

53/2023/GPW (119) 8 grudnia 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Cloud Technologies

Najważniejsze zagadnienia	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Katalizatory	6
Czynniki ryzyka	6
Zastrzeżenia prawne	7

53/2023/GPW (119) 8 grudnia 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Analityk: Tomasz Rodak, CFA

Cloud Technologies

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)
Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (↓)
Kurs: 68,00 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 71,00 zł (↓)

Kapitalizacja: 85 mln USD
Bloomberg: CLD PW
Średni obrót dzienny: 0,02 mln USD
12M przedział kursowy: 33.30-106.00 zł
Free float: 33%

Najważniejsze zagadnienia

- Spadki dynamiki przychodów.** W III kw. 2023 r. dynamika przychodów w głównym segmencie Sprzedaży danych (wyrażona w dolarach) wyniosła ponad 16% r/r. W PLN ta dynamika wyniosła jedynie 2%. Z kolei w I i II kw. 2023 dynamiki wyrażone w dolarach wyniosły około 40%. Mamy zatem do czynienia z mocnym spowolnieniem wzrostu przychodów w najważniejszym segmencie Spółki. Trudno jest w tym momencie ocenić, czy jest to jedynie przejściowe zawirowanie w wynikach czy może ma to związek z potencjalnym spowolnieniem gospodarczym i ograniczaniem budżetów reklamowych.
- Sprzedaż 100% Audience Network.** Pod koniec września Spółka poinformowała, że zawarła umowę sprzedaży 100% udziałów spółki zależnej Audience Network sp. z o.o. za łączną cenę 2,5 mln zł. Audience Network to agencja reklamowa dostarczająca usługi z zakresu marketingu internetowego, która koncentruje się na rynku polskim. Po zmianie modelu biznesowego przez Cloud Technologies, spółka Audience Network zaliczała się do segmentu Pozostała sprzedaż nie odgrywała istotnej roli w generowanych wynikach. Zgodnie z komunikatem sprzedaż spółki Audience Network przełoży się na niższe przychody prezentowane w segmencie Pozostałej działalności, bez istotnego wpływu na poziom EBITDA całej Grupy. W naszym pierwszym raporcie dla Spółki zwracaliśmy uwagę na możliwość stopniowego wycofywania się Cloud Technologies z Pozostałej działalności, dlatego też transakcję oceniamy neutralnie.
- Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2023 r.** Zakładając podobne dynamiki przychodów głównego segmentu sprzedaży danych (r/r) jak w III kw. 2023 r. (około +16%

Skorygowane zyski

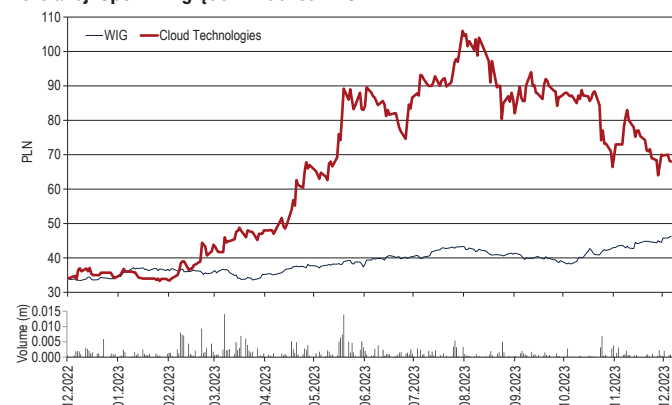
Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego (około 0,6 mln zł kwartalnie).

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	mln PLN	50,4	55,7	55,4	62,8
EBITDA	mln PLN	22,1	25,0	28,9	33,8
EBITDA, skor.	mln PLN	23,3	27,3	31,3	36,2
EBIT	mln PLN	13,2	13,0	17,4	22,6
EBIT, skor.	mln PLN	14,4	15,4	19,8	25,0
Zysk netto	mln PLN	12,8	9,4	15,9	20,5
Zysk netto, skor.	mln PLN	14,0	11,7	18,2	22,8
Zysk na akcję, skor.	PLN	2,80	2,34	3,65	4,57
Zmiana r/r zysku na akcję	%	54	-17	56	25
Dług Netto	mln PLN	-40,8	-25,8	-44,3	-63,3
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	5,9	5,6	5,3	4,4
C/Z, skor.	x	24,3	29,1	18,6	14,9
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	12,8	11,5	9,5	7,7
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	20,7	20,5	15,0	11,1
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	1,5	1,8	2,0
Dywidenda na akcję	PLN	0,00	1,00	1,19	1,37
Liczba akcji na koniec okresu	mln	5,0	5,0	5,0	5,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

