

**35/2023/GPW (79)** 11 września 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

Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Katalizatory .....	3
Czynniki ryzyka .....	3
Przewagi konkurencyjne .....	4
1. Wycena .....	5
2. Historia, struktura Grupy oraz akcjonariat .....	7
3. Rynek .....	9
4. Model biznesowy i produkt .....	11
5. Strategia, program motywacyjny i polityka dywidendowa .....	15
6. Wyniki i prognozy finansowe .....	17
7. Sprawozdania finansowe .....	19
Zastrzeżenia prawne .....	21

35/2023/GPW (79) 11 września 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: Neutralnie (–)  
 Kurs: 94,00 zł  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 88,00 zł (–)

Kapitalizacja: 105 mln USD  
 Bloomberg: CLD PW  
 Średni obrót dzienny: 0,03 mln USD  
 12M przedział kursowy: 26.20-106.00 zł  
 Free float: 33%

Cloud Technologies to warszawska spółka z segmentu nowych technologii działająca w obszarze marketingu internetowego. Spółka jest właścicielem autorskiej platformy DMP (*Data Management Platform*), która integruje i przetwarza dane o użytkownikach Internetu przy wykorzystaniu narzędzi z zakresu *big data*, uczenia maszynowego czy sztucznej inteligencji. Cloud Technologies posiada unikalną na polskiej giełdzie ekspozycję na najszybciej rosnący segment światowego rynku reklamy (reklamę internetową), a w szczególności na największy segment tego rynku operujący w modelu tzw. *programmatic*, który obsługuje ponad 72% reklamy odsłonowej na świecie. Według różnych źródeł<sup>1</sup> wartość rynku *programmatic* powinna rosnać na poziomie 21%-31,9% CAGR w okresie 2022-28. Dane sprzedawane przez Spółkę mają kluczowe znaczenie w profilowaniu użytkowników i targetowaniu reklamy w modelu *programmatic*, dlatego uważamy, że wzrost wartości tego rynku będzie miał bezpośrednie pozytywne przełożenie na biznes Spółki.

Od momentu zmiany modelu biznesowego (2019-2021) Spółka raportowała dynamiczne wzrosty wyników finansowych (skor. EBITDA rosła o 196%/ 31% r/r w latach 2021/2022). Zważywszy na optymistyczne prognozy dla sektora, zakładamy dalszy silny wzrost całkowitych przychodów Spółki o 28%/ 18%/ 12% r/r w latach 2023/ 2024/ 2025. Przekłada się to na wzrost skor. EBITDA o odpowiednio 34%/ 23%/ 16% r/r.

Zgodnie z nową strategią celem Spółki na lata 2023-25 jest dalszy rozwój biznesu poprzez rozszerzenie sieci dystrybucji, poprawę jakości i głębokości,

## Skorygowane zyski

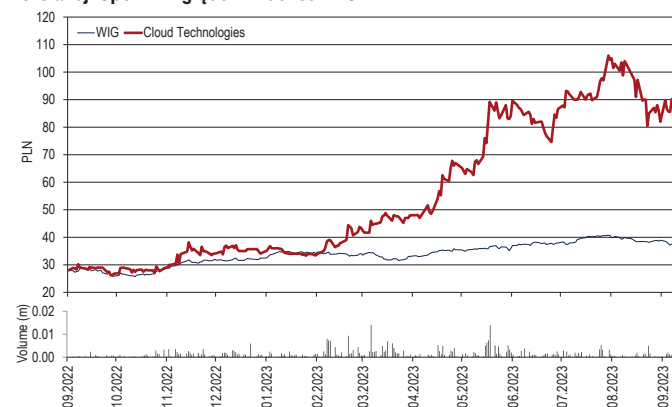
Skorygowane zyski (EBITDA, EBIT, netto) pomijają koszty wyceny programu motywacyjnego (około 0,6 mln zł kwartalnie).

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	mln PLN	50,4	64,7	76,4	85,7
EBITDA	mln PLN	22,1	29,0	36,1	42,1
EBITDA, skor.	mln PLN	23,3	31,3	38,4	44,4
EBIT	mln PLN	13,2	16,8	23,6	30,0
EBIT, skor.	mln PLN	14,4	19,1	26,0	32,4
Zysk netto	mln PLN	12,8	12,8	21,3	27,0
Zysk netto, skor.	mln PLN	14,0	15,2	23,7	29,3
Zysk na akcję, skor.	PLN	2,80	3,04	4,74	5,87
Zmiana r/r zysku na akcję	%	54	8	56	24
Dług Netto	mln PLN	-40,8	-26,9	-47,5	-70,8
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	8,5	6,8	5,5	4,7
C/Z, skor.	x	33,5	30,9	19,8	16,0
Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA, skor.	x	18,4	14,2	11,0	9,0
Wartość przedsiębiorstwa/ EBIT, skor.	x	29,8	23,2	16,3	12,3
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	1,1	1,5	1,8
Dywidenda na akcję	PLN	0,00	1,00	1,37	1,68
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 czerwiec 2023: 21 sierpnia 2023
2. Publikacja szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za maj 2023: 24 lipca 2023
3. Publikacja szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za kwiecień 2023: 26 czerwca 2023
4. Publikacja wyników finansowych za I kw. 2023: 29 maja 2023
5. Publikacja wyników finansowych za rok 2022: 17 kwietnia 2023

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I półrocze 2023: 25 września 2023
2. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2023: 27 listopada 2023

<sup>1</sup> Według Programmatic Advertising Global Market Report 2023 autorstwa The Business Research Company światowy rynek programmatic wzrośnie na poziomie CAGR równym 21,2% w latach 2023-27. Według Global Programmatic Advertising Market – Analysis By Auction Type, Display Type, By Region, By Country (2022 Edition): Market Insights and Forecast with Impact of COVID-19 (2022-2027) autorstwa Azoth Analytics światowy rynek programmatic wzrośnie na poziomie CAGR równym 30,3% w latach 2022-27. Według Global Programmatic Display Advertising Market Size, Share & Industry Trends Analysis Report By Type, By Vertical, By Ad Format, By Regional Outlook and Forecast, 2022 – 2028 autorstwa KBV Research światowy rynek programmatic wzrośnie na poziomie CAGR równym 31,9% w latach 2018-28.

a także poszukiwanie nowych zastosowań dla oferowanych danych. Spółka chce to osiągnąć m.in. poprzez akwizycje, na które planuje wydać do 60 mln zł. W ramach nowej strategii Spółka chce również przeprowadzić skup akcji własnych na potrzeby programu motywacyjnego (do 30 mln zł), a także planuje przeznaczać 20% skor. EBITDA na dywidendę.

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 88,0 zł na akcję Spółki. Po ostatnich, dynamicznych wzrostach (niemal 3-krotny wzrost wyceny od lutego br.), cena

akcji jest zbliżona do oszacowanej przez nas wartości godziwej, dlatego też rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji Spółki od fundamentalnej Trzymaj i relatywnej Neutralnie.

Do największych oddolnych ryzyk dla Spółki (i naszych prognoz) zaliczamy ryzyko związane z regulacjami w zakresie ochrony prywatności, ryzyko spowolnienia gospodarczego, a także rosnący koszt pozyskania danych. Wśród największych odgórných ryzyk wyróżniamy szybsze niż spodziewane tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży danych, a także niższy od zakładanego koszt pozyskania danych.

### Katalizatory

1. Postępujący trend przenoszenia budżetów marketingowych z reklamy tradycyjnej (prasa, radio, TV, outdoor) do reklamy internetowej.
2. Dynamiczny wzrost segmentu *programmatic* (CAGR na poziomie 21%-31,9% w okresie 2022-28) jako głównego modelu rynkowego w reklamie internetowej.
3. Rosnące zastosowanie sztucznej inteligencji w celu bardziej precyzyjnego profilowania użytkowników Internetu z wykorzystaniem algorytmów AI. Ponadto, nowopowstałe narzędzia oparte o AI mogą być źródłem nowych zastosowań dla danych oferowanych przez Spółkę – ustrukturyzowane dane mogą być wykorzystywane do nauki narzędzi stosujących algorytmy sztucznej inteligencji.
4. Aktywna polityka dywidendowa.
5. Wysoki poziom generowanej gotówki: przepływy z działalności operacyjnej w latach 2021/2022 stanowiły 94%/108% wartości skor. EBITDA.
6. Dynamiczny wzrost wyników finansowych w ostatnich dwóch latach (2021-22), a także w naszych prognozach na lata 2023P-2025P.
7. Potencjalnie szybszy niż zakładany wzrost przychodów segmentu sprzedaży danych.
8. Pozytywny wpływ potencjalnych akwizycji.

### Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko spowolnienia gospodarczego.** Rynek reklamy, na którym działa Spółka, jest zależny od zmian w otoczeniu makroekonomicznym na kluczowych dla Spółki rynkach geograficznych, przede wszystkim UE i USA. W szczególności niekorzystny wpływ na ten rynek może mieć spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego, zmniejszenie nakładów inwestycyjnych, wzrost podatków czy stóp procentowych.
2. **Ryzyko związane z pozycją konkurencyjną.** Spółka świadczy usługi dla podmiotów z branży marketingu internetowego, którego rozwój i funkcjonowanie determinowane jest przez światowych potentatów jak Google, Apple, Facebook, Amazon czy Microsoft. Dotychczas spółki te nie prowadziły działalności z zakresu przetwarzania i analizy danych dotyczących zachowań użytkowników Internetu w celu ich dalszej odsprzedaży i nie są konkurentami Spółki. Niemniej, gdyby zdecydowały się na taką działalność, spowodowałyby to znaczny wzrost konkurencji dla Spółki z uwagi na ich zasoby, zasięgi i siłę kapitałową.
3. **Ryzyko związane z regulacjami w zakresie ochrony prywatności.** Spółka prowadzi działalność związaną z pozyskiwaniem, analizą i przetwarzaniem danych o zachowaniach użytkowników Internetu, które w niektórych jurysdykcjach mogą stanowić dane osobowe. Niekorzystne zmiany w prawodawstwie w tym zakresie mogą prowadzić do utrudnienia lub braku możliwości prowadzenia biznesu przez Spółkę.
4. **Ryzyko związane z awarią systemów informatycznych.** Spółka prowadzi działalność na rynku IT, przy wykorzystaniu takich systemów informatycznych jak platforma DMP (*Data Management Platform*) czy też serwery, które Spółka leasinguje od dostawców zewnętrznych. W związku z powyższym występuje ryzyko wystąpienia awarii, zakłóceń, uszkodzeń czy też wstrzymania pracy Spółki, które mogą prowadzić do braku możliwości realizacji umów z klientami i niezadowolenia klientów.
5. **Ryzyko utraty kluczowych źródeł danych.**
6. **Ryzyko utraty kluczowych dystrybutorów danych.**

