

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

DataWalk

DataWalk jest spółką na wczesnym etapie rozwoju, działającą w segmencie nowych technologii i Big Data. Oprogramowanie DataWalk to kompletna, zintegrowana i otwarta dla użytkownika platforma służąca do analizy sieci powiązań. Obecnie, DataWalk kieruje swoją ofertę głównie do sektora ubezpieczeniowego (wykrywanie nadużyć finansowych) oraz sektora publicznego (organy ścigania i wywiadu) w USA i krajach EMEA. Uważamy, że DataWalk jest modelowym przykładem tzw. *market disruptora*, czyli podmiotu, który może zmienić reguły gry na globalnym rynku analizy sieci powiązań. Platforma Spółki jest nie tylko wielokrotnie tańsza od konkurencji, ale także zapewnia większą efektywność systemu. Zasadniczo uważamy, że wybierając platformę DataWalk, klient może uzyskać 5-10-krotnie większe korzyści w porównaniu z konkurencyjnymi systemami.

Kluczowym celem dla Spółki jest obecnie pozyskiwanie światowej klasy referencji dla jej produktu oraz dynamiczny wzrost przychodów, które są najważniejszym parametrem wpływającym na jej wycenę. Jesteśmy pod wrażeniem ostatnich kontraktów Spółki z takimi kontrahentami jak Departamenty Federalne Stanów Zjednoczonych (w tym Departament Sprawiedliwości, Bezpieczeństwa, Pracy czy Obrony) czy też komercyjni użytkownicy jak bank Ally Financial oraz Motion Picture. Co ciekawe, w przypadku kontraktu z DoJ rozwiązanie DataWalk ma zastąpić platformę głównego konkurenta – firmy Palantir.

W naszej opinii rosnąca baza prestiżowych klientów oraz szybki przyrost sił sprzedażowych powinny prowadzić do dalszego dynamicznego wzrostu liczby pozyskiwanych kontraktów (a w następstwie przychodów) w najbliższych okresach. Dzięki rozpoznawalnej międzynarodowej bazie klientów oczekujemy również wzrostu zainteresowania Spółką ze strony inwestorów zagranicznych.

22/2021/GPW (87) 5 września 2021

Analizy: Tomasz Rodak, CFA
Sobiesław Pająk, CFA

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (–)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (–)

Kurs: 203,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 280,0 zł (–)

Kapitalizacja: 261 mln USD

Bloomberg: DAT PW

Średni obrót dzienny: 0,12 mln USD

12M przedział kursowy: 158,40-211,00 zł

Free float: 76%

Skorygowane zyski

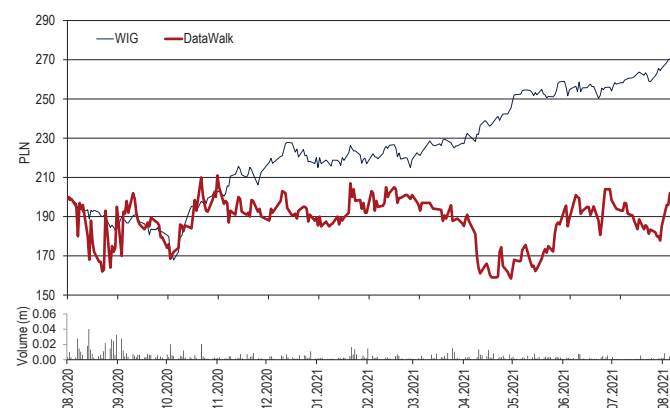
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF Skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	mln zł	15,7	26,7	43,4	68,7
Zmiana r/r przychodów	%	348	70	62	58
EBITDA	mln zł	-5,0	-12,0	-9,4	-1,6
EBIT	mln zł	-6,2	-13,6	-11,2	-3,6
Zysk netto	mln zł	-6,3	-13,2	-11,2	-3,6
Zysk na akcję	zł	-1,39	-2,70	-2,30	-0,73
Dług netto	mln zł	-73,2	-54,5	-37,8	-25,3
Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż	x	54,0	35,0	22,0	14,1
Liczba akcji (koniec okresu)	mln	4,5	4,9	4,9	4,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 1 półrocze 2021: 30 września 2021
2. Publikacja wyników za 3 kwartał 2021: 29 listopada 2021

Wyceniamy DataWalk metodą porównawczą w oparciu o wskaźnik EV/ Sales (wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż) w porównaniu do amerykańskich spółek z sektora oprogramowania IT, o zbliżonym modelu biznesowym i profilu wzrostu. Nasza wycena implikuje wartość jednej akcji Spółki na poziomie 280,0 zł, co wskazuje na blisko 40% potencjał wzrostu. Co ciekawe, jeśli wprowadzimy korektę wskaźnika o prognozowane dynamiki sprzedaży (DataWalk jest jedną z dwóch najszybciej rosnących spółek w grupie porównawczej), wskaże to na aż 44%-67% dyskonto DataWalk do spółek porównywalnych. W związku z powyższym

rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji Spółki od fundamentalnej Kupuj i krótkoterminowej relatywnej Przeważaj.

Akcjonariusze Spółki powinni jednak akceptować wydłużony (mogący trwać nawet kolejne 3-8 lat) okres ujemnej rentowności, a także kolejne rundy finansowania (obecne środki powinny wystarczyć na 2-3 lata), które są nierozłącznym elementem modelu biznesowego. Na końcu tej drogi powinna jednak czekać nagroda w postaci oferty przejęcia od jednej z globalnych firm IT, integratorów czy firm konsultingowych. Spodziewamy się, że potencjalny

nabywca pojawi się na czwartym lub piątym etapie rozwoju firmy (lata 2024-2027), kiedy to Spółka powinna posiadać bazę referencyjną około 100 światowej klasy klientów, osiągając względną stabilność biznesową.

Głównym czynnikiem ryzyka dla Spółki jest ryzyko braku finansowania. Pozostałe ryzyka to: trudności w pozyskiwaniu wykwalifikowanych pracowników w USA, długie cykle sprzedażowe, długi okres do osiągnięcia dodatniej rentowności, niesymetryczna pozycja konkurencyjna oraz ryzyko utraty kadry zarządzającej.

Katalizatory

1. Dynamiczny rozwój segmentu analizy sieci powiązań w niedalekiej przyszłości
2. Wysoka dynamika przychodów spodziewana w nadchodzących latach
3. Szybszy niż oczekiwany wzrost przychodów w kolejnych latach
4. Wzrost liczby podpisywanych kontraktów
5. Podpisanie kolejnych kontraktów w ramach umowy z Departamentem Sprawiedliwości USA
6. Dynamiczny wzrost wartości lejka sprzedażowego
7. Rosnące zainteresowanie ze strony zagranicznych inwestorów finansowych
8. Zaangażowanie ekspertów z doświadczeniem w rozwoju startupów z Doliny Krzemowej
9. Znaczna przewaga pod względem kosztu jak i efektywności wobec konkurencyjnych rozwiązań
10. Wysokie marże brutto na sprzedaży osiągane w segmencie *Enterprise IT*

Czynniki ryzyka

1. **Wolniejszy niż oczekiwany wzrost przychodów w kolejnych latach.**
2. **Szybsze niż oczekiwane spalanie gotówki, po którym nie nastąpi wzrost przychodów.**
3. **Ryzyko braku dostępu do finansowania.** Uważamy, że jest to największe źródło ryzyka. Ze względu na wczesną fazę rozwoju i brak dodatniej rentowności działalności operacyjnej, DataWalk ma ograniczone możliwości pozyskania kapitału obcego dla finansowania swojej działalności.
4. **Ryzyko długiego cyklu sprzedażowego.** Proces sprzedaży nowych technologii (zwłaszcza w sektorze rządowym) niesie ze sobą ryzyko długotrwałych cykli negocjacyjnych sięgających czasami nawet czterech lub więcej lat.
5. **Ryzyko spółki na wczesnym etapie rozwoju.** DataWalk jest spółką na wczesnym etapie rozwoju ponoszącą wszystkie ryzyka z tym związane. Spółka szacuje, że ze względu na złożoność planowanych działań, całkowity okres potrzebny do osiągnięcia progu rentowności netto może sięgać od dziesięciu do piętnastu lat, począwszy od stycznia 2014 roku. W tak długim okresie Spółka będzie ponosiła ryzyko wystąpienia nieprzewidzianych zdarzeń w otoczeniu, a także innych ryzyk, które mogą doprowadzić do niewykonania określonych przedsięwzięć strategicznych i negatywnie wpłynąć na przyszłą sytuację majątkową i gospodarczą Spółki (włączając w to nadmierny wzrost kosztów, problemy techniczne lub organizacyjne, brak zainteresowania ofertą spółki ze strony klientów, brak środków finansowych na dalszy rozwój, itp.)
6. **Ryzyko związane z pozycją konkurencyjną.** DataWalk prowadzi działalność na niszowym rynku, na którym konkuruje z większymi od siebie podmiotami o ugruntowanej pozycji rynkowej (Palantir Technologies, IBM). Ze względu na relatywnie krótki okres funkcjonowania sektora, w którym działa DataWalk, produkty mogą ulegać istotnym i dynamicznym zmianom, jak również mogą się dokonywać istotne zmiany w zakresie konkurencji, w tym mogą się pojawić nowe podmioty konkurencyjne, oferujące lepsze technologicznie lub atrakcyjniejsze kosztowo produkty.
7. **Ryzyko utraty kadry zarządzającej.** Działalność DataWalk jest w dużym stopniu uzależniona od wiedzy, umiejętności oraz doświadczenia branżowego i biznesowego kadry zarządzającej, osób nadzorujących oraz wysokiej klasy specjalistów z zakresu programowania, informatyki, logiki, matematyki stosowanej etc. Ewentualna utrata członków kadry zarządzającej lub nadzorującej, w szczególności pana Krystiana Piećko, będącego głównym twórcą platformy DataWalk, mogłaby negatywnie wpłynąć na skuteczność i efektywność działania Grupy lub wybranych jej obszarów oraz jakość świadczonych usług.
8. **Ryzyko utraty płynności finansowej.** Obecnie DataWalk nie generuje przychodów na poziomie pozwalającym na pokrycie kosztów funkcjonowania Spółki. W konsekwencji istnieje ryzyko płynności finansowej rozumiane jako brak wystarczającej ilości środków pieniężnych pozwalających na kontynuowanie działalności. Do czasu osiągnięcia dodatniej rentowności gotówkowej DataWalk będzie uzależniona od zewnętrznych źródeł finansowania, w tym emisji akcji.