- Publikacja wyników finansowych za I półrocze 2023: 25 września 2023
- Sprzedaż udziałów w Audience Network: 25 września 2023
- Publikacja szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za wrzesień 2023: 20 listopada 2023

Najbliższe wydarzenia

- Publikacja wyników finansowych za IV kw. 2023 r.: marzec 2024

Tabela 1. Cloud Technologies; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	55,7	64,7	-14%	55,4	76,4	-27%	62,8	85,7	-27%
EBITDA	25,0	28,9	-14%	28,9	36,1	-20%	33,8	42,1	-20%
Skor. EBITDA	27,3	31,2	-13%	31,3	38,4	-19%	36,2	44,4	-19%
EBIT	13,0	16,7	-22%	17,4	23,6	-26%	22,6	30,0	-25%
Skor. EBIT	15,4	19,1	-19%	19,8	26,0	-24%	25,0	32,4	-23%
Zysk netto	9,4	12,8	-27%	15,9	21,3	-26%	20,5	27,0	-24%
Skor. Zysk netto	11,7	15,1	-23%	18,2	23,7	-23%	22,8	29,3	-22%
Dług netto	-25,8	-26,8	-4%	-44,3	-47,4	-7%	-63,3	-70,8	-11%

Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego (około 0,6 mln zł kwartalnie).

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

r/r), spodziewane ponad 10% osłabienie USD (r/r) oraz sprzedaż Audience Network, prognozujemy 13,9 mln przychodów (-15% r/r) oraz 7,8 mln skor. EBITDA (-5% r/r).

- **Ryzyko dla prognoz finansowych.** Średnie lub wysokie. Rynek reklamowy jest mocno narażony na ryzyko spowolnienia gospodarczego, a dodatkową niepewność tworzą zmiany kursu USD/PLN.
- **Zmiana prognoz finansowych.** Nasze prognozy dla Spółki obniżają się ze względu na: (i) niższe od zakładanych dynamiki wyników za III kw. 2023 r., (ii) prognozowany wpływ osłabienia USD (wobec PLN) na przychody w kolejnych kwartałach, oraz (iii) dekonsolidację sprzedanej we wrześniu spółki Audience Network, która wpłynęła na spadek przychodów, ale nie wpłynęła znacząco na pozycje wynikowe.
- **Wycena.** Wyceniamy Cloud Technologies metodą dochodową (Dcf FCFF) i porównawczą

(bazującą na medianach wskaźników wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA oraz C/Z) opartych na prognozach na lata 2024 i 2025. Do bazy porównawczej wybraliśmy głównie amerykańskie spółki z ekspozycją na rynek technologii reklamowej (AdTetch).

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa spada o 19% do 71 zł na akcję (poprzednio 88 zł na akcję), przede wszystkim pod wpływem spadku prognoz finansowych.

- **Zalecane działanie.** Uważamy, że dynamiki przychodów (wyrażone w PLN) będą nadal pod presją aż do I kw. 2024 r., a powrót do dwucyfrowych dynamik wzrostu przychodów możliwy jest dopiero od II kw. 2024 r. Spodziewając się negatywnej reakcji inwestorów na te dane, obniżamy naszą krótkoterminową rekomendację relatywną do Niedoważaj (z Neutralnie). Jednocześnie utrzymujemy długoterminową rekomendację fundamentalną Trzymaj.

