

7/2026/GPW (24) 29 kwietnia 2026

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

---

# Cloud Technologies

Podsumowanie inwestycyjne .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wyniki finansowe za IV kw. 2025 r. ....	3
Prognoza wyników za I kw. 2026 r. ....	3
Strategia na lata 2026+ .....	4
Prognozy finansowe .....	5
Wycena i rekomendacje .....	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	8
Katalizatory .....	10
Czynniki ryzyka .....	10
Zastrzeżenia prawne .....	11

7/2025/GPW (24) 29 kwietnia 2026

**Analitik:** Tomasz Rodak, CFA

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

# Cloud Technologies

**Sektor:** IT – oprogramowanie i usługi  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (↑)  
**Kurs:** 65,00 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 73,2 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 93 mln USD  
**Bloomberg:** CLD PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,02 mln USD  
**12M przedział kursowy:** 45,30-80,80 PLN  
**Free float:** 31%

## Podsumowanie inwestycyjne

Wyniki finansowe Spółki za IV kw. 2025 r. okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Całkowite przychody wzrosły o 24% r/r, a przychody z głównego segmentu Sprzedaży danych poprawiły się o 36% r/r. Pomimo nieco wyższej (r/r) bazy kosztowej (związanej z konsolidacją nowo przejętej spółki Data Desk) oczyszczona EBITDA wzrosła o 12% r/r, do poziomu 7,6 mln zł. Jednocześnie IV kw. 2025 r. był najlepszym czwartym kwartałem w historii Spółki pod względem sprzedaży danych. Z kolei w ujęciu całorocznym przychody Spółki wzrosły o 8% r/r, a oczyszczona EBITDA spadła o 5% r/r. Wyniki za 2025 r. okazały się lepsze od naszych oczekiwań o odpowiednio 3% i 5% na poziomie przychodów i oczyszczonej EBITDA. Pozytywnie wyglądają też dynamiki przychodów miesięcznych za styczeń i luty 2026 r. (odpowiednio +29% i +24% r/r).

W lutym br. Spółka opublikowała Strategię na lata 2026+, która jest kontynuacją dotychczasowych kierunków rozwoju w zakresie wzrostu biznesowego, polityki dywidendowej i akwizycyjnej. Zgodnie z nią Spółka zakłada osiągnięcie średnio 17 mln USD i 21 mln USD przychodów odpowiednio w 2026 i 2027 roku, co implikuje wzrosty przychodów na poziomie +22%/+24% w dwóch najbliższych latach. Plany zarządu Spółki oceniamy pozytywnie, niemniej nie przekładamy ich wprost na nasze szacunki. Nasze aktualne prognozy są tylko 2%/4% wyższe od dolnej granicy ogłoszonych przedziałów dla lat 2026/2027. Jednocześnie nasze prognozy są o 10%/22% niższe od górnych granic oczekiwań zarządu.

Biorąc pod uwagę (i) lepsze od naszych oczekiwań wyniki za 2025 r, (ii) mocne dynamiki przychodów w styczniu i lutym, (iii) ambitne założenia przychodowe w nowej strategii, oraz (iv) ogłoszony nowy produkt Data Curation, nasze prognozy przychodów rosną o 5%/7%/9% w latach 2026P/2027P/2028P. Przekłada się to na wzrosty prognoz oczyszczonej EBITDA o 7%/11%/13%.

## Skorygowane zyski

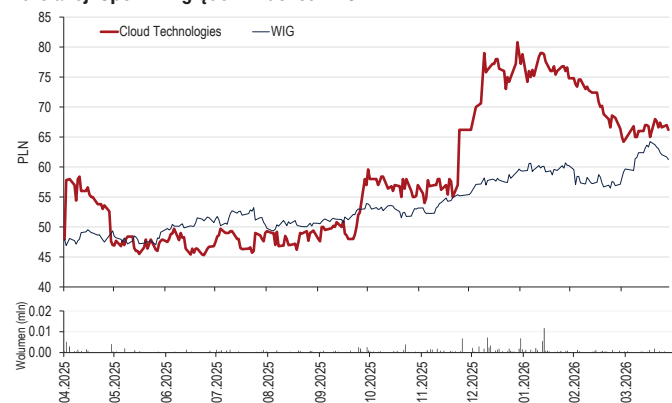
Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego oraz dotacji unijnej.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	mln PLN	50,7	59,0	67,8	76,4
EBITDA	mln PLN	25,6	27,1	32,7	38,4
EBITDA, skor.	mln PLN	22,6	27,1	32,7	38,4
EBIT	mln PLN	12,9	16,3	22,3	28,4
EBIT, skor.	mln PLN	9,9	16,3	22,3	28,4
Zysk netto	mln PLN	9,3	14,2	19,6	25,1
Zysk netto, skor.	mln PLN	6,3	14,2	19,6	25,1
Zysk na akcję, skor.	PLN	1,25	2,84	3,92	5,01
Zmiana r/r zysku na akcję	%	-50	127	38	28
Dług Netto	mln PLN	-8,2	-23,8	-37,6	-54,4
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	6,3	5,1	4,2	3,5
C/Z, skor.	x	51,8	22,9	16,6	13,0
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	14,0	11,1	8,8	7,0
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	31,9	18,5	12,9	9,5
Stopa dywidendy brutto	%	1,8	1,4	1,7	2,1
Dywidenda na akcję	PLN	1,25	1,10	1,32	1,59
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

