

30/2022/GPW (90) 20 września 2022

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

DataWalk

Podsumowanie inwestycyjne	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Rośnie liczba ujawnianych kontraktów	3
Wzrost lejka sprzedażowego	3
Wyniki finansowe za II kw. 2022	4
Podsumowanie 3 etapu rozwoju – wnioski z konferencji wynikowej.	4
Prognozy finansowe	5
Wycena i rekomendacje	5
Katalizatory	7
Czynniki ryzyka	7
Sprawozdania finansowe	8
Zastrzeżenia prawne	10

30/2022/GPW (90) 20 września 2022

Analitik: 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

Podsumowanie inwestycyjne

W II kw. 2022 r. spółka DataWalk osiągnęła przychody na poziomie 14,0 mln zł, co oznacza wzrost o 32% rdr. Osiągnięte przychody były o ponad 1 mln zł niższe od naszych wstępnych oczekiwań. Spółka poinformowała również, że tempo wzrostu sprzedaży w I poł. 2022 r. zostało ograniczone przez niewystarczające przeszkolenie i przepustowość zespołów odpowiedzialnych za procesy przedsprzedażowe i posprzedażowe. Jednocześnie Spółka zadeklarowała, że dopiero zaadresowanie tych ograniczeń pozwoli powrócić na docelową trajektorię wzrostu przychodów na poziomie ponad 70% rocznie.

Po I poł. 2022 r. dynamika przychodów DataWalk osiągnęła 29% rdr, podczas gdy w całym roku 2022 r. spodziewaliśmy się wzrostu na poziomie 72% rdr. Obecnie uważamy, że w obliczu zaistniałych ograniczeń w procesach przed- i posprzedażowych, osiągnięcie takiej dynamiki będzie dużym wyzwaniem (przychody w II poł. 2022 r. musiałyby wzrosnąć o ponad 100% rdr). Dlatego też obniżamy naszą prognozę przychodów Spółki o 13%, do 46,2 mln zł w 2022 r. (+50% rdr). Zakładamy również, że po zaadresowaniu tzw. „wąskich gardeł”, zgodnie z deklaracją zarządu, Spółka wróci do rocznych dynamik przychodów na poziomie ~70% rdr, począwszy od 2023 r.

Od wydania naszego ostatniego raportu w czerwcu 2022 roku DataWalk ujawniła osiem kontraktów, z czego pięć kontraktów to przedłużenia/rozszerzenia dotychczasowych umów (Ally Financial, PKN Orlen, Komenda Główna Policji, Departament Pracy i Obrony USA) oraz trzy kontrakty z nowymi klientami (Total Energies, Wydział Dochodzeń US Army oraz Polaris Wireless). Do dnia naszego raportu Spółka ujawniła 14 nowych umów w 2022 r., co oznacza wzrost o 75% w porównaniu do analogicznego okresu 2021 r. (8 nowych umów).

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 148,00 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 158,0 zł (↓)

Kapitalizacja: 156 mln USD
Bloomberg: DAT PW
Średni obrót dzienny: 0,06 mln USD
12M przedział kursowy: 124,00-259,00 zł
Free float: 74%

Skorygowane zyski

Skorygowany EBITIT wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego (106,2 mln zł w II kw. 2022 r.).

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	mln PLN	30,8	46,2	78,5	133,4
Zmiana r/r przychodów	%	96	50	70	70
EBITDA	mln PLN	-3,1	-114,3	-10,4	3,8
EBIT	mln PLN	-5,7	-117,7	-14,0	0,0
Skor. EBIT	mln PLN	-5,7	-11,5	-14,0	0,0
Zysk netto	mln PLN	-1,6	-81,7	-14,0	0,0
Zysk na akcję	PLN	-0,34	-15,92	-2,72	0,01
Dług netto	mln PLN	-51,0	-74,3	-39,6	-17,4
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	21,8	14,8	9,2	5,6
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	4,9	5,1	5,1	5,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Pozyskanie 38,3 mln zł w wyniku emisji akcji: 22 sierpnia 2022 r.
2. Publikacja wstępnych wyników za I półrocze 2022: 8 września 2022 r.
3. Publikacja finalnych wyników za I półrocze 2022: 14 września 2022 r.

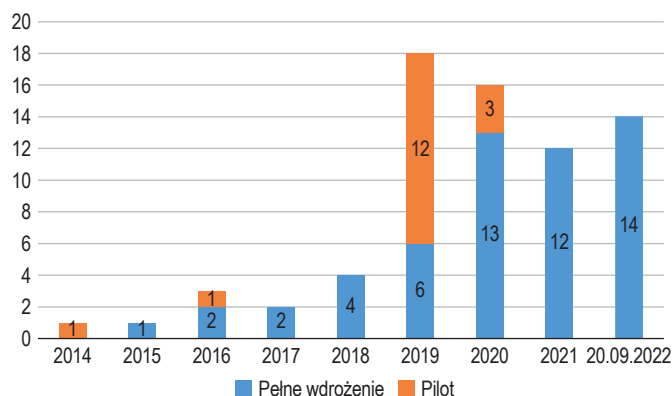
Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za III kwartał 2022: 22 listopada 2022 r.

Od czerwca br., kiedy wydaliśmy nasz ostatni raport, mediana mnożników EV/ Sprzedaż na lata 2022-2024 w grupie porównawczej obniżyła się średnio o 6%. W połączeniu ze spadkiem naszych prognoz przychodowych na lata 2022E-2024E o 13-16%, prowadzi to do spadku naszej wyceny docelowej w horyzoncie 12 miesięcy o 21% do 158 zł na akcję (poprzednio 201 zł na akcję).

W związku z faktem, że aktualny potencjał wzrostu kursu akcji Spółki szacujemy na niecałe 10%, obniżamy naszą długoterminową rekomendację fundamentalną dla Spółki do Trzymaj (z Kupuj). Jednocześnie utrzymujemy krótkoterminową rekomendację Neutralnie.

Wykres 1. Liczba podpisanych znaczących kontraktów w poszczególnych latach



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA.

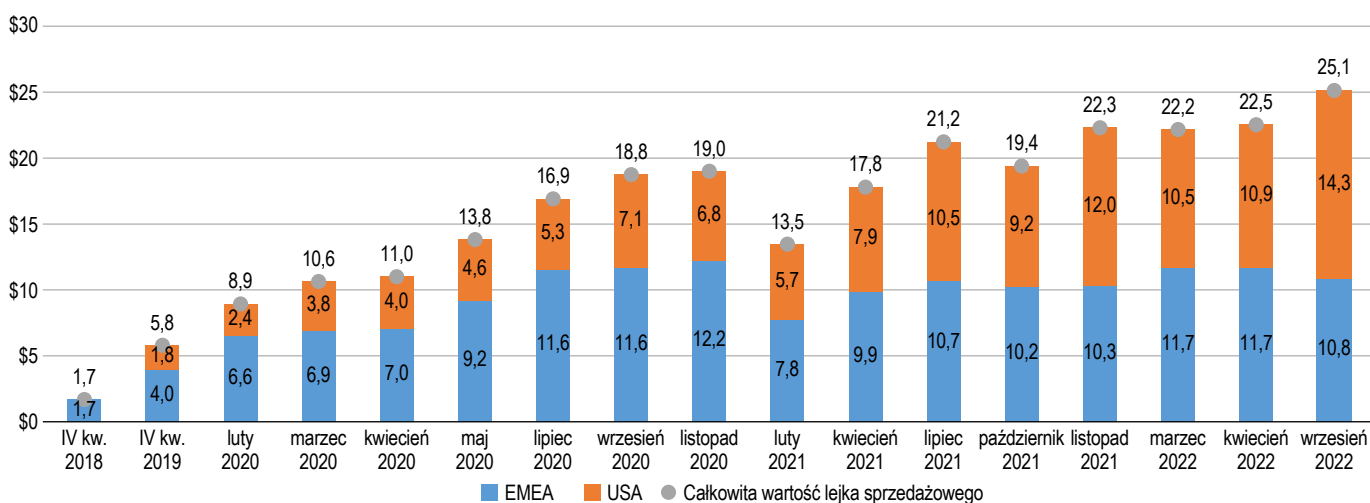
Rośnie liczba ujawnianych kontraktów

Od wydania naszego ostatniego raportu w czerwcu 2022 roku spółka ujawniła osiem kontraktów, z czego pięć kontraktów to przedłużenia/ rozszerzenia dotychczasowych umów (Ally Financial, PKN Orlen, Komenda Główna Policji, Departament Pracy i Obrony USA) oraz trzy kontrakty z nowym klientem (Total Energies, Wydział Dochodzeń US Army oraz Polaris Wireless). Do dnia naszego raportu Spółka ujawniła 14 nowych umów w 2022 r., co oznacza wzrost o 75% w porównaniu do analogicznego okresu 2021 r. (8 nowych umów).

Wzrost lejka sprzedażowego

Spółka poinformowała, że na dzień 14 września 2022 r. wartość lejka sprzedażowego wyniosła w sumie około 25,1 mln USD (w tym ok. 14,3 mln USD na rynku amerykańskim oraz 10,8 mln USD na pozostałych rynkach). Oznacza to wzrost lejka sprzedażowego o 12% w porównaniu do danych z kwietnia 2022 r. Wygląda na to, że po roku płaskich odczytów, wartość lejka sprzedażowego wraca do tendencji rosnącej, pomimo obserwowanych „wąskich gardeł” w zakresie obsługi przedsprzedażowej.

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wyniki finansowe za II kw. 2022

Przychody w I poł. 2022 r. wyniosły 18,2 mln zł (wzrost o 29% r/r), co implikuje 14,0 mln zł przychodów w II kw. 2022 r. (wzrost o 32% rdr). Z kolei implikowana strata operacyjna za II kw. 2022 r. wyniosła 106,2 mln zł. Wynik został obciążony niegotówkowym kosztem programu motywacyjnego w wysokości 106,2 mln zł. Skorygowany zysk operacyjny (oczyszczony o koszty programu motywacyjnego) w II kw. 2022 r. wyniósł 0 mln zł. Koszty operacyjne (skorygowane o koszt programu motywacyjnego) wyniosły 14,0 mln zł w II kw. 2022 r., co oznacza wzrost o 110% r/r oraz o 20% k/k. Przychody zaraportowane w II kw. były o ponad 1 mln zł (około 10%) niższe od naszych wstępnych oczekiwań.

Podsumowanie 3 etapu rozwoju – wnioski z konferencji wynikowej

W dn. 15.09.2022 Spółka zorganizowała konferencję po publikacji wyników za I poł. 2022 r. Poniżej zamieszczamy wnioski z konferencji:

- Jeden z klientów skrócił czas dochodzeń z tygodni do minut;
- Spółka osiągnęła konwersję klientów z lejka sprzedażowego na poziomie około 80%;
- Nie ma problemu z zainteresowaniem i pozyskaniem klientów – problemem jest ich obsługa przed- i posprzedażowa;
- Spółka musiała odmówić współpracy 50%/ 70% klientów w USA/ Europie ze względu na niedobór wykwalifikowanych pracowników w zakresie obsługi przed- i posprzedażowej;
- Wąskie gardła wpływały również negatywnie na tempo budowy lejka sprzedażowego (duże ograniczenie pre-sales); często trzeba te procesy spowalniać;
- Chris Westphal nie jest już członkiem zespołu, gdyż wypełnił swoje zadanie (budowa kompetencji analitycznych w zakresie współpracy z amerykańskimi agencjami rządowymi); Chris pozostaje znaczącym akcjonariuszem w Spółce;
- Wśród słabych stron DataWalk zarząd wymienia m.in. niedojrzałe procesy inżynierii systemowej oraz późne rozpoczęcie prac nad wdrażaniem SAAS;
- Wg jednego z klientów DataWalk pozwala osiągnąć 93% trafności w wykrywaniu defraudacji w porównaniu do 20-30% standardu rynkowego;

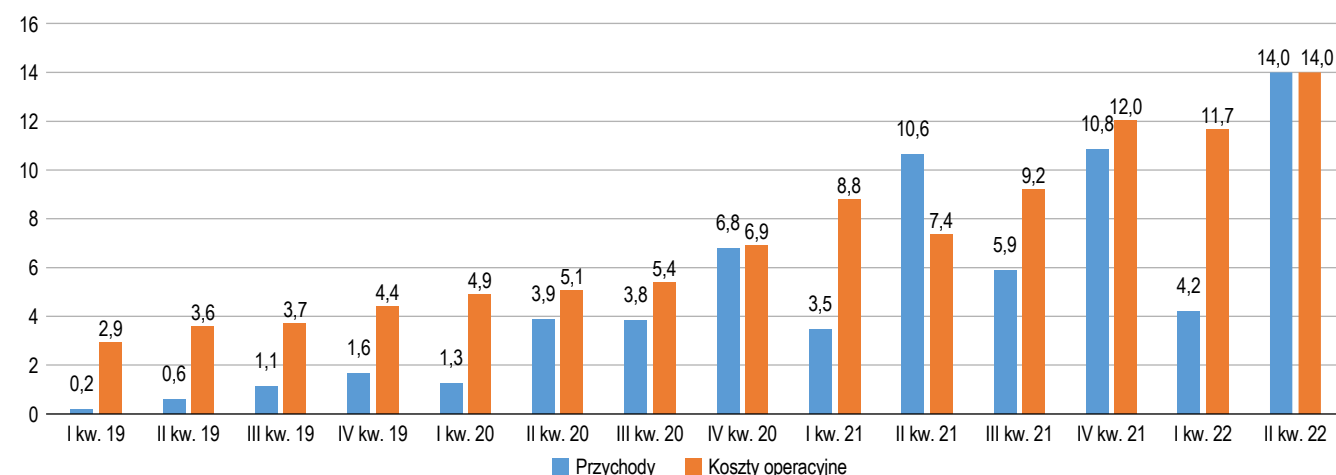
Tabela 1. DataWalk; Wyniki za II kw. 2022

(mln zł)	II kw. 2022	II kw. 2021	I kw. 2022	zmiana r/r	zmiana k/k	I-II kw. 2022	I-II kw. 2021	zmiana r/r
Przychody	14,0	10,6	4,2	32%	234%	18,2	14,1	29%
Skorygowane koszty operacyjne	-14,0	-6,6	-11,6	110%	20%	-25,7	-15,5	66%
EBIT	-106,2	4,0	-7,4	-	-	-113,7	-1,4	-
Skorygowany EBIT	0,0	4,0	-7,4	-	-	-7,5	-1,4	-
Zysk netto	-70,5	3,7	-7,3	-	-	-77,7	-6,3	-

Skorygowany EBIT i koszty operacyjne wyłączają wpływ kosztów programu motywacyjnego (106,2 mln zł w II kw. 2022 r.)

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

- Planowany jest wzrost cennika o 10%+ od stycznia 2023 r. po wzroście o około 7% w styczniu 2022 r.;
- Do kluczowych celów IV etapu rozwoju zarząd zaliczył: (i) pozyskanie 100+ nowych klientów, (ii) rozbudowę modelu partnerskiego sprzedaży oraz modelu SAAS (3 lata od dziś), (iii) wzrost przychodów na poziomie 70%+;
- Pełne finansowanie etapu IV (emisja akcji) nastąpi na przełomie 2023/2024.

Prognozy finansowe

Po I poł. 2022 r. dynamika przychodów DataWalk osiągnęła 29% rdr, podczas gdy w całym roku 2022 r. spodziewaliśmy się wzrostu na poziomie 72% rdr. Obecnie uważamy, że w obliczu zaistniałych ograniczeń w procesach przed- i posprzedażowych (niedostateczne wyszkolenie i liczebność zespołów), osiągnięcie takiej dynamiki będzie dużym wyzwaniem (przychody w II poł. 2022 r. musiałyby wzrosnąć o ponad 100% rdr). Dlatego też obniżamy naszą prognozę przychodów Spółki o 13%, do 46,2 mln zł w 2022 r. (+50% rdr). Zakładamy również, że po zaadresowaniu tzw.

„wąskich gardeł”, zgodnie z deklaracją zarządu, Spółka wróci do rocznych dynamik przychodów na poziomie ~70% rdr, począwszy od 2023 r.

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 czerwca br., kiedy wydaliśmy nasz ostatni raport, mediana mnożników EV/ Sprzedaż na lata 2022-2024 w grupie porównawczej obniżyła się średnio o 6%. W połączeniu ze spadkiem naszych prognoz przychodowych dla Spółki na lata 2022E-2024E o 13-16%, prowadzi to do obniżenia naszej wyceny docelowej w horyzoncie 12 miesięcy o 21% do 158 zł na akcję (poprzednio 201 zł na akcję).

