

2/2025/FN (11) 19 lutego 2025

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

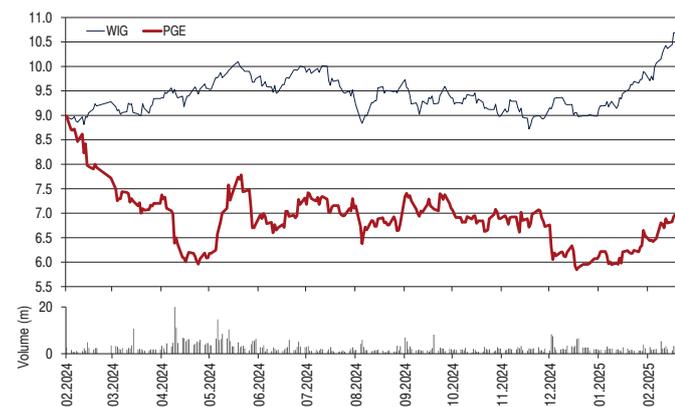
Analityk: Łukasz Prokopiuk, CFA

# PGE

Sektor: Spółki surowcowe – Energia  
 Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (→)  
 Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (→)  
 Kurs: 6,972 PLN  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 6,00 PLN (↓)

Kapitalizacja: 3 769,4 mln US\$  
 Bloomberg: PGE PW  
 Średni obrót dzienny: 4,97 mln US\$  
 Free float: 39%  
 12M przedział kursowy: 5,844-8,028 PLN

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

**Podtrzymujemy negatywne nastawienie do PGE (Sprzedaj+ Niedoważaj; 12M EFV = 6,0 zł na akcję).** Oceniamy, że z punktu widzenia inwestorów perspektywa PGE na następne 3 lata wygląda mało atrakcyjnie. Przede wszystkim mamy wątpliwości, czy PGE ma jakąkolwiek szansę pozbycia się swoich aktywów węglowych w najbliższej przyszłości i, co więcej, uważamy, że konieczne będzie zastąpienie tych aktywów, co będzie najprawdopodobniej wymagało zwiększonych nakładów. Tak więc oczekujemy szybkiego wzrostu wydatków inwestycyjnych w nadchodzących latach (projekt Baltica 2, ZEPAK, przyspieszenie inwestycji w dystrybucję, OZE). Ponadto uważamy, że – pomimo możliwego wzrostu w części segmentów – są ograniczone szanse na to, by skons. EBITDA mogła zrównoważyć oczekiwane wydatki inwestycyjne w kolejnych 3 latach, a to spowoduje ujemne wolne przepływy pieniężne i szybki wzrost poziomu długu netto. Szczególnie martwią nas perspektywy EBITDA w segmentach produkcji energii z wykorzystaniem gazu i węgla w przyszłych latach. Wreszcie z zaskoczeniem przyglądamy się, jak walory PGE są notowane przy niezaskoczeniu wyższych mnożników niż dla porównywalnych spółek energetycznych czy Orlenu.

**Wątpimy, czy PGE ma jakąkolwiek szansę pozbycia się swoich aktywów węglowych w najbliższej przyszłości.** Ostatnie przekazy rządowe potwierdzają, że plan dekarbonizacji sektora energetycznego będzie przeprowadzany stopniowo na przestrzeni kilku lat i raczej będzie polegać na likwidacji wybranych aktywów węglowych/ energetycznych, a nie na sprzedaży problematycznych aktywów za jednym zamachem. W dalszym ciągu uważamy, że przy takim scenariuszu EBITDA segmentu produkcji energii z wykorzystaniem węgla w nadchodzących latach będzie się pogarszać. Kolejnym problemem może się

### Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o wydarzenia jednorazowe ujawnione przez zarząd.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln PLN	95 964,0	63 777,3	61 040,3	60 123,7
EBITDA	mln PLN	10 028,0	10 473,0	9 030,2	9 738,5
EBIT	mln PLN	-3 431,0	-1 499,9	4 092,0	4 180,0
Zysk netto	mln PLN	-5 012,0	-5 805,0	2 525,0	2 123,9
Skor. EBITDA	mln PLN	10 725,0	10 164,0	9 030,2	9 738,5
Skor. EBIT	mln PLN	5 970,0	5 825,1	4 092,0	4 180,0
Skor. zysk netto	mln PLN	4 591,6	3 848,0	2 525,0	2 123,9
Capex	mln PLN	-9 690,0	-10 000,0	-13 750,0	-13 750,0
Zmiana kapitału obrotowego netto	mln PLN	-7 247,0	4 021,2	1 187,0	16,5
FCFF	mln PLN	-7 721,7	2 116,8	-4 410,2	-4 889,2
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	7 378,0	6 182,9	11 327,7	17 423,8
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	1 486,0	1 500,0	1 500,0	1 500,0
Całkowity dług netto	mln PLN	8 864,0	7 682,9	12 827,7	18 923,8
P/E	x	3,4	4,1	6,2	7,4
P/CE	x	1,7	1,9	2,1	2,0
EV/EBITDA	x	2,3	2,3	3,2	3,5
EV/EBIT	x	4,1	4,0	7,0	8,3
Dług netto/EBITDA	x	0,8	0,8	1,4	1,9
FCFF/EV	%	-31,5	9,1	-15,5	-14,1
Stopa dywidendy brutto/ skupu akcji	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	2 243,7	2 243,7	2 243,7	2 243,7

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Rozbicie skor. EBITDA wg segmentów