7. **Ryzyko zmiany modelu działalności reklamy internetowej.** Spółka narażona jest na ryzyko zmian preferencji konsumentów, którzy mogą zacząć preferować zakup płatnych subskrypcji, wiążących się z brakiem konieczności wyrażania zgód na przetwarzanie ich danych oraz wyłączeniem reklam, co może prowadzić do ograniczenia ilości przetwarzanych danych o użytkownikach Internetu i ograniczeniem możliwości ich pozyskania. Niemniej obecnie nie występuje trend faworyzowania przez konsumentów usług płatnych. Ponadto Spółka musi szybko i efektywnie dostosowywać swój model biznesowy (w tym technologię) do zmian zachodzących na dynamicznym rynku reklamy internetowej. Istnieje ryzyko, że inne, silniejsze kapitałowo, podmioty mogą potencjalnie szybciej dostosować się do zachodzących zmian i zacząć oferować lepsze technologicznie lub atrakcyjniejsze kosztowo usługi. Przykładem materializacji tego ryzyka są lata 2018-19, gdy spółka musiała zmienić swój model działalności, a jej wyniki uległy tymczasowo znacznemu pogorszeniu.
8. **Ryzyko walutowe.** Zdecydowana większość przychodów realizowana jest w walutach obcych, w tym przede wszystkim USD, natomiast koszty ponoszone są głównie w PLN (oraz mniejszym stopniu w USD). Słaby PLN względem USD jest korzystny dla wyników Spółki, a silny PLN względem USD jest niekorzystny dla wyników Spółki. Spółka nie stosuje instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym.
9. **Ryzyko związane ze strukturą akcjonariatu i kontrolą nad Spółką.** Główni akcjonariusze posiadają ponad 57% głosów na WZ Spółki. Interesy i działania głównych akcjonariuszy mogą nie zawsze być w pełni zbieżne z interesami pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych.
10. **Wolniejszy niż zakładany wzrost przychodów segmentu sprzedaży danych.**
11. **Negatywny wpływ potencjalnych akwizycji.**
12. **Niska płynność na GPW.** Średnie obroty dzienne wynoszą około 100 tys. zł.

#### Przewagi konkurencyjne

1. **Technologia.** Spółka jest właścicielem, rozwijanej od 10 lat, autorskiej platformy DMP (*Data Management Platform*) do integracji i zarządzania danymi. Do przetwarzania danych wykorzystywane są narzędzia z zakresu *big data*, uczenia maszynowego czy sztucznej inteligencji. Platforma rozwijana od ponad 10 lat stanowi przewagę konkurencyjną nad nowymi graczami na rynku.
2. **Znajomość rynku.** Od ponad 10 lat Spółka zajmuje się pozyskiwaniem, przetwarzaniem i dystrybucją danych o użytkownikach Internetu. W tym okresie Spółka rozwinęła szeroką sieć relacji biznesowych zarówno z dostawcami, jak i odbiorcami danych o użytkownikach Internetu.
3. **Wolumen i jakość danych.** Spółka przetwarza około 100 mld profili użytkowników korzystających z komputerów stacjonarnych i urządzeń mobilnych, co czyni ją jedną z największych hurtowni danych na świecie. Dane pochodzą z ponad 200 państw na świecie. Platforma przetwarza około 5 mld aktywności dziennie.

# 1. Wycena

## Metody wyceny

Wyceniamy Cloud Technologies metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą (bazującą na medianach wskaźników Wartość przedsiębiorstwa/Sprzedż, Wartość przedsiębiorstwa/ EBITDA oraz C/Z opartych na prognozach na lata 2023, 2024 i 2025). Do bazy porównawczej wybraliśmy głównie amerykańskie spółki z ekspozycją na rynek technologii reklamowej (AdTetch).

## Założenia

W wycenie metodą DCF zakładamy: (i) stopę wolną od ryzyka w wysokości 5,5% (rentowność rządowych obligacji 10-letnich), (ii) premię za ryzyko rynku akcji w wysokości 6,3% (założenie jednakowe dla wszystkich pokrywanych przez nas spółek), (iii) parametr Beta (nielewarowana) w wysokości 1,20 oraz (iv) wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym w wysokości 3,0%. Zakładamy stałą liczbę akcji w liczbie 5 000 000 (aktualny program motywacyjny nie przewiduje rozwodnienia, lecz skup akcji własnych).

## Wycena ważona

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 88,0 zł na akcję Spółki.

Tabela 1. 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	41 118	USA	41%	20,6	16,4	12,7	52,3	40,6	30,8	75,2	62,3	47,0
PUBMATIC	669	USA	38%	2,1	1,6	1,2	8,5	5,9	3,8	b.z.	69,5	32,3
MAGNITE	1 109	USA	35%	3,2	3,0	1,7	10,6	8,9	5,3	13,9	16,1	7,0
LIVERAMP	2 015	USA	9%	2,7	2,5	2,2	24,5	16,0	11,3	41,5	26,2	20,0
ADTHEORENT	108	USA	11%	n.d.	1,0	n.d.	n.d.	7,8	n.d.	13,0	15,9	13,0
DOUBLEVERIFY	5 241	USA	31%	8,7	6,9	5,4	27,8	21,7	16,3	57,4	42,5	33,2
OUTBRAIN	266	USA	2%	0,3	0,4	0,4	11,3	10,5	8,9	28,6	23,6	14,2
TABOOLA.COM	1 236	Izrael	11%	0,9	0,7	0,6	17,2	7,0	5,6	b.z.	11,1	8,2
VARIANT TECHNOLOGY	416	USA	ujemna	1,0	0,8	0,6	9,0	7,3	4,6	b.z.	69,7	27,8
CRITEO	1 607	Francja	28%	1,2	0,9	0,6	4,2	3,2	2,1	9,2	8,3	6,9
INTEGRAL AD SCIENCE	2 058	USA	31%	4,6	3,7	2,9	14,0	11,0	8,3	43,7	35,0	30,0
ZETA GLOBAL	1 734	USA	15%	2,5	2,0	1,6	14,1	10,7	7,8	b.z.	30,6	12,8
DATADOG	32 022	USA	20%	15,1	12,0	8,8	70,6	54,5	36,4	68,7	55,6	40,6
AFFLE INDIA	1 861	Indie	20%	10,2	8,0	6,4	49,8	38,1	29,0	62,2	52,1	40,4
APPROVIN	14 680	USA	38%	5,4	4,6	3,6	12,6	10,1	8,0	54,4	26,6	20,2
MEDIAALPHA	501	USA	4%	1,7	1,3	1,0	30,3	17,7	10,7	b.z.	b.z.	b.z.
UNITY SOFTWARE	14 399	USA	ujemna	7,3	6,0	4,9	46,9	25,5	20,0	54,3	33,8	21,9
<b>Mediana</b>			<b>20%</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>15,7</b>	<b>10,7</b>	<b>8,6</b>	<b>49,0</b>	<b>32,2</b>	<b>21,1</b>
Maksimum			41%	20,6	16,4	12,7	70,6	54,5	36,4	75,2	69,7	47,0
Minimum			ujemna	0,3	0,4	0,4	4,2	3,2	2,1	9,2	8,3	6,9
<b>Cloud Technologies</b>			<b>46%</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>14,2</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>	<b>30,9</b>	<b>19,8</b>	<b>16,0</b>
Cloud Technologies – premia (dyskonto) wobec mediany			128%	134%	125%	139%	-10%	2%	5%	-37%	-38%	-24%
Implikowana wartość akcji (PLN)				43,3	47,1	47,6	103,5	92,0	90,4	148,8	152,5	123,5
Średnia implikowana wartość akcji dla danego wskaźnika (PLN)					46,0			95,3			141,6	
<b>Średnia implikowana wartość akcji dla danego wszystkich wskaźników (PLN)</b>								<b>94,3</b>				

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. Cloud Technologies; Wrażliwość wyceny na założenia okresu rezydualnego

Wzrost w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
2,0%	81,8	80,0	78,5	76,9	75,6
2,5%	83,9	82,0	80,3	78,6	77,1
3,0%	86,3	84,1	<b>82,3</b>	80,4	78,7
3,5%	89,0	86,5	84,5	82,3	80,5
4,0%	92,0	89,2	86,9	84,5	82,5

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA



**Tabela 3. Cloud Technologies; model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	>2031P
<b>Sprzedaż</b>	<b>64,7</b>	<b>76,4</b>	<b>85,7</b>	<b>93,4</b>	<b>100,4</b>	<b>106,3</b>	<b>110,6</b>	<b>113,3</b>	<b>114,0</b>	
zmiana r/r	28%	18%	12%	9%	7%	6%	4%	2%	1%	
Marża EBIT, skor.	29,5%	34,0%	37,8%	41,5%	44,9%	46,4%	47,5%	48,3%	48,6%	
EBIT, skor.	19,1	26,0	32,4	38,8	45,1	49,3	52,6	54,7	55,4	
zmiana r/r	33%	36%	25%	20%	16%	9%	7%	4%	1%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	19%
Skor. EBIT * (1-T)	16,5	22,6	28,2	33,8	39,2	42,9	45,7	47,6	44,9	
zmiana r/r	42%	37%	25%	20%	16%	9%	7%	4%	-6%	
EBITDA, skor.	31,3	38,4	44,4	48,6	52,5	56,5	59,4	61,3	61,8	
zmiana r/r	34%	23%	16%	9%	8%	8%	5%	3%	1%	
Marża EBITDA, skor.	48,3%	50,3%	51,9%	52,0%	52,3%	53,2%	53,7%	54,1%	54,2%	
Amortyzacja	12,2	12,4	12,1	9,8	7,5	7,2	6,9	6,6	6,3	
EBIT * (1-T) + D, skor.	28,7	35,0	40,2	43,5	46,7	50,1	52,6	54,2	51,3	
zmiana r/r	40%	22%	15%	8%	7%	7%	5%	3%	-5%	
Wydatki inwestycyjne	-21,2	-4,3	-4,9	-5,1	-5,4	-5,8	-6,1	-6,2	-6,2	
Zmiana kapitału obrotowego	-3,2	-2,6	-3,1	-2,4	-2,5	-1,7	-1,4	-0,8	-0,3	
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>4,3</b>	<b>28,1</b>	<b>32,2</b>	<b>36,0</b>	<b>38,8</b>	<b>42,6</b>	<b>45,1</b>	<b>47,2</b>	<b>44,8</b>	
<b>Koszt kapitału własnego</b>										
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
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,0%</b>
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	13,7%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>										
Waga długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%
Kosz. długu po opodatkowaniu	2,6%	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	1,04	1,18	1,33	1,50	1,70	1,92	2,17	2,46	
Wskaźnik dyskonta	1,00	0,96	0,85	0,75	0,67	0,59	0,52	0,46	0,41	
<b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych</b>	<b>-</b>	<b>27,1</b>	<b>27,4</b>	<b>27,1</b>	<b>25,8</b>	<b>25,1</b>	<b>23,5</b>	<b>21,7</b>	<b>18,3</b>	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych										195,9
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%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym</b>										<b>3,0%</b>
Wartość rezydualna										463,4
Wartość bieżąca wartości rezydualnej										188,7
<b>Wartość operacji Spółki</b>										<b>384,6</b>
Gotówka na koniec 2023P										29,4
Dług na koniec 2023P										6,0
Inwestycje długoterminowe (pożyczki dzielone)										3,5
Dywidenda do wypłacenia pomiędzy dniem dzisiejszym a horyzontem wyceny										0,0
<b>Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy</b>										<b>411,5</b>
Liczba akcji (w milionach)										5,0
<b>Wartość akcji Spółki w horyzoncie 12 miesięcy (PLN)</b>										<b>82,3</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 4. Cloud Technologies; Podsumowanie wycen**

Wycena DCF (50%)	82,3
Wycena porównawcza (50%)	94,3
<b>Średnia Ważona wycena (zł na akcję)</b>	<b>88,0</b>
Cena bieżąca (zł na akcję)	94,0
Potencjał wzrostu (spadku) w porównaniu do ceny bieżącej	-6%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

## 2. Historia, struktura Grupy oraz akcjonariat

**Cloud Technologies dostarcza dane o użytkownikach Internetu, stosowane do ich profilowania**

Cloud Technologies to warszawska spółka z segmentu nowych technologii działająca w obszarze marketingu internetowego. Prowadzi działalność w zakresie dostawy danych pozwalających marketerom na personalizację kampanii reklamowych realizowanych w sieci internetowej.

Spółka została założona w marcu 2011 r. przez Piotra Prajsnara, który obecnie pozostaje prezesem oraz głównym akcjonariuszem (30,3% akcji). Początkowo Grupa skupiała się na działalności usługowej zbliżonej do internetowej agencji reklamowej, tworząc kampanie reklamowe pod konkretnego klienta. Jednak w 2019 r. zmieniła model biznesowy, koncentrując się na wysokomarżowym i skalowalnym segmencie sprzedaży danych (o użytkownikach Internetu) stosowanych w marketingu internetowym. Baza pracowników grupy Cloud Technologies wyniosła 54 osoby na koniec 2022 r.

**Tabela 5. Historia Grupy Cloud Technologies – główne wydarzenia**

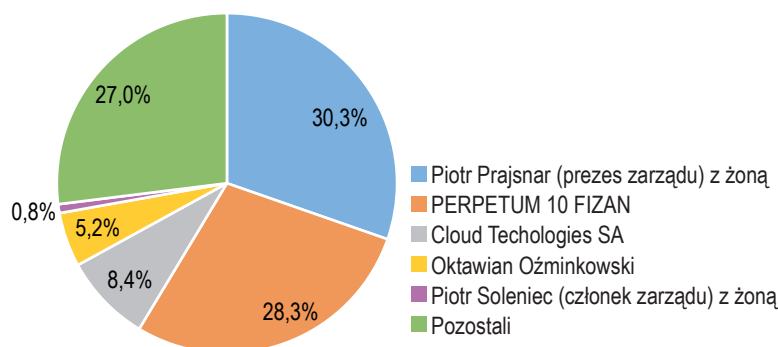
Data	Wydarzenie
mar.11	Założenie spółki Cloud Technologies Sp. z o.o.
paź.11	Rozpoczęcie prac nad największym w Europie Płd-Wsch zbiorem danych o internautach w chmurze
maj.12	Pierwsze notowanie akcji Spółki na rynku New Connect
2014	Integracja własnej hurtowni danych (DMP) z wiodącymi światowymi platformami DSP ( <i>Demand Side Platform</i> ) w celu rozwoju sprzedaży danych na rynku międzynarodowym
paź.15	Nabycie 100% udziałów w spółce Audience Network Sp. z o.o. – internetowej agencji reklamowej
III kw. 2016	Start autorskiej platformy DMP OnAudience.com do gromadzenia i przetwarzania danych o internautach
wrz.17	Nabycie zorganizowanej części przedsiębiorstwa OAN Sp. z o.o. – podmiocie działającym na rynku reklamy internetowej
2019-2021	Zmiana modelu działalności i koncentracja na sprzedaży danych i technologii do ich przetwarzania
lip.22	Nabycie 100% udziałów w TheLinea1 MKT S.L.
gru.22	Pierwsze notowanie akcji Spółki na głównym rynku GPW

Źródło: Cloud Technologies, DM BOŚ

**Struktura akcjonariatu**

Głównymi akcjonariuszami Cloud Technologies są Piotr Prajsnar wraz z żoną posiadający 30,3% udziałów w Spółce oraz fundusz aktywów niepublicznych PERPETUM 10 FIZAN (27,0% udziałów). Dodatkowo 8,4% jest w posiadaniu samej spółki (akcje skupione w celu realizacji programu motywacyjnego). Ostatnim podmiotem posiadającym powyżej 5% akcji jest Oktawian Oźminkowski.

**Wykres 1. Struktura akcjonariatu – udział w kapitale/ głosach**

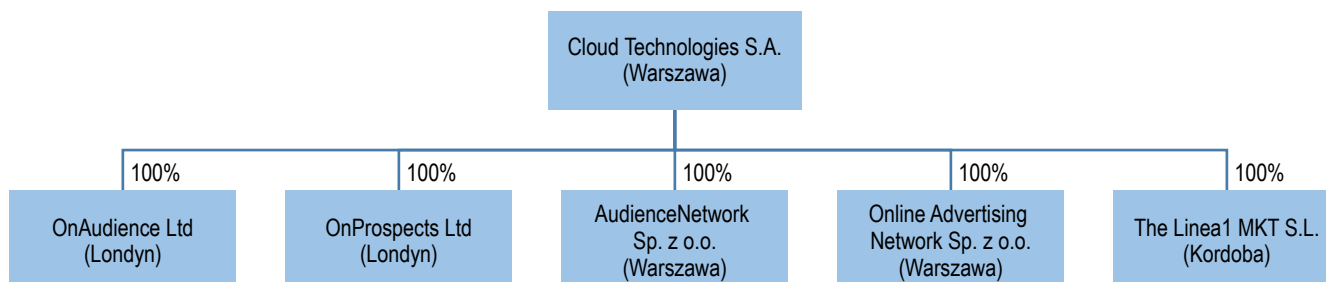


Źródło: Spółka, DM BOŚ

**Struktura Grupy**

Cloud Technologies SA, z siedzibą w Warszawie, tworzy grupę kapitałową, w skład której wchodzi Spółka jako podmiot dominujący oraz pięć spółek zależnych.

Wykres 2. Struktura Grupy



Źródło: Spółka, DM BOŚ

**OnAudience** prowadzi międzynarodową działalność w zakresie monetyzacji danych. Dostarcza dane o użytkownikach Internetu pozyskiwane z ponad 200 rynków, umożliwiające personalizację reklam i dotarcie do właściwych grup docelowych. OnAudience jest właścicielem platformy *Data Management Platform* (DMP), która służy do integracji i zarządzania danymi wykorzystywanymi w profilowaniu reklamy internetowej.

**OnProspects** prowadzi międzynarodową działalność w zakresie automatycznego zakupu mediów. Dostarcza technologie wykorzystywane w reklamie online i cyfrowym biznesie. Ponadto zamierza oferować dostęp do platformy Demand-Side Platform (DSP), która umożliwi zautomatyzowany zakup powierzchni reklamowej w modelu aukcyjnym (tzw. Real Time Bidding).

**Audience Network** to agencja realizująca kampanie online z wykorzystaniem danych i pionier data consultingu w Polsce. Agencja optymalizuje procesy biznesowe wykorzystując algorytmy Big Data w połączeniu z algorytmami sztucznej inteligencji i uczeniem maszynowym. Realizuje kampanie online, m.in. programmatic, content marketingowe oraz dostarcza usługi analityczne, zwiększające konwersję w realizowanych kampaniach. Audience Network działa głównie w segmencie Pozostała Działalność, z którego Spółka się stopniowo wycofuje.

**Online Advertising Network** działa na rynku reklamy online. Dostarcza dane do targetowania reklam online, koncentrując się na branżach gier wideo.

**The Linea1 MKT** to firma technologiczna z branży marketingu internetowego, działająca na rynkach hiszpańskojęzycznych i współpracująca z globalnymi odbiorcami danych.



### 3. Rynek

**Cloud Technologies działa w branży AdTech, która dostarcza technologie do realizacji kampanii internetowych**

Cloud Technologies jest dostawcą danych o użytkownikach Internetu wykorzystywanych do targetowania reklamy internetowej, co czyni Spółkę jednym z uczestników branży AdTech. Branża AdTech (pol. technologia reklamowa) to zespół narzędzi i technologii (w tym platformy DSP, platformy SSP, platformy DMP, pulpity transakcyjne agencji, serwery reklam i sieci reklamowe), które pomagają reklamodawcom w targetowaniu, realizacji i mierzeniu efektów kampanii internetowych. Dane oferowane przez Cloud Technologies służą do profilowania użytkowników Internetu, dzięki czemu reklama jest wyświetlana osobom potencjalnie zainteresowanym oferowanym produktem lub usługą.