1. Wycena

Zbyt duża uznaniowość metody DCF dla spółek na tym etapie rozwoju co DataWalk

Wycena przedsiębiorstw na tak wczesnym etapie rozwoju jest trudnym zadaniem. Grupa DataWalk dopiero co udowodniła skuteczność swojego produktu i zaczęła osiągać zauważalne, aczkolwiek nadal niewielkie przychody. Zgodnie z modelem biznesowym, w najbliższych latach Spółka będzie osiągała ujemne przepływy operacyjne, podczas gdy wycena dochodowa opiera się na dyskontowaniu wolnych przepływów pieniężnych. Nie jesteśmy w stanie przewidzieć w którym momencie w przyszłości Spółka zdecyduje się na przejście z etapu dynamicznego wzrostu (któremu towarzyszą intensywne inwestycje w siły sprzedażowe) na etap dodatniej marżowości. Będzie to zależało od wielu czynników, w tym osiąganych dynamik przychodów oraz decyzji zarządu. W związku z tym, że wycena DCF wymagałaby od nas szczegółowych prognoz dotyczących powyższych czynników i wiązałaby się z bardzo dużą uznaniowością rezygnujemy z wyceny Spółki metodą DCF.

Metoda wyceny
→ EV/S

Wyceniamy DataWalk metodą porównawczą w oparciu o medianę wskaźników EV/ Sales (wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż) na lata 2021, 2022 i 2023. **Do bazy porównawczej wybraliśmy amerykańskie spółki charakteryzujące się podobnym modelem biznesowym oraz podobnie wysokimi dynamikami przychodów oraz w większości ujemną rentownością. Są to spółki operujące w sektorach oprogramowania dla przedsiębiorstw, Big Data czy usług „chmurowych”.**

Tabela 1. DataWalk; Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja	Marża EBITDA	Dynamika sprzedaży (%)				Wartość przedsiębiorstwa/ sprzedaż		
	rynkowa (mln USD)		2020	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
CLOUDFLARE	40 353	ujemna	50%	47%	34%	28%	63,2	47,4	36,8
CROWDSTRIKE	62 564	ujemna	93%	78%	63%	38%	71,6	43,8	31,5
DATADOG	42 362	3%	66%	56%	37%	32%	44,9	32,7	24,8
DOCUSIGN	57 106	ujemna	39%	47%	43%	29%	40,0	27,7	21,2
DYNATRACE	19 749	30%	27%	28%	30%	25%	28,4	21,5	16,9
ELASTIC	14 934	ujemna	57%	38%	38%	26%	24,6	17,8	14,1
MONGODB	26 001	ujemna	58%	37%	36%	30%	44,4	33,1	25,5
OKTA	41 976	ujemna	47%	40%	51%	38%	50,1	32,9	23,8
PALANTIR	51 777	ujemna	47%	38%	29%	27%	33,0	25,2	19,6
SLACK	26 520	ujemna	57%	41%	36%	28%	29,2	21,0	16,3
SNOWFLAKE	90 396	ujemna	174%	119%	97%	64%	149,2	76,8	46,7
SPLUNK	25 974	ujemna	31%	-8%	19%	20%	12,2	10,3	8,4
TWILIO	63 986	ujemna	55%	52%	31%	31%	23,0	17,6	13,7
ZSCALER	38 971	ujemna	42%	54%	36%	33%	57,9	42,2	31,6
Mediana			53%	44%	36%	29%	42,2	30,2	22,5
Minimum			27%	-8%	19%	20%	12,2	10,3	8,4
Maksimum			174%	119%	97%	64%	149,2	76,8	46,7
DataWalk			348%	70%	62%	58%	35,0	22,0	14,1
DataWalk – premia (dyskonto) wobec mediany spółek porównywalnych			559%	60%	72%	99%	-17%	-27%	-38%
Implikowana wartość akcji dla mediany wskaźników (zł)							242,4	276,1	322,1
Średnia implikowana wartość akcji (zł)							280,0		
Cena bieżąca (zł)							203,0		
Premia (dyskonto)							-28%		

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

Wyceniamy wartość jednej akcji DataWalk na 280 zł

Nasza wycena implikuje wartość jednej akcji DataWalk na poziomie 280 zł. Należy jednak zauważyć, że spółki z najwyższymi dynamikami wzrostu sprzedaży (SNOWFLAKE, CROWDSTRIKE, ZSCALLER czy DATADOG) charakteryzują się najwyższymi mnożnikami wycenowymi (odpowiednio 149,2x/ 71,6x/ 57,9x/ 44,9x w 2021 r.). Z kolei prognozowane przez nas dynamiki sprzedaży DataWalk zbliżone są do dynamik najszybciej rosnącej spółki – SNOWFLAKE (EV/sales na poziomie 149,2x w 2021 r.). Dlatego też, zakładając osiągnięcie przez DataWalk prognozowanych wyników sprzedażowych, uważamy że nasza wycena jest konserwatywna. Dobrym wskaźnikiem uwzględniającym dynamiki przychodów jest wskaźnik EV/sales skorygowany o dynamiki przychodów (Tabela 2). Ten wskaźnik implikuje, że obecnie akcje DataWalk wycenione są z 44%/ 50%/ 67% dyskontem wobec spółek porównywalnych na lata 2021P/ 2022P/ 2023P.

Tabela 2. DataWalk; Porównanie do mocno wzrostowych spółek z segmentu oprogramowania dla przedsiębiorstw, big data oraz usług chmurowych

Spółka	2020			2021P			2022P			2023P		
	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*	Wartość przedsiębiorstwa/sprzedaż	Dynamika sprzedaży	Wskaźnik skorygowany o dynamikę sprzedaży*
CLOUDFLARE	93,4	50%	1,86	63,2	47%	1,36	47,4	34%	1,41	36,8	28%	1,30
CROWDSTRIKE	128,2	93%	1,38	71,6	78%	0,92	43,8	63%	0,69	31,5	38%	0,83
DATADOG	68,7	66%	1,03	44,9	56%	0,80	32,7	37%	0,88	24,8	32%	0,77
DOCUSIGN	57,9	39%	1,49	40,0	47%	0,86	27,7	43%	0,65	21,2	29%	0,74
DYNATRACE	36,7	27%	1,38	28,4	28%	1,01	21,5	30%	0,71	16,9	25%	0,68
ELASTIC	b.d.	57%	b.d.	24,6	38%	0,65	17,8	38%	0,47	14,1	26%	0,54
MONGODB	b.d.	58%	b.d.	44,4	37%	1,21	33,1	36%	0,91	25,5	30%	0,86
OKTA	71,2	47%	1,52	50,1	40%	1,24	32,9	51%	0,64	23,8	38%	0,63
PALANTIR	45,7	47%	0,97	33,0	38%	0,86	25,2	29%	0,86	19,6	27%	0,74
SLACK	b.d.	57%	b.d.	29,2	41%	0,71	21,0	36%	0,58	16,3	28%	0,59
SNOWFLAKE	b.d.	174%	b.d.	149,2	119%	1,25	76,8	97%	0,79	46,7	64%	0,73
SPLUNK	11,1	31%	0,36	12,2	-8%	-1,47	10,3	19%	0,54	8,4	20%	0,42
TWILIO	35,3	55%	0,64	23,0	52%	0,44	17,6	31%	0,58	13,7	31%	0,44
ZSCALER	89,4	42%	2,11	57,9	54%	1,08	42,2	36%	1,17	31,6	33%	0,95
Średnia	63,8	60%	1,27	48,0	48%	0,78	32,1	42%	0,78	23,6	32%	0,73
Mediana	63,3	53%	1,4	42,2	44%	0,9	30,2	36%	0,7	22,5	29%	0,7
DataWalk	67,8	348%	0,19	35,0	70%	0,50	22,0	62%	0,35	14,1	58%	0,24
premia (dyskonto) do mediany	7%	559%	-86%	-17%	60%	-44%	-27%	72%	-50%	-38%	99%	-67%

* kalkulowany jako iloraz EV/Sales oraz dynamiki sprzedaży

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

2. Historia, struktura Grupy, akcjonariat, program motywacyjny i kapitał docelowy

DataWalk jest spółką na wczesnym etapie rozwoju, specjalizującą się w produkcji produktów klasy Enterprise IT

DataWalk (dawn. PiLab) jest spółką działającą w segmencie nowych technologii założoną przez Krystiana Piecko, Pawła Wieczyńskiego i Sergiusza Boryślowskiego w 2011 r., która na początku skupiała się na oferowaniu oprogramowania do zarządzania, gromadzenia i archiwizacji dokumentów oraz zbiorów danych. Ze względu na zidentyfikowany znacznie większy potencjał wykorzystania autorskiej technologii, w 2014 r. właściciele zdecydowali się na zmianę dotychczasowego modelu działania Spółki i odejście od modelu przedsiębiorstwa (*software house*)

działającego na rynku lokalnym na rzecz budowy globalnego dostawcy produktów klasy *Enterprise IT* (tj. specjalistycznego oprogramowania o określonym zastosowaniu), konkurencyjnego globalnie i generującego powtarzalną sprzedaż. Baza pracowników grupy DataWalk wynosi obecnie ponad 100 osób.

Obecnie Spółka rozwija platformę analityczną o nazwie DataWalk, przeznaczoną do analizy dużych i bardzo dużych zbiorów danych z wielu różnych źródeł i gromadzonych w różnych formatach, w tym danych niekompletnych i zanieczyszczonych. Jednocześnie DataWalk prowadzi działania marketingowe i sprzedażowe w Europie i zarządza Grupą.