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Skor. EBITDA, w tym:	mln PLN	10 725,0	10 164,0	9 030,2	9 738,5
Produkcja gazu	mln PLN	0,0	140,0	355,1	565,6
Produkcja węgla	mln PLN	2 086,0	559,0	-492,9	-686,4
Segment ciepłowniczy	mln PLN	2 061,0	1 479,0	1 317,2	1 314,5
Segment OZE	mln PLN	1 108,0	1 303,0	1 485,4	1 887,5
Segment obrotu	mln PLN	-74,0	1 048,0	450,0	600,0
Segment dystrybucji	mln PLN	3 930,0	4 387,0	4 672,5	4 835,8
Energetyka kolejowa	mln PLN	1 238,0	1 145,0	1 143,0	1 121,5
Pozostałe + wyłączenia	mln PLN	376,0	103,0	100,0	100,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników za IV kwartał 2024 roku: 15 kwietnia
2. Wyniki za I kwartał 2025 roku: 27 maja
3. Publikacja wyników finansowych za II kw. 2025 roku: 9 września
4. Publikacja wyników za III kw. 2025 roku: 25 listopada

### Katalizatory

1. Międzynarodowe fundusze hedgingowe kontynuują zakupy akcji PGE
2. Sprzedaż lub likwidacja segmentu energii konwencjonalnej w 2025-27 roku
3. Marże na aktywach produkcji energii w 2025 marginalnie spadają
4. Średnia ważona cena energii elektrycznej na TGE na poziomie 500 zł/ MW w 2025 roku
5. Marże dystrybucyjne rosną w 2025
6. Ceny gazu spadają w 2025 roku
7. Produkcja energii odnawialnej wyraźnie rośnie w latach 2025-26
8. Spadek cen CO2 w 2025 roku
9. Przychody z równoważenia rynku nadal wspierają EBITDA w 2025 roku

### Czynniki ryzyka

1. Skons. wydatki inwestycyjne silnie rosną w najbliższych latach
2. Ujemne przepływy pieniężne w latach 2025-27
3. Ograniczona sprzedaż lub likwidacja segmentu energii konwencjonalnej w 2025-27 roku
4. Duży spadek EBITDA segmentu generacji w 2025 roku
5. Spadek średniej ważonej ceny energii elektrycznej na TGE do 450 zł/ MW w 2025 roku
6. Zwiększenie udziału OZE w miksie energetycznym kosztem jednostek PGE
7. Ograniczona rentowność elektrowni parowo-gazowych w 2025-26 roku
8. Wsparcie rynku mocy maleje w latach 2026-27
9. Stabilizacja marż dystrybucyjnych na porównywalnym poziomie w latach 2025-26
10. Taryfy detaliczne znacząco spadają w II poł. 2025 roku
11. Odwrócenie wsparcia regulacyjnego PSE w 2025-26 roku

okazać konieczność stopniowego zastępowania aktywów węglowych nowymi jednostkami prowadząca do wzrostu wydatków inwestycyjnych.

**Szybki wzrost wydatków inwestycyjnych jest dużym czynnikiem ryzyka w najbliższych latach i może prowadzić do ujemnych wolnych przepływów pieniężnych i stopniowego wzrostu długu netto.** Przyjmujemy, że w najbliższych latach roczne wydatki inwestycyjne mogą sięgnąć alarmująco wysokiego poziomu 14-15 mld zł. W latach 2025-27 projekt Baltica 2 będzie wymagać ogromnych nakładów (15 mld zł), co wpłynie znacząco na poziom skons. wydatków inwestycyjnych (podczas gdy morskie farmy wiatrowe wygenerują EBITDA dopiero w 2028 roku w najlepszym razie). Ponadto rosnące wydatki inwestycyjne na dystrybucję, produkcję opartą na gazie czy pozostałe OZE w połączeniu z ewentualnym zakupem ZEPAK implikują duży wyptyw gotówki. Wg naszych szacunków, wszystko to razem skutkuje ujemnymi wolnymi przepływami pieniężnymi rzędu -15 mld zł w latach 2025-27 i stopniowym wzrostem długu netto.

**Naszym zdaniem produkcja energii z wykorzystaniem węgla ma w nadchodzących latach bardzo słabe perspektywy.** Po pierwsze backwardation cen energii na TGE implikuje niższe marże na produkcji energii w przyszłych latach. Po drugie backwardation sugeruje również, że ubiegłoroczne duże zyski

PGE na strategiach arbitrażowych są mniej prawdopodobne (sprzedaż drogich długoterminowych kontraktów i zakup po niskich cenach spot przy zatrzymaniu produkcji). Po trzecie podtrzymujemy oczekiwania, że udział OZE w polskim miksie energetycznym będzie stopniowo rósł wywierając presję na produkcję energii z wykorzystaniem węgla i na marże. Po czwarte w przyszłym roku oczekujemy ograniczenia o ok. 1/3 wsparcia rynku mocy i w efekcie spadku EBITDA nawet o -0,8 mld zł. Wreszcie wzrost kosztów stałych PGE, z uwzględnieniem kopalń węgla brunatnego, będzie nadal wywierać presję na EBITDA.

**Obecne wysokie ceny gazu sugerują pogorszenie perspektyw dla nowych bloków parowo-gazowych Spółki.**

Zgodnie z naszymi szacunkami bieżące spready między cenami energii, gazu, CO2 implikują, że produkcja energii w tych blokach jest nierentowna, a Gryfino pełni obecnie rolę jednostki rezerwowej, której uruchomienie leży wyłącznie w gestii PGE lub w sytