

**13/2023/GPW (38)** 1 maja 2023

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
Pięć miesięcy bez nowych kontraktów .....	3
Dynamiczny wzrost wartości lejka sprzedażowego .....	3
Wyniki finansowe za IV kw. 2022 .....	4
Prognozy finansowe .....	4
Wycena i rekomendacje .....	5
Katalizatory .....	6
Czynniki ryzyka .....	6
Sprawozdania finansowe .....	7
Zastrzeżenia prawne .....	9

**13/2023/GPW (38)** 1 maja 2023

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

**Analityk:** Tomasz Rodak, CFA

# DataWalk

**Sektor:** IT – oprogramowanie i usługi  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 72,10 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 73,0 zł (↓)

**Kapitalizacja:** 89 mln USD  
**Bloomberg:** DAT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,17 mln USD  
**12M przedział kursowy:** 56,49-182,98 zł  
**Free float:** 77%

## Podsumowanie inwestycyjne

Dynamika wzrostu przychodów DataWalk w całym roku 2022 była mocno rozczarowująca (+8% r/r), podczas gdy model biznesowy Spółki zakłada wzrosty o około 70% w każdym roku. Co więcej, w samym IV kw. 2022 przychody spadły o 31% r/r, podczas gdy my oczekiwaliśmy przynajmniej utrzymania przychodów z poprzedniego roku.

Od wydania naszego ostatniego raportu w grudniu 2022 roku spółka nie ujawniła ani jednej informacji o podpisaniu nowego kontraktu. Jest to najgorszy początek roku pod względem ujawnionych kontraktów od 2016 roku. Nowe kontrakty są głównym źródłem przychodów w okresach ich ujawnienia, dlatego też obawiamy się, że przychody za I kwartał 2023 r. mogą charakteryzować się spadkową dynamiką rok-do-roku. Jednocześnie w samym II kwartale 2023, Spółce pozostało 2 miesiące, aby podpisać kilka znaczących kontraktów, które mogłyby przyczynić się do poprawy relatywnie wysokich przychodów z II kwartału 2022.

W trakcie ostatniej konferencji wynikowej zarząd ujawnił kilka optymistycznych informacji. Bardzo pozytywnie odbieramy fakt, że wdrożenie 6-7 starych projektów ma zostać ukończonych w marcu-kwietniu tego roku, co oznacza, że inżynierowie będą mogli zająć się wdrażaniem nowych projektów i pilotów. Ponadto spółka skróciła średni czas realizacji nowego projektu o około 40% dzięki zatrudnieniu trzech dodatkowych architektów systemowych. Podoba nam się też mocno rosnący lejek sprzedażowy oraz deklaracja o nawet 50-procentowym wzroście przychodów w 2023 r. Niemniej, zważywszy na zeszłoroczne problemy w skalowaniu biznesu oraz przedłużający się okres bez informacji o nowym kontrakcie, podchodzimy do tych deklaracji z rezerwą i zakładamy jedynie 20% wzrost przychodów w bieżącym roku.

## Skorygowane zyski

Skorygowany EBIT wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego oraz odpisy.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	mln PLN	33,4	40,0	60,0	102,1
Zmiana r/r przychodów	%	8	20	50	70
EBITDA	mln PLN	-126,4	-13,9	-15,1	12,4
EBIT	mln PLN	-129,5	-18,1	-19,4	7,8
Skor. EBIT	mln PLN	-26,3	-18,1	-19,4	7,8
Zysk netto	mln PLN	-116,7	-18,1	-19,4	7,8
Zysk na akcję	PLN	-22,74	-3,53	-3,79	1,52
Dług netto	mln PLN	-57,1	-30,1	1,6	14,5
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	9,4	8,5	6,2	3,8
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	5,1	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 rok 2022: 29 marca 2023 r.
3. Publikacja finalnych wyników za rok 2022: 13 kwietnia 2023 r.

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za I kwartał 2023: 18 maja 2023 r.
2. Publikacja wyników za II kwartał 2023: 6 września 2023 r.
3. Publikacja wyników za III kwartał 2023: 15 listopada 2023 r.

W efekcie obniżamy naszą prognozę przychodów Spółki o 33%, do 40,0 mln zł w 2023 r. (+20% rdr). Zakładamy również, że po zaadresowaniu tzw. „wąskich gardeł”, Spółka stopniowo wróci do rocznych dynamik przychodów na poziomie ~70% rdr, począwszy od 2025 r. W naszym modelu zakładamy obecnie wzrosty przychodów na poziomie 20%/50%/70% w latach 2023/2024/2025.

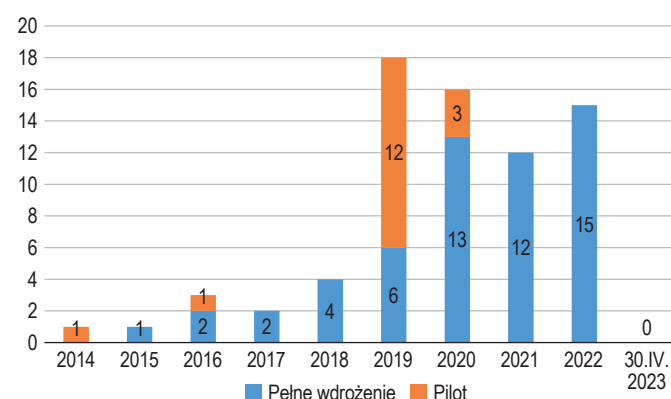
Od grudnia ubiegłego roku, kiedy wydaliśmy nasz ostatni raport, mediana mnożników EV/ Sprzedaż na lata 2023-2024 w grupie porównawczej obniżyła się średnio o 10%. W połączeniu ze spadkiem naszych prognoz przychodowych na lata 2023E-2025E o 22%-33%, prowadzi to do spadku naszej wyceny docelowej w horyzoncie 12 miesięcy o 32% do 73 zł na akcję (poprzednio 107 zł na akcję).

W związku z tym, że nasza obecna wycena jest zbliżona do aktualnej ceny giełdowej utrzymujemy nasze rekomendacje dla spółki: Kupuj i Neutralnie.

### Pięć miesięcy bez nowych kontraktów

W całym 2022 r. Spółka podpisała 15 kontraktów, co oznacza wzrost o 25% r/r. Niemniej od wydania naszego ostatniego raportu z początku grudnia 2022 roku Spółka nie ujawniła ani jednej informacji o podpisaniu nowego kontraktu. Jest to najgorszy początek roku pod względem ujawnionych kontraktów od 2016 roku.

**Wykres 1.** Liczba podpisanych znaczących kontraktów w poszczególnych latach

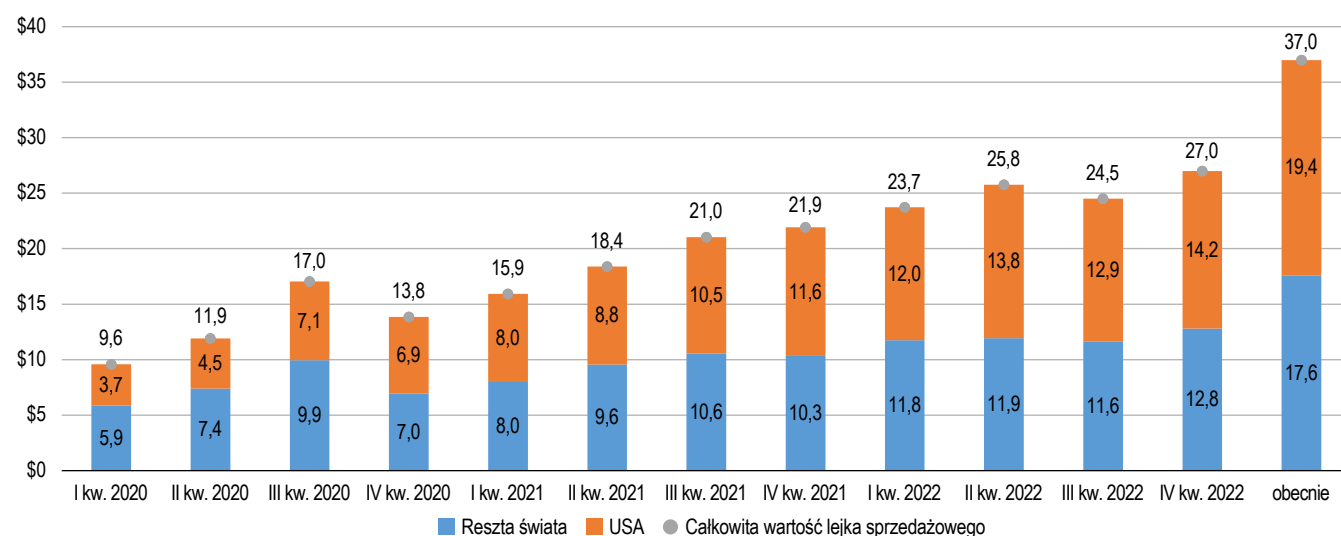


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA.

### Dynamiczny wzrost wartości lejka sprzedażowego

W raporcie rocznym Spółka poinformowała, że na dzień raportu całkowita wartość lejka sprzedażowego wyniosła 37 mln USD. Oznacza to rekordowy poziom lejka sprzedażowego oraz jego wzrost o 37% w porównaniu z końcem 2022 r. Zwracamy uwagę, że wysoki poziom lejka, może być częściowo związany z niskimi bieżącymi przychodami (spółka nie realizuje kontraktów, które opuściłyby lejek). Niemniej tak wysoka dynamika wzrostu lejka nie może być wyjaśniona jedynie tym negatywnym czynnikiem. W naszej opinii wzrost lejka potwierdza wysokie zainteresowaniem oferowanym przez DataWalk produktem, a także daje nadzieję na wzrost przychodów w II połowie tego roku (zakładamy obecnie wzrost przychodów o ponad 60% r/r w II poł. 2023 po lekko spadkowej I połowie).

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wyniki finansowe za IV kw. 2022**

Przychody w okresie I-IV kw. 2022 r. wyniosły 33,4 mln zł (wzrost o 8% r/r), co implikuje 7,5 mln zł przychodów w IV kw. 2022 r. (spadek o 31% rdr). Z kolei implikowana skorygowana strata operacyjna za IV kw. 2022 r. wyniosła -6,3 mln zł. Skorygowane koszty operacyjne wyniosły 13,8 mln zł w IV kw. 2022 r., co oznacza wzrost o 22% r/r oraz spadek o 4% k/k. Spółka dokonała również odpisu aktualizującego wartość aktywów niematerialnych związanych z tworzeniem i rozwijaniem platformy DataWalk w kwocie 5,2 mln zł.