Tabela 2. Cloud Technologies; wycena względem spółek z branży AdTech

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Kraj	Marża	Wartość przedsiębiorstwa/ Sprzedaż			Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			Cena/Zysk		
			EBITDA	2022	2023P	2024P	2025P	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E
TRADE DESK	34.742	USA	41%	17,4	14,2	11,6	44,0	36,2	28,9	54,7	53,6	42,3
PUBMATIC	865	USA	38%	2,8	2,3	1,8	10,2	7,9	5,7	b.z.	84,6	35,4
MAGNITE	1.155	USA	35%	2,7	3,1	2,3	8,9	10,0	6,8	15,3	16,3	8,6
LIVERAMP	2.170	USA	9%	2,9	2,7	2,4	26,8	16,4	12,1	44,7	24,9	20,7
ADTHEORENT	124	USA	11%	n.d.	n.d.	1,2	n.d.	n.d.	9,2	32,5	19,8	14,3
DOUBLEVERIFY	5.577	USA	31%	9,3	7,3	5,9	29,4	23,7	18,6	62,4	48,5	37,5
OUTBRAIN	194	USA	2%	0,3	0,4	0,4	9,9	8,4	8,1	19,2	38,5	14,9
TABOOLA.COM	1.278	Izrael	11%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	b.z.	11,1	9,2
VIANT TECHNOLOGY	378	USA	ujemna	0,8	0,7	0,5	6,7	5,3	3,2	44,2	46,1	24,2
CRITEO	1.396	Francja	28%	1,7	1,4	1,4	6,3	5,1	4,6	8,4	8,1	6,8
INTEGRAL AD SCIENCE	2.287	USA	31%	5,0	4,1	3,2	14,8	12,0	9,2	b.z.	38,1	29,3
ZETA GLOBAL	1.786	USA	15%	2,5	2,1	1,7	14,5	11,2	8,2	b.z.	24,3	11,4
DATADOG	38.508	USA	20%	17,7	14,1	10,8	74,3	64,1	43,2	71,6	59,7	46,8
AFFLE INDIA	1.794	Indie	20%	9,9	7,7	6,3	48,2	38,0	28,3	60,2	51,9	41,0
APPLOVIN	13.120	USA	38%	4,8	3,9	3,1	10,6	8,1	6,4	35,6	19,6	16,2
MEDIAALPHA	645	USA	4%	2,1	1,7	1,4	32,3	20,9	14,6	b.z.	-24,2	-37,9
UNITY SOFTWARE	11.676	USA	ujemna	6,0	5,2	4,4	34,3	20,3	16,5	45,2	32,4	21,2
Mediana			20%	2,9	3,1	2,3	14,8	12,0	9,2	44,4	32,4	20,7
Maksimum			41%	17,7	14,2	11,6	74,3	64,1	43,2	71,6	84,6	46,8
Minimum			ujemna	0,3	0,4	0,4	6,3	5,1	3,2	8,4	-24,2	-37,9
Cloud Technologies			46%	5,6	5,3	4,4	11,5	9,5	7,7	29,1	18,6	14,9
Cloud Technologies – premia (dyskonto) wobec mediany			128%	92%	72%	89%	-23%	-21%	-17%	-35%	-42%	-28%
Implikowana wartość akcji (PLN)				37,8	43,3	42,0	86,3	83,6	79,2	103,8	118,3	94,5
Waga				0%	0%	0%	0%	25%	25%	0%	25%	25%
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wszystkich wskaźników (PLN)							93,9					

