

46/2023/GPW (105) 2 listopada 2023

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

---

# DataWalk

Podsumowanie inwestycyjne .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wstępne wyniki za III kw. 2023 .....	3
Prognozy finansowe .....	4
Wycena i rekomendacje .....	4
Katalizatory .....	5
Czynniki ryzyka .....	5
Sprawozdania finansowe .....	6
Zastrzeżenia prawne .....	8

46/2023/GPW (105) 4 lipca 2023

**Analitik:** Tomasz Rodak, CFA

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

# DataWalk

## Podsumowanie inwestycyjne

Po wczorajszej sesji DataWalk opublikowała wstępne wyniki za okres I-III kwartał 2023 r. Zaraportowane dane implikują, że w samym III kw. 2023 r. przychody wyniosły 4,6 mln zł (spadek o 41% r/r) i okazały się niższe od naszych wstępnych oczekiwań o 53%. Po trzech kwartałach 2023 r. sprzedaż spółki wyniosła 18,1 mln zł, co oznacza spadek o 30% r/r. Wydaje się, że wzrost przychodów deklarowany przez Zarząd na poziomie około +50% r/r w 2023 jest obecnie nieosiągalny – tak samo jak nasza dotychczasowa prognoza wzrostu na poziomie +20% r/r.

Zaraportowane dane są dla nas dużym negatywnym zaskoczeniem. Okazuje się, że pozytywne czynniki, o których pisaliśmy w raporcie z 6 lipca 2023 r. (wdrożenie zalegających kontraktów, uwolnienie mocy inżynieryjnych czy dynamiczne wzrosty lejka sprzedażowego) nie przynoszą, póki co, pozytywnych efektów w postaci zwiększenia liczby podpisanych kontraktów. Co więcej, mocny spadek r/r przychodów w 3 kw. 2023 (pomimo rozpoznania takiej samej liczby kontraktów co w okresie bazowym oraz wzrostu cen) świadczy w naszej opinii o spadającej powtarzalnej części przychodów.

W IV kw. 2023 r. Spółka nie ujawniła dotychczas żadnego kontraktu, co jest słabym prognostykiem dla wyników. Martwi nas również brak informacji o przedłużeniu kontraktu z Departamentem Obrony USA, który w ostatnie dwa lata był przedłużany w sierpniu oraz wrześniu. W efekcie obniżamy oczekiwane dynamiki przychodów Spółki do poziomu -22%/+20%/+30% w 2023/2024/2025 (z +20%/+50%/+70% poprzednio).

Co więcej, wyraźnie niższe przychody, przy relatywnie stałych kosztach, prowadzą do szybszego spalania gotówki. Może się to wiązać z koniecznością pozyskania nowego finansowania

**Sektor:** IT – oprogramowanie i usługi  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (↓)  
**Rekomendacja relatywna:** Niedoważaj (↓)  
**Kurs:** 50,50 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 53,0 zł (↓)

**Kapitalizacja:** 62 mln USD  
**Bloomberg:** DAT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,16 mln USD  
**12M przedział kursowy:** 53,00-178,80 zł  
**Free float:** 77%

### Skorygowane zyski

Skorygowany EBIT wyłącza wpływ kosztów programu motywacyjnego oraz odpisy.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	mln PLN	33,4	26,1	31,3	40,7
Zmiana r/r przychodów	%	8	-22	20	30
EBITDA	mln PLN	-126,4	-27,6	-43,0	-48,2
EBIT	mln PLN	-129,5	-32,8	-48,4	-53,7
Skor. EBIT	mln PLN	-21,1	-32,8	-48,4	-53,7
Zysk netto	mln PLN	-116,7	-35,8	-48,4	-53,7
Zysk na akcję	PLN	-22,74	-6,98	-9,42	-10,46
Dług netto	mln PLN	-57,1	-15,8	39,8	103,7
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	8,3	12,2	12,0	10,8
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 wyników za I kw. 2023: 18 maja 2023 r.
3. Ujawnienie trzech nowych kontraktów: 29-30 czerwca 2023 r.
4. Publikacja wyników za II kwartał 2023: 6 września 2023 r.
5. Publikacja wstępnych wyników za III kw. 2023: 3 listopada 2023 r.

### Najbliższe wydarzenia

6. Publikacja wyników za III kwartał 2023: 15 listopada 2023 r.

wcześniej niż zakładaliśmy dotychczas. Jeżeli nasze obniżone prognozy finansowe okażą się trafne, to w naszej opinii Spółka będzie musiała przeprowadzić kolejną rundę finansowania już na początku przyszłego roku (wcześniej zakładaliśmy II poł. 2024 r.)

