

8/2024/FU (45) 9 maja 2024

Niniejszy dokument stanowi tłumaczenie raportu wydanego w jęz. angielskim (wybrane fragmenty)

Analityk: Łukasz Prokopiuk, CFA

# Azoty

Sektor: Spółki surowcowe – Chemia  
 Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (↓)  
 Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (↓)  
 Kurs: 22,48 PLN  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 20,00 PLN (↓)

Kapitalizacja: 555,0 mln US\$  
 Bloomberg: ATT PW  
 Średni obrót dzienny: 0,78 mln US\$  
 Free float: 55%  
 12M przedział kursowy: 20,58-31,94 PLN

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za I kwartał 2024 roku: 22 maja 2024
2. Publikacja wyników za II kwartał 2024 roku: 28 sierpnia 2024
3. Publikacja wyników za III kwartał 2024 roku: 6 listopada 2024

### Katalizatory

1. Poprawa dynamiki EBITDA w następnych kwartałach
2. PDH Solar zaczyna generować dodatnią EBITDA w 2025
3. Światowe ceny zbóż rosną w II poł. 2024 roku
4. Przyszłe zbiory widocznie niższe od poprzednich
5. Ceny gazu spadają w II poł. 2024 roku
6. Maleje import nawozów w nadchodzących miesiącach
7. Marże chemikaliów i plastików rosną wyraźnie w II poł. 2024 roku
8. Ceny CO2 w II poł. 2024 roku niższe niż obecnie
9. Odbicie EUR i USD w nadchodzących miesiącach
10. Sprzedaż udziału w PDH po wyższej cenie

### Czynniki ryzyka

1. Zapowiedź ratunkowej emisji akcji
2. Utrzymuje się konkurencyjność tanich chemicznych produktów z importu
3. Większe zapotrzebowanie Hyundai na wydatki inwestycyjne na projekt PDH
4. Dalsze pogorszenie bilansu w 2024-25 roku
5. Dodatkowe koszty finansowania bankowego
6. Projekt PDH nie generuje dodatniej EBITDA w 2025 roku
7. Spowolnienie gospodarcze nadal wpływa negatywnie na marże w II poł. 2024 roku
8. Ceny gazu w Europie rosną w II poł. 2024 roku
9. Ceny chemikaliów i plastików nie rosną w II poł. 2024 roku
10. Rośnie import nawozów w II poł. 2024 roku
11. Wzrost cen CO2 w II poł. 2024 roku
12. Sprzedaż udziału w PDH po wyższej cenie

## Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Po aktualizacji naszych prognoz finansowych dla Spółki nasze nastawienie staje się po raz kolejny negatywne (Sprzedaj + Niedoważaj; 12M EFV = 20,0 zł na akcję). Przede wszystkim normalizacja poziomu marż produktów następuje wolniej, niż zakładaliśmy, po drugie nie najlepiej wyglądają perspektywy PDH i wreszcie wysokie zadłużenie Spółki pozostaje nierozwiązanym problemem strukturalnym.

▲ **Normalizacja poziomu marż produktów następuje wolniej niż zakładaliśmy.** Wprawdzie ostatnio koszty gazu, energii, CO2 i węgla znacząco spadły, jednak ciągle pozostają na historycznie wysokim poziomie. Azoty przegrywają na poziomie cen z producentami nawozów z Białorusi, Rosji czy Bliskiego Wschodu, którzy bardzo aktywnie działają w środkowej Europie korzystając z sankcji nałożonych na

### Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o zysk na pozostałej dział. operacyjnej netto. Wskaźniki liczone na podstawie skor. zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln PLN	13 545,1	14 009,3	17 359,4	19 267,5
EBITDA	mln PLN	-2 792,0	369,9	1 735,8	2 651,9
EBIT	mln PLN	-3 600,2	-698,8	408,5	1 364,2
Zysk netto	mln PLN	-2 822,1	-849,5	91,4	793,3
Skor. EBITDA	mln PLN	-2 136,3	369,9	1 735,8	2 651,9
Skor. EBIT	mln PLN	-2 944,5	-698,8	408,5	1 364,2
Skor. zysk netto	mln PLN	-2 291,0	-849,5	91,4	793,3
Capex	mln PLN	-2 496	-1 100	-1 100	-1 100
Zmiana kapitału obrotowego netto	mln PLN	7 731	253	-39	309
FCFF	mln PLN	2 640,7	-469,5	254,2	1 503,0
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	9 460,3	9 580,0	9 443,2	8 196,8
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	447,9	447,9	447,9	447,9
Zobowiązania z tyt. faktoringu	mln PLN	79,6	80,0	80,0	80,0
Krótkoterminowe depozyty pieniężne	mln PLN	0,0	0,0	0,0	0,0
Zewnętrzny dług PDH	mln PLN	0,0	0,0	0,0	0,0
Łączny dług netto	mln PLN	9 987,8	10 107,9	9 971,1	8 724,7
P/E	x	b.z.	b.z.	24,4	2,8
P/CE	x	b.z.	10,2	1,6	1,1
EV/EBITDA	x	b.z.	33,4	7,0	4,1
EV/EBIT	x	b.z.	b.z.	29,9	8,0
Dług netto/Skor. EBITDA	x	b.z.	27,3	5,7	3,3
FCFF/EV	%	21,6	-3,8	2,1	13,7
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	99,2	99,2	99,2	99,2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Rozbicie skor. EBITDA wg spółek zależnych

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Skor. EBITDA, z uwzględnieniem:	mln PLN	-2 136,3	369,9	1 735,8	2 651,9
Putawy	mln PLN	-751,2	30,9	456,4	660,0
Police (bez PDH)	mln PLN	-273,2	2,1	123,2	191,1
PDH	mln PLN	-79,8	-1,7	429,3	900,0
Tarnów	mln PLN	-541,0	187,1	253,9	270,8
ZAK	mln PLN	-289,1	-55,2	130,5	280,0
Compo Expert	mln PLN	31,0	205,0	250,0	250,0
Pozostałe	mln PLN	-233,1	1,7	92,5	100,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Rozbicie skor. EBITDA wg segmentów biznesowych

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Skor. EBITDA, z uwzględnieniem:	mln PLN	-2 136,3	369,9	1 735,8	2 651,9
Agro	mln PLN	-1 058,0	-132,6	383,9	730,0
Plastiki (bez PDH)	mln PLN	-464,2	-352,1	25,4	-286,0
PDH	mln PLN	-79,8	-1,7	429,3	900,0
Chemikalia	mln PLN	-472,9	-67,5	162,1	297,4
Pozostałe	mln PLN	-61,5	923,8	735,0	1 010,5

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

import rosyjskiego gazu i niskich kosztów produkcji. Obecny sezon nie jest korzystny dla segmentu agro Spółki i to nie tylko ze względu na dużą podaż wynikającą z importu nawozów, ale również z powodu ostatnich spadków światowych cen zbóż, które się odbijają negatywnie na popycie ze strony rolników. Ponadto ożywienie gospodarcze w Europie, które mogłoby poprawić marże plastików i chemikaliów, jest ograniczone. Pół roku temu oczekiwaliśmy ok. 1,3 mld zł EBITDA w 2024 roku,

w tym ok. 570 mln zł EBITDA w samym I kw. br. Tymczasem obecnie obniżyliśmy prognozy do 75 mln zł straty EBITDA w I kwartale i 0,4 mld zł EBITDA w całym roku.