Tabela 3. DataWalk; Historia Spółki

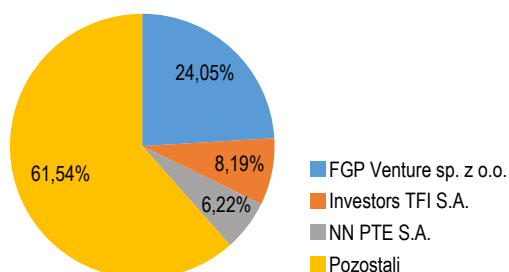
Data	Wydarzenie
październik 2011	Krystian Piećko, Paweł Wieczyński i Sergiusz Boryslawski zakładają DataWalk (wcześniej PiLab)
maj 2012	Spółka pozyskuje 0,3 mln zł z oferty prywatnej akcji serii C
lipiec 2012	Pierwsze notowanie akcji Spółki na rynku New Connect
styczeń 2014	Zmiana modelu działalności spółki i koncentracja na stworzeniu globalnego dostawcy produktów klasy Enterprise IT
lipiec 2016	Założenie DataWalk Inc., Redwood City, CA
2016	Pan Krystian Piećko, twórca Platformy DataWalk, otrzymuje tytuł „Innovator Under 35” przyznany przez MIT (Massachusetts Institute of Technology) Technology Review
listopad 2016	Pierwszy kontrakt publiczny podpisany ze Skarbem Państwa
marzec 2017	Pierwszy kontrakt prywatny podpisany z TUIR Warta SA (Grupa Talanx)
maj 2017	Uzyskanie pierwszego pochodzącego z Polski patentu w obszarze relacyjnych baz danych, nadanego przez Europejski Urząd Patentowy
lipiec 2017	Pierwsze testy w procesie ewaluacji platformy DataWalk na terenie Stanów Zjednoczonych (w siedzibie firmy z listy Fortune100)
wrzesień 2017	Pierwszy patent uzyskany w Stanach Zjednoczonych
2017	Klient Grupy – TUIR Warta SA – został wyróżniony w konkursie FutureTech Awards za wdrożenie nowatorskiej platformy analitycznej DataWalk
styczeń 2018	Pierwszy kontrakt międzynarodowy podpisany z HDI Sigorta SA, Turcja (Grupa Talanx)
wrzesień 2018	Pierwszy kontrakt w Stanach Zjednoczonych podpisany z The Northern Virginia Gang Task Force dotyczący sprzedaży i wdrożenia licencji wieczystej platformy analitycznej DataWalk
luty 2019	Pierwsze notowanie akcji Spółki na głównym rynku GPW
czerwiec 2019	Umowa ramowa z Research Innovation (integrator) na ofertowanie do Departamentu Sprawiedliwości USA (budżet 500 mln USD przez 5 lat)

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Struktura akcjonariatu

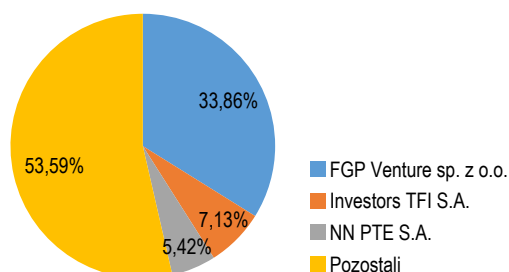
FGP Venture Sp. z o.o. jest większościowym udziałowcem DataWalk z 24,05% udziałów i 33,86% głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. Właścicielami podmiotu są założyciele i menedżerowie DataWalk – Pan Paweł Wieczyński, Pan Krystian Piećko i Pan Sergiusz Boryslawski, z równym udziałem każdy. Pozostałymi ujawnionymi akcjonariuszami są fundusze Investors TFI oraz NN PTE.

Wykres 1. Struktura akcjonariatu (udział w kapitale)



Źródło: Spółka

Wykres 2. Struktura akcjonariatu (udział w głosach)

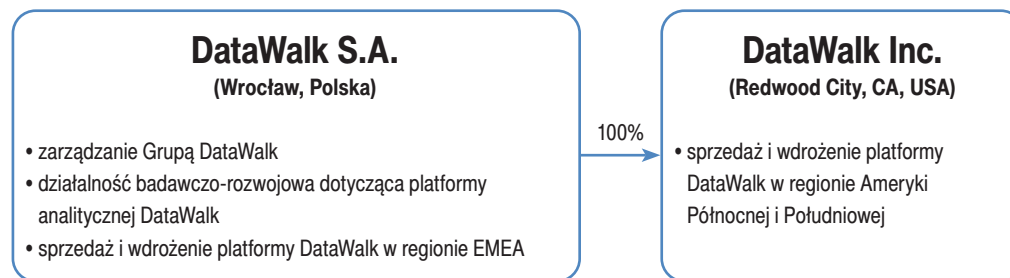


Źródło: Spółka

Struktura Grupy

DataWalk SA, z siedzibą we Wrocławiu, jest spółką dominującą w Grupie DataWalk. Posiada 100% DataWalk inc., z siedzibą w Redwood City, Kalifornia w Stanach Zjednoczonych (nabyte w lipcu 2016 roku).

Wykres 3. Struktura Grupy DataWalk



Źródło: Spółka

Ludzie są
najcenniejszym
aktywem każdej
firmy na wczesnym
etapie rozwoju

Technologia DataWalk była na tyle interesująca, że zdołała przyciągnąć uwagę ludzi z udokumentowanym doświadczeniem w rozwoju startupów z Doliny Krzemowej. Wśród kadry zarządzającej w Grupie DataWalk znajdziemy takich specjalistów jak **Gabor Gotthard** (37 letnie doświadczenie w segmencie *Enterprise IT* w Dolinie Krzemowej; były wiceprezes 3PARData, sprzedanej za 2,35 mld USD do Hewlett Packard), **Christopher Westphal** (guru analizy inwestycyjnej, niezależny konsultant doradzający rządowi i organom ścigania USA w zakresie rozwiązań z dziedziny analizy danych, współzałożyciel firmy Visual Analytics, przejętej przez Raytheon Cyber Products) czy też **Robert Thomas** (37 lat doświadczenia w marketingu firm technologicznych, m.in. Hewlett Packard i NetApp, doświadczenie w rozwoju startupów). Spółka zatrudnia również weteranów sprzedaży konkurencyjnego oprogramowania IBM i2 (**Paula Riveta, Marka Massopa** oraz **Jennifer Godbold**). Z kolei doradcą DataWalk jest **Kirk Bradley** – wieloletni doradca zarządu firmy Oracle, jeden z pierwszych pracowników tej firmy. Dla potencjalnych inwestorów, zaangażowanie skutecznych i doświadczonych (w rozwoju startupów) przedsiębiorców może być świadectwem na wiarygodność trudnej do oceny koncepcji biznesowej.

Program
motywacyjny

W Spółce obowiązuje program motywacyjny dla kluczowego personelu oparty o jednostki RSU, czyli instrumenty finansowe uprawniające do uzyskania zapłaty określonej kwoty pieniężnej pod warunkiem spełnienia się określonych warunków. W przypadku DataWalk takim warunkiem jest przekroczenie 50% ogólnej liczby głosów w spółce przez inwestora, w wyniku wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich akcji Spółki. Cena wykupu jednostki RSU będzie równa cenie akcji w wezwaniu. Maksymalna liczba jednostek RSU jaka może zostać przyznana wynosi 1.120.000 RSU, co stanowi 23% aktualnie istniejących akcji. Wartość programu to ponad 200 mln zł przy obecnej cenie rynkowej akcji.

Obrona przed przejęciem
niepoprzedzonym
wezwaniami na 100%
akcji

WZA Spółki przegłosowało również uchwałę mówiącą o ograniczeniu do 20% liczby głosów każdego akcjonariusza, który przekroczy 20% zaangażowania w Spółce bez uprzedniego ogłoszenia wezwania na 100% akcji Spółki.

Kapitał docelowy

W Spółce obowiązuje kapitał docelowy w wysokości do 500.000 akcji, który umożliwia zarządowi emisję akcji bez konieczności zatwierdzenia przez walne zgromadzenie. Kapitał docelowy obowiązuje do 30.06.2024 r. i stanowi 10% aktualnej liczby akcji. Kapitał docelowy daje elastyczność w zarządzaniu Spółką, w przypadku której realizacja złożonych biznesowych jest uzależniona od możliwości przeprowadzenia kolejnych rund finansowania.

3. Rynek

Rynek *Big Data*...

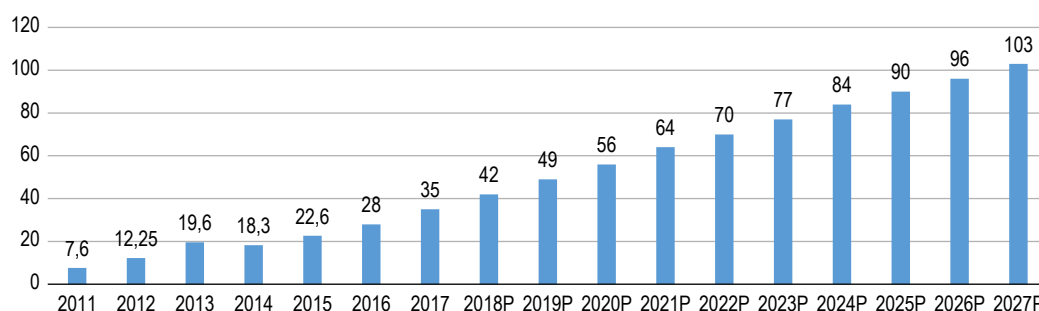
DataWalk działa w zakresie analizy sieci powiązań, a więc obszarze szeroko pojętego tzw. *Big Data*, tj. dziedziny zajmującej się pozyskiwaniem, gromadzeniem oraz przetwarzaniem i analizą dużych, zmiennych i różnorodnych zbiorów danych, których przetwarzanie i analiza są trudne, ale jednocześnie wartościowe, ponieważ mogą prowadzić do zdobycia nowej, wcześniej nieosiągalnej wiedzy.