1. Publikacja szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za luty 2026: 20 kwietnia 2026
2. Rekomendacja w sprawie podziału zysku: 13 kwietnia 2026
3. Publikacja wyników finansowych za rok 2025: 13 kwietnia 2026

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I kw. 2026: 25 maja 2026
2. Publikacja wyników finansowych za I poł. 2026: 14 września 2026
3. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2026: 30 listopada 2026

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa Cloud Technologies rośnie o 22%, do 73,2 zł na akcję (poprzednio 60 zł na akcję) po uwzględnieniu wyższych prognoz finansowych i spadku wycen spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę niewielki potencjał wzrostowy (13%) podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Trzymaj. Uważamy jednak, że spodziewane dodatnie dynamiki wyników w nadchodzących kwartałach, ambitne plany przychodowe oraz stabilizacja kursu USD powinny wspierać wycenę giełdową, dlatego podwyższamy rekomendację relatywną do Przeważaj.

### Wyniki finansowe za IV kw. 2025 r.

**Przychody Grupy w IV kw. 2025 r. wyniosły 15,3 mln zł, po 24% wzroście r/r (zgodnie z naszymi oczekiwaniami).** Sprzedaż danych wzrosła o 36% r/r, podczas gdy przychody z działalności pozostałej spadły o 85% r/r.

**Kwartalne koszty operacyjne Grupy wyniosły 7,1 mln zł i były aż o 4 mln zł niższe od naszych oczekiwań.** Z uwagi na brak realizacji KPI zapisanego w strategii Grupy na lata 2023-25 (skumulowana EBITDA za lata 2023-25 w wysokości 110 mln zł), rozpoznany dotychczas koszt programu motywacyjnego (3,2 mln zł) został odwrócony w IV kwartale ub. roku, podczas gdy my założyliśmy standardowe 0,5 mln zł kosztu (różnica pomiędzy wynikiem a naszą prognozą wyniosła 3,7 mln zł). Dodatkowo Spółka rozpoznała nieco niższe koszty wynagrodzeń.

Bilans na pozostałej działalności operacyjnej wyniósł -0,2 mln zł i był nieco gorszy od naszych oczekiwań na poziomie +0,1 mln zł. **Finalnie skor. EBITDA wyniosła 7,6 mln zł (+12% r/r) i była zgodna z naszymi oczekiwaniami.**

W IV kw. 2025 Spółka zaraportowała +0,2 mln zł wyniku na działalności finansowej, co było wartością lepszą niż nasz szacunek na poziomie -0,7 mln zł. Spółka rozpoznała również niższy podatek. W efekcie skor. zysk netto wyniósł 5,0 mln zł i był wyższy od naszych oczekiwań o 1,4 mln zł. **Przepływy operacyjne** wyniosły 4,8 mln zł i były o 41% wyższe niż rok temu.

Jednocześnie zarząd Spółki zarekomendował wypłatę 4,8 mln zł dywidendy z zysków za rok 2025, co stanowi 1,10 zł na 1 akcję. **Poziom dywidendy jest 7% wyższy od naszych oczekiwań** w wys. 1,03 zł na 1 akcję (po wyłączeniu akcji własnych).

Opublikowane wyniki finansowe za IV kw. 2025 r. były zgodne z naszymi oczekiwaniami, dlatego oceniamy je neutralnie.

### Prognoza wyników za I kw. 2026 r.

25 maja Cloud Technologies opublikuje wyniki za I kw. 2026 r.

Na podstawie historycznych wyników uważamy, że najlepszą prognozą dynamiki kwartalnej będzie średnia dynamik miesięcznych z dwóch pierwszych miesięcy omawianego kwartału oraz ostatniego miesiąca poprzedniego kwartału.

Tabela 1. Cloud Technologies; Wyniki za IV kw. 2025 w porównaniu do oczekiwań

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 2025	IV kw. 2025P (DM BOŚ)	Wyniki wobec prognoz (DM BOŚ)	III kw. 2025	IV kw. 2024	zmiana k/k	zmiana r/r	2025	2024	yoy chg
Przychody, w tym:	15,3	15,3	→	12,8	12,4	20%	24%	50,7	47,0	8%
<b>Sprzedaż danych</b>	<b>15,2</b>	<b>15,2</b>	→	<b>12,4</b>	<b>11,1</b>	<b>22%</b>	<b>36%</b>	<b>48,9</b>	<b>42,3</b>	<b>16%</b>
Pozostała działalność	0,2	0,1	→	0,3	1,3	-46%	-85%	1,8	4,7	-62%
Koszty operacyjne, w tym:	7,1	11,1	↓↓	10,5	9,7	-32%	-26%	38,4	37,3	3%
<b>Koszty mediów i danych</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	↓	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-5%</b>	<b>39%</b>	<b>7,4</b>	<b>5,5</b>	<b>36%</b>
Pozostałe koszty	5,4	9,0	↓↓	8,6	8,4	-38%	-36%	31,0	31,8	-2%
EBITDA	10,8	7,1	↑↑	5,0	6,9	114%	56%	25,6	25,7	0%
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	→	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>38%</b>	<b>12%</b>	<b>23,8</b>	<b>25,1</b>	<b>-5%</b>
EBIT	8,0	4,3	↑↑	2,2	3,4	262%	133%	12,9	12,1	7%
<b>Skor. EBIT</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	→	<b>2,7</b>	<b>4,4</b>	<b>80%</b>	<b>9%</b>	<b>11,1</b>	<b>15,9</b>	<b>-30%</b>
Zysk netto	8,1	3,2	↑↑	1,3	5,0	534%	64%	9,3	13,1	-29%
<b>Skor. zysk netto</b>	<b>5,0</b>	<b>3,6</b>	↑↑	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>184%</b>	<b>3%</b>	<b>7,5</b>	<b>12,5</b>	<b>-40%</b>