**Rynek AdTech ma rosnać w tempie CAGR 13,7% (2022-30)**

Wg raportu agencji badawczej Grand View Research wartość światowego rynku technologii reklamowej (AdTech) wyniosła 886 mld USD w 2022 r. Zgodnie z raportem rynek AdTech wzrośnie do 2,4 trylionu USD w roku 2030, co oznacza CAGR na poziomie 13,7% w okresie 2023-30.

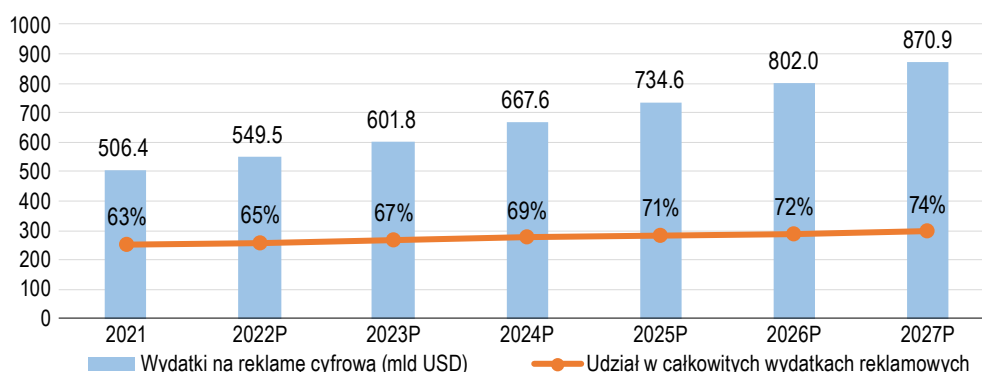
**Pandemia COVID-19 przyspieszyła wzrost reklamy internetowej**

Reklama internetowa jest podzbiorem globalnego sektora reklamy (obok reklamy tradycyjnej). W ostatnich dekadach, wraz ze wzrostem dostępności Internetu, obserwujemy migrację budżetów marketingowych z reklamy tradycyjnej (prasa, radio, TV, *outdoor*) do reklamy internetowej (strony internetowe, portale społecznościowe, emaile, CTV). Ekspansja reklamy internetowej została ostatnio wsparta przez procesy sprowokowane bądź przyspieszone przez pandemię COVID-19 takie jak dynamiczny wzrost branży e-commerce czy pracy zdalnej.

**Reklama cyfrowa ma rosnać w tempie CAGR 11% (2022-25)**

Według firmy badawczej eMarketer wydatki na reklamę cyfrową w 2022 r. sięgnęły 65% całkowitych wydatków reklamowych, a wartość rynku reklamy cyfrowej wyniosła 549,5 mld USD. Wartość wydatków na reklamę cyfrową powinna wzrosnąć do 870,9 mld USD w 2027 roku (tempo CAGR na poziomie 10% w latach 2022P-27P). W tym samym okresie udział reklamy cyfrowej w całkowitych wydatkach reklamowych ma wzrosnąć do 74%.

**Wykres 3.** Wydatki na reklamę cyfrową na świecie



Źródło: eMarketer, Marzec 2023

**Spółka powinna być beneficjentem dynamicznego wzrostu modelu programmatic w najbliższych latach**

Model *programmatic* jest modelem dominującym w internetowej reklamie odsłonowej (wg szacunków Statista.com aż 72% reklamy odsłonowej na świecie zostało zakupione przy użyciu modelu *programmatic*). Model *programmatic* pozwala na automatyczne przeprowadzenie procesu zakupu/sprzedaży reklamy w oparciu o system aukcyjny w czasie rzeczywistym (w przeciwieństwie do modelu tradycyjnego, który wymaga manualnej transakcji zakupu z konkretnym wydawcą reklamy). Według różnych

źródle<sup>1</sup> wartość rynku *programmatic* powinna rosnać na poziomie CAGR 21%-31,9% w okresie 2022-28. Dane sprzedawane przez Cloud Technologies mają kluczowe znaczenie w profilowaniu użytkowników i targetowaniu reklamy w modelu *programmatic*. Dlatego też uważamy, że wzrost wartości rynku *programmatic* będzie miał bezpośrednie pozytywne przełożenie na biznes Spółki.

## Aktualne trendy rynkowe

Do najważniejszych trendów obecnych na rynku AdTech zaliczymy:

- Firmy z branży AdTech coraz częściej korzystają ze sztucznej inteligencji i uczenia maszynowego, aby tworzyć spersonalizowane reklamy, optymalizować miejsca lokalizacji reklam i automatyzować proces zakupu.
- Reklamodawcy skupiają się na bardziej precyzyjnych strategiach targetowania, takich jak targetowanie behawioralne, kontekstowe i oparte na lokalizacji, aby dotrzeć do określonych odbiorców na podstawie ich zainteresowań, aktywności w Internecie lub lokalizacji.
- Model *programmatic* i handel w czasie rzeczywistym (*real time bidding*) zyskują na popularności, ponieważ reklamodawcy szukają skuteczniejszych sposobów zakupu zasobów reklamowych.
- Wraz z rosnącą popularnością platform cyfrowych (mediów społecznościowych, YouTube, Netflix) rośnie wykorzystanie reklam wideo.
- Wraz ze wzrostem oglądalności platform CTV i OTT takich jak Netflix, Hulu i Roku, reklamodawcy przeznaczają większe budżety na tego typu kanały.
- Postępujący wzrost znaczenia telefonów i tabletów prowadzi do rozwoju nowych formatów i strategii reklamowych dostosowanych do specyfiki urządzeń mobilnych.
- Reklamodawcy coraz częściej wykorzystują innowacyjne formaty reklam, takie jak interaktywne wideo, rzeczywistość rozszerzona (AR) i rzeczywistość wirtualna (VR), aby przyciągnąć uwagę konsumentów i stworzyć bardziej angażujące reklamy.
- Ponieważ przepisy dotyczące prywatności takie jak RODO, nieustannie zmieniają branżę reklamową, reklamodawcy skupiają się na gromadzeniu danych własnych (*first party data*) i wyszukiwaniu innych sposobów pozyskania danych użytkowników od podmiotów trzecich (zgodnych z przepisami chroniącymi dane konsumentów).
- Wraz ze wzrostem wykorzystania oprogramowania blokującego reklamy, reklamodawcy znajdują sposoby na obejście tego problemu poprzez reklamy natywne, tzw. białe listy i tworzenie lepszych, mniej inwazyjnych reklam.
- Wraz ze wzrostem popularności asystentów głosowych takich jak Alexa, Asystent Google i Siri, reklamodawcy poszukują nowych możliwości dotarcia do konsumentów za pomocą reklam aktywowanych głosem i treści sponsorowanych w wynikach wyszukiwania głosowego.

Według Programmatic Advertising Global Market Report 2023 autorstwa The Business Research Company światowy rynek programmatic wzrośnie na poziomie CAGR równym 21,2% w latach 2023-27. Według Global Programmatic Advertising Market – Analysis By Auction Type, Display Type, By Region, By Country (2022 Edition): Market Insights and Forecast with Impact of COVID-19 (2022-2027) autorstwa Azoth Analytics światowy rynek programmatic wzrośnie na poziomie CAGR równym 30,3% w latach 2022-27. Według Global Programmatic Display Advertising Market Size, Share & Industry Trends Analysis Report By Type, By Vertical, By Ad Format, By Regional Outlook and Forecast, 2022 – 2028 autorstwa KBV Research światowy rynek programmatic wzrośnie na poziomie CAGR równym 31,9% w latach 2018-28.

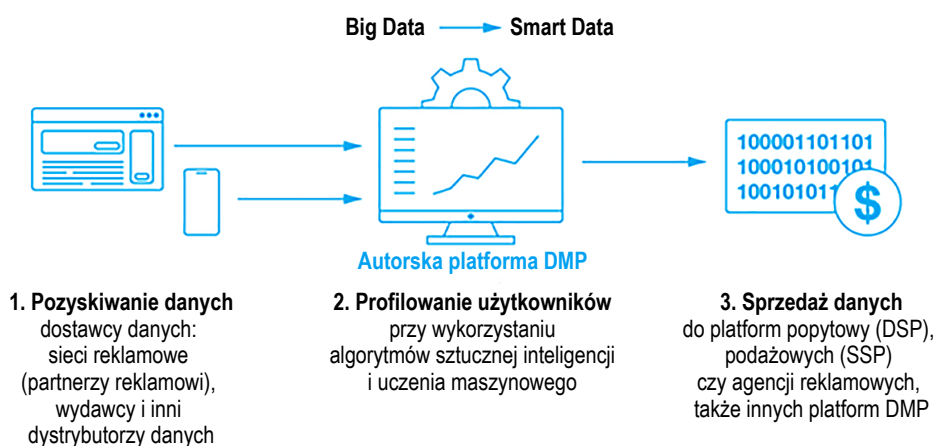
## 4. Model biznesowy i produkt

**Spółka stworzyła platformę do przetwarzania danych o internautach...**

Spółka jest właścicielem autorskiej platformy zarządzania danymi (ang. *data management platform – DMP*), która gromadzi, przetwarza i segmentuje informacje o użytkownikach Internetu na potrzeby późniejszego targetowania. Urządzenia podłączone do Internetu posiadają swoje unikalne identyfikatory, dzięki którym można je rozróżnić w globalnej sieci Internet. Informacje o internautach są zbierane przy wykorzystaniu różnego rodzaju identyfikatorów, m.in. plików *cookie* oraz za pomocą rozwiązań niebazujących na plikach *cookie*, czyli tzw. *cookieless*, jak np. Mobile Advertising IDs, Public IDs czy Connected TV IDs. Platforma DMP pozyskuje dane o internautach z różnych źródeł (sieci reklamowe, wydawcy, inni dystrybutorzy danych) i w oparciu o nie stara się stworzyć profil osoby, która użytkuje konkretne urządzenie. Spółka profiluje internautów na podstawie pozyskanych informacji takich jak m.in. odwiedzone witryny, zachowanie podczas przeglądania Internetu, lokalizacja geograficzna czy rodzaj używanego urządzenia.