W efekcie obniżki prognoz finansowych nasza wycena DataWalk spada o 57% do 53 zł na akcję (poprzednio 122 zł na akcję), co jest wartością zbliżoną do ceny rynkowej. Dlatego też obniżamy rekomendację fundamentalną do Trzymaj (z Kupuj). Uważamy też, że w najbliższym okresie kurs Spółki może znajdować się pod presją ze względu na możliwą konieczność przeprowadzenia kolejnej rundy finansowania, wobec czego obniżamy naszą rekomendację relatywną do Niedoważaj (z Przeważaj).

### Wstępne wyniki za III kw. 2023

Po wczorajszej sesji DataWalk opublikowała wstępne wyniki za okres I-III kwartał 2023 r. Zaraportowane dane implikują, że w samym III kw. 2023 r. przychody wyniosły 4,6 mln zł (spadek

o 41% r/r) i okazały się niższe od naszych wstępnych oczekiwań o 53%. Z kolei, oczyszczona strata EBITDA za III kw. 2023 r. wyniosła -10,0 mln zł (wobec -6,7 mln zł oczek.).

W komentarzu do wyników prezes Paweł Wieczyński stwierdził, że Spółka jest obecnie skoncentrowana na sfinalizowaniu jak największej liczby nowych umów przed końcem roku. Weryfikowany jest również cennik produktu, co pozwoli na zwiększenie wartości transakcji. Według Prezesa lejek sprzedażowy wskazuje na znaczny wzrost średniej oczekiwanej wielkości transakcji w porównaniu do tych, które zamykane były w ciągu ostatnich kilku kwartałów.

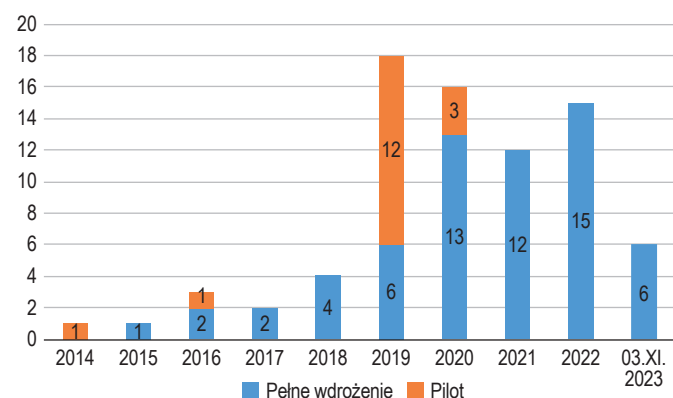
Pełne sprawozdanie finansowe za III kw. 2023 roku zostanie opublikowane w dn. 15.11.2023.

**Tabela 1. DataWalk; Wstępne wyniki za III kw. 2023 w porównaniu do prognoz DM BOŚ**

(mln PLN)	III kw. 2023 (wstępne wyniki)	II kw. 2023 (wstępna prognoza DM BOŚ)	III kw. 2022	II kw. 2023	zmiana r/r	zmiana k/k	I-III kw. 2023	I-III kw. 2022	zmiana r/r
Przychody	4,6	10,0	7,7	10,3	-41%	-56%	18,1	25,8	-30%
EBITDA	-5,6	-6,7	-3,7	-17,4	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.
Oczyszcz. EBITDA	-10,0	-6,7	0,7	-12,0	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.	b.z.

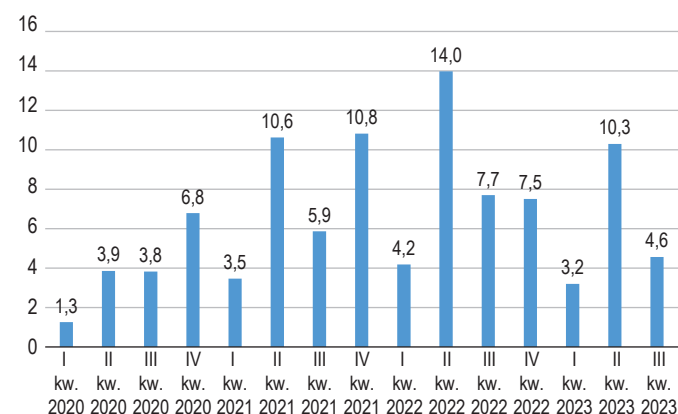
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA.

**Wykres 2. DataWalk; Kwartalne przychody (mln PLN)**



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA.