**Prognozy finansowe**

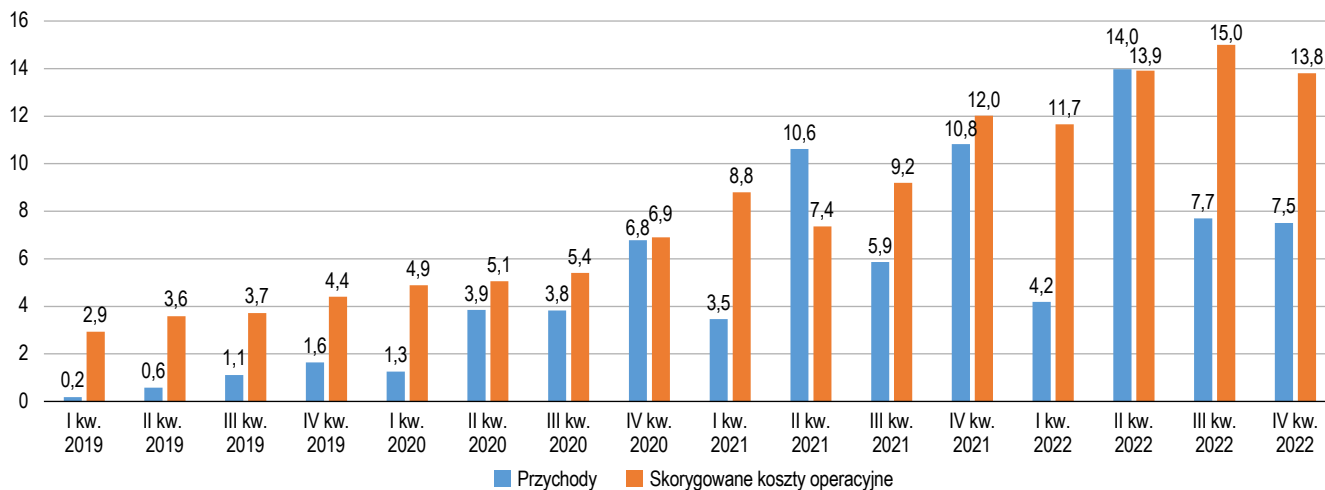
W roku bieżącym Spółka nie ujawniła ani jednej informacji o podpisaniu nowego kontraktu. Nowe kontrakty są głównym źródłem przychodów w okresach ich ujawnienia, dlatego też obawiamy się, że przychody za I kwartał mogą charakteryzować się spadkową dynamiką rok-do-roku. Jednocześnie w samym II kwartale 2023 r. Spółce pozostało 2 miesiące, aby podpisać kilka znaczących kontraktów, które mogłyby przyczynić się do poprawy relatywnie wysokich przychodów z II kwartału 2021.

**Tabela 1. DataWalk; Finalne wyniki za IV kw. 2022 w porównaniu do wyników wstępnych**

(mln PLN)	IV kw. 2022 (finalne wyniki)	IV kw. 2022 (wstępne wyniki)	IV kw. 2021	III kw. 2022	zmiana r/r	zmiana k/k	I-IV kw. 2022	I-IV kw. 2021	zmiana r/r
Przychody	7,5	7,5	10,8	7,7	-31%	-2%	33,4	30,8	8%
Skorygowane koszty operacyjne	-13,8	-14,5	-11,9	-15	22%	-4%	-60,3	-36,4	65%
Zysk operacyjny	-11,5	-12,2	-1,1	-4,4	b.z.	b.z.	-129,5	-5,7	b.z.
Skorygowany zysk operacyjny	-6,3	-7	-1,1	-7,3	b.z.	b.z.	-27	-5,7	b.z.
Zysk netto	-18,8	-	2,6	-20,2	b.z.	b.z.	-116,7	-6,3	b.z.

Skorygowane koszty operacyjne i EBIT wyłącza koszt programu motywacyjnego oraz odpis na pracach rozwojowych

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Tabela 2. DataWalk; Zmiany prognoz DM BOŚ**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	40,0	60,1	-33%	60,0	90,1	-33%	102,1	130,6	-22%
EBITDA	-13,9	-28,7	-51%	-15,1	-39,4	-62%	12,4	-43,3	-129%
EBIT	-18,1	-32,1	-43%	-19,4	-42,9	-55%	7,8	-47,1	-117%
Skor. EBIT	-18,1	-32,1	-43%	-19,4	-42,9	-55%	7,8	-47,1	-117%
Zysk netto	-18,1	-32,1	-43%	-19,4	-42,9	-55%	7,8	-47,1	-117%
Dług netto	-30,1	-19,0	58%	1,6	38,2	-96%	14,5	103,7	-86%

Skorygowany EBIT wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego oraz odpisy na prace rozwojowe

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Z powodu rozczarowujących wyników z końcówki ubiegłego roku oraz wydłużającego się okresu bez nowych kontraktów, obniżamy naszą prognozę przychodów Spółki o 33%, do 40,0 mln zł w 2023 r. (+20% rdr). Zakładamy również, że po zaadresowaniu tzw. „wąskich gardeł”, Spółka stopniowo wróci do rocznych dynamik przychodów na poziomie ~70% rdr, począwszy od 2025 r. W naszym modelu zakładamy obecnie wzrosty przychodów na poziomie 20%/50%/70% w latach 2023/2024/2025.