Dzięki własnym algorytmom wspomaganych sztuczną inteligencją (*artificial intelligence – AI*) oraz uczeniem maszynowym (*machine learning*) platforma DMP stara się z jak największym prawdopodobieństwem ustalić profil użytkownika (w tym m.in. wiek, płeć, zainteresowania czy status majątkowy), a następnie zaklasyfikować go do odpowiednich segmentów, których katalog nazywany jest taksonomią. Autorska platforma Spółki przetwarza około 100 mld profili internautów<sup>2</sup> i analizuje około 5 mld aktywności online dziennie.

**Wykres 4.** Cloud Technologies: biznes model w trzech krokach



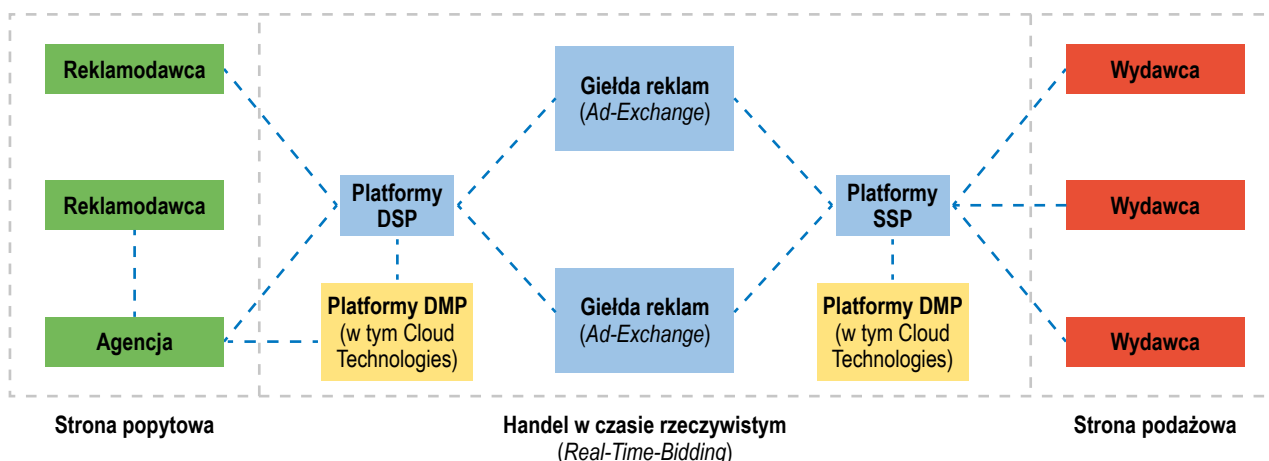
Źródło: Spółka

**...które stosowane są w celu targetowania reklamy internetowej w modelu programmatic**

Profile internautów (użytkujących dane urządzenie) stosowane są w celu targetowania reklamy internetowej w systemie *programmatic*. Model *programmatic* jest dominującym modelem sprzedaży reklamy internetowej i pozwala na automatyczne przeprowadzanie procesu zakupu/sprzedaży reklamy w oparciu o system aukcyjny w czasie rzeczywistym.

<sup>2</sup> Liczba profili to iloczyn liczby użytkowników oraz segmentów, do których zostali oni sklasyfikowani.

Wykres 5. Schemat działania modelu programmatic



Źródło: DM BOŚ

**W systemie programmatic zakup banneru reklamowego przebiega automatycznie w czasie niespełna sekundy podczas ładowania się strony internetowej...**

Za każdym razem, gdy użytkownik odwiedza stronę internetową, wydawca (właściciel strony internetowej zainteresowany sprzedażą banneru reklamowego) wysyła ofertę do SSP (platform podażowych), które przekazują te informacje do giełd reklam. Dane te są następnie odbierane przez platformy DSP (platformy popytowe, np. Trade Desk), które organizują aukcje oferowanych powierzchni reklamowych. Zwycięża reklamodawca, który zaoferuje najwyższą cenę za powierzchnię reklamową, a w konsekwencji jego baner natychmiast wyświetli się na stronie wydawcy. Cały proces odbywa się automatycznie w czasie niespełna sekundy podczas ładowania się strony internetowej.

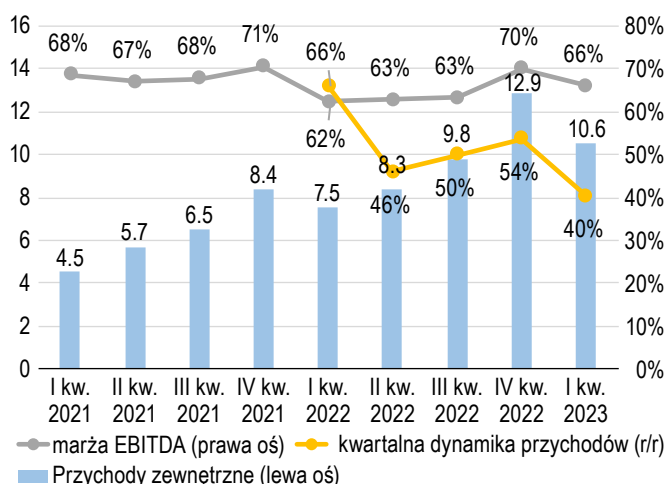
**... a Cloud Technologies pomaga, aby reklamy trafiały do osób potencjalnie zainteresowanych danym produktem bądź usługą**

W trakcie powyższego procesu wydawca przekazuje identyfikator urządzenia, z którego operuje internauta wyświetlający stronę www. Dzięki temu platformy DMP (takie jak Cloud Technologies) są w stanie dopasować posiadane przez siebie dane do odwiedzającego urządzenia i stworzyć jak najwłaściwszy profil internauty odwiedzającego stronę wydawcy, w tym określić jego zainteresowania czy intencje zakupowe. Tym sposobem reklamodawca otrzymuje informacje, czy dany internauta może być zainteresowany jego produktem bądź usługą (proces targetowania reklamy). Prowizja, jaką otrzymuje platforma DMP, to około 10%-30% wylicytowanej wartości reklamy.

**Sprzedaż danych – główny segment działalności Spółki**

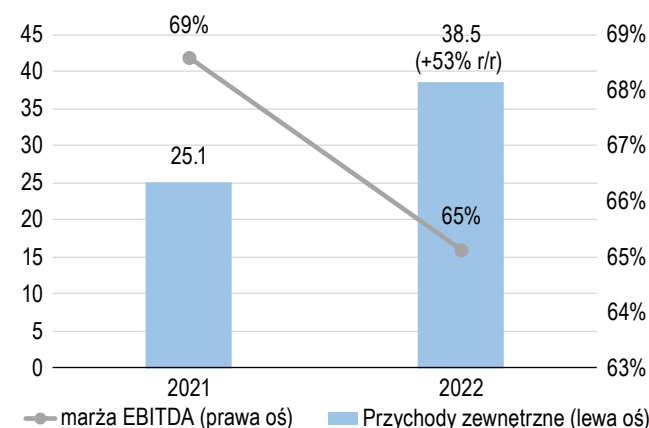
**Sprzedaż danych** jest najważniejszym i najbardziej perspektywicznym segmentem działalności Grupy. Segment charakteryzuje się wysoką rentownością EBITDA (65% w 2022 r.) oraz wysokimi dynamikami wzrostu przychodów. W ramach tego segmentu Spółka sprzedaje dane o zachowaniach użytkowników Internetu oraz dostęp do autorskiej technologii, czyli *Data Management Platform*.

Wykres 6. Segment Sprzedaży danych: przychody i marża EBITDA



Źródło: Spółka, DM BOŚ.

Wykres 7. Segment Sprzedaży danych: przychody i marża EBITDA (mln PLN)



Źródło: Spółka, DM BOŚ.

**Odbiorcą danych są dystrybutorzy danych oraz uczestnicy rynku reklamy internetowej**

Sprzedaż danych jest kierowana głównie do zagranicznych dystrybutorów, tj. podmiotów zajmujących się nabywaniem lub odsprzedażą wysokiej jakości danych o zachowaniach użytkowników Internetu (w tym głównie do firm z branży marketingu online takich jak platformy popytowe czy agencje reklamowe). W ramach usługi Grupa udostępnia swoim kontrahentom odpowiednio posegmentowane (np. wg zainteresowań, intencji zakupowych) profile użytkowników Internetu lub surowe dane do przetworzenia przez wewnętrzny zespół kontrahenta. Dane oferowane przez Spółkę stosowane są głównie w reklamie internetowej i pomagają w dotarciu reklamy do potencjalnie zainteresowanych konsumentów. Usługi sprzedaży danych oferowane są klientom głównie w ramach marki OnAudience.com. **Blisko 90% przychodów segmentu sprzedaży danych pochodzi z eksportu (głównie Stany Zjednoczone, Wielka Brytania oraz kraje Europy Zachodniej).**

**Platforma DMP jest również sprzedawana w formie licencji, w modelu SAAS lub w barterze**

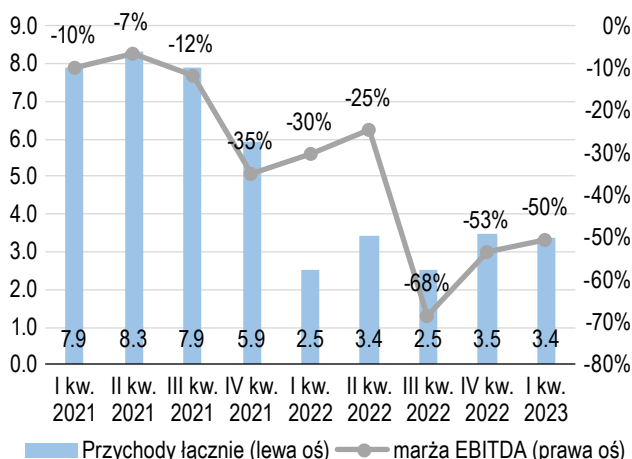
Platforma DMP jest wykorzystywana wewnętrznie przez Grupę, ale również jest sprzedawana w formie licencji, jako usługa w modelu SaaS lub barter. Klienci usługi to głównie platformy technologiczne dostarczające dane do klientów końcowych, którzy wykorzystują dane do lepszego profilowania kampanii internetowych. Niemniej sprzedaż platformy jest mniej istotnym źródłem przychodów dla Grupy (w 2022 r. około 7% przychodów segmentu pochodziło z tego tytułu).