- ▲ **Nie najlepiej wyglądają perspektywy PDH.** Wprawdzie projekt PDH jest na ukończeniu, ale nie możemy mieć pewności, że ostatecznie testy zakończą się w II kw. br. Niestety, nawet jeśli projekt będzie gotowy w I poł. br. i finalne rozliczenie z wykonawcą (Hyundai) nie okaże się zbyt obciążające, to perspektywy, by nowe jednostki wygenerowały zysk EBITDA w przyszłych kwartałach, wydają się niepewne z powodu kiepskich marż petrochemicznych. Nie pamiętamy tak słabych warunków petrochemicznych jak obecnie, nawet w 2009 roku podczas globalnego kryzysu finansowego nie było tak źle, a największym problemem jest to, że nie dostrzegamy zapowiedzi poprawy. Ostatecznie prognozujemy dla PDH 0,0 mld zł EBITDA w br. i 0,4 mld zł w 2025 roku w porównaniu z oczekiwaniami z grudnia odpowiednio w wys. 0,6 mld zł i 1,0 mld zł.
- ▲ **Wysokie zadłużenie Spółki pozostaje nierozwiązanym problemem strukturalnym.** Bieżący dług netto oscyluje wokół 9-10 mld zł i byłby jeszcze większy, gdyby nie efektywne zarządzanie zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy netto. Zważywszy na kiepskie perspektywy dla EBITDA w br. dużym wyzwaniem będzie zbilansowanie przepływów pieniężnych w br. Nic zatem dziwnego w tym, że nowy prezes Spółki Adam Leszkiewicz ostatnio poinformował, że Azoty szukają nowego kapitału w różnych formach i zasygnalizował, że w obecnych warunkach niewykluczona jest ratunkowa emisja akcji. Azoty mogą też brać pod uwagę sprzedaż udziału w PDH. Zatem można założyć 4 prawdopodobne scenariusze restrukturyzacji Spółki.

  - Pierwszy optymistyczny: w jakiś sposób udaje się Spółce dokonać konsolidacji zadłużenia (negocjowane są nowe umowy z bankami, których koszty nie będą przesadnie duże, kowenanty zostaną poluzowane, możliwe są odpisy długu, odroczenie spłaty), a ewentualne ożywienie gospodarcze pozwoli Azotom zakończyć restrukturyzację.
  - Drugi zakładający sprzedaż udziału w PDH: Spółka otrzymuje dobrą ofertę za udział. Nasze podstawowe założenie jest takie, że Orlen mógłby być zainteresowany udziałem lub uzyskaniem pakietu kontrolnego w PDH, co naturalnie przeniosłoby część długu Azotów (wraz z udziałem w PDH) na Orlen. Nie uważamy, by szczególnie realistyczne były oczekiwania, że Orlen chciałby przejąć kontrolę nad Azotami, raczej oczekujemy strategicznego rozwiązania, które strukturalnie uporządkowałoby sytuację w obu spółkach. Chociaż ten pomysł jest czystą spekulacją, to Orlen mógłby być zainteresowany sprzedażą produkcji nawozów (Anwil) w zamian za udział w PDH. I być może Azoty będące największym w Polsce konsumentem gazu mogłyby otrzymać korzystniejsze warunki kupna gazu odpowiednio do transakcji?
  - Trzeci scenariusz to ratunkowa emisja akcji z bezpośrednim udziałem Skarbu Państwa, która mogłaby być okazją do ostatecznego uporządkowania kwestii Acronu (udział w Spółce) i podwyższenia udziału SP do 50%.
  - Ostatecznie jest możliwe (i naszym zdaniem najbardziej prawdopodobne), że powstanie scenariusz będący kombinacją wyżej wymienionych.

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

**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 jest 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 opodatkowane 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.

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

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych

za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić 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 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.

**Niedowóżaj** – 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.

## 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 rozwiązaniymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić 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.

## Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 10 maja 2024 r., 7:10.

Dystrybucja niniejszego raportu: 10 maja 2024 r., 7:20.

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 partycularnych 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. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. 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.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.). Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

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 – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy o udostępnianie rekomendacji sporządzonych przez DM BOŚ lub innej umowy zawierającej zobowiązanie DM BOŚ do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom DM BOŚ w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora DM BOŚ. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w siódmym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

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 wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez DM BOŚ, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ SA nie posiada długiej/krótkiej pozycji netto przekraczającej 0,5% w kapitale podstawowym emitenta łącznie dla wymienionych spółek.

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 do Klientów.

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

**Niniejsze opracowanie stanowi tłumaczenie pełnej lub skróconej wersji raportu, który sporządzono w języku angielskim. W razie rozbieżności językowych rozstrzyga wersja angielska.**

### Maklerzy

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

### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
Dobra konsumpcyjne,  
Ochrona zdrowia i biotechnologia)

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

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

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

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

**Mikołaj Stepien**  
młodszy analityk

**Michał Zamel**  
młodszy analityk

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

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