...wydaje się skazany na wzrost

Według analityków *Global Industry Analysts* wartość światowego rynku *Big Data*, z uwzględnieniem segmentu analizy sieci powiązań (pole działalności DataWalk), szacowana jest na 130,7 mld dolarów w roku 2020 i przewiduje się, że w 2026 r. osiągnie wartość 234,6 mld dolarów. Implikuje to roczny CAGR dla analizowanego okresu w wysokości 10,2%. W opinii analityków w latach 2020-2026 rynek *Big Data* powinien rosnać w tempie CAGR 12,1% w Chinach oraz 8,9%, 9,8% i 9,7% w Japonii, Kanadzie oraz Niemczech¹.

Z kolei według prognozy opublikowanej przez *statista.com* wartość przychodów z sektora *Big Data* wyniosła 56 mld USD w 2020 r. i powinna wzrosnąć do 103 mld USD w 2027 r., co implikuje CAGR w tym okresie na poziomie 9%².

Wykres 4. Globalny rynek *Big Data*; 2011-2027P (mld USD)



Źródło: <https://www.statista.com/statistics/254266/global-big-data-market-forecast/>

Dostępne badania i opracowania dotyczące całego rynku *Big Data* wskazują jednoznacznie na rosnące znaczenie procesów związanych z *Big Data*, w tym z analizą sieci powiązań, w gospodarce światowej. Oznacza to zarówno rosnący popyt na moce analityczne oraz rozwój i wzrost potencjału analitycznego oferowanych narzędzi, jak również dynamiczny rozwój podmiotów przygotowujących i rozwijających narzędzia służące obróbce i analizie danych.

Trendy wspierające rozwój rynku

Do najważniejszych trendów wspierających rozwój rynku *Big Data*, w tym rozwój rynku analizy sieci powiązań, zaliczamy:

- tendencję przechodzenia firm do gromadzenia i przetwarzania danych w chmurze, w miejsce do niedawna preferowanych własnych zasobów informatycznych,
- rosnącą skalę zjawiska *Internet of Things (IoT)* polegającego na podłączeniu do Internetu coraz większej liczby urządzeń, które w sposób ciągły zbierają dane o sposobie funkcjonowania swojego oraz użytkowników,

¹ <https://www.prnewswire.com/news-releases/global-big-data-market-to-reach-234-6-billion-by-2026--301322252.html>

² <https://www.statista.com/statistics/254266/global-big-data-market-forecast/>

- rosnące ryzyka związane z szeroko rozumianym bezpieczeństwem organizacji czy bezpieczeństwem narodowym, w tym konieczność przeciwdziałania nasilającemu się zjawisku cyberprzestępczości,
- intensyfikację działań mających na celu przeciwdziałanie praniu pieniędzy i uchylaniu się od płacenia podatków,
- nacisk na automatyzację procesów analizy dużych zbiorów danych,
- rosnące potrzeby uwzględniania trudnych (*dark*), nieoczyszczonych (*dirty*) i osieroconych (*orphaned*) danych w zbiorach podlegających analizie oraz
- konieczność dostosowania narzędzi do analizy dużych zbiorów danych do poziomu umiejętności użytkowników końcowych (zwiększenie stopnia ich przyjazności dla użytkownika końcowego).

4. Produkt

Otwarta platforma służąca analizie sieci powiązań, oferowana jako system **COTS**

System DataWalk to kompletna, zintegrowana i otwarta dla użytkownika platforma służąca analizie sieci powiązań, oferowana jako gotowy do wykorzystania produkt (tzw. system z półki, *COTS – commercial off the shelf*), niewymagająca budowy rozwiązania ostatecznego z różnych komponentów. **System DataWalk pozwala na szybkie łączenie różnorodnych danych pochodzących z różnych, niepowiązanych ze sobą źródeł, zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych, stworzonych i gromadzonych w różnych formatach.** Platforma posiada również funkcjonalność przetwarzania danych niepełnych oraz tzw. brudnych. Platforma DataWalk jest dostarczana wraz z gotowymi do użycia narzędziami służącymi prezentacji wyników analiz, regułami eksperckimi i systemem do przechowywania danych.

Platforma DataWalk służy jednocześnie jako centralna baza wiedzy i umożliwia użytkownikom, zarówno technicznym, jak i biznesowym, zadawanie pytań i uzyskiwanie odpowiedzi. **Obsługa interfejsu służącego do zadawania pytań jest łatwa i przyjazna, co stanowi wyróżnik w stosunku do konkurencyjnych rozwiązań,** które częstokroć wymagają znajomości języków programistycznych (np. SQL).

Obsługa platformy nie wymaga umiejętności programistycznych

Zbiory z danymi przedstawione są w formie ikon, a relacje pomiędzy nimi za pomocą linii. Przeglądanie danych i ich analiza odbywa się za pomocą intuicyjnego, interaktywnego interfejsu, dzięki czemu nawet najbardziej złożone zapytania mogą być wykonywane przez użytkowników o profilu biznesowym (bez przygotowania programistycznego), a prezentowany wynik w formie tabeli, wykresu czy historii wykonanych kroków jest łatwy do interpretacji.

Zgodnie z deklaracjami Spółki analiza nawet najbardziej złożonych hipotez i pytań może odbywać się na bardzo dużych zbiorach danych, tj. liczonych w petabajtach. Ponadto, **im bardziej skomplikowane operacje i większe wolumeny danych, tym bardziej widoczna jest przewaga DataWalk nad konkurencją jeśli chodzi o czas ich procesowania.**

Nowe źródło danych może być dodane w ciągu minut lub godzin

Wiele tradycyjnych systemów cechuje się brakiem elastyczności i wymaga miesięcy profesjonalnych usług, aby np. dodać nowe źródło danych czy zmienić fizyczną strukturę środowiska analitycznego. **W przypadku DataWalk dodawanie i integrowanie nowego źródła może być wykonywane ciągu kilku minut lub godzin.**

Zastosowanie platformy DataWalk

Platforma DataWalk może być stosowana wszędzie, gdzie pojawia się konieczność analizy dużej liczby danych, często rozproszonych i pochodzących z różnych źródeł pod kątem analizy sieci powiązań, jak np. w sektorze ubezpieczeniowym, windykacyjnym, pożyczkowym, bankowym, telekomunikacyjnym czy w organach administracji publicznej.

Sektor publiczny i ubezpieczeniowy

Obecnie DataWalk skupia się na dwóch docelowych segmentach klientów:

- rozwiązania dla **sektora ubezpieczeniowego** (*Insurance*) oraz
- rozwiązania dla **sektora publicznego**, m.in. dla organów ścigania i wywiadu (*Law Enforcement* oraz *Intelligence*)

Niemniej, wśród kontrahentów Spółki znajdziemy również banki (Ally Financial) czy też stowarzyszenie zrzeszające amerykańskie studia filmowe (Motion Picture Association). Spółka wdraża również swój autorski system do walki z pandemią koronawirusa w zakresie m.in. inspekcji sanitarnej w jednej z polskich organizacji rządowych. Oferta dla kolejnych branż i nowe zastosowania mogą być dodawane w przyszłości.

5. Konkurencja

Konkurencja

Spółka, oferując platformę DataWalk, skupia swoją działalność na niewielkim fragmencie rynku analityki i *Big Data*, tj. na **analityce sieci powiązań**, czyli wyszukiwaniu bezpośrednich i pośrednich powiązań i relacji pomiędzy danymi.

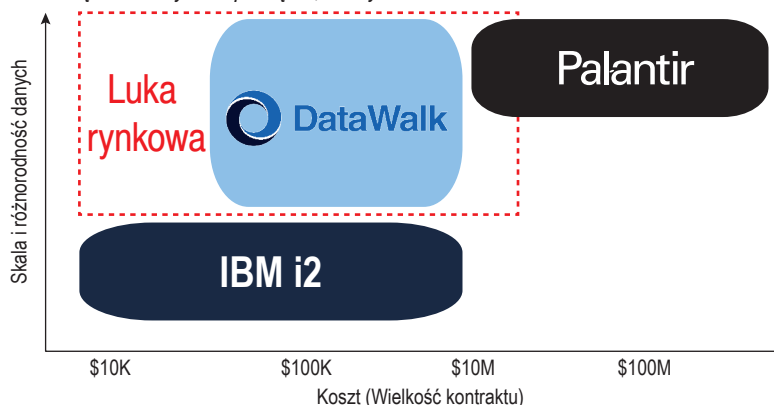
Palantir i IBM

Głównymi konkurentami w obszarze analizy sieci powiązań (*link analysis*), są firmy IBM z ofertą skupioną wokół rozwiązań **IBM i2**, oraz firma **Palantir Technologies**. Narzędzia analityczne porównywalne do systemu DataWalk oferowane przez podmioty konkurencyjne można kategoryzować pod kątem:

- **wielkości i złożoności zbiorów**, które mogą analizować,
- **kosztów technologii**, przekładającej się na wartość wdrożenia w jednej organizacji, oraz
- **samodzielności (niezależności) funkcjonowania od innych**, często mocno zintegrowanych, systemów.

Na *Wykresie 5* przedstawiamy pozycjonowanie poszczególnych podmiotów działających w obszarze analizy sieci powiązań.

Wykres 5. Rynek rozwiązań analizy sieci powiązań; Efektywność versus koszt



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Palantir = długi
okres wdrożenia +
wiele personalizacji**

Konkurencję dla platformy DataWalk stanowi jeden z dwóch głównych produktów Palantira – Palantir Gotham, dedykowany do analizy sieci powiązań. Cechą różniącą narzędzia Palantir Gotham od systemu DataWalk jest kilkukrotnie dłuższy okres wdrożenia oraz duża liczba koniecznych personalizacji, czyli utworzenia dedykowanego dla danego klienta kodu, pozwalającego na integrację systemów Palantir ze środowiskiem klienta oraz pełne wykorzystanie funkcjonalności. Systemy Palantira są natomiast porównywalne do systemu DataWalk w zakresie możliwości radzenia sobie z dużymi zbiorami danych (liczonymi w terabajtach). Model biznesowy Palantira zakłada sprzedaż systemów na zasadzie licencji, które generują około połowy przychodów. Pozostała część to przychody z usług koniecznych do wdrożenia, a następnie utrzymywania systemu. Koszt wdrożenia i korzystania z systemu Palantir wynosi od kilku do kilkuset milionów USD.