W związku z tym, że aktualny potencjał wzrostu kursu akcji Spółki szacujemy na niecałe 10%, obniżamy naszą długoterminową rekomendację fundamentalną dla Spółki do Trzymaj (z Kupuj). Jednocześnie utrzymujemy krótkoterminową rekomendację Neutralnie.

Tabela 2. DataWalk; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2022P			2023P			2024P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	46,2	53,0	-13%	78,5	91,5	-14%	133,4	158,4	-16%
EBITDA	-114,3	-0,5	b.z.	-10,4	2,7	-486%	3,8	28,9	-87%
EBIT	-117,7	-3,9	b.z.	-14,0	-0,8	b.z.	0,0	25,2	-100%
Skor. EBIT	-11,5	-3,9	197%	-14,0	-0,8	b.z.	0,0	25,2	-100%
Zysk netto	-81,7	-4,8	b.z.	-14,0	-0,8	b.z.	0,0	25,2	-100%
Dług netto	-74,3	-34,4	116%	-39,6	-17,2	130%	-17,4	-16,2	7%

Skorygowany EBIT wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego (106,2 mln zł w II kw. 2022 r.)

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Tabela 3. DataWalk; Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Marża EBITDA 2021	Dynamika sprzedaży (%)				Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
			2021	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
PALANTIR	16 224	30%	40%	24%	26%	24%	7,3	5,5	4,2
SPLUNK	14 891	ujemna	-8%	18%	33%	19%	6,4	4,2	3,6
DYNATRACE	10 660	31%	28%	32%	23%	23%	11,3	8,9	7,0
ELASTIC	7 931	ujemna	38%	45%	27%	30%	n.d.	8,1	6,2
DATADOG	29 683	16%	65%	64%	37%	40%	17,7	12,7	8,8
OKTA	9 357	3%	40%	55%	43%	28%	7,5	5,6	4,3
CROWDSTRIKE	40 933	11%	78%	67%	56%	37%	27,8	17,5	12,4
MONGODB	15 208	ujemna	37%	48%	42%	28%	17,5	12,0	9,4
ZSCALER	24 973	15%	54%	63%	39%	31%	22,5	15,9	11,9
DOCUSIGN	11 340	14%	47%	46%	19%	11%	5,5	4,6	4,0
CLOUDFLARE	20 041	9%	50%	50%	36%	37%	20,8	15,3	11,3
TWILIO	13 919	9%	57%	39%	27%	29%	3,4	2,7	2,2
SNOWFLAKE	60 064	ujemna	119%	108%	69%	6%	48,1	31,5	20,9
Mediana			47%	48%	36%	28%	14,4	8,9	7,0
Minimum			-8%	18%	19%	6%	3,4	2,7	2,2
Maksimum			119%	108%	69%	40%	48,1	31,5	20,9
DataWalk			96%	50%	70%	70%	14,8	9,2	5,6
DataWalk – premia (dyskonto) wobec mediany spółek porównywalnych			105%	5%	92%	146%	3%	2%	-20%
Implikowana wartość akcji dla mediany wskaźników (zł)							144,1	144,6	184,9
Średnia implikowana wartość akcji (zł)								158,0	
Cena bieżąca (zł)								148,0	
Premia (dyskonto)								-6%	