Skorygowane liczby wyłączają wpływ kosztów akcyjnego programu motywacyjnego oraz dotacji unijnej

Źródło: Spółka, DM BOŚ

**Tabela 2. Cloud Technologies; Prognoza wyników za I kw. 2026**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 2026P (DM BOŚ)	IV kw. 2025	I kw. 2025	zmiana k/k	zmiana r/r
Przychody, w tym:	11,8	15,3	10,7	-23%	10%
<b>Sprzedaż danych</b>	<b>11,7</b>	<b>15,1</b>	<b>10,0</b>	<b>-23%</b>	<b>17%</b>
Pozostała działalność	0,1	0,2	0,7	-36%	-83%
Koszty operacyjne, w tym:	10,0	7,1	10,2	40%	-2%
<b>Koszty mediów i danych</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>-8%</b>	<b>-25%</b>
Pozostałe koszty	8,3	5,4	8,0	56%	4%
EBITDA	4,6	10,7	4,4	-57%	3%
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>4,6</b>	<b>7,6</b>	<b>4,3</b>	<b>-40%</b>	<b>6%</b>
EBIT	1,8	8,0	1,1	-77%	69%
<b>Skor. EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>2,0</b>	<b>-62%</b>	<b>-11%</b>
Zysk netto	1,6	8,1	0,1	-80%	b.z.
<b>Skor. zysk netto</b>	<b>1,6</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-68%</b>	<b>b.z.</b>

\*Skorygowane liczby wyłączają wpływ kosztów akcyjnego programu motywacyjnego

Źródło: Spółka, DM BOŚ

W raportach bieżących Spółka poinformowała, że szacunkowe dynamiki sprzedaży (r/r) do kluczowych klientów, w walucie USD, wyniosły 48%/ 29%/ 24% odpowiednio w grudniu/ styczniu/ lutym. Po uwzględnieniu osłabienia USD wobec PLN (r/r) dynamiki w walucie PLN szacujemy na 30%/ 14%/ 10% (r/r). W efekcie w I kw. 2026 prognozujemy wzrost przychodów segmentu Sprzedaży danych o 17% r/r. Zakładamy również istotny spadek (o 83% r/r) Pozostałej sprzedaży ze względu na spadki przychodów ze sprzedaży licencji. Zakładamy również relatywnie płaskie (r/r) koszty operacyjne na poziomie 10 mln zł, jednak w zeszłym roku zawierały one 0,5 mln zł kosztów programu motywacyjnego. Po oczyszczeniu o ten element koszty operacyjne powinny wzrosnąć o 3% r/r.

Podsumowując, w I kw. 2026 r. oczekujemy wzrostu całkowitych przychodów Spółki o 10% r/r. Jednocześnie spodziewamy się nieco wolniejszego wzrostu (o 12% r/r) oczyszczonego EBITDA ze względu na nieco wyższe koszty operacyjne. Skor. zysk netto powinien wynieść około 1,6 mln zł wobec -0,1 mln zł straty rok temu (wysokie różnice walutowe w okresie porównawczym).

### Strategia na lata 2026+

W lutym br. Spółka opublikowała Strategię na lata 2026+, która jest kontynuacją dotychczasowych kierunków rozwoju Spółki w zakresie wzrostu biznesowego, polityki dywidendowej czy akwizycyjnej. Fundamentem nowej strategii jest zakończona transformacja modelu sprzedaży danych – odejście od modelu white-label na

rzecz dystrybucji pod własnymi markami i bezpośredniego dostępu do klientów i kluczowych platform DSP (m.in. Google, Amazon, The Trade Desk). Zmiana ta powinna zwiększyć adresowalny rynek i poprawić retencję marży poprzez ograniczenie roli pośredników. Strategia koncentruje się na skalowaniu przychodów (z potencjałem ich podwojenia do 2027 r.), wykorzystaniu dźwigni operacyjnej, rozwoju nowych produktów (np. Data Curation) oraz dalszej ekspansji kanałów sprzedaży i sieci dystrybucji, w tym poprzez selektywne akwizycje. Generowane przepływy pieniężne mają być w większości reinwestowane w rozwój biznesu, przy jednoczesnym utrzymaniu polityki dywidendowej na dotychczasowym poziomie (wypłata około 20% oczyszczonego EBITDA osiągniętego w roku poprzedzającym). Spółka przedstawiła oczekiwania przychodów na lata 2026-27 w formie widełek. Poniżej przedstawiamy oczekiwania Spółki w porównaniu do prognoz DM BOŚ