W trakcie ostatniej konferencji zarząd poinformował, że poziom kosztów zanotowany w IV kw. 2022 powinien się utrzymać w kolejnych kwartałach 2023 r. Oznacza to w naszej opinii, że Spółka uruchomiła większą dyscyplinę kosztową ze względu na niższą wartość generowanych przychodów. W konsekwencji obniżamy również nasze prognozy dotyczące kosztów operacyjnych Spółki. W naszej opinii kolejna runda finansowa powinna się odbyć w I poł. 2024 roku.

## 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 ubiegłego roku, kiedy wydaliśmy nasz ostatni raport, mediana mnożników EV/ Sprzedaż na lata 2023-2024 w grupie porównawczej obniżyła się średnio o 10%. W połączeniu ze spadkiem naszych prognoz przychodowych na lata 2023E-2025E o 22%-33%, prowadzi to do spadku naszej wyceny docelowej w horyzoncie 12 miesięcy o 32% do 73 zł na akcję (poprzednio 107 zł na akcję).

W związku z tym, że nasza obecna wycena jest zbliżona do aktualnej ceny giełdowej utrzymujemy nasze rekomendacje dla spółki: Kupuj i Neutralnie.

Tabela 3. DataWalk; Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Dynamika sprzedaży (%)				Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
		2022	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PALANTIR	16 414	16%	20%	20%	6,2	5,0	3,9	4,2
SPLUNK	14 273	36%	12%	13%	4,0	3,7	3,3	3,6
DYNATRACE	12 221	24%	19%	20%	10,2	8,4	7,0	7,0
ELASTIC	5 524	25%	17%	19%	6,0	5,2	4,4	6,2
DATADOG	21 687	26%	28%	34%	9,9	7,5	5,5	8,8
OKTA	11 053	44%	18%	18%	5,9	4,8	4,0	4,3
CROWDSTRIKE	28 315	56%	34%	29%	13,4	8,6	7,6	12,4
MONGODB	16 806	48%	20%	21%	12,8	10,6	8,7	9,4
ZSCALER	13 075	45%	28%	26%	7,8	5,9	4,4	11,9
DOCUSIGN	10 003	20%	8%	8%	3,9	3,6	3,4	4,0
CLOUDFLARE	15 616	32%	32%	33%	12,1	9,2	7,1	11,3
TWILIO	9 729	13%	16%	18%	2,0	1,7	1,5	2,2
SNOWFLAKE	48 126	70%	3%	n.a.	25,4	17,6	13,7	20,9
<b>Mediana</b>		<b>48%</b>	<b>32%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>7,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4,4</b>
Minimum		18%	13%	3%	8%	2,0	1,7	1,5
Maksimum		108%	70%	34%	34%	25,4	17,6	13,7
<b>DataWalk</b>		<b>8%</b>	<b>20%</b>	<b>50%</b>	<b>70%</b>	<b>8,5</b>	<b>6,2</b>	<b>3,8</b>
DataWalk – premia (dyskonto) wobec mediany spółek porównywalnych		-82%	-37%	163%	254%	9%	5%	-15%
Implikowana wartość akcji dla mediany wskaźników (zł)						66,6	68,4	85,3
<b>Średnia implikowana wartość akcji (zł)</b>							<b>73,0</b>	
Cena bieżąca (zł)							72,1	
Premia (dyskonto)							-2%	

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	2022			2023P			2024P			2025P		
	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	7,4	25%	0,30	6,2	16%	0,39	5,0	20%	0,25	3,9	20%	0,20
SPLUNK	6,2	18%	0,35	4,0	36%	0,11	3,7	12%	0,31	3,3	13%	0,25
DYNATRACE	13,0	32%	0,40	10,2	24%	0,42	8,4	19%	0,44	7,0	20%	0,36
ELASTIC	n.a.	45%	n.a.	6,0	25%	0,24	5,2	17%	0,30	4,4	19%	0,23
DATADOG	12,9	66%	0,19	9,9	26%	0,38	7,5	28%	0,27	5,5	34%	0,16
OKTA	8,8	55%	0,16	5,9	44%	0,13	4,8	18%	0,27	4,0	18%	0,22
CROWDSTRIKE	18,9	67%	0,28	13,4	56%	0,24	8,6	34%	0,25	7,6	29%	0,26
MONGODB	19,4	48%	0,41	12,8	48%	0,26	10,6	20%	0,52	8,7	21%	0,41
ZSCALER	11,4	63%	0,18	7,8	45%	0,17	5,9	28%	0,21	4,4	26%	0,17
DOCUSIGN	4,9	46%	0,11	3,9	20%	0,20	3,6	8%	0,44	3,4	8%	0,44
CLOUDFLARE	16,5	51%	0,33	12,1	32%	0,38	9,2	32%	0,29	7,1	33%	0,22
TWILIO	2,4	37%	0,06	2,0	13%	0,16	1,7	16%	0,11	1,5	18%	0,08
SNOWFLAKE	38,2	108%	0,35	25,4	70%	0,36	17,6	3%	5,64	13,7	n.a.	n.a.
Średnia	13,3	51%	0,26	9,2	35%	0,27	7,1	20%	0,72	5,7	22%	0,25
Mediana	12,2	48%	0,3	7,8	32%	0,2	5,9	19%	0,3	4,4	20%	0,2
DataWalk	9,4	8%	1,12	8,5	20%	0,42	6,2	50%	0,12	3,8	70%	0,05
premia (dyskonto) do mediany	-23%	-82%	285%	9%	-37%	74%	5%	163%	-57%	-15%	254%	-76%

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

### Katalizatory

1. Dynamiczny rozwój segmentu analizy sieci powiązań
2. Wysoka dynamika przychodów spodziewana w nadchodzących latach
3. Spodziewany 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. Problemy operacyjne związane ze skalowaniem przychodów w ostatnich okresach
2. Wolniejszy niż oczekiwany wzrost przychodów w kolejnych latach
3. Szybsze niż oczekiwane spalanie gotówki bez spodziewanego wzrostu przychodów
4. Ryzyko braku dostępu do finansowania i płynności
5. Długi cykl sprzedażowy
6. Wczesny etap rozwoju spółki
7. Negatywny sentyment wobec spółek wzrostowych



## Sprawozdania finansowe

**Tabela 5. DataWalk; Bilans**

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	0,7	0,9	1,7	2,9	4,1	6,6	11,3	23,8	37,5	43,5	50,6	58,7
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5	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	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa niematerialne	0,6	0,7	1,5	2,6	3,8	5,5	9,4	15,5	19,5	25,5	32,5	40,5
Aktywa z tytułu prawa użytkowania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,8	16,3	16,3	16,3	16,3
Aktywa obrotowe	3,2	23,7	15,5	17,8	5,2	17,3	79,9	65,2	73,1	47,8	22,6	23,2
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	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	11,1	12,9	19,3	32,8
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	0,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty*	2,3	22,0	10,7	5,1	2,2	9,1	73,8	51,7	57,6	30,6	-1,0	-13,9
Aktywa finansowe	0,0	0,2	2,6	10,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,1	0,5	0,2	0,7	3,6	4,2	4,2	4,2	4,2
Aktywa razem	3,9	24,5	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	110,6	91,4	73,2	81,9
Kapitały własne	3,3	23,7	16,2	18,9	8,0	21,0	79,8	78,5	29,4	11,3	-8,2	-0,4
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	2,0	0,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Zobowiązania krótkoterminowe	0,5	0,7	1,0	1,7	1,3	2,7	9,5	9,9	11,4	10,4	11,7	12,5
Kredyty i inne zobowiązania finansowe	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,2	0,4	0,6	1,2	0,6	0,8	1,5	2,1	4,6	3,5	4,8	5,7
Inne zobowiązania	0,2	0,2	0,4	0,5	0,7	1,1	2,8	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	4,6	4,3	3,7	3,7	3,7	3,7
Pasywa razem	3,9	24,5	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	110,6	91,4	73,2	81,9