**Pozostała działalność – nieistotna dla rozwoju i rentowności Spółki**

W ramach Pozostałej działalności Cloud Technologies świadczy usługi m.in. w zakresie realizacji kampanii internetowych wykorzystujących dane o internautach, prowadzi działalność brokerską, realizuje prace badawczo-rozwojowe. 97% przychodów segmentu pochodzi z rynku krajowego (2022) W ramach segmentu księgowane są też koszty ogólne Grupy, nieprzypisane bezpośrednio do segmentu Sprzedaż danych (głównie koszty ogólnego zarządu centrali). Pozostała działalność jest stopniowo wygaszana i nieistotna z punktu widzenia przyszłego rozwoju Spółki oraz jej rentowności. Spodziewamy się, że Spółka może podjąć decyzję o jej zaniechaniu.



**Wykres 8. Segment Pozostałej działalności: przychody (mln zł) i marża EBITDA**



Źródło: Spółka, DM BOŚ.

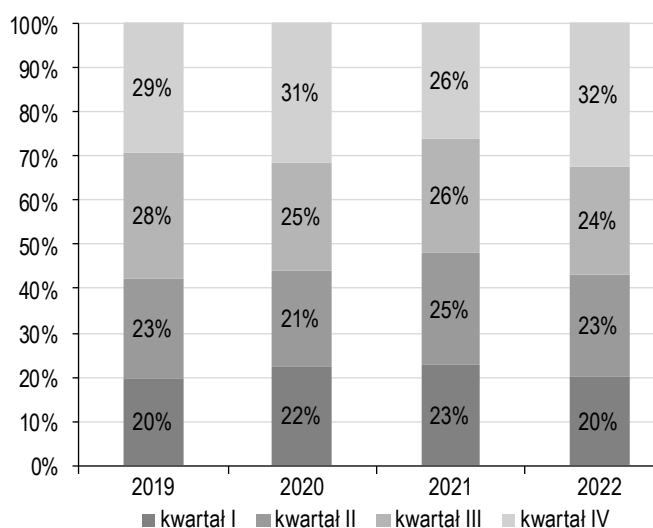
**Grupa posiada zdywersyfikowany portfel odbiorców i dostawców**

Grupa jest zdywersyfikowana zarówno jeśli chodzi o dostawców, jak i odbiorców. W I półroczu 2022 roku dziesięciu największych klientów Grupy odpowiadało za około 56% całkowitej sprzedaży. W 2022 roku największy odbiorca odpowiadał za 11% przychodów Grupy. Jeśli chodzi o dostawców, to w I półroczu 2022 roku dziesięciu największych dostawców odpowiadało za 31,1% kosztów Grupy.

**Sezonowość kwartalnej sprzedaży**

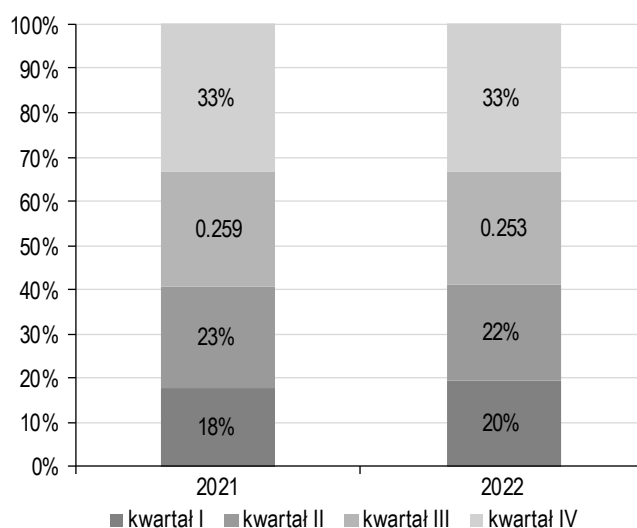
Przychody Cloud Technologies cechują się sezonowością kwartalną typową dla całego rynku reklamy internetowej. Największym poziomem sprzedaży cechują się czwarte kwartały, kiedy rynek e-commerce intensyfikuje swoją aktywność marketingową. W pierwszych kwartałach Spółka notuje zazwyczaj najniższy poziom sprzedaży, którą stopniowo odbudowuje się w kolejnych kwartałach. Sezonowość sprzedaży najbardziej widoczna jest w przychodach segmentu Sprzedaży danych.

**Wykres 9. Kwartalna sezonowość przychodów całkowitych**



Źródło: Spółka, DM BOŚ.

**Wykres 10. Kwartalna sezonowość przychodów segmentu Sprzedaży danych**



Źródło: Spółka, DM BOŚ.

## 5. Strategia, program motywacyjny i polityka dywidendowa

**Nowa strategia obowiązuje od maja 2023 r.**

W maju br. Spółka opublikowała Strategię na lata 2023-25, która uwzględnia trzy perspektywy działalności: biznesową, finansową oraz korporacyjną.

**Wykres 11. Strategia na lata 2023-25**



Źródło: Spółka

### Perspektywa biznesowa

W ramach perspektywy biznesowej Spółka zamierza skupić się na dalszym rozwoju sprzedaży danych, poszerzaniu zbioru danych oraz chce poszukiwać nowych zastosowań dla sprzedawanych danych (nowych źródeł przychodów). Spółka planuje pozyskiwać nowe kanały dystrybucji danych poprzez akwizycje i/lub współpracę z platformami posiadającymi własne sieci dystrybucji danych oraz chce zwiększać efektywność już istniejących kanałów.

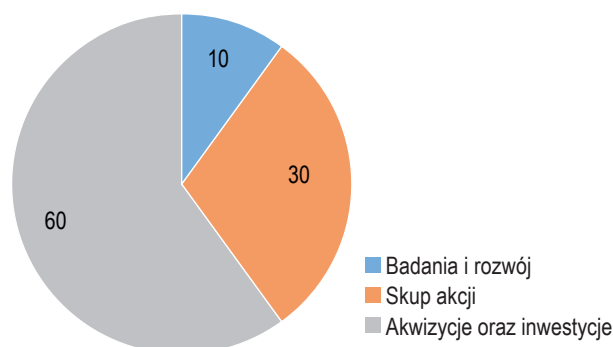
Spółka zamierza również podnieść atrakcyjność swojej oferty poprzez zwiększenie liczby oferowanych kategorii danych o użytkowników, a także zwiększenie puli identyfikatorów, po których można identyfikować internautów. Pozwoli to również na stopniowe odejście od stosowania tzw. *3rd party cookies*, które obarczone są wysokim ryzykiem regulacyjnym.

Spółka poszukuje również nowych zastosowań dla sprzedawanych danych spoza obszarów reklamy internetowej. Jednym z takich zastosowań może być sprzedaż danych do nauki systemów opartych na sztucznej inteligencji.

### Perspektywa finansowa

W ramach perspektywy finansowej Spółka chce w latach 2023-2025 przeznaczyć do 100 mln zł na badania i rozwój, akwizycje oraz skup akcji. Pieniądze mają pochodzić ze środków własnych, bez korzystania z instrumentów dłużnych czy emisji akcji.

**Wykres 12. Inwestycje planowane na lata 2023-25 (mln zł)**



Źródło: Spółka, DM BOŚ

W ramach akwizycji i inwestycji (do 60 mln zł) Spółka planuje: (i) nabywać pakiety kontrolne (od 1 mln USD) w firmach, które są w stanie zapewnić nowe kanały dystrybucji, rynki lub kontrakty, co powinno prowadzić do wzrostu sprzedawanych danych (akwizycje) i/lub (ii) nabywać pakiety mniejszościowe (<25%; do 1 mln USD) w firmach, które zapewnią nowe zastosowania danych lub pozyskanie *know-how* (inwestycje). Spółka rozważa płatności w formie gotówki, akcji własnych czy barteru (danych lub technologii).

W ramach inwestycji w badania i rozwój Spółka planuje badania rozwojowe mające na celu zwiększenie efektywności przetwarzania danych oraz eksploracje nowych zastosowań dla danych (w tym algorytmów sztucznej inteligencji), prowadzące do uzyskania trwałych przewag konkurencyjnych.

**Program motywacyjny**

**Spółka skupi do 5% akcji za maks. 30 mln zł, aby zaoferować je beneficjentom programu motywacyjnego**

W Spółce obowiązuje program motywacyjny oparty na akcjach na lata 2023-25 dla kadry zarządzającej. Przyznanie praw do nabycia akcji (maksymalnie 250 000; 5% kapitału) uzależnione jest od spełnienia kryterium lojalnościowego (pozostawanie pracownikiem Grupy na dzień 31 grudnia 2025 r.) oraz finansowego (osiągnięcie przez Grupę skonsolidowanej EBITDA za lata 2023-25 w łącznej wysokości nie niższej niż 110 mln zł), przy czym program przewiduje możliwość przyznania mniejszej liczby akcji przy spełnieniu 80%-100% kryterium EBITDA (2,5% mniej akcji za każdy 1% poniżej kryterium EBITDA). Cena nabycia akcji wyniesie 60 zł za 1 akcję i zostanie obniżona o 1% za każdy 1% przekroczenia kryterium EBITDA (maksymalnie 20% dyskonta). Akcje oferowane w programie motywacyjnym będą pochodzić ze skupu akcji własnych, który zostanie przeprowadzony w dwóch transzach (do 15 mln zł każda).

**Polityka dywidendowa**

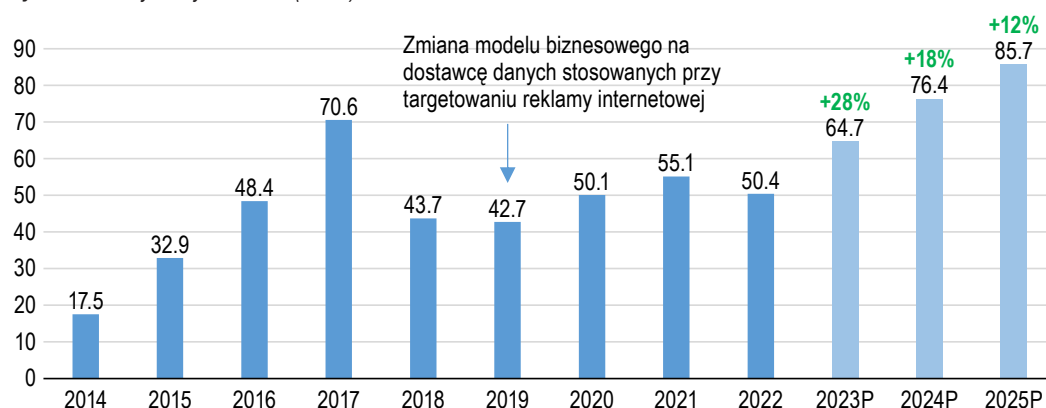
Od bieżącego roku w Spółce obowiązuje polityka dywidendowa, która zakłada wypłatę dywidendy w wysokości około 20% skor. wyniku EBITDA. Z wyniku za rok 2022 Spółka wypłaciła 1,00 zł dywidendy na akcję (1% stopy dywidendy przy obecnym kursie).

## 6. Wyniki i prognozy finansowe

### Przychody

Do roku 2019 Spółka zajmowała się działalnością usługową w zakresie performance marketingu. W jej ramach Spółka oferowała usługi optymalizacji kampanii marketingowych tworzonych pod konkretnego klienta (reklamodawcę). Niemniej, ze względu na rosnącą popularność modelu *programmatic* (aukcyjny model sprzedaży reklamy internetowej rozliczany w czasie rzeczywistym) oraz jednocześnie malejące znaczenie sieci afiliacyjnych Spółka miała problemy z pozyskiwaniem nowych klientów, a stary model biznesowy stał się nieopłacalny. Na poniższym wykresie obserwujemy wyraźne spadki przychodów w latach 2017-19.

Wykres 13. Przychody całkowite (mln zł)

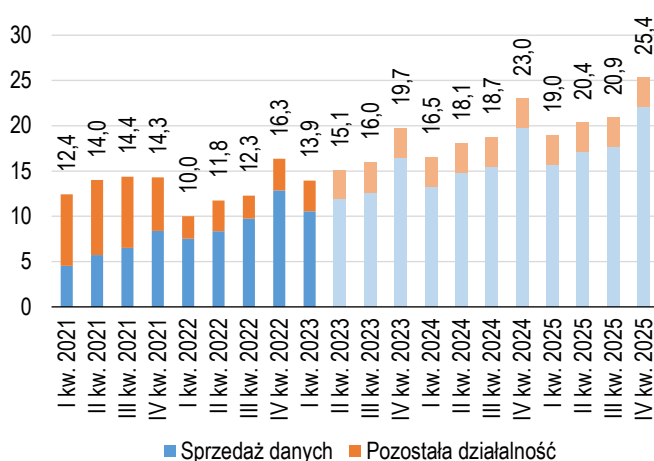


Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ SA

### Zmiana modelu biznesowego

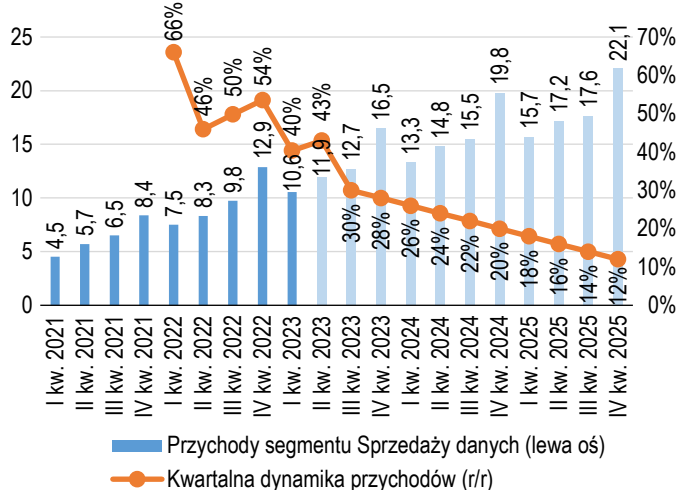
Dlatego też od roku 2019 Spółka rozpoczęła proces zmiany modelu biznesowego na dostawcę danych stosowanych przy targetowaniu reklamy internetowej. Od tego czasu obserwujemy stopniowy spadek przychodów z Pozostałej działalności i jednocześnie dynamiczne wzrosty w segmencie Sprzedaży danych.

Wykres 14. Kwartalne przychody Cloud Technologies wraz z prognozą DM BOŚ (mln zł)



Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ SA

Wykres 15. Kwartalne przychody (i ich dynamiki) segmentu sprzedaży danych wraz z prognozą DM BOŚ (mln zł)



Źródło: Spółka, Prognozy DM BOŚ SA

**Oczekujemy 34%/ 23%/15% wzrostu przychodów segmentu Sprzedaż danych**

W naszej opinii przychody Spółki powinny być skorelowane z wielkością rynku technologii reklamowej AdTech (oczekiwany CAGR na poziomie 13,7% w latach 2023-30) oraz samego modelu *programmatic* (oczekiwany CAGR na poziomie 21%-31,9% w okresie 2022-28). Dlatego też zakładamy dalszy dynamiczny wzrost całkowitych przychodów Spółki o 28%/ 18%/ 12% w latach 2023/ 2024/ 2025, przy

czym założone dynamiki dla segmentu Sprzedaży danych wynoszą 34%/ 23% 15% w latach 2023/ 2024/ 2025 przy relatywnie płaskich przychodach z segmentu Pozostałej działalności.

#### Koszty operacyjne i marże

W Grupie dużą część kosztów stanowią **koszty stałe** (pracownicy (pomijając część premiovą wynagrodzeń), czy serwery (koszt poruszający się w sposób „schodkowy”). Najistotniejszy **koszt zmienny** to koszt mediów i zakupu danych. Dane o użytkownikach są kupowane przez Spółkę w celu ich grupowania i segregacji. Przetworzone dane są oferowane przez Spółkę do dalszej odsprzedaży, również w kolejnych okresach. Dlatego też zakup danych nie jest warunkiem koniecznym wystąpienia przychodu w kwartale ich zakupu. Niemniej posiadane przez Spółkę dane się starzeją i w celu kontynuacji działalności i dalszego rozwoju Spółka musi na bieżąco pozyskiwać i przetwarzać nowe dane. Zakładamy, że udział kosztów zakupu mediów i danych w całkowitych przychodach będzie ulegał powolnemu spadkowi wraz ze wzrostem przychodów (zakładamy spadek udziału z 36% w 2022 do 31% w 2025). Dodatkowo przyjmujemy inflacyjne wzrosty kosztów wynagrodzeń, a także wzrost kosztów serwerów i innych kosztów stałych, lecz wolniejszy od tempa prognozowanego wzrostu przychodów. W efekcie uważamy, że skor. marża EBITDA powinna wzrosnąć z 46% w 2022 r. do 52% w 2025 r.

#### IP BOX

Spółka jest beneficjentem ulgi IP BOX. W efekcie zakładamy, że w okresie dokładnej prognozy efektywna stopa podatkowa wyniesie około 13%. W okresie rezydualnym zakładamy standardową stopę podatkową w wysokości 19%.

#### Dywidenda

Zgodnie z polityką dywidendową zakładamy, że Spółka będzie przeznaczać 20% skor. wyniku EBITDA na dywidendę.

#### Prognozy na II kw. 2023

Spółka ujawniła, że dynamiki (r/r) szacunkowej sprzedaży do kluczowych klientów za kwiecień/ maj/ czerwiec wyniosły 48%/ 45%/ 36%. W efekcie w II kw. 2023 prognozujemy wzrost przychodów w segmencie Sprzedaży danych o 43% r/r (średnia dynamik miesięcznych). Zakładamy również relatywnie płaskie kw./kw. przychody z Pozostałej działalności. W związku z deprecjacją waluty USD (w której Spółka przechowuje większość zasobów gotówkowych) oczekujemy około 2 mln zł negatywnych różnic kursowych. Podsumowując, w II kw. 2023 oczekujemy wzrostu przychodów i skor. EBITDA odpowiednio o 28% i 43% r/r. Ze względu na wysokie negatywne różnice kursowe, spodziewamy się spadku skor. zysku netto o 47% r/r.

Tabela 8. Cloud Technologies; Prognoza wyników za II kw. 2023

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw. 2023P (DM BOŚ)	I kw. 2023	II kw. 2022	zmiana kw./kw.	zmiana r/r
Przychody, w tym:	15,1	13,9	11,8	8%	28%
Sprzedaż danych	11,9	10,6	8,3	13%	43%
Pozostała działalność	3,1	3,4	3,4	-8%	-8%
Koszty operacyjne, w tym:	12,1	11,4	9,6	7%	26%
Koszty mediów i danych	4,2	4,1	3,3	0%	27%
Pozostałe koszty	7,9	7,2	6,4	10%	25%
EBITDA	6,6	5,7	5,0	16%	34%
Skor. EBITDA	7,2	6,3	5,0	14%	43%
EBIT	3,4	3,1	2,7	11%	27%
Skor. EBIT	4,0	3,7	2,8	10%	44%
Zysk netto	1,3	2,4	3,6	-44%	-62%
Skor. zysk netto	1,9	3,0	3,7	-36%	-47%

Skorygowane liczby wyłączają wpływ kosztów akcyjnego programu motywacyjnego (około 0,6 mln zł kwartalnie)

Źródło: Spółka, DM BOŚ



## 7. Sprawozdania finansowe

**Tabela 9. Cloud Technologies; Bilans**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>34,9</b>	<b>47,1</b>	<b>47,6</b>	<b>57,8</b>	<b>66,9</b>	<b>58,7</b>	<b>48,1</b>
Wartości niematerialne	0,1	0,9	0,6	31,3	36,8	32,8	27,0	35,8	27,3	19,6
Wartość firmy	0,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	11,9	11,9	11,9	11,9
Rzeczowe aktywa trwałe	0,5	0,3	0,1	0,1	0,0	0,6	4,7	5,4	6,1	7,0
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,0	0,0	0,0	0,7	3,1	2,6	4,8	4,4	4,0	3,6
Aktywa finansowe (w tym pożyczki udzielone)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	3,5	3,5	3,5	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,3	1,3	2,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,2	0,2	0,0	3,4	5,5	4,3	4,3	4,3	4,3
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>64,5</b>	<b>66,2</b>	<b>64,7</b>	<b>41,2</b>	<b>51,4</b>	<b>58,0</b>	<b>64,4</b>	<b>54,0</b>	<b>78,6</b>	<b>108,5</b>
Należności handlowe	26,8	48,7	47,6	32,8	32,6	27,1	18,5	22,0	26,0	29,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	35,9	0,0	0,0	4,8	17,8	28,5	42,6	28,7	49,3	76,1
Aktywa i należności podatkowe	0,0	0,0	3,0	3,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Udzielone pożyczki	0,0	16,0	13,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Rozliczenia międzyokresowe i inne	1,8	1,4	1,0	0,1	1,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5
<b>Aktywa razem</b>	<b>65,1</b>	<b>70,1</b>	<b>68,1</b>	<b>76,1</b>	<b>98,5</b>	<b>105,5</b>	<b>122,2</b>	<b>120,9</b>	<b>137,3</b>	<b>156,6</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>57,8</b>	<b>61,7</b>	<b>62,6</b>	<b>58,7</b>	<b>64,6</b>	<b>75,9</b>	<b>91,2</b>	<b>89,6</b>	<b>104,6</b>	<b>124,0</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,5</b>	<b>17,4</b>	<b>33,9</b>	<b>29,6</b>	<b>31,0</b>	<b>31,3</b>	<b>32,6</b>	<b>32,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,0	0,2	8,5	20,1	15,9	15,6	15,6	15,6	15,6
Zobowiązania nieoprocentowane	0,1	0,0	0,2	8,0	15,8	14,5	11,2	11,2	11,2	11,2
Zobowiązania oprocentowane	0,1	0,0	0,0	0,5	4,3	1,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Zobowiązania krótkoterminowe	7,2	8,4	5,3	8,9	13,9	13,8	15,4	15,7	17,0	17,0
Zobowiązania nieoprocentowane	7,0	8,4	5,3	8,7	10,5	11,8	13,8	14,1	15,4	15,4
Zobowiązania oprocentowane	0,1	0,0	0,0	0,2	3,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6
<b>Pasywa razem</b>	<b>65,1</b>	<b>70,1</b>	<b>68,1</b>	<b>76,1</b>	<b>98,5</b>	<b>105,5</b>	<b>122,2</b>	<b>120,9</b>	<b>137,3</b>	<b>156,6</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 10. Cloud Technologies; Rachunek zysków i strat**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody całkowite</b>	<b>48,4</b>	<b>70,6</b>	<b>43,7</b>	<b>42,7</b>	<b>50,1</b>	<b>55,1</b>	<b>50,4</b>	<b>64,7</b>	<b>76,4</b>	<b>85,7</b>
Sprzedaż danych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,1	38,5	51,6	63,3	72,6
Pozostała działalność	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0	11,9	13,1	13,1	13,1
<b>Koszty operacyjne razem</b>	<b>24,9</b>	<b>40,1</b>	<b>42,2</b>	<b>46,3</b>	<b>52,2</b>	<b>50,7</b>	<b>39,4</b>	<b>50,0</b>	<b>54,7</b>	<b>57,7</b>
Amortyzacja projektów z dotacją	1,1	0,6	0,5	0,4	3,2	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0
Amortyzacja pozostałych projektów	0,0	0,0	0,0	2,8	3,3	4,3	4,8	8,1	8,4	8,1
Zużycie materiałów i energii	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,7	0,8	0,9
Koszt programu motywacyjnego	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	1,3	2,3	2,3	2,3
Usługi obce	22,8	38,0	39,6	41,0	42,2	39,5	25,4	30,7	34,6	37,3
Koszty mediów i danych	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	26,8	13,7	18,4	21,1	22,8
Inne	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	12,7	11,7	12,3	13,5	14,5
Podatki i opłaty	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wynagrodzenie i świadczenia pracownicze	0,5	0,9	1,2	1,4	1,4	2,0	2,6	3,3	3,8	4,3
Pozostałe	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>23,6</b>	<b>30,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>11,0</b>	<b>14,8</b>	<b>21,6</b>	<b>28,0</b>
Pozostałe przychody operacyjne (w tym dotacje)	0,6	0,6	0,2	0,4	2,5	5,2	2,6	2,1	2,0	2,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,0	-0,2	-1,6	-1,2	-0,9	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>24,1</b>	<b>31,0</b>	<b>0,1</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>9,4</b>	<b>13,2</b>	<b>16,8</b>	<b>23,6</b>	<b>30,0</b>
Przychody finansowe	1,2	0,0	1,6	0,1	0,7	0,4	2,9	0,6	0,9	1,0
Koszty finansowe	0,0	-3,8	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-2,5	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>25,3</b>	<b>27,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>0,1</b>	<b>9,5</b>	<b>15,8</b>	<b>14,9</b>	<b>24,5</b>	<b>31,0</b>
Podatek dochodowy	-4,8	-5,2	-0,7	0,2	0,5	-0,4	-3,0	-2,0	-3,2	-4,0
<b>Zysk netto</b>	<b>20,5</b>	<b>21,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,1</b>	<b>12,8</b>	<b>12,8</b>	<b>21,3</b>	<b>27,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>25,2</b>	<b>31,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>17,8</b>	<b>22,1</b>	<b>29,0</b>	<b>36,1</b>	<b>42,1</b>
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>25,2</b>	<b>31,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>17,8</b>	<b>23,3</b>	<b>31,3</b>	<b>38,4</b>	<b>44,4</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 11.** *Cloud Technologies; Rachunek przepływów pieniężnych*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk przed opodatkowaniem	25,3	27,1	1,6	-4,9	0,1	9,5	15,8	12,8	21,3	27,0
Amortyzacja	1,1	0,6	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,2	12,4	12,1
Zmiany w kapitale obrotowym	-10,5	-20,1	0,5	22,2	-9,1	3,1	10,8	-3,2	-2,6	-3,1
Zmiana należności	-8,0	-22,0	1,4	17,6	0,7	5,5	10,1	-3,5	-4,0	-3,2
Zmiana zobowiązań	-2,5	1,8	-0,8	1,8	-1,2	1,0	-0,3	0,3	1,3	0,0
Zmiana rozliczeń międzyokresowych	0,0	0,0	0,0	2,8	-8,6	-3,4	1,0	0,0	0,0	0,0
Inne	-5,0	-7,2	-5,3	-2,0	13,4	-4,3	-10,4	1,9	-0,9	-1,0
<b>Przeptywy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>10,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>18,4</b>	<b>10,9</b>	<b>16,7</b>	<b>25,1</b>	<b>23,7</b>	<b>30,2</b>	<b>34,9</b>
Wydatki inwestycyjne	-0,1	-2,1	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-21,2	-4,3	-4,9
Inne	0,0	0,0	0,1	6,8	6,1	0,0	-3,3	0,0	0,0	3,5
<b>Przeptywy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-26,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7,3</b>	<b>-21,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-1,4</b>
Wpływy netto z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy netto z tytułu zaciągniętych pożyczek i kredytów	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	-1,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Nabycie akcji własnych	0,0	-18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-9,9	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,6	-6,3	-7,7
Odsetki	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,5	-2,0	-1,8	-1,9	0,9	1,0
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przeptywy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>-0,1</b>	<b>-18,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-16,4</b>	<b>-5,4</b>	<b>-6,7</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>10,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>13,0</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-13,9</b>	<b>20,6</b>	<b>26,8</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 12.** *Cloud Technologies; Wskaźniki*

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS	4,11	4,39	0,17	-0,94	0,13	1,82	2,55	2,57	4,27	5,40
Sprzedaż (mln zł)	48,4	70,6	43,7	42,7	50,1	55,1	50,4	64,7	76,4	85,7
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)	24,1	31,0	0,1	-4,3	-0,4	9,4	13,2	16,8	23,6	30,0
EBITDA (mln zł)	25,2	31,5	0,6	-1,1	6,0	17,8	22,1	29,0	36,1	42,1
Zysk netto (mln zł)	20,5	21,9	0,9	-4,7	0,6	9,1	12,8	12,8	21,3	27,0
Dług netto (mln zł)	-35,7	-16,0	-13,0	-4,1	-10,2	-26,0	-40,8	-26,9	-47,5	-70,8
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	11,55	12,34	12,52	11,75	12,91	15,18	18,24	17,91	20,93	24,79
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,37	1,68
ROE	43,1%	36,7%	1,4%	-7,8%	1,0%	13,0%	15,3%	14,2%	22,0%	23,6%
ROA	37,1%	32,5%	1,3%	-6,5%	0,7%	8,9%	11,2%	10,6%	16,5%	18,4%
Amortyzacja (mln zł)	1,1	0,6	0,5	3,2	6,5	8,4	8,9	12,2	12,4	12,1
FCF (mln zł)	10,0	3,4	0,7	-11,8	-2,4	17,6	27,3	4,3	28,1	32,2
CAPEX (mln zł)	-0,1	-2,1	-0,4	-33,0	-10,7	-2,8	-4,0	-21,2	-4,3	-4,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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 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	32	9	9	0	4
Procenty	41%	35%	10%	10%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	33	31	15	9	0	4
Procenty	36%	34%	16%	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 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>Cloud Technologies</b>											
Tomasz Rodak	Trzymaj	–	11.09.2023	-	11.09.2023	Nie później niż 11.09.2024	-	-	94,00	88,00	–

\* 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>Cloud Technologies</b>								
Tomasz Rodak	Neutralnie	–	11.09.2023	-	11.09.2023	Nie później niż 11.09.2024	94,00	-

\* 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: 11 września 2023 r., godz. 18:45.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 11 września 2023 r., godz. 18:55.

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 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.

#### Maklerzy

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(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