Spółka wskazała, że istotnym elementem pro wzrostowym są nowe umowy sprzedażowe zawarte w ostatnich kilkunastu miesiącach, w szczególności kontrakty ramowe z dużymi partnerami na globalnych rynkach. Zgodnie z deklaracjami zarządu w tym okresie podpisano kilka (ok. 5–10) dużych kontraktów, które – mimo braku gwarantowanych wolumenów – umożliwiają skalowanie sprzedaży w kolejnych kwartałach. Charakter tych umów powoduje, że ich pełny udział w przychodach pojawia się z opóźnieniem (zwykle po kilku miesiącach), co już znajduje odzwierciedlenie w rosnących dynamikach sprzedaży. Spółka podkreśla jednocześnie, że obecny portfel umów

**Tabela 4. Cloud Technologies; Przychody – oczekiwania zarządu w porównaniu do prognoz DM BOŚ**

	2026P	2027P
Oczekiwania zarządu (przedział; USD)	16-18 mln USD	18 - 24 mln USD
Oczekiwania zarządu (przedział; PLN)*	58,1-65,3 mln PLN	65,3-87,1 mln PLN
Oczekiwania zarządu (punkt środkowy; mln PLN)	61,7	76,2
Prognoza DM BOŚ (mln PLN)	59,0	67,8
Prognoza DM BOŚ vs oczekiwania zarządu (dolna granica)	2%	4%
Prognoza DM BOŚ vs oczekiwania zarządu (punkt środkowy)	-4%	-11%
Prognoza DM BOŚ vs oczekiwania zarządu (górną granicą)	-10%	-22%

\* przeliczono po aktualnym kursie USD/PLN na poziomie 3,53

Źródło: Spółka, DM BOŚ

stanowi jedynie bazę scenariusza wzrostowego, natomiast główny potencjał wynika z intensyfikacji działań sprzedażowych i planowanego zwiększenia liczby podobnych kontraktów w bieżącym roku – z kilku do kilkunastu – co ma istotnie wspierać dalszą ekspansję przychodów.

Plany zarządu Spółki dotyczące przychodów w latach 2026P-27P oceniamy pozytywnie. Nasze aktualne prognozy są tylko 2%/ 4% wyższe od dolnych granic przedziałów dla lat 2026/2027. Jednocześnie nasze prognozy przychodów są o 10%/ 22% niższe od górnych granic oczekiwań zarządu.

### Prognozy finansowe

Biorąc pod uwagę (i) lepsze od naszych oczekiwań wyniki za 2025 r, (ii) mocne dynamiki przychodów w styczniu i lutym, (iii) ambitne założenia przychodowe w nowej strategii oraz

(iv) ogłoszony nowy produkt Data Curation, nasze prognozy przychodów rosną o 5%/7%/9% w latach 2026P/2027P/2028P. Przekłada się to na wzrosty naszych prognoz oczyszczonej EBITDA o 7%/11%/13%.

### Wycena i rekomendacje

Nasza 12-miesięczna wycena docelowa Cloud Technologies rośnie o 22%, do 73,2 zł na akcję (poprzednio 60 zł na akcję) po uwzględnieniu wyższych prognoz finansowych oraz spadku wycen porównywalnych spółek. Biorąc pod uwagę nieznaczny potencjał wzrostowy (13%) podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Trzymaj. Uważamy jednak, że spodziewane dodatnie dynamiki wyników w nadchodzących kwartałach powinny wspierać kurs Spółki, dlatego podwyższamy rekomendację relatywną do Przeważaj.

**Tabela 3. Cloud Technologies; Zmiany prognoz DM BOŚ**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2026P			2027P			2028P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	59,0	56,0	5%	67,8	63,1	7%	76,4	70,1	9%
EBITDA	27,1	23,5	15%	32,7	27,7	18%	38,4	32,2	19%
Skor. EBITDA	27,1	25,3	7%	32,7	29,5	11%	38,4	34,0	13%
EBIT	16,3	12,6	29%	22,3	17,3	29%	28,4	22,2	28%
Skor. EBIT	16,3	14,5	12%	22,3	19,1	17%	28,4	24,1	18%
Zysk netto	14,2	11,2	27%	19,6	15,3	29%	25,1	19,6	28%
Skor. zysk netto	14,2	13,0	9%	19,6	17,1	15%	25,1	21,5	17%
Dług netto	-23,8	-21,8	9%	-37,6	-32,7	15%	-54,4	-46,0	18%

Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego.

