

12/2024/FN (84) 7 października 2024

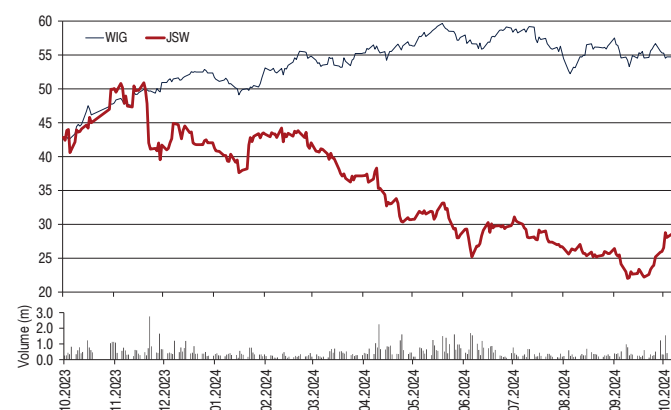
Niniejszy dokument stanowi tłumaczenie raportu wydanego w jęz. angielskim (wybrane fragmenty)

Analityk: Łukasz Prokopiuk, CFA

JSW

Sektor: Spółki surowcowe – Górnictwo      Kapitalizacja: 834,8 mln US\$  
 Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (→)      Bloomberg: JSW PW  
 Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (→)      Średni obrót dzienny: 3,06 mln US\$  
 Kurs: 28,57 PLN      Free float: 45%  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 22,00 PLN (↓)      12M przedział kursowy: 22,01-50,90 PLN

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

**Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje**

Nawet jeśli (i) przyjmujemy, że rzekomy plan restrukturyzacji spowoduje oszczędności kosztów i obniżenie wydatków inwestycyjnych, (ii) założymy wyraźną poprawę warunków makroekonomicznych oraz (iii) będziemy liczyć na znaczący wzrost produkcji węgla w nadchodzących latach, wszystko to za mało, naszym zdaniem, by Spółka wygenerowała odpowiednią wartość dla swoich akcjonariuszy mniejszościowych (Sprzedaj Niedoważaj, 12M EFV = 22,0 zł na akcję). Nasze prognozy finansowe zmieniają się po założeniu pozytywnego wariantu scenariusza – takiego, który wydaje nam się obecnie zbyt optymistyczny, by być prawdziwy, jednak nadal dostrzegamy fundamentalny potencjał spadkowy walorów JSW. Poniżej przedstawiamy kilka naszych szczegółowych założeń i modyfikacji prognoz, które inwestorzy powinni traktować jako sygnał ostrzegawczy i argument, by unikać akcji Spółki.

- ▲ Zakładamy, że Spółka wprowadzi plan restrukturyzacyjny, aby zmniejszyć koszty operacyjne łącznie o 3,7 mld zł w latach 2025-27 (obniżając koszty kwartalnie o 310 mln zł). Należy zauważyć, że ta liczba jest zbliżona do nieoficjalnych celów restrukturyzacyjnych, które rzekomo planuje zarząd, a które zostały ujawnione przez związki zawodowe. Mimo że nie mamy oficjalnego potwierdzenia kiedy lub czy takie plany zostaną wdrożone i mimo że nie możemy być pewni, czy określone cele oszczędnościowe są realistyczne, uwzględniamy je w naszych prognozach finansowych.
- ▲ Przyjmujemy agresywne założenie, że roczne nakłady inwestycyjne Spółki ustabilizują się na poziomie 3 mld zł rocznie, mimo że zarząd zasugerował, iż prawdopodobnie nie spadną poniżej 4 mld zł, jeśli oczekiwane jest jakiegokolwiek

**Skorygowane zyski:**

Wyniki skor. o wpływ zysku netto na pozostałej dział. operacyjnej. Wskaźniki liczone na podstawie skor. zysków.

**Dane podstawowe**

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln PLN	15 338,5	12 288,4	13 573,4	15 078,0
EBITDA	mln PLN	4 555,9	-5 787,8	3 117,7	4 512,3
EBIT	mln PLN	2 826,7	-7 800,3	999,5	2 239,7
Zysk netto	mln PLN	993,9	-7 009,1	769,0	1 785,9
Skor. EBITDA	mln PLN	4 067,5	226,5	3 117,7	4 512,3
Skor. EBIT	mln PLN	2 338,3	-1 786,0	999,5	2 239,7
Skor. zysk netto	mln PLN	598,3	-2 137,5	769,0	1 785,9
Capex	mln PLN	-4 018,5	-4 000,0	-3 000,0	-3 000,0
FCFF	mln PLN	-2 470,2	-3 077,4	-927,5	627,8
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	-1 217,3	-1 974,3	-986,2	-1 585,7
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	585,0	585,0	585,0	585,0
Zobowiązania z tyt. faktoringu	mln PLN	5 566,0	0,0	0,0	0,0
Łączny dług netto	mln PLN	-6 198,3	-1 389,3	-401,2	-1 000,7
P/E	x	5,6	n.m.	4,4	1,9
P/CE	x	1,4	n.m.	1,2	0,8
EV/EBITDA	x	n.m.	8,7	0,9	0,5
EV/EBIT	x	n.m.	n.m.	3,0	1,1
Dług netto/skor. EBITDA	x	-1,5	-6,1	-0,1	-0,2
FCFF/EV	%	n.m.	-156,6	-31,4	26,7
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	117,4	117,4	117,4	117,4

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**Rozbicie skor. EBITDA JSW wg segmentów**

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2025P
Skor. EBITDA, w tym:	mln PLN	4 067,5	226,5	3 117,7	4 512,3
Segment węglowy	mln PLN	4 313,5	42,0	2 874,6	3 940,9
Segment koksu	mln PLN	-672,9	-1 420,7	-106,9	221,3
Pozostałe	mln PLN	426,9	1 605,2	350,0	350,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**Nadchodzące wydarzenia**

1. Publikacja wyników za III kwartał 2024: 26 listopada 2024

**Katalizatory**

1. Wdrożenie planu restrukturyzacyjnego na lata 2025-27 obniża koszty i nakłady inwestycyjne
2. Nakłady inwestycyjne obniżone do 3 mld zł rocznie
3. Spadek kosztów operacyjnych do 1 mld zł rocznie w latach 2025-27
4. Wzrost cen koksu w nadchodzących miesiącach
5. Ożywienie branży stalowej w Europie w 2025 roku
6. Ceny węgla przekraczają 260 USD/t w 2025
7. Aprecjacja USD w 2025 roku
8. Zwiększenie uzysku węgla do ponad 80% w 2025-26
9. Burzowa pogoda w Australii sprzyja utrzymaniu globalnych cen węgla

**Czynniki ryzyka**

1. Ceny węgla utrzymują się poniżej 250 USD/t w 2025 roku
2. Utrzymuje się mocny PLN w 2025 roku
3. Negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego na ceny stali i koksu
4. Tani import koksu i stalowych produktów z Azji negatywnie odbija się na rynku w Europie
5. Dalszy wzrost bazy kosztów w 2025-2026
6. Wzrost wydatków inwestycyjnych powyżej 4,0 mld zł w 2025-2026
7. PSCMI kontynuuje spadek w najbliższych miesiącach
8. Wolumen produkcji poniżej 14 mln ton w 2025-26
9. Uzysk węgla spada poniżej 80% w 2025
10. Wprowadzenie regulacji metanu
11. Zapowiedź braku dywidendy w nadchodzących latach

odbicie produkcji. Należy zauważyć, że nasze założenie implikuje oszczędności na nakładach inwestycyjnych rzędu 3 mld zł w latach 2025-27, czyli dwukrotnie więcej niż kwota (1,437 mld zł) proponowana w nieoficjalnym planie restrukturyzacyjnym. Ponadto zakładamy, że nakłady inwestycyjne pozostaną na takim poziomie w latach 2028-31.

- ▲ Zakładamy, że produkcja węgla Spółki stopniowo odbije się osiągając odpowiednio 13,7 mln ton i 14,4 mln ton w 2025 i 2026, a w latach 2027-31 będzie to 14,6 mln ton. Wydaje się to ryzykownym założeniem zważywszy na oczekiwane przez nas nakłady inwestycyjne i relatywnie niski poziom produkcji w 2023 roku (13,3 mln ton) oraz założony na 2024 rok docelowy poziom produkcji w wys. 12,5 mln ton.
- ▲ Zakładamy, że ceny węgla kamiennego TSI wzrosną do 260 USD za tonę w latach 2025-31, podczas gdy kurs USD/PLN wzrośnie do poziomu 4,0. Ponadto oczekujemy, że indeks PSCMI ustabilizuje się na poziomie 450 zł/t, co być może wydaje się nierealnym scenariuszem przy ryzykach związanych z dekarbonizacją.

## 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 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.

**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 odroczonech.

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 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 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: 8 października 2024 r., 7:20.

Dystrybucja niniejszego raportu: 8 października 2024 r., 7:30.

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 ujawniane w rekomendacji albo w dotychczasowym 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.

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

DM BOŚ jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych JSW.

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)

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

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

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

**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