## Prognozy finansowe

W IV kw. 2023 r. Spółka nie ujawniła dotychczas żadnego kontraktu, co jest słabym prognostykiem dla wyników. Martwi nas również brak informacji o przedłużeniu kontraktu z Departamentem Obrony USA, który w ostatnie dwa lata był przedłużany w sierpniu oraz wrześniu. W efekcie obniżamy oczekiwane dynamiki przychodów Spółki do poziomu -22%/ +20%/ +30% w 2023/ 2024/ 2025 (z +20%/ +50%/ +70% poprzednio).

## Wycena i rekomendacje

W efekcie obniżki prognoz finansowych nasza wycena DataWalk spada o 57% do 53 zł na akcję (poprzednio 122 zł na akcję), co jest wartością zbliżoną do ceny rynkowej. Dlatego też obniżamy rekomendację fundamentalną do Trzymaj (z Kupuj). Uważamy też, że w najbliższym okresie kurs Spółki może znajdować się pod presją ze względu na możliwą konieczność przeprowadzenia kolejnej rundy finansowania, wobec czego obniżamy naszą rekomendację relatywną do Niedoważaj (z Przeważaj).

Tabela 2. DataWalk; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	26,1	40,0	-35%	31,3	60,0	-48%	40,7	102,1	-60%
EBITDA	-27,6	-13,9	98%	-43,0	-15,1	186%	-48,2	12,4	b.z.
EBIT	-32,8	-18,1	81%	-48,4	-19,4	149%	-53,7	7,8	b.z.
Skor. EBIT	-32,8	-18,1	81%	-48,4	-19,4	149%	-53,7	7,8	b.z.
Zysk netto	-35,8	-18,1	98%	-48,4	-19,4	149%	-53,7	7,8	b.z.
Dług netto	-15,8	-30,1	-47%	39,8	1,6	n,m.	103,7	14,5	b.z.

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

Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ

Tabela 3. DataWalk; Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Dynamika sprzedaży (%)				Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
		2022	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PALANTIR	31 879	25%	16%	19%	20%	13,1	11,3	8,8
SPLUNK	24 846	18%	36%	14%	12%	7,1	6,2	5,6
DYNATRACE	13 148	32%	24%	23%	19%	11,0	8,7	7,1
ELASTIC	7 458	45%	25%	17%	18%	7,8	6,5	5,6
DATADOG	26 695	66%	24%	23%	29%	12,7	9,9	7,3
OKTA	11 057	55%	44%	20%	16%	5,9	4,6	3,9
CROWDSTRIKE	41 824	67%	56%	36%	29%	19,5	12,8	9,6
MONGODB	24 523	48%	48%	27%	22%	18,9	14,7	11,9
ZSCALER	23 220	63%	48%	29%	25%	14,0	10,6	8,2
DOCUSIGN	7 880	46%	20%	9%	7%	3,1	2,6	2,3
CLOUDFLARE	18 994	51%	32%	30%	30%	14,8	11,5	8,8
TWILIO	9 262	37%	7%	9%	15%	2,0	1,9	1,7
SNOWFLAKE	47 599	108%	70%	3%	n.a.	25,2	15,9	12,0
<b>Mediana</b>		<b>48%</b>	<b>32%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>12,7</b>	<b>9,9</b>	<b>7,3</b>
Minimum		18%	7%	3%	7%	2,0	1,9	1,7
Maksimum		108%	70%	36%	30%	25,2	15,9	12,0
<b>DataWalk</b>		<b>8%</b>	<b>-22%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>
DataWalk – premia (dyskonto) wobec mediany spółek porównywalnych		-82%	-168%	-2%	53%	-27%	-4%	22%
Implikowana wartość akcji dla mediany wskaźników (zł)						67,6	52,9	37,7
<b>Średnia implikowana wartość akcji (zł)</b>							<b>53,0</b>	
Cena bieżąca (zł)							50,5	
Premia (dyskonto)							-4%	