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ

**Tabela 5. Cloud Technologies; model DCF**

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	>2031E
<b>Sprzedaż</b>	<b>59,0</b>	<b>67,8</b>	<b>76,4</b>	<b>84,5</b>	<b>92,5</b>	<b>101,3</b>	
<i>zmiana r/r</i>	16%	15%	13%	11%	9%	9%	
Marża EBIT, skor.	27,5%	32,9%	37,2%	40,6%	43,5%	46,1%	
EBIT, skor	16,3	22,3	28,4	34,3	40,2	46,6	
<i>zmiana r/r</i>	46%	37%	28%	21%	17%	16%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	13%	13%	13%	13%	13%	19%	
Skor. EBIT * (1-T)	14,1	19,4	24,7	29,9	35,0	37,8	
<i>zmiana r/r</i>	34%	37%	28%	21%	17%	8%	
Skor. EBITDA	27,1	32,7	38,4	43,9	49,4	55,5	
<i>zmiana r/r</i>	14%	21%	18%	14%	12%	12%	
Marża EBITDA, skor.	45,9%	48,2%	50,3%	52,0%	53,4%	54,8%	
Amortyzacja	10,8	10,4	10,0	9,6	9,2	8,9	
Skor. EBIT * (1-T) + D	25,0	29,8	34,7	39,5	44,2	46,6	
<i>zmiana r/r</i>	7%	19%	17%	14%	12%	6%	
Wydatki inwestycyjne	-6,4	-8,1	-8,9	-8,1	-8,2	-8,1	
Zmiana kapitału obrotowego	1,8	-2,3	-2,4	-2,2	-2,3	-2,4	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>20,4</b>	<b>19,4</b>	<b>23,4</b>	<b>29,2</b>	<b>33,8</b>	<b>36,1</b>	
<b>Koszt kapitału własnego</b>							
<b>Stopa wolna od ryzyka</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,0%</b>
Premia za ryzyko rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Nielewarowana beta	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
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>11,6%</b>
<b>Koszt długu</b>							
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Efektywna stopa podatkowa	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>							
Waga kapitału akcyjnego	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga długu	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału akcyjnego	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	11,6%
Kosz długu po opodatkowaniu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,4%</b>	<b>11,6%</b>
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,08	1,22	1,37	1,54	1,73	0,00
Wskaźnik dyskonta	1,00	0,92	0,82	0,73	0,65	0,58	0,00
<b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>17,9</b>	<b>19,2</b>	<b>21,3</b>	<b>22,0</b>	<b>20,9</b>	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych							101,3
Waga długu w okresie rezydualnym							0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym							100%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz							12,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz							12,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym							11,6%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym</b>							<b>3,0%</b>
Wartość rezydualna							432,2
Wartość bieżąca wartości rezydualnej							249,9
<b>Wartość operacji Spółki</b>							<b>351,2</b>
Gotówka na koniec 2026P							24,1
Dług na koniec 2026P							6,6
Inwestycje długoterminowe (pożyczki dzielone)							6,3
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny							4,8
<b>Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy</b>							<b>379,8</b>
Liczba akcji (w milionach)							5,0
<b>Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)</b>							<b>76,0</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 7. Cloud Technologies; wycena względem spółek z branży AdTech**

Spółka	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	Kraj	Marża	Wartość przedsiębiorstwa/ Sprzedaż				Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA			Cena/Zysk		
			EBITDA	2025	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
TRADE DESK	10 735	USA	41%	2,7	2,2	1,8	6,7	5,4	4,5	11,1	9,7	8,5	
PUBMATIC	456	USA	19%	1,5	1,5	1,8	7,9	7,2	5,8	-44,1	-126,8	81,2	
MAGNITE	1 978	USA	34%	2,6	2,1	1,9	7,4	5,8	5,3	11,2	9,5	10,8	
LIVERAMP	1 834	USA	19%	2,8	2,6	2,6	12,7	10,8	9,6	12,9	11,0	9,4	
DOUBLEVERIFY	1 688	USA	33%	1,7	1,4	1,2	5,0	4,1	3,4	19,8	14,2	13,5	
TABOOLA.COM	1 053	Izrael	11%	0,5	0,5	0,6	4,7	4,8	5,1	6,2	5,9	5,7	
VIANT TECHNOLOGY	701	USA	17%	1,1	0,9	0,6	6,0	4,2	3,1	17,4	11,9	10,0	
CRITEO	970	Francja	34%	0,5	0,4	0,5	1,5	1,3	1,4	4,2	4,0	4,0	
ZETA GLOBAL	4 353	USA	21%	2,4	1,9	1,4	10,7	8,1	5,5	17,8	13,7	11,4	
DATADOG	44 900	USA	24%	10,5	8,4	6,8	44,1	34,2	27,6	58,0	45,8	36,6	
AFFLE INDIA	2 186	Indie	21%	6,8	5,6	4,5	30,4	24,0	19,0	44,3	34,8	27,9	
APPROVIN	160 278	USA	79%	18,6	14,0	11,0	22,2	16,7	13,1	28,8	22,0	17,7	
MEDIAALPHA	636	USA	10%	0,6	0,5	0,4	5,7	4,6	3,8	9,7	8,7	8,8	
UNITY SOFTWARE	11 268	USA	22%	5,2	4,3	3,6	19,8	14,9	11,5	23,7	19,0	14,9	
UNITY SOFTWARE	15 931	USA	21%	9,2	8,0	6,7	42,4	33,8	24,5	43,1	37,5	28,6	
<b>Mediana</b>			<b>22%</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,4</b>	<b>15,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,1</b>	
Maksimum			79%	18,6	14,0	11,0	44,1	34,2	27,6	58,0	45,8	81,2	
Minimum			10%	0,5	0,4	0,4	1,5	1,3	1,4	-44,1	-126,8	4,0	
<b>Cloud Technologies</b>			<b>54%</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>11,1</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>	<b>22,9</b>	<b>16,6</b>	<b>13,0</b>	
Cloud Technologies – premia (dyskonto) wobec mediany			148%	105%	113%	96%	46%	35%	31%	51%	44%	17%	
Implikowana wartość akcji (PLN)				34,2	34,5	38,5	46,1	50,0	52,3	43,1	45,0	55,6	
Waga				0%	0%	0%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	
<b>Średnia implikowana wartość akcji (PLN)</b>										<b>48,7</b>			