**Palantir = droższy
(pieniądze + czas)
ale wszechstronny**

Podsumowując, system DataWalk jest wielokrotnie tańszy od systemów Palantira (koszt licencji i wdrożenia/utrzymywania systemu), jak też mniej czasochłonny (krótszy czas wdrożenia), natomiast porównywalny w odniesieniu do wielkości zbiorów danych, które może obrabiać. Pod względem wartości kontraktu Palantir i DataWalk nie wchodzi sobie w drogę, chociaż w przyszłości DataWalk planuje zwiększać wartość kontraktu do powyżej 10 mln USD.

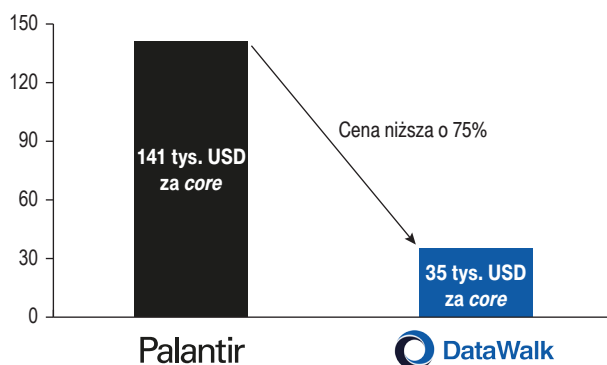
**IBM = słabszy pod
względem zbiorów
danych, które może
obrabiać, kosztu
i sprawności**

Oferowana przez IBM technologia IBM i2 jest relatywnie stara (lata 90 XX wieku) i opiera się o architekturę uniemożliwiającą efektywne przetwarzanie dużych wolumenów danych, tj. liczonych w terabajtach. W takich przypadkach wdrożenie odbywa się według całkowicie zindywidualizowanego scenariusza, poprzez usługi IBM, a koszt takich projektów wynosić może nawet dziesiątki milionów dolarów. Najbardziej znanym rozwiązaniem z portfolio IBM i2 jest Analyst's Notebook (ANB). IBM i2 ANB to samodzielna aplikacja desktopowa dla pojedynczego użytkownika i dla małych zestawów danych. Natomiast DataWalk jest rozwiązaniem dedykowanym do pracy rozproszonej dla wielu użytkowników, które może być skalowane do dużych zestawów danych (np. wielomiliardowe zbiory danych).

W przeciwieństwie do DataWalk (czy też systemu Palantir), IBM i2 nie jest nazwą jednego zintegrowanego systemu, ale nazwą marketingową grupy systemów, które należy wdrożyć by przetwarzać dane pod kątem finalnej analizy sieci powiązań. Według *GSA Schedule* (publicznie dostępny cennik produktów dopuszczonych do zakupu przez rząd USA), system oferowany przez IBM i2 jest od trzech do czterech razy droższy od DataWalk.

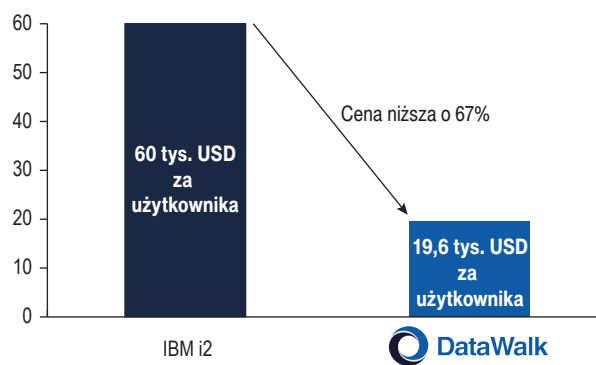
W skrócie można powiedzieć, że DataWalk przebija IBM i2 ANB pod względem wielkości analizowanych zbiorów danych, sprawności platformy oraz kosztu; DataWalk zamierza konkurować z rozwiązaniem IBM-u i stopniowo je zastępować u klientów działających w segmentach docelowych Spółki (ubezpieczenia, organy ścigania).

Wykres 6. DataWalk; Znacznie tańszy niż Palantir Gotham



Źródło: GSA Schedule (publicznie dostępny cennik produktów dopuszczonych do zakupu przez rząd USA), Spółka

Wykres 7. DataWalk; Znacznie tańszy niż IBM Analize



Źródło: GSA Schedule (publicznie dostępny cennik produktów dopuszczonych do zakupu przez rząd USA), Spółka

DataWalk = polski market disruptor?

Uważamy, że DataWalk jest modelowym przykładem podmiotu, który może zmienić reguły gry na globalnym rynku analizy sieci powiązań. Spółka oferuje nowe rozwiązanie w segmencie analizy sieci powiązań i dostarcza jego użytkownikowi nową jakość (wartość). Nie tylko proponuje produkt wielokrotnie tańszy niż konkurencja, ale także zapewnia większą efektywność systemu. Zasadniczo uważamy, że wybierając platformę DataWalk, klient może uzyskać 5-10-krotnie większe korzyści w porównaniu z konkurencyjnymi systemami. Poniżej przedstawiamy porównanie platformy DataWalk z konkurencyjnymi systemami.

Tabela 4. Porównanie platformy DataWalk z konkurencyjnymi rozwiązaniami

Obszar porównania	i2 Analize (IBM)	Gotham (Palantir)	DataWalk (DataWalk)
Cena (koszt dla odbiorcy)	USD 60 tys na użytkownika	USD 141k na core	USD 35 tys na core (cena niższa o 75% niż Palantir) USD 19.6 tys na użytkownika (cena niższa o 67% niż i2 Analize)
Czas wdrożenia	Od kilku miesięcy do kilku lat	Od kilku miesięcy do kilku lat	Od kilku tygodni do kilku miesięcy (wielokrotnie krótszy niż w przypadku konkurencyjnych systemów)
Możliwość analizy nieoczyszczonych i osieroconych danych	Nie	Tak	Tak
Wolumen danych mogących być przedmiotem analizy	Ograniczony	Duży	Duży
Czas potrzebny na dodanie nowego źródła danych	1 tydzień – 1 miesiąc	1 tydzień – 1 miesiąc	1-2 dni
Wymóg umiejętności programowania do obróbki zapytań	Tak	Tak	Nie
Czas przetwarzania złożonych zapytań	Wiele godzin	Wiele godzin	Od kilku minut do godziny

Źródło: Spółka, GSA Schedule (publicznie dostępny cennik produktów dopuszczonych do zakupu przez rząd USA), DM BOŚ SA

6. Model i strategia biznesowa

Model biznesowy

DataWalk działa w oparciu o skalowalny model biznesowy dostawcy (vendra) produktów klasy *Enterprise IT*, kierowanych na rynki globalne. W ramach wypracowywanego modelu biznesowego Spółka sprzedaje gotowe do wykorzystania rozwiązania, wymagające jedynie konfiguracji dostępnych funkcjonalności pod potrzeby konkretnego odbiorcy, tzw. system z półki (*COTS – commercial off the shelf*).

Kluczowym produktem Spółki jest autorskie oprogramowanie DataWalk, będące platformą analityczną zaprojektowaną dla szybkiego łączenia dużych i bardzo dużych zbiorów danych, pochodzących z różnych źródeł i zebranych w różnych formatach, w tym danych niekompletnych oraz danych zanieczyszczonych.

Zarówno na rynku amerykańskim (przede wszystkim), jak i rynkach *EMEA*, Grupa skupia się na dwóch obszarach: rozwiązania dla sektora ubezpieczeniowego (*Insurance*) oraz rozwiązania dla sektora publicznego, m.in. dla organów ścigania (*Law Enforcement* oraz *Intelligence*).

Cel strategiczny

Strategicznym, długoterminowym celem Grupy jest osiągnięcie pozycji jednego z kluczowych światowych dostawców narzędzi klasy *Enterprise IT*, służących do analizy dużych i bardzo dużych, zróżnicowanych zbiorów danych pod kątem analizy sieci powiązań.

Pięć etapów rozwoju startupu

Rozwój DataWalk odbywa się w sposób zbliżony do standardów spółek technologicznych, w szczególności izraelskich i amerykańskich, w tym notowanych na NASDAQ. Cechą odróżniającą podmioty izraelskie (oraz polskie) od amerykańskich jest przede wszystkim większe ograniczenie w dostępie do kapitału, w szczególności na wczesnych etapach rozwoju przedsięwzięcia. Proces rozwoju tego typu spółek przebiega wieloetapowo, **pokonanie każdego kolejnego etapu zwiększa prawdopodobieństwo sukcesu. Ze względu na złożoność planowanych działań, całkowity okres ich realizacji zarząd DataWalk szacuje na dziesięć do piętnastu lat, począwszy od stycznia 2014 roku**, jednak naszym zdaniem Grupa DataWalk może otrzymać propozycję przejęcia, zanim dojrzeje jako wiodąca firma na świecie w sektorze analizy powiązań.

