedaży dla Spółki na lata 2022/2023/2024 odpowiednio o 20%/31%/51%. W konsekwencji nasza wycena docelowa w horyzoncie 12 miesięcy spada o 23% do 201 zł na akcję (poprzednio 259 zł na akcję), co implikuje ponad 40% potencjał wzrostu.

Tabela 4. DataWalk; Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Marża EBITDA 2021	Dynamika sprzedaży (%)				Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
			2021	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
PALANTIR	18 297	30%	40%	30%	29%	30%	7,9	5,9	4,3
SPLUNK	16 978	ujemna	-8%	18%	31%	22%	7,2	5,4	4,3
DYNATRACE	11 755	31%	28%	32%	25%	24%	12,5	9,7	7,5
ELASTIC	6 692	ujemna	38%	45%	27%	30%		5,6	4,3
DATADOG	33 215	16%	65%	62%	38%	40%	20,6	14,9	10,7
OKTA	15 522	3%	40%	55%	42%	32%	12,3	7,9	6,2
CROWDSTRIKE	37 619	11%	78%	67%	53%	35%	25,4	16,3	11,7
MONGODB	18 604	ujemna	37%	48%	40%	31%	21,5	15,4	11,7
ZSCALER	22 141	15%	54%	63%	37%	32%	19,9	14,3	10,7
DOCUSIGN	16 748	14%	47%	46%	19%	17%	8,1	6,7	5,5
CLOUDFLARE	17 793	9%	50%	48%	36%	35%	17,8	13,1	9,5
TWILIO	18 484	9%	57%	40%	29%	30%	4,3	3,3	2,7
SNOWFLAKE	41 296	ujemna	119%	108%	67%	5%	32,6	19,0	12,3
Mediana			47%	48%	36%	30%	15,2	9,7	7,5
Minimum			-8%	18%	19%	5%	4,3	3,3	2,7
Maksimum			119%	108%	67%	40%	32,6	19,0	12,3
DataWalk			96%	72%	73%	73%	12,4	7,4	4,3
DataWalk – premia (dyskonto) wobec mediany spółek porównywalnych			105%	51%	102%	143%	-18%	-24%	-43%
Implikowana wartość akcji dla mediany wskaźników (zł)							171,4	185,5	246,0
Średnia implikowana wartość akcji (zł)								201	
Cena bieżąca (zł)								141,48	
Premia (dyskonto)								-30%	

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Należy jednak zauważyć, że spółki z wysokimi (>60% w porównaniu do 73% dla DataWalk) dynamikami wzrostu sprzedaży w 2022 r. (np. SNOWLAKE, CROWDSTRIKE, ZSCALLER czy DATADOG) charakteryzują się znacznie wyższymi mnożnikami wycenowymi od mediany wynoszącej 15.2x (odpowiednio 32,6x/ 25,4x/ 19,9x/ 20,6x). Dlatego też, zakładając osiągnięcie przez DataWalk prognozowanych wyników sprzedażowych, uważamy że nasza wycena jest konserwatywna. Dobrym wskaźnikiem uwzględniającym dynamiki

przychodów jest wskaźnik EV/Sprzedaż skorygowany o dynamiki przychodów (tabela poniżej). Ten wskaźnik implikuje, że obecnie spółka DataWalk wyceniona jest z 47%-78% dyskontem wobec spółek porównywalnych na lata 2022P-2024P. **Dlatego też podtrzymujemy naszą długoterminową rekomendację Kupuj dla Spółki. Z drugiej strony, zauważając negatywny wpływ zacieśniania polityki monetarnej w USA na mnożniki spółek wzrostowych, obniżamy krótkoterminową rekomendację relatywną do Neutralnie.**

Tabela 5. DataWalk; Porównanie do mocno wzrostowych spółek z segmentu oprogramowania dla przedsiębiorstw, big data oraz usług chmurowych