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 6. Cloud Technologies; Podsumowanie wycen**

Wycena DCF (90%)	76,0
Wycena porównawcza (10%)	48,7
<b>Średnia Ważona wycena (zł na akcję)</b>	<b>73,2</b>
Cena bieżąca (zł na akcję)	65,0
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	13%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)**
**Tabela 8. Cloud Technologies; Bilans**

(mln zł)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>34,9</b>	<b>47,1</b>	<b>47,6</b>	<b>57,8</b>	<b>63,2</b>	<b>60,9</b>	<b>61,3</b>	<b>61,2</b>	<b>57,7</b>	<b>55,4</b>
Wartości niematerialne	31,3	36,8	32,8	27,0	32,2	24,6	20,8	15,1	11,5	9,1
Wartość firmy	2,5	2,5	2,5	11,9	11,9	19,1	23,3	28,8	28,8	28,8
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,0	0,6	4,7	4,4	3,7	3,6	4,1	4,6	5,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,7	3,1	2,6	4,8	2,9	5,0	2,7	2,3	1,9	1,5
Aktywa finansowe (w tym pożyczki udzielone)	0,0	0,0	0,8	3,5	5,0	2,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,3	1,3	2,2	1,7	2,3	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	3,4	5,5	4,3	2,1	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne	0,0	0,0	0,6	0,0	2,5	1,9	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>41,2</b>	<b>51,4</b>	<b>58,0</b>	<b>64,4</b>	<b>29,9</b>	<b>37,2</b>	<b>28,8</b>	<b>38,4</b>	<b>56,0</b>	<b>76,6</b>
Należności handlowe	32,8	32,6	27,1	18,5	13,4	12,8	19,5	17,7	20,4	22,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,8	17,8	28,5	42,6	10,9	15,4	5,1	16,5	31,5	49,4
Aktywa i należności podatkowe	3,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Udzielone pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,8	3,2	6,4	3,2	3,2	3,2	3,2
Rozliczenia międzyokresowe i inne	0,1	1,0	2,3	2,5	2,3	2,1	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Aktywa razem</b>	<b>76,1</b>	<b>98,5</b>	<b>105,5</b>	<b>122,2</b>	<b>93,1</b>	<b>98,2</b>	<b>90,1</b>	<b>99,6</b>	<b>113,7</b>	<b>131,9</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>58,7</b>	<b>64,6</b>	<b>75,9</b>	<b>91,2</b>	<b>76,7</b>	<b>86,3</b>	<b>79,1</b>	<b>88,5</b>	<b>102,3</b>	<b>120,3</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>17,4</b>	<b>33,9</b>	<b>29,6</b>	<b>31,0</b>	<b>16,4</b>	<b>11,9</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>
Zobowiązania długoterminowe	8,5	20,1	15,9	15,6	7,5	4,0	4,4	4,4	4,4	4,4
Zobowiązania nieoprocentowane	8,0	15,8	14,5	11,2	5,0	1,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania oprocentowane	0,5	4,3	1,4	4,4	2,5	3,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Zobowiązania krótkoterminowe	8,9	13,9	13,8	15,4	8,9	7,9	6,6	6,7	7,1	7,2
Zobowiązania nieoprocentowane	8,7	10,5	11,8	13,8	7,4	5,5	4,0	4,2	4,5	4,6
Zobowiązania oprocentowane	0,2	3,3	1,9	1,6	1,5	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Pasywa razem</b>	<b>76,1</b>	<b>98,5</b>	<b>105,5</b>	<b>122,2</b>	<b>93,1</b>	<b>98,2</b>	<b>90,1</b>	<b>99,6</b>	<b>113,7</b>	<b>131,9</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 9. Cloud Technologies; Rachunek zysków i strat**