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 3. Cloud Technologies; model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	>2031P
Sprzedaż	55,7	55,4	62,8	68,7	73,8	78,0	80,8	82,7	84,8	
zmiana r/r	11%	0%	13%	9%	7%	6%	4%	2%	2%	
Marża EBIT, skor.	27,6%	35,6%	39,8%	44,4%	48,1%	49,7%	50,7%	51,5%	52,2%	
EBIT, skor	15,4	19,8	25,0	30,5	35,5	38,7	41,0	42,6	44,3	
zmiana r/r	6%	29%	26%	22%	17%	9%	6%	4%	4%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	6%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	19%
Skor. EBIT * (1-T)	14,5	17,2	21,7	26,5	30,9	33,7	35,6	37,1	35,9	
zmiana r/r	24%	19%	26%	22%	17%	9%	6%	4%	-3%	
Skor. EBITDA	27,3	31,3	36,2	39,8	42,9	45,8	47,8	49,1	50,5	
zmiana r/r	17%	14%	16%	10%	8%	7%	4%	3%	3%	
Marża EBITDA, skor.	49,1%	56,4%	57,6%	57,9%	58,1%	58,8%	59,1%	59,4%	59,6%	
Amortyzacja	12,0	11,5	11,2	9,3	7,4	7,1	6,8	6,5	6,3	
Skor. EBIT * (1-T) + D	26,5	28,7	32,9	35,8	38,3	40,8	42,4	43,6	42,1	
zmiana r/r	29%	8%	15%	9%	7%	7%	4%	3%	-3%	
Wydatki inwestycyjne	-21,0	-3,4	-4,0	-4,6	-5,3	-5,7	-6,0	-6,1	-6,1	
Zmiana kapitału obrotowego	-0,8	-0,1	-2,5	-1,9	-1,9	-1,2	-0,9	-0,6	-0,6	
Wolne przepływy pieniężne	4,6	25,3	26,4	29,3	31,1	33,8	35,5	36,9	35,4	
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%
Premia za ryzyko rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Nielewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Lewarowana beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Wymagana stopa zwrotu	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	5,7%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Waga kapitału akcyjnego	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga długu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału akcyjnego	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,4%	2,4%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,00	1,14	1,29	1,46	1,65	1,86	2,10	2,38	0,00
Wskaźnik dyskonta	1,00	1,00	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48	0,42	0,00
Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych	-	-	23,2	22,8	21,4	20,6	19,1	17,5	14,9	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych										139,4
Waga długu w okresie rezydualnym										0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym										100%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz										13,1%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz										13,1%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym										13,0%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym										3,0%
Wartość rezydualna										365,7
Wartość bieżąca wartości rezydualnej										153,8
Wartość operacji Spółki										293,2
Gotówka na koniec 2023P										46,8
Dług na koniec 2023P										6,0
Inwestycje długoterminowe (pożyczki dzielone)										3,5
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny										5,5
Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy										342,9
Liczba akcji (w milionach)										5,0
Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)										68,6

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Cloud Technologies; Podsumowanie wycen

Wycena DCF (90%)	68,6
Wycena porównawcza (10%)	93,9
Średnia Ważona wycena (zł na akcję)	71,0
Cena bieżąca (zł na akcję)	68,0
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	4%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Katalizatory

1. Rosnące znaczenie reklamy internetowej
2. Dynamiczny wzrost segmentu *programmatic* (głównego modelu rynkowego)
3. Rosnące zastosowanie sztucznej inteligencji (bardziej precyzyjne profilowanie oraz wzrost popytu na dane)
4. Aktywna polityka dywidendowa
5. Wysoki poziom generowanej gotówki
6. Spodziewany dynamiczny wzrost wyników finansowych
7. Szybszy niż zakładany wzrost przychodów segmentu sprzedaży danych
8. Pozytywny wpływ potencjalnych akwizycji
9. Mocny USD względem PLN

Czynniki ryzyka

1. Ryzyko spowolnienia gospodarczego
2. Wzrost konkurencji w sektorze
3. Zmiana regulacji w zakresie ochrony prywatności
4. Awarie systemów informatycznych
5. Utrata kluczowych źródeł danych
6. Utrata kluczowych dystrybutorów danych
7. Ryzyko zmiany modelu działalności reklamy internetowej
8. Ryzyko walutowe (słaby USD względem PLN)
9. Negatywny wpływ potencjalnych akwizycji
10. Niska płynność na GPW

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

Marża 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 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	40	29	9	9	0	4
Procenty	44%	32%	10%	10%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	34	30	14	9	0	4
Procenty	37%	33%	15%	10%	0%	4%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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	6	6	1	1	0	3
Procenty	35%	35%	6%	6%	0%	18%

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	7	3	3	1	0	3
Procenty	41%	18%	18%	6%	0%	18%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Cloud Technologies											
Tomasz Rodak	Trzymaj	–	11.09.2023	-	11.09.2023	Nie później niż 11.09.2024	-28%	-38%	94,00	88,00	–
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	-	-	88,60	88,00	→
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	88,80	88,00	→
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	73,00	88,00	→
Tomasz Rodak	-	→	-	08.12.2023	08.12.2023	-	-	-	68,00	71,00	↓

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Cloud Technologies								
Tomasz Rodak	Neutralnie	–	11.09.2023	-	11.09.2023	08.12.2023	94,00	-38%
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	88,60	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	88,80	-
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	73,00	-
Tomasz Rodak	Niedoważaj	↓	08.12.2023	-	08.12.2023	Nie później niż 08.12.2024	68,00	-

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 8 grudnia 2023 r., godz. 19:45.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 8 grudnia 2023 r., godz. 19:55.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#cloud>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#cloud>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumenckie,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, 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
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
Informacja: (+48) 0 801 104 104