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	15,5	25%	0,63	13,1	16%	0,80	11,3	19%	0,60	8,8	20%	0,43
SPLUNK	10,3	18%	0,58	7,1	36%	0,20	6,2	14%	0,45	5,6	12%	0,47
DYNATRACE	14,0	32%	0,44	11,0	24%	0,45	8,7	23%	0,38	7,1	19%	0,38
ELASTIC	n,a,	45%	n,a,	7,8	25%	0,32	6,5	17%	0,39	5,6	18%	0,31
DATADOG	15,9	66%	0,24	12,7	24%	0,52	9,9	23%	0,44	7,3	29%	0,25
OKTA	8,8	55%	0,16	5,9	44%	0,13	4,6	20%	0,23	3,9	16%	0,24
CROWDSTRIKE	28,4	67%	0,42	19,5	56%	0,35	12,8	36%	0,35	9,6	29%	0,34
MONGODB	28,5	48%	0,60	18,9	48%	0,39	14,7	27%	0,54	11,9	22%	0,53
ZSCALER	20,8	63%	0,33	14,0	48%	0,29	10,6	29%	0,36	8,2	25%	0,32
DOCUSIGN	3,8	46%	0,08	3,1	20%	0,16	2,6	9%	0,27	2,3	7%	0,33
CLOUDFLARE	20,0	51%	0,40	14,8	32%	0,47	11,5	30%	0,39	8,8	30%	0,30
TWILIO	2,3	37%	0,06	2,0	7%	0,30	1,9	9%	0,21	1,7	15%	0,11
SNOWFLAKE	37,8	108%	0,35	25,2	70%	0,36	15,9	3%	5,38	12,0	b.d.	b.d.
Średnia	17,2	51%	0,36	11,9	35%	0,36	9,0	20%	0,77	7,1	20%	0,33
Mediana	15,7	48%	0,4	12,7	32%	0,4	9,9	20%	0,4	7,3	20%	0,3
DataWalk	6,0	8%	0,72	9,3	-22%	-0,43	9,5	20%	0,48	8,9	30%	0,30
premia (dyskonto) do mediany	-62%	-82%	95%	-27%	-168%	-222%	-4%	-2%	23%	22%	53%	-10%

*Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA*

### Katalizatory

1. Dynamiczny rozwój segmentu analizy sieci powiązań
2. Spodziewany wzrost liczby podpisywanych kontraktów
3. Wzrost popytu na oprogramowanie służące do celów wywiadowczych
4. Wzrost wartości lejka sprzedażowego
5. Poprawa sentymentu do spółek wzrostowych
6. 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. Spodziewany długi okres do czasu osiągnięcia rentowności
6. Długi cykl sprzedażowy
7. Wczesny etap rozwoju spółki
8. Słaby kurs USD w porównaniu do PLN

## Sprawozdania finansowe

**Tabela 5. DataWalk; Bilans**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	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	0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Wartość firmy	0,4	0,4	0,0	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa niematerialne	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	0,6	1,2	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1
Należności długoterminowe	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
Inne aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,8	16,3	16,3	16,3	16,3
Aktywa obrotowe	15,5	17,8	5,2	17,3	79,9	65,2	73,1	29,1	-24,8	-85,7
Zapasy	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	2,1	2,0	2,5	3,9	5,4	9,9	11,1	8,4	10,1	13,1
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty*	10,7	5,1	2,2	9,1	73,8	51,7	57,6	16,3	-39,2	-103,1
Aktywa finansowe	2,6	10,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,1	0,5	0,2	0,7	3,6	4,2	4,2	4,2	4,2
Aktywa razem	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	110,6	72,6	25,8	-27,0
Kapitały własne	16,2	18,9	8,0	21,0	79,8	78,5	29,4	-6,4	-54,8	-108,5
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,2	2,0	0,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Zobowiązania krótkoterminowe	1,0	1,7	1,3	2,7	9,5	9,9	11,4	10,1	11,7	12,6
Kredyty i inne zobowiązania finansowe	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	0,6	1,2	0,6	0,8	1,5	2,1	4,6	3,2	4,8	5,7
Inne zobowiązania	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	0,4	4,6	4,3	3,7	3,7	3,7	3,7
Pasywa razem	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	89,1	110,6	73,4	26,6	-26,2

\* 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)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	30,8	33,4	26,1	31,3	40,7
Koszty operacyjne razem:	9,3	10,8	12,8	14,6	22,3	37,4	157,4	54,1	79,7	94,4
Amortyzacja	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	5,1	5,3	5,5
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,6	0,2	0,2	0,3
Usługi obce	5,8	6,1	6,3	6,4	8,7	14,6	26,9	30,2	29,9	35,9
Świadczenia pracownicze	2,7	3,8	4,9	6,6	11,2	18,9	124,5	31,7	42,1	50,5
Inne koszty operacyjne	0,4	0,6	1,3	0,8	0,9	1,2	2,3	2,0	2,2	2,3
Wynik brutto ze sprzedaży	-7,5	-9,1	-11,1	-11,1	-6,5	-6,6	-124,1	-27,9	-48,4	-53,7
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	0,1	0,3	2,5	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,4	0,1	3,1	2,5	0,1	0,2	5,8	5,1	0,0	0,0
EBITDA	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-3,1	-126,4	-27,6	-43,0	-48,2
EBIT	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-129,5	-32,8	-48,4	-53,7
Przychody finansowe	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	1,3	1,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Wynik przed opodatkowaniem	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-5,2	-128,2	-31,9	-48,4	-53,7
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	-11,5	3,9	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-35,8	-48,4	-53,7