Spółka	2021			2022P			2023P			2024P		
	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*
PALANTIR	10,4	40%	0,26	7,9	30%	0,26	5,9	29%	0,21	4,3	30%	0,14
SPLUNK	8,0	-8%	-0,97	7,2	18%	0,41	5,4	31%	0,18	4,3	22%	0,20
DYNATRACE	16,9	28%	0,60	12,5	32%	0,39	9,7	25%	0,39	7,5	24%	0,31
ELASTIC	10,6	38%	0,28	n.a.	45%	n.a.	5,6	27%	0,21	4,3	30%	0,14
DATADOG	34,2	65%	0,53	20,6	62%	0,33	14,9	38%	0,39	10,7	40%	0,27
OKTA	17,9	40%	0,44	12,3	55%	0,22	7,9	42%	0,19	6,2	32%	0,19
CROWDSTRIKE	42,6	78%	0,54	25,4	67%	0,38	16,3	53%	0,30	11,7	35%	0,33
MONGODB	31,6	37%	0,86	21,5	48%	0,45	15,4	40%	0,38	11,7	31%	0,38
ZSCALER	32,5	54%	0,60	19,9	63%	0,32	14,3	37%	0,38	10,7	32%	0,34
DOCUSIGN	11,8	47%	0,25	8,1	46%	0,17	6,7	19%	0,36	5,5	17%	0,32
CLOUDFLARE	26,5	50%	0,53	17,8	48%	0,37	13,1	36%	0,36	9,5	35%	0,27
TWILIO	5,9	57%	0,10	4,3	40%	0,11	3,3	29%	0,11	2,7	30%	0,09
SNOWFLAKE	64,5	119%	0,54	32,6	108%	0,30	19,0	67%	0,28	12,3	5%	2,72
Średnia	24,1	50%	0,35	15,8	51%	0,31	10,6	36%	0,29	7,8	28%	0,44
Mediana	17,9	47%	0,5	15,2	48%	0,3	9,7	36%	0,3	7,5	30%	0,3
DataWalk	20,9	96%	0,22	12,4	72%	0,17	7,4	73%	0,10	4,3	73%	0,06
premia (dyskonto) do mediany	16%	105%	-59%	-18%	51%	-47%	-24%	102%	-67%	-43%	143%	-78%

* kalkulowany jako iloraz Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż oraz dynamiki sprzedaży

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Katalizatory

1. Dynamiczny rozwój segmentu analizy sieci powiązań oraz analityki grafowej.
2. Wysoka dynamika przychodów spodziewana w nadchodzących latach.
3. Wzrost liczby podpisywanych kontraktów.
4. Wzrost popytu na oprogramowanie służące do celów wywiadowczych.
5. Wzrost wartości lejka sprzedażowego.
6. Rosnące zainteresowanie ze strony zagranicznych inwestorów finansowych.
7. Mocny kurs USD w porównaniu do PLN.

Czynniki ryzyka

1. Wolniejszy niż oczekiwany wzrost przychodów w kolejnych latach.
2. Szybsze niż oczekiwane spalanie gotówki bez spodziewanego wzrostu przychodów.
3. Ryzyko braku dostępu do finansowania i płynności.
4. Długi cykl sprzedażowy.
5. Wczesny etap rozwoju spółki.
6. Negatywny sentyment wobec spółek wzrostowych.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 6. DataWalk; Bilans

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	0,7	0,9	1,7	2,9	4,1	6,6	11,3	23,8	29,9	35,9	43,0
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Wartość firmy	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa niematerialne	0,6	0,7	1,5	2,6	3,8	5,5	9,4	15,5	21,5	27,5	34,5
Aktywa z tytułu prawa użytkowania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa finansowe	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	0,0	0,0	6,8	6,8	6,8	6,8
Aktywa obrotowe	3,2	23,7	15,5	17,8	5,2	17,3	79,9	65,2	55,7	51,0	71,5
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług i inne	0,8	1,5	2,1	2,0	2,5	3,9	5,4	9,9	17,0	29,4	50,9
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2,3	22,0	10,7	5,1	2,2	9,1	73,8	51,7	35,0	17,9	16,9
Aktywa finansowe	0,0	0,2	2,6	10,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,1	0,5	0,2	0,7	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa razem	3,9	24,5	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	85,6	86,9	114,5
Kapitały własne	3,3	23,7	16,2	18,9	8,0	21,0	79,8	78,5	73,7	72,8	98,0
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	2,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania krótkoterminowe	0,5	0,7	1,0	1,7	1,3	2,7	9,5	9,9	11,2	13,4	15,8
Kredyty i inne zobowiązania finansowe	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,2	0,4	0,6	1,2	0,6	0,8	1,5	2,1	3,4	5,5	8,0
Inne zobowiązania	0,2	0,2	0,4	0,5	0,7	1,1	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3
Pasywa razem	3,9	24,5	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	85,6	86,9	114,5