(mln zł)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Przychody całkowite</b>	<b>42,7</b>	<b>50,1</b>	<b>55,1</b>	<b>50,4</b>	<b>54,7</b>	<b>47,0</b>	<b>50,7</b>	<b>59,0</b>	<b>67,8</b>	<b>76,4</b>
Sprzedaż danych	0,0	0,0	25,1	38,5	44,6	42,5	48,9	58,6	67,6	76,1
Pozostała działalność	0,0	0,0	30,0	11,9	10,2	4,5	1,8	0,4	0,3	0,2
<b>Koszty operacyjne razem</b>	<b>46,3</b>	<b>52,2</b>	<b>50,7</b>	<b>39,4</b>	<b>43,7</b>	<b>37,3</b>	<b>38,4</b>	<b>42,8</b>	<b>45,6</b>	<b>47,9</b>
Amortyzacja projektów z dotacją	0,4	3,2	4,1	4,1	3,7	4,3	2,2	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja pozostałych projektów	2,8	3,3	4,3	4,8	8,4	9,3	10,5	10,8	10,4	10,0
Zużycie materiałów i energii	0,2	0,1	0,2	0,6	0,4	0,3	0,7	1,0	1,1	1,2
Koszt programu motywacyjnego	0,0	1,6	0,0	1,3	2,3	1,8	-1,8	0,0	0,0	0,0
Usługi obce	41,0	42,2	39,5	25,4	25,3	18,7	22,6	25,2	27,9	30,1
Koszty mediów i danych	0,0	0,0	26,8	13,7	12,6	5,5	7,4	8,1	9,2	10,3
Inne	0,0	0,0	12,7	11,7	12,6	13,2	15,1	17,1	18,6	19,8
Podatki i opłaty	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Wynagrodzenie i świadczenia pracownicze	1,4	1,4	2,0	2,6	2,8	2,3	3,1	4,5	4,9	5,3
Pozostałe	0,5	0,3	0,5	0,6	0,8	0,5	1,1	1,2	1,2	1,2
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>9,7</b>	<b>12,3</b>	<b>16,2</b>	<b>22,3</b>	<b>28,4</b>
Pozostałe przychody operacyjne (w tym dotacje)	0,4	2,5	5,2	2,6	2,4	2,4	0,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-1,2	-0,9	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>9,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,2</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>16,3</b>	<b>22,3</b>	<b>28,4</b>
Przychody finansowe	0,1	0,7	0,4	2,9	0,7	1,6	0,8	0,1	0,2	0,3
Koszty finansowe	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-3,8	-0,8	-4,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>-4,9</b>	<b>0,1</b>	<b>9,5</b>	<b>15,8</b>	<b>10,1</b>	<b>12,9</b>	<b>9,8</b>	<b>16,3</b>	<b>22,5</b>	<b>28,8</b>
Podatek dochodowy	0,2	0,5	-0,4	-3,0	-1,3	0,2	-0,5	-2,1	-2,9	-3,7
<b>Zysk netto</b>	<b>-4,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,1</b>	<b>12,8</b>	<b>8,8</b>	<b>13,1</b>	<b>9,3</b>	<b>14,2</b>	<b>19,6</b>	<b>25,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>17,8</b>	<b>22,1</b>	<b>25,3</b>	<b>25,7</b>	<b>25,6</b>	<b>27,1</b>	<b>32,7</b>	<b>38,4</b>
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>17,8</b>	<b>23,3</b>	<b>25,1</b>	<b>25,1</b>	<b>22,6</b>	<b>27,1</b>	<b>32,7</b>	<b>38,4</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 10.** *Cloud Technologies; Rachunek przepływów pieniężnych*

(mln zł)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Zysk przed opodatkowaniem	-4,9	0,1	9,5	15,8	10,1	12,9	9,8	14,2	19,6	25,0
Amortyzacja	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,7	12,7	10,8	10,4	10,0
Zmiany w kapitale obrotowym	22,2	-9,1	3,1	10,8	-3,3	1,0	-4,0	1,8	-2,3	-2,4
Zmiana należności	17,6	0,7	5,5	10,1	1,4	0,5	-5,7	1,7	-2,6	-2,6
Zmiana zobowiązań	1,8	-1,2	1,0	-0,3	-3,1	1,3	1,3	0,1	0,4	0,1
Zmiana rozliczeń międzyokresowych	2,8	-8,6	-3,4	1,0	-1,5	-0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Inne	-2,0	13,4	-4,3	-10,4	-1,2	-5,2	-3,6	-0,1	-0,2	-0,3
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>18,4</b>	<b>10,9</b>	<b>16,7</b>	<b>25,1</b>	<b>17,7</b>	<b>22,3</b>	<b>14,8</b>	<b>26,8</b>	<b>27,5</b>	<b>32,2</b>
Wydatki inwestycyjne	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-10,6	-8,3	-10,7	-6,9	-7,7
Inne	6,8	6,1	0,0	-3,3	-2,8	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-26,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-22,7</b>	<b>-10,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>-10,7</b>	<b>-6,9</b>	<b>-7,7</b>
Wpływy netto z tytułu emisji akcji	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy netto z tytułu zaciągniętych pożyczek i kredytów	0,0	1,0	-1,2	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nabycie akcji własnych	0,0	0,0	0,0	-1,5	-20,0	0,0	-8,8	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-5,6	-5,6	-4,8	-5,8	-7,0
Odsetki	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,8	-2,3	-2,6	0,1	0,2	0,3
Inne	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-26,7</b>	<b>-7,9</b>	<b>-16,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-6,6</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-31,6</b>	<b>4,5</b>	<b>-10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>15,0</b>	<b>18,0</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 11.** *Cloud Technologies; Wskaźniki*