Tabela 5. Pięć etapów rozwoju technologicznego startupu

	Etap 1	Etap 2	Etap 3	Etap 4	Etap 5
	Etap koncepcji	Uproduktowanie (wprowadzenie na rynek)	Komercjalizacja	Skalowanie biznesu	Osiągnięcie dojrzałości biznesowej
Ogólna charakterystyka	Etap załagowy	Wdrożenie nowej technologii do produkcji	Optymalizacja procesów wdrożenia i sprzedaży	Budowa stabilnego portfela klientów, liczne wdrożenia i dodatnie marże	Pełna stabilizacja działalności
	Opracowanie nowej technologii, weryfikacja funkcjonalności	Wyszukanie technologii optymalnych dla klienta	Osiągnięcie zysku brutto (skoryg. o wydatki inwestycyjne i operacyjne)	Wejście w fazę stabilnego rozwoju	Wysokie prawdopodobieństwo przejęcia
	Sprawdzenie czy technologia działa	Pierwsze wdrożenia na rynku krajowym	Znaczący wzrost przychodów	Potencjalny obiekt przejęcia	Osiągnięcie zysku netto
Czas trwania	I kw. 2014- III kw. 2015	III kw. 2015-I poł. 2019	I poł. 2019- I poł. 2022	I poł. 2022-II poł. 2024	Od 2025
Najważniejsze wydarzenia	Testy silnika DataWalk przeprowadzone na bazach danych ponad 20 polskich spółek	Rozpoczęcie testów w USA	Budowa podstawowej bazy referencyjnej około 20 klientów światowej klasy	Budowa bazy referencyjnej liczącej ok. 100 klientów światowej klasy	Zdobycie pozycji lidera w niszy rynkowej
	Powstanie wersji alfa i nowego interfejsu	Budowa bazy referencyjnej w Polsce	Szeroka rozpoznawalność systemu DataWalk	Podpisanie umowy partnerstwa z globalnym integratorem (partnerstwo dla wejścia na rynek)	
	Pozyskanie kluczowych pracowników	Zdobycie pierwszych referencji w USA	Ustalenie docelowych cen w USA	Finalne potwierdzenie sukcesu modelu biznesowego	
		Pierwsze 3 pełne wdrożenia (TUiR Warta, HDI Sigorta, Ministerstwo Finansów)			
		Potwierdzenie funkcjonalności			
Etapy finansowania	Runda A – II kw. 2015 (21,2 mln zł)	Runda A1 – II poł. 2017 (12 mln zł)	Runda B2 – IV kw. 2019 (15 mln zł)	Runda C – 2023-2024 (50-60 mln USD)	Brak
		Runda B1 – I kw. 2019 (10,1 mln zł)	Runda B3 (domknięcie rundy B) – III kw. 2020 (65,2 mln zł)		
Ryzyka	Technologia, finansowanie, wewnętrzny marketing	Uproduktowanie, marketing, sprzedaż	Skalowanie, marketing, sprzedaż, rozwój działalności	Skalowanie, realizacja, rozwój działalności	Działalność biznesowa
	najwyższe ryzyko	Spadające ryzyko	Spadające ryzyko	Niskie ryzyko	Najniższe ryzyko

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Mniej znaczy więcej

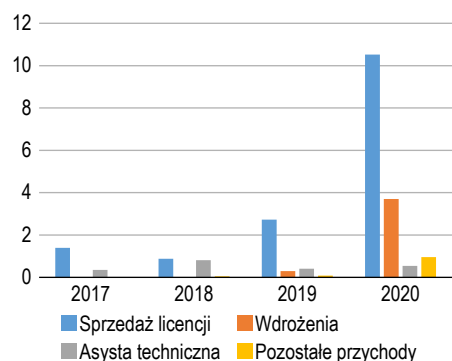
Dzięki właściwościom swojego rozwiązania, Grupa jest w stanie ograniczać do minimum konsultacje przedwdrożeniowe, działania związane z personalizacją oraz obsługę posprzedażową oferowanego oprogramowania, a tym samym minimalizować wielkość zasobów ludzkich potrzebnych do świadczenia usług doradczych i serwisowych. Dla porównania, konkurencyjny system oferowany przez Palantir wymaga często ciągłej obsługi powdrożeniowej, w którą zaangażowane są dziesiątki osób zatrudnianych u klienta.

Segmenty operacyjne

Segmenty działalności:

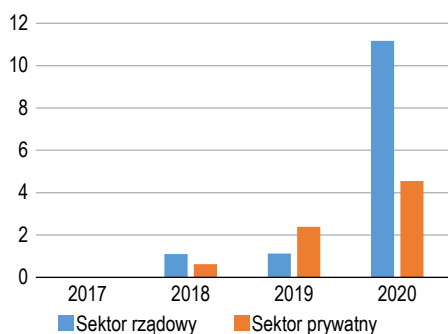
- sprzedaż licencji:
 - na warunkach w pełni komercyjnych (wersja produkcyjna systemu) oraz
 - na warunkach pilotażowych;
- sprzedaż usług (wdrożenie);
- sprzedaż usług (asysta techniczna – przychody powtarzalne),
- pozostałe przychody.

Wykres 8. DataWalk; Struktura przychodów wg rodzaju (mln zł)



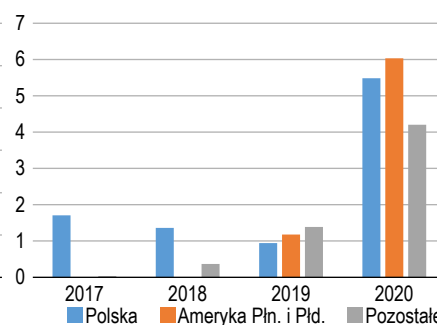
Źródło: Spółka

Wykres 9. DataWalk; Struktura przychodów wg grup odbiorców (mln zł)



Źródło: Spółka

Wykres 10. DataWalk; Struktura przychodów wg terytoriów (mln zł)



Źródło: Spółka

Rozkład przychodów

Typowy rozkład przychodów z projektów komercyjnego wdrożenia systemu DataWalk to jednorazowa płatność w pierwszym roku obejmująca sprzedaż licencji z wyłączeniem przychodów z tytułu wdrożenia, które mogą być zróżnicowane w zależności od klienta oraz do 20% tej płatności w latach kolejnych, co obejmuje opłaty za utrzymanie i wspieranie systemu (asysta techniczna). Jednostkowa wartość projektu wdrożeniowego platformy ma wynosić od kilkuset tysięcy do około 10 milionów dolarów.

Średnia wartość kontraktu

Strategia DataWalk ukierunkowana jest na niszę rynkową o średniej wartości pojedynczego kontraktu ok. 200 000 USD (tzw. kontrakt „kucyk”). W ten sposób DataWalk wypełnia niszę rynkową znajdującą się tuż poniżej celu Palantir (w odniesieniu do wartości kontraktu). Jednakże Spółka pozyskuje również większe kontrakty o wartości 3 mln USD – 5 mln USD w ciągu pięciu lat (kontrakt „słoń”), a także bardzo duże kontrakty o wartości około 10 mln USD w ciągu pięciu lat (kontrakt „mamut”). Według deklaracji zarządu Spółka dotychczas pozyskała 1 „mamuta” oraz około 10 „słoni”.

Tabela 6. Rozkład przychodów z kontraktów w czasie (USD)

	Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5	Przychód 5 letni
Kucyk	200 000	200 000	200 000	84 000	84 000	768 000
Słoń	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000	4 000 000
Mamut	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	10 000 000
	Pierwszy kontrakt	Rozszerzenie (Land and Expand*)		Serwis, rozszerzenia		

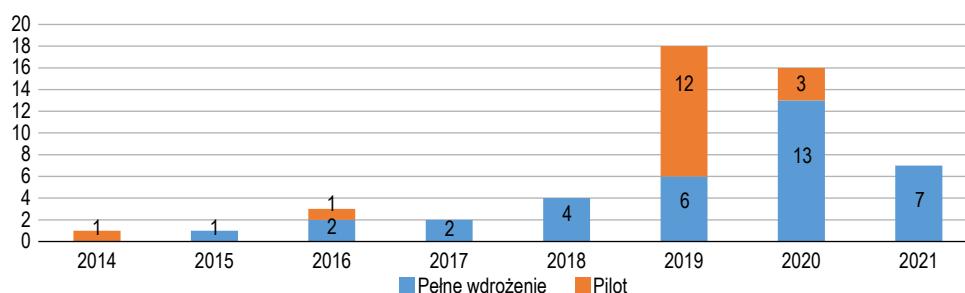
* Szczegóły strategii Land and Expand zostały opisane na str. 17 Raportu.

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Kontrakty

Od czasu zmiany modelu biznesowego w 2014 r. (na dostawcę produktów klasy Enterprise IT dla przedsiębiorstw) Spółka poinformowała rynek o 52 umowach, z których 35 dotyczyły pełnych wdrożeń systemu DataWalk, a 17 były wdrożeniami pilotażowymi. Większość kontraktów (32) została zawarta z organizacjami sektora rządowego, z kolei 21 przypada na sektor komercyjny.

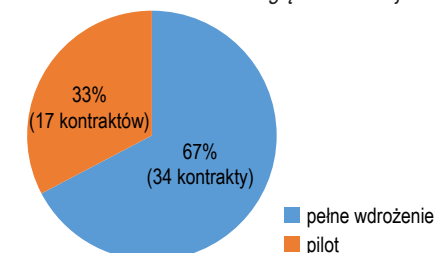
Wykres 11. DataWalk; Liczba podpisanych znaczących kontraktów w poszczególnych latach



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

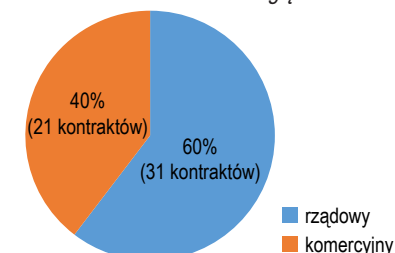
Pierwsze kontrakty na najważniejszym rynku amerykańskim zostały podpisane pod koniec 2018 r. Były to umowy z dwoma instytucjami bezpieczeństwa publicznego – Northern Virginia Gang Task Force oraz Liberty Mid Atlantic High Intensity Drug Trafficking Area. Od tego czasu Spółka stopniowo zwiększała moce sprzedażowe w Stanach Zjednoczonych zatrudniając kluczowych handlowców stojących za sukcesem konkurencyjnego rozwiązania IBM i2, w tym Marka Massop, Paula Rivet oraz Jennifer Godbold. Od 2018 r. spółka podpisała 28 umów na rynku amerykańskim, z czego 14 dotyczyło pełnego wdrożenia systemu DataWalk (pozostałe były umowami pilotażowymi).