\* Zakładamy, że w 2024 r. Spółka będzie musiała przeprowadzić kolejną rundę finansowania, co do której nie czynimy założeń w naszym modelu – stąd ujemne środki pieniężne w latach 2024-2025

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Tabela 6. DataWalk; Rachunek zysków i strat**

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	0,6	1,1	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	30,8	33,4	40,0	60,0	102,1
Koszty operacyjne razem:	3,5	7,8	9,3	10,8	12,8	14,6	22,3	37,4	157,4	58,2	79,5	94,2
Amortyzacja	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	4,2	4,4	4,6
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,6	0,4	0,5	0,5
Usługi obce	1,4	4,5	5,8	6,1	6,3	6,4	8,7	14,6	26,9	31,4	29,9	35,9
Świadczenia pracownicze	1,1	1,8	2,7	3,8	4,9	6,6	11,2	18,9	124,5	19,7	42,1	50,5
Inne koszty operacyjne	0,6	0,9	0,4	0,6	1,3	0,8	0,9	1,2	2,3	2,5	2,6	2,8
Wynik brutto ze sprzedaży	-2,9	-6,7	-7,5	-9,1	-11,1	-11,1	-6,5	-6,6	-124,1	-18,1	-19,4	7,8
Pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	2,5	0,4	1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,2	0,1	0,4	0,1	3,1	2,5	0,1	0,2	5,8	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-2,6	-6,4	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-3,1	-126,4	-13,9	-15,1	12,4
EBIT	-2,9	-6,7	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-129,5	-18,1	-19,4	7,8
Przychody finansowe	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	1,3	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	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	-128,2	-18,1	-19,4	7,8
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	-11,5	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-18,1	-19,4	7,8

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Tabela 7. DataWalk; Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2,7	-6,7	-8,2	-9,0	-11,7	-10,9	-0,4	-13,3	-20,1	-16,8	-20,2	-0,2
Zysk (strata) netto	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-18,1	-19,4	7,8
Amortyzacja	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	4,2	4,4	4,6
Zmiany w kapitale obrotowym	0,0	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-3,5	0,2	-2,8	-5,2	-12,6
Inne	0,0	0,0	-0,5	0,0	2,4	-0,1	4,7	-10,7	93,3	0,0	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	-41,5	-10,2	-11,4	-12,6
Wydatki inwestycyjne	0,0	-0,4	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-8,2	-11,4	-10,2	-11,4	-12,6
Inne	0,0	-0,2	-2,5	-7,2	10,2	-3,9	4,1	-25,0	-30,1	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	37,4	0,0	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	38,1	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	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,1	19,6	-11,8	-5,5	-2,9	6,9	64,7	-47,2	-24,2	-27,0	-31,6	-12,9

*Źródło: Spółka, DM BOŚ SA*



## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

**Marża brutto na sprzedaży** – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża 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	40	32	7	9	0	2
Procenty	44%	36%	8%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	34	32	13	9	0	2
Procenty	38%	36%	14%	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 rozwiązaniymi 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	6	6	1	1	0	2
Procenty	38%	38%	6%	6%	0%	13%

### 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	6	3	4	1	0	2
Procenty	38%	19%	25%	6%	0%	13%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
<b>DataWalk</b>										
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	-51%	-62%	148,00	158,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	137,02	158,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	111,40	158,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	-	-	108,60	107,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	108,60	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	90,11	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	78,00	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	69,99	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	60,00	107,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.05.2023	02.05.2023	-	-	-	72,10	73,00 ↓

\* 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
<b>DataWalk</b>							
Tomasz Rodak	Przeważaj	-	05.09.2021	-	06.09.2021	06.06.2022	-14%
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↓	06.06.2022	-	07.06.2022	Nie później niż 06.06.2023	-53%
Tomasz Rodak	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	20.09.2022	21.09.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.05.2023	02.05.2023	-	-

\* 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: 2 maja 2023 r., godz. 7:40.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 maja 2023 r., godz. 7:50.

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](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylvia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumpcyjne,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja,  
dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2023 by DM BOŚ S.A.

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