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EPS	-0,94	0,13	1,82	2,55	1,76	2,63	1,86	2,84	3,92	5,01
Sprzedaż (mln zł)	42,7	50,1	55,1	50,4	54,7	47,0	50,7	59,0	67,8	76,4
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT (mln zł)	-4,3	-0,4	9,4	13,2	13,2	12,1	12,9	16,3	22,3	28,4
EBITDA (mln zł)	-1,1	6,0	17,8	22,1	25,3	25,7	25,6	27,1	32,7	38,4
Zysk netto (mln zł)	-4,7	0,6	9,1	12,8	8,8	13,1	9,3	14,2	19,6	25,1
Dług netto (mln zł)	-4,1	-10,2	-26,0	-40,8	-15,1	-18,7	-8,2	-23,8	-37,6	-54,4
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	11,75	12,91	15,18	18,24	15,34	17,25	15,81	17,69	20,46	24,08
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,25	1,25	1,10	1,32	1,59
ROE	-7,8%	1,0%	13,0%	15,3%	10,5%	16,1%	11,2%	17,0%	20,5%	22,5%
ROA	-6,5%	0,7%	8,9%	11,2%	8,2%	13,7%	9,9%	15,0%	18,4%	20,4%
Amortyzacja (mln zł)	3,2	6,5	8,4	8,9	12,0	13,7	12,7	10,8	10,4	10,0
FCF (mln zł)	-11,8	-2,4	17,6	27,3	2,3	18,2	10,9	20,4	19,4	23,4
CAPEX (mln zł)	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-19,9	-10,6	-8,3	-6,4	-8,1	-8,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Katalizatory**

1. Nowe ambitne plany sprzedaży
2. Wprowadzenie nowego produktu Data Curation
3. Nowo podpisane umowy powinny przyczynić się do wzrostu sprzedaży w przyszłości
4. Rosnące znaczenie reklamy internetowej
5. Dynamiczny wzrost segmentu *programmatic* (głównego modelu rynkowego)
6. Rosnące zastosowanie sztucznej inteligencji (bardziej precyzyjne profilowanie i wzrost popytu na dane)
7. Aktywna polityka dywidendowa
8. Wysoki poziom generowanej gotówki
9. Spodziewany dynamiczny wzrost wyników finansowych
10. Pozytywny wpływ potencjalnych akwizycji
11. 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	38	35	3	5	0	3
Procenty	45%	42%	4%	6%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	33	31	12	5	0	3
Procenty	39%	37%	14%	6%	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	4	4	0	1	0	1
Procenty	40%	40%	0%	10%	0%	10%

### 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	3	5	0	1	0	1
Procenty	30%	50%	0%	10%	0%	10%

**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>Cloud Technologies</b>										
Tomasz Rodak	Trzymaj	-	11.09.2023	-	11.09.2023	12.08.2024	-33%	-46%	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 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	65,20	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	63,00	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	61,60	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	74,20	71,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.04.2024	30.04.2024	-	-	-	70,60	75,00 ↑
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	71,40	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	-	66,40	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	-	68,80	75,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	→	12.08.2024	-	12.08.2024	29.04.2025	-24%	-38%	63,00	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	-	66,60	75,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.10.2024	01.10.2024	-	-	-	66,00	70,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	-	60,80	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	-	63,80	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	62,00	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	45,00	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	42,20	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	42,50	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	40,60	70,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	43,70	70,00 →
Tomasz Rodak	Kupuj	↑	29.04.2025	-	29.04.2025	30.11.2025	19%	7%	47,90	62,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	-	57,00	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	-	46,90	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	-	47,30	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	-	45,40	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	-	49,00	62,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	50,00	62,00 →
Tomasz Rodak	Trzymaj	↓	30.11.2025	-	01.12.2025	Nie później niż 30.11.2026	14%	-1%	57,00	60,00 ↓
Tomasz Rodak	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-	-	66,20	60,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-	-	78,80	60,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-	-	74,80	60,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-	-	68,40	60,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-	-	67,40	60,00 →
Tomasz Rodak	-	→	-	29.04.2026	29.04.2026	-	-	-	65,00	73,20 ↑

\* 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>Cloud Technologies</b>							
Tomasz Rodak	Neutralnie	-	11.09.2023	-	11.09.2023	08.12.2023	-38%
Tomasz Rodak	-	→	-	25.09.2023	26.09.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-
Tomasz Rodak	Niedoważaj	↓	08.12.2023	-	08.12.2023	30.04.2024	-5%
Tomasz Rodak	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↑	30.04.2024	-	30.04.2024	29.04.2025	-43%
Tomasz Rodak	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.10.2024	01.10.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	29.04.2025	-	29.04.2025	30.11.2025	7%
Tomasz Rodak	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-
Tomasz Rodak	Neutralnie	↓	30.11.2025	-	01.12.2025	29.04.2026	-1%
Tomasz Rodak	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-
Tomasz Rodak	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-
Tomasz Rodak	Przeważaj	↑	29.04.2026	-	29.04.2026	Nie później niż 29.04.2027	-

\* 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: 29 kwietnia 2026 r., godz. 18:30.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 29 kwietnia 2026 r., godz. 18:40.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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#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](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**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

**Jakub Viscardi**  
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
dystrybutorzy IT, telekomunikacja)

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

**Mikołaj Stępień**  
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
media & rozrywka)

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

Copyright © 2026 by DM BOŚ S.A.

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