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA
Tabela 7. DataWalk; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	0,6	1,1	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	30,8	53,0	91,5	158,4
Koszty operacyjne razem:	3,5	7,8	9,3	10,8	12,8	14,6	22,3	37,4	56,9	92,4	133,3
Amortyzacja	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,3	3,5	3,7
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,9	1,0	1,1
Usługi obce	1,4	4,5	5,8	6,1	6,3	6,4	8,7	14,6	21,2	35,7	52,5
Świadczenia pracownicze	1,1	1,8	2,7	3,8	4,9	6,6	11,2	18,9	29,7	50,3	74,0
Inne koszty operacyjne	0,6	0,9	0,4	0,6	1,3	0,8	0,9	1,2	1,7	1,8	1,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-2,9	-6,7	-7,5	-9,1	-11,1	-11,1	-6,5	-6,6	-3,9	-0,8	25,2
Pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	2,5	0,4	1,1	0,1	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,2	0,1	0,4	0,1	3,1	2,5	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-2,6	-6,4	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-3,1	-0,5	2,7	28,9
EBIT	-2,9	-6,7	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-3,9	-0,8	25,2
Przychody finansowe	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Wynik przed opodatkowaniem	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-5,2	-3,6	-0,8	25,2
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	1,2	0,0	0,0
Zysk (strata netto)	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-4,8	-0,8	25,2

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 8. DataWalk; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2,7	-6,7	-8,2	-9,0	-11,7	-10,9	-0,4	-13,3	-7,5	-7,6	9,8
Zysk (strata) netto	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-4,8	-0,8	25,2
Amortyzacja	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,3	3,5	3,7
Zmiany w kapitale obrotowym	0,0	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-3,5	-5,8	-10,3	-19,1
Inne	0,0	0,0	-0,5	0,0	2,4	-0,1	4,7	-10,7	-0,3	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	0,0	-0,6	-3,6	-8,3	8,9	-7,3	-0,8	-33,2	-9,4	-9,6	-10,8
Wydatki inwestycyjne	0,0	-0,4	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-8,2	-9,4	-9,6	-10,8
Inne	0,0	-0,2	-2,5	-7,2	10,2	-3,9	4,1	-25,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	4,9	26,9	-0,1	11,8	0,0	25,0	65,9	-0,7	0,3	0,0	0,0
Wpływy netto z emisji akcji	4,9	27,0	0,0	11,9	0,0	25,1	65,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	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
Inne	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	0,3	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,1	19,6	-11,8	-5,5	-2,9	6,9	64,7	-47,2	-16,6	-17,2	-1,0

Źródło: Spółka, DM BOS 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 odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dane przypadku.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	45	27	4	9	0	2
Procenty	52%	31%	5%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	37	33	6	9	0	2
Procenty	43%	38%	7%	10%	0%	2%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odписы na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i 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 dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	5	0	1	0	2
Procenty	53%	29%	0%	6%	0%	12%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	4	1	1	0	2
Procenty	53%	24%	6%	6%	0%	12%

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	Nie później niż 05.09.2022	-30%	-14%	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	↓

* 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	Nie później niż 06.06.2023	141,48	-

* 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 3.0” 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: 7 czerwca 2022 r., godz. 7:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 7 czerwca 2022 r., godz. 7:40.

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.

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.

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 podstawowe i konsumenckie,
Ochrona zdrowia i biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

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

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, Dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
asystent analityka

Michał Zamel
asystent analityka

Copyright © 2022 by DM BOŚ S.A.

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