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. 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	9,0	40%	0,23	7,3	24%	0,30	5,5	26%	0,21	4,2	24%	0,17
SPLUNK	7,1	-8%	-0,85	6,4	18%	0,36	4,2	33%	0,13	3,6	19%	0,19
DYNATRACE	15,4	28%	0,55	11,3	32%	0,35	8,9	23%	0,40	7,0	23%	0,31
ELASTIC	12,7	38%	0,34	n.a.	45%	n.a.	8,1	27%	0,30	6,2	30%	0,21
DATADOG	30,6	65%	0,47	17,7	64%	0,28	12,7	37%	0,34	8,8	40%	0,22
OKTA	10,4	40%	0,26	7,5	55%	0,13	5,6	43%	0,13	4,3	28%	0,15
CROWDSTRIKE	48,2	78%	0,62	27,8	67%	0,42	17,5	56%	0,31	12,4	37%	0,33
MONGODB	25,7	37%	0,70	17,5	48%	0,37	12,0	42%	0,28	9,4	28%	0,33
ZSCALER	36,7	54%	0,68	22,5	63%	0,36	15,9	39%	0,41	11,9	31%	0,38
DOCUSIGN	8,0	47%	0,17	5,5	46%	0,12	4,6	19%	0,25	4,0	11%	0,38
CLOUDFLARE	30,0	50%	0,60	20,8	50%	0,42	15,3	36%	0,42	11,3	37%	0,31
TWILIO	4,3	57%	0,08	3,4	39%	0,09	2,7	27%	0,10	2,2	29%	0,08
SNOWFLAKE	96,9	119%	0,81	48,1	108%	0,44	31,5	69%	0,46	20,9	6%	3,28
Średnia	25,8	50%	0,36	16,3	51%	0,30	11,1	37%	0,29	8,2	26%	0,49
Mediana	15,4	47%	0,5	14,4	48%	0,4	8,9	36%	0,3	7,0	28%	0,3
DataWalk	23,0	96%	0,24	14,8	50%	0,30	9,2	70%	0,13	5,6	70%	0,08
premia (dyskonto) do mediany	50%	105%	-49%	3%	5%	-16%	2%	92%	-56%	-20%	146%	-74%

* kalkulowany jako iloraz Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż oraz dynamiki sprzedaży

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Katalizatory

1. Dynamiczny rozwój segmentu analizy sieci powiązań.
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

Tabela 5. 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	93,5	69,2	64,6
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	14,8	25,2	42,9
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	75,0	40,3	18,1
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	123,4	105,1	107,6
Kapitały własne	3,3	23,7	16,2	18,9	8,0	21,0	79,8	78,5	105,0	91,1	91,1
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	17,6	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	9,8	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	123,4	105,1	107,6

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA
Tabela 6. 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	46,2	78,5	133,4
Koszty operacyjne razem:	3,5	7,8	9,3	10,8	12,8	14,6	22,3	37,4	164,0	92,4	133,4
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	0,9	1,0
Usługi obce	1,4	4,5	5,8	6,1	6,3	6,4	8,7	14,6	21,7	35,7	52,5
Świadczenia pracownicze	1,1	1,8	2,7	3,8	4,9	6,6	11,2	18,9	136,2	50,3	74,0
Inne koszty operacyjne	0,6	0,9	0,4	0,6	1,3	0,8	0,9	1,2	1,8	1,9	2,0
Wynik brutto ze sprzedaży	-2,9	-6,7	-7,5	-9,1	-11,1	-11,1	-6,5	-6,6	-117,8	-14,0	0,0
Pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	2,5	0,4	1,1	0,2	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	-114,3	-10,4	3,8
EBIT	-2,9	-6,7	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-117,7	-14,0	0,0
Przychody finansowe	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	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	-117,5	-14,0	0,0
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	-35,7	0,0	0,0
Zysk (strata netto)	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-81,7	-14,0	0,0

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 7. 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	-5,8	-25,1	-11,4
Zysk (strata) netto	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-81,7	-14,0	0,0
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	2,8	-14,7	-15,2
Inne	0,0	0,0	-0,5	0,0	2,4	-0,1	4,7	-10,7	69,8	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	38,5	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	38,3	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	0,2	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,1	19,6	-11,8	-5,5	-2,9	6,9	64,7	-47,2	23,3	-34,7	-22,2

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 zysku netto – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	43	30	4	9	0	2
Procenty	49%	34%	5%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	29	10	9	0	2
Procenty	43%	33%	11%	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 dostarczała 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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	3	2	1	0	2
Procenty	53%	18%	12%	6%	0%	12%

Rekomendacje fundamentalne

Analitik	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	Nie później niż 20.09.2023	-	-	148,00	158,00 ↓

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

Rekomendacje relatywne

Analitik	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	22%
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	-

* 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: 21 września 2022 r., godz. 7:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 21 września 2022 r., godz. 7:35.

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 & 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
Informacja: (+48) 0 801 104 104