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-8,2	-9,0	-11,7	-10,9	-0,4	-13,3	-20,1	-30,1	-43,2	-50,3
Zysk (strata) netto	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-35,8	-48,4	-53,7
Amortyzacja	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	5,1	5,3	5,5
Zmiany w kapitale obrotowym	-0,4	0,0	-0,6	-0,4	0,0	-3,5	0,2	1,4	-0,1	-2,1
Inne	-0,5	0,0	2,4	-0,1	4,7	-10,7	93,3	-0,8	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-3,6	-8,3	8,9	-7,3	-0,8	-33,2	-41,5	-11,2	-12,4	-13,6
Wydatki inwestycyjne	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-8,2	-11,4	-11,2	-12,4	-13,6
Inne	-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	-0,1	11,8	0,0	25,0	65,9	-0,7	37,4	0,8	0,0	0,0
Wpływy netto z emisji akcji	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	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
Inne	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	0,8	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-11,8	-5,5	-2,9	6,9	64,7	-47,2	-24,2	-40,5	-55,6	-63,9

*Źródło: Spółka, DM BOŚ SA*
**Tabela 8. DataWalk; Wskaźniki**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-35,8	-48,4	-53,7
Sprzedaż (mln zł)	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	30,8	33,4	26,1	31,3	40,7
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	-432%	-532%	-639%	-317%	-42%	-21%	-372%	-107%	-154%	-132%
EBIT (mln zł)	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-5,7	-129,5	-32,8	-48,4	-53,7
EBITDA (mln zł)	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-3,1	-126,4	-27,6	-43,0	-48,2
Zysk Netto (mln zł)	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-1,6	-116,7	-35,8	-48,4	-53,7
Dług netto (mln zł)	-13,3	-15,1	-2,2	-12,7	-73,2	-51,0	-57,1	-15,8	39,8	103,7
Wartość księgową na 1 akcję	4,4	5,1	2,2	5,1	17,6	16,1	5,7	-1,3	-10,7	-21,1
Dywidenda na 1 akcję	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ROE	-46%	-49%	-172%	-53%	-8%	-2%	-397%	558%	88%	49%
ROA	-44%	-45%	-147%	-46%	-7%	-2%	-106%	-49%	-188%	199%
Amortyzacja (mln zł)	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	2,6	3,1	5,1	5,3	5,5
FCF (mln zł)	-9,2	-10,2	-13,0	-14,2	-5,3	-21,5	-31,5	-41,3	-55,6	-63,9
CAPEX (mln zł)	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-8,2	-11,4	-11,2	-12,4	-13,6

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

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

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

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

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

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

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

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków 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	37	33	9	9	0	4
Procenty	40%	36%	10%	10%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	33	14	9	0	4
Procenty	35%	36%	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 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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	7	1	1	0	3
Procenty	29%	41%	6%	6%	0%	18%

### 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	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		
<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	04.07.2023	-56%	-68%	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	↓
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	63,40	73,00	→
Tomasz Rodak	Kupuj	↑	04.07.2023	-	05.07.2023	02.11.2023	-23%	-27%	65,30	122,00	↑
Tomasz Rodak	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	82,00	122,00	→
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	-	66,00	122,00	→
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	50,50	122,00	→
Tomasz Rodak	Trzymaj	↓	02.11.2023	-	03.11.2023	Nie później niż 02.11.2024	-	-	50,50	53,00	↓

\* 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	29.05.2023	-60%
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	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	→	29.05.2023	-	29.05.2023	04.07.2023	-1%
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	04.07.2023	-	05.07.2023	02.11.2023	-27%
Tomasz Rodak	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-
Tomasz Rodak	Niedoważaj	↓	02.11.2023	-	03.11.2023	Nie później niż 02.11.2024	-

\* 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: 3 listopada 2023 r., godz. 8:35.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 listopada 2023 r., godz. 8:45.

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 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz DataWalk usługi maklerskie i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

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)

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

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

**Łukasz 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