Wykres 12. DataWalk; Struktura podpisanych kontraktów ze względu na rodzaj



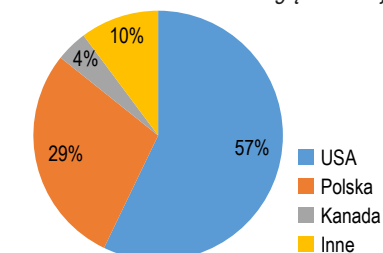
Źródło: Spółka

Wykres 13. DataWalk; Struktura podpisanych kontraktów ze względu na sektor



Źródło: Spółka

Wykres 14. DataWalk; Struktura podpisanych kontraktów ze względu na kraj



Źródło: Spółka

Cel średniookresowy – finalizacja trzeciego etapu rozwoju

Średniookresowym celem Grupy jest pozyskanie do I poł. 2022 roku około dwudziestu klientów, optymalnie stanowiących światowej klasy referencje, np. ze Stanów Zjednoczonych, wykorzystujących platformę DataWalk na zasadach komercyjnych, w toku bieżącej działalności operacyjnej. Jednocześnie będzie to oznaczać zakończenie trzeciego etapu rozwoju startupu technologicznego. Spółka pozyskała już jedenastu tego typu klientów (Tabela 7). Baza ta powinna ułatwić ekspansję w etapie 4.

Tabela 7. DataWalk; Najistotniejsze kontrakty referencyjne

Data	Kontrahent	Kraj	Sektor	Obszar
26.08.2021	Departament Obrony USA	USA	rządowy	Wykrywanie nadużyć finansowych
01.07.2021	Motion Picture Association	USA	komercyjny	Naruszenie praw autorskich
28.06.2021	Ally Financial	USA	komercyjny	Wykrywanie nadużyć finansowych
04.06.2021	U.S. Department of State Bureau of International Narcotics and Law Enforcement Affairs ("INL")	USA	rządowy	Organy ścigania
17.12.2020	Duża komenda policji w Kanadzie	Kanada	rządowy	Organy ścigania
16.11.2020	Agencja wywiadowcza w kraju UE	UE	rządowy	Organy ścigania
25.09.2020	Departament Obrony USA	USA	rządowy	Wykrywanie nadużyć finansowych
21.09.2020	Departament Pracy USA	USA	rządowy	Organy ścigania
03.09.2020	Komenda Główna Policji	Polska	rządowy	Organy ścigania
10.08.2020	Departament Bezpieczeństwa Wewnętrznego i Ochrony Granic USA		rządowy	Organy ścigania
28.05.2020	Departament Sprawiedliwości USA	USA	rządowy	Organy ścigania
11.12.2019	Instytucja wywiadowcza	USA	rządowy	Działania wywiadowcze

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Kontrakt z Departamentem Sprawiedliwości USA

Oceniamy, że najważniejszym kontraktem podpisanym dotychczas przez Spółkę jest umowa ramowa w ramach konsorcjum firm na czele z Research Innovation (amerykański integrator IT). W ramach memorandum, konsorcjum z udziałem DataWalk będzie w okresie 5 lat ofertować zamówienia zgłaszane przez Departament Sprawiedliwości Stanów Zjednoczonych. Szacowana wartość pięcioletniego budżetu oscyluje na poziomie ok 500 mln USD. W ramach tej

umowy konsorcjum z DataWalk otrzymało już pierwsze zamówienie na dostawę licencji wieczystej w zakresie pełnego produkcyjnego wykorzystania platformy analitycznej DataWalk w wydziale *Money Laundering and Asset Recovery Section* Departamentu Sprawiedliwości USA. Co ciekawe, system DataWalk ma zastąpić konkurencyjną platformę od firmy Palantir, z której dotychczas korzystał klient.

Wielki sukces pierwszego wdrożenia w Warcie

Kontrakt z TuiR Warta był prawdopodobnie największym sukcesem Spółki, ponieważ udowodnił on spektakularną skuteczność systemu DataWalk. Celem klienta było poprawienie parametrów wykrywania nadużyć w operacjach ubezpieczeniowych. System został w pełni wdrożony w ciągu 6 miesięcy (marzec – październik 2017 r.), w efekcie czego wskaźnik wykrywalności nadużyć wzrósł o 60%. W naszej opinii pozwoliło to klientowi zaoszczędzić kilkadziesiąt milionów złotych rocznie, co jest wynikiem spektakularnym, zważywszy na niewielki koszt zakupu i wdrożenia systemu DataWalk (prawdopodobnie poniżej 1 mln zł). W efekcie tego sukcesu system DataWalk został wdrożony również w tureckiej spółce z Grupy Talanx.

Rundy finansowania

Budowa produktu i jego komercjalizacja, szczególnie w obszarze *Enterprise IT*, wiąże się z wielo-, często ponad dziesięcioletnim, procesem inwestycyjnym. W tym ujęciu całokształt działalności DataWalk stanowi jeden ciągły proces inwestycyjny. **Dodatknie przepływy pieniężne osiągnęte są zwykle dopiero na ostatnim etapie rozwoju, dlatego też, przez cały okres Spółka potrzebuje zewnętrznego finansowania.** Poniżej przedstawiamy listę dotychczasowych rund finansowania DataWalk.

Tabela 8. Rundy finansowania DataWalk

Termin	Wysokość (mln zł)	Seria akcji	Cena emisyjna (zł)	Wycena post-money (mln zł)	Wiodący inwestorzy
październik 2011	nieujawniona	A, B	nieujawniona	nieujawniona	Krystian Piećko, Paweł Wieczyński i Sergiusz Boryśławski
maj 2012	0,3	C	2,0	2,8	nieujawnieni inwestorzy
wrzesień 2012	0,4	D	5,5	8,1	nieujawnieni inwestorzy
kwiecień 2013	1,5	E	10,0	16,2	nieujawnieni inwestorzy
luty 2014	2,0	F	12,0	21,4	nieujawnieni inwestorzy
listopad 2014	3,1	G	14,0	28,1	nieujawnieni inwestorzy
kwiecień 2015	6,0	I	29,0	73,5	nieujawnieni inwestorzy
sierpień 2015	21,2	J	45,0	135,2	TFI Investors
listopad 2017	12,1	L	34,0	125,1	TFI Investors i TFI Aviva
luty 2019	10,1	M	22,0	91,0	nieujawnieni inwestorzy
październik 2019	15,0	N	46,0	205,4	nieujawnieni inwestorzy
wrzesień 2020	65,2	O	154,8	756,4	NN PTE

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

7. Sprawozdania finansowe i prognozy

Tempo rozwoju vs. rentowność

Nasze założenia wynikowe oparte są na scenariuszu optymalnym z punktu widzenia tworzenia wartości. W naszym przekonaniu scenariusz optymalny obejmuje dynamiczny wzrost przychodów kosztem wydłużonego okresu ujemnej rentowności oraz jedną lub nawet dwie kolejne rundy finansowania. W tym scenariuszu każda tymczasowa nadwyżka finansowa inwestowana jest w rozwój sił sprzedażowych bez względu na ujemne wyniki finansowe. Oczekujemy, że DataWalk osiągnie dodatnią rentowność netto najwcześniej na ostatnim etapie dojrzałości biznesowej (około 2024-2025).

Jeśli jednak dynamika przychodów spadnie poniżej progu 40-50% rdr, Zarząd Spółki może podjąć decyzję o zmianie celów strategicznych i przejściu na wzrost organiczny, koncentrując się na osiągnięciu dodatniej rentowności (kosztem dynamicznego wzrostu) już na wcześniejszym etapie rozwoju. W tym scenariuszu wartość wymaganego dodatkowego finansowania uległaby znacznemu zmniejszeniu.

Przychody

W trakcie ostatnich konferencji wynikowych można było wywnioskować, że zarząd DataWalk spodziewa się dwu lub trzycyfrowych dynamik przychodów w roku bieżącym. Stosując ostrożne podejście, zakładamy dynamikę przychodów na poziomie 70% w tym roku. W kolejnych latach zakładamy nieznacznie niższe dynamiki przychodów na poziomie 62%/ 58% w 2022P/ 2023P. Nasze założenia sprzedażowe są spójne z założeniami Spółki co do wartości generowanych przychodów przez jeden zespół sprzedażowy (1 mln USD przychodów w ciągu 18 miesięcy od powstania zespołu oraz co najmniej 1,5 mln USD w każdym kolejnym roku) oraz z naszymi założeniami co do liczby pozyskanych i rozpoznanych w przychodach kontraktów, o których piszemy niżej.

Zakładamy, że spółka rozliczy 35-40 kontraktów w 2021-2023

Średniookresowym celem Grupy jest pozyskanie do I poł. 2022 roku około dwudziestu światowej klasy klientów. Zważywszy na fakt, że na ten moment Spółka pozyskała już 11 takich klientów uważamy ten cel za osiągalny. **Biorąc pod uwagę również inne (niż referencyjne) kontrakty, zakładamy że w latach 2021-2023 Spółka pozyska łącznie 40-50 klientów, a w przychodach zostanie rozliczone 35-40 kontraktów.**

Land and Expand

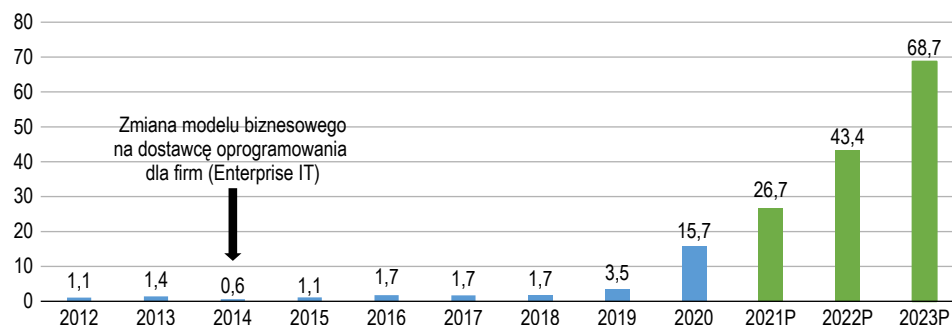
DataWalk wdraża strategię marketingową *Land and Expand*, która polega na powtarzaniu efektów udanych wdrożeń i projektów biznesowych w ramach jednej organizacji poprzez kolejne sprzedaże, jak i pozyskiwanie nowych klientów z tej samej grupy kapitałowej lub inaczej powiązanych z klientem, z którym inicjalnie rozpoczęto współpracę. Po zamknięciu jednej, małej transakcji, Spółka współpracuje z klientem jako zaufany partner. Ułatwia to ekspansję i daje możliwość pozyskania kolejnych kontraktów. W pierwszej transakcji klient zazwyczaj testuje platformę DataWalk, a następnie w nadchodzących latach kontrakt jest rozszerzany (dodatkowi użytkownicy, dodatkowe moce obliczeniowe). Zakładamy, że każdy z 35-40 kontraktów rozpoznanych w wynikach 2021-2023 roku będzie rozbudowywany w kolejnych dwóch latach zgodnie ze strategią *Land and Expand*. Po tym okresie należne będzie 14-15% opłaty serwisowej (w przypadku kontraktu „kucyk”), natomiast płatności z kontraktu „słoń” oraz „mamut” rozłożone będą równomiernie w ciągu pięciu lat (co jest typowe dla dużych transakcji publicznych). Następnie naliczana będzie opłata serwisowa. Schemat działania strategii *Land and Expand* przedstawiliśmy w Tabeli 6 na stronie 14.

Tabela 9. Założenia dotyczące liczby zespołów sprzedażowych oraz rozpoznanych kontraktów

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Liczba zespołów sprzedażowych w USA	2	3	5	8	11
Liczba zespołów sprzedażowych w EMEA	2	3	4	6	8
Liczba kontraktów rozpoznanych w wynikach (USA+EMEA)	4	10	8,5	13	14
Kucyk	4	8	8	11	11
Słoń	0	2	0,5	2	3
Mamut	0	0	0,5	0,5	1,5

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 15. Przychody DataWalk (mln zł)



Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Koszty operacyjne

W strukturze kosztów DataWalk dominują koszty wynagrodzeń (50%) oraz koszty usług zewnętrznych (głównie koszty kontraktów B2B) (39%) o łącznej wartości 22,3 mln zł w 2020 r. Działalność Spółki opiera się na wiedzy i doświadczeniu ludzi, dlatego większość (89%) kosztów związanych jest z wynagrodzeniami. DataWalk zatrudnia obecnie ponad 100 osób, w tym 33 na podstawie umów o pracę. Zakładamy, że w latach 2021-2023 firma zatrudni dodatkowe osiem zespołów sprzedażowych w Stanach Zjednoczonych (każdy składający się z dwóch osób) oraz pięć w Polsce. Szacujemy, że koszt jednego zespołu w USA powinien wynieść 0,5 mln USD rocznie. Ponadto zakładamy, że do końca 2023 roku liczba wszystkich pracowników Grupy wzrośnie do około 180 osób. Przewidujemy, że w 2023 r. łączna baza kosztowa wyniesie 72,3 mln zł.

Przyszłe finansowanie

Budowa produktu i jego komercjalizacja wiąże się z wielo-, często ponad dziesięcioletnim, procesem inwestycyjnym. W tym ujęciu całokształt działalności DataWalk stanowi jeden ciągły proces inwestycyjny. Dodatkowo przepływy pieniężne osiągane są zwykle dopiero na ostatnim etapie rozwoju, dlatego też, przez cały okres Spółka potrzebuje zewnętrznego finansowania. **Terminy rund finansowania zazwyczaj idą w parze z osiągnięciem kolejnych kamieni milowych i przejściem do kolejnego etapu rozwoju. DataWalk prawdopodobnie zorganizuje co najmniej jeszcze jedną rundę finansowania w latach 2023-2024.**

Prognozy na II kw. 2021 r.

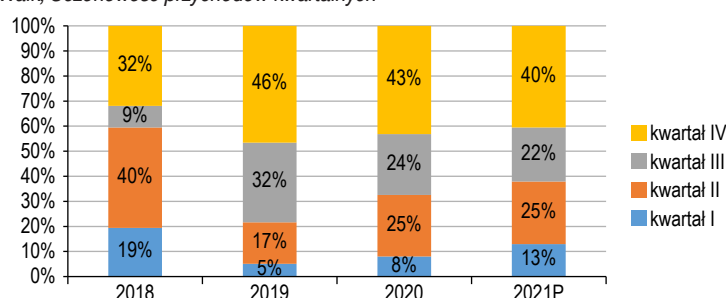
Na podstawie naszej prognozy rocznych przychodów za rok 2021 oraz historycznej sezonowości kwartalnych przychodów prognozujemy, że w II kwartale tego roku Spółka wygeneruje 6,7 mln zł przychodów oraz 2,9 mln zł straty netto.

Tabela 10. DataWalk; Prognoza wyników za II kw. 2021

MSSF Skonsolidowane (mln zł)	II kw. 2021P	I kw. 2021	II kw. 2020	zmiana k/k	zmiana r/r
Przychody	6,7	3,5	3,9	93%	73%
EBITDA	-2,5	-5,0	-0,5	-50%	373%
EBIT	-2,9	-5,4	-0,8	-46%	243%
Żysk netto	-2,9	-5,0	-1,0	-42%	197%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 16. DataWalk; Sezonowość przychodów kwartalnych



Źródło: Spółka, DM BOŚ

8. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 11. DataWalk; Bilans

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	0,7	0,9	1,7	2,9	4,1	6,6	11,3	16,3	21,4	26,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4
Wartość firmy	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa niematerialne	0,6	0,7	1,5	2,6	3,8	5,5	9,4	14,4	19,4	24,4
Aktywa z tytułu prawa użytkowania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	1,2	1,2	1,2
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	3,2	23,7	15,5	17,8	5,2	17,3	79,9	63,1	47,8	40,4
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług i inne	0,8	1,5	2,1	2,0	2,5	3,9	5,4	7,2	8,7	13,8
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	2,3	22,0	10,7	5,1	2,2	9,1	73,8	55,1	38,3	25,9
Aktywa finansowe	0,0	0,2	2,6	10,0	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,1	0,5	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Aktywa razem	3,9	24,5	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	79,4	69,2	66,8
Kapitały własne	3,3	23,7	16,2	18,9	8,0	21,0	79,8	66,6	55,4	51,8
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,5	0,7	1,0	1,7	1,3	2,7	9,5	10,8	11,8	13,1
Kredyty i inne zobowiązania finansowe	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,2	0,4	0,6	1,2	0,6	0,8	1,5	2,8	3,8	5,1
Inne zobowiązania	0,2	0,2	0,4	0,5	0,7	1,1	2,8	2,8	2,8	2,8
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	4,6	4,6	4,6	4,6
Pasywa razem	3,9	24,5	17,3	20,7	9,3	23,9	91,2	79,4	69,2	66,8

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 12. DataWalk; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	0,6	1,1	1,7	1,7	1,7	3,5	15,7	26,7	43,4	68,7
Koszty operacyjne razem:	3,5	7,8	9,3	10,8	12,8	14,6	22,3	40,4	54,8	72,3
Amortyzacja	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	1,5	1,8	2,0
Zużycie surowców i materiałów	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Usługi obce	1,4	4,5	5,8	6,1	6,3	6,4	8,7	17,4	20,8	27,7
Świadczenia pracownicze	1,1	1,8	2,7	3,8	4,9	6,6	11,2	20,5	31,2	41,6
Inne koszty operacyjne	0,6	0,9	0,4	0,6	1,3	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-2,9	-6,7	-7,5	-9,1	-11,1	-11,1	-6,5	-13,7	-11,4	-3,6
Pozostałe przychody operacyjne	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	2,5	0,4	0,3	0,2	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	0,2	0,1	0,4	0,1	3,1	2,5	0,1	0,2	0,0	0,0
EBITDA	-2,6	-6,4	-7,7	-8,9	-13,7	-10,3	-5,0	-12,0	-9,4	-1,6
EBIT	-2,9	-6,7	-7,9	-9,1	-13,9	-11,1	-6,2	-13,6	-11,2	-3,6
Przychody finansowe	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Wynik przed opodatkowaniem	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-13,2	-11,2	-3,6
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata netto)	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-13,2	-11,2	-3,6

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 13. DataWalk; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-2,7	-6,7	-8,2	-9,0	-11,7	-10,9	-0,4	-12,6	-9,9	-5,4
Zysk (strata) netto	-3,0	-6,6	-7,5	-9,2	-13,7	-11,0	-6,3	-13,2	-11,2	-3,6
Amortyzacja	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,7	1,3	1,5	1,8	2,0
Zmiany w kapitale obrotowym	0,0	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	-0,4	0,0	1,3	1,0	1,2
Inne	0,0	0,0	-0,5	0,0	2,4	-0,1	4,7	-2,3	-1,5	-5,1
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	0,0	-0,6	-3,6	-8,3	8,9	-7,3	-0,8	-6,6	-6,8	-7,0
Wydatki inwestycyjne	0,0	-0,4	-1,0	-1,1	-1,3	-3,3	-4,9	-6,6	-6,8	-7,0
Inne	0,0	-0,2	-2,5	-7,2	10,2	-3,9	4,1	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	4,9	26,9	-0,1	11,8	0,0	25,0	65,9	0,4	0,0	0,0
Wpływy netto z emisji akcji	4,9	27,0	0,0	11,9	0,0	25,1	65,2	0,0	0,0	0,0
Wpływy z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,4	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,1	19,6	-11,8	-5,5	-2,9	6,9	64,7	-18,7	-16,7	-12,5

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

Marża EBIT – 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 odroczonych.

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 wymaga tego dany przypadek.

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	50	22	5	10	0	1
Procenty	57%	25%	6%	11%	0%	1%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	40	28	9	10	0	1
Procenty	45%	32%	10%	11%	0%	1%

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.

Odpisy 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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców 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.

Rekomendacje fundamentalne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
DataWalk									
Tomasz Rodak	Kupuj	—	05.09.2021	-	06.09.2021	Nie później niż 05.09.2022	-	-	203,00 280,00 —

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

Rekomendacje relatywne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
DataWalk							
Tomasz Rodak	Przeważaj	—	05.09.2021	-	06.09.2021	Nie później niż 05.09.2022	203,00 -

* 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 3.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 6 września 2021 r., godz. 7:15.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 6 września 2021 r., godz. 7:25.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenne,
ochrona zdrowia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
Asystent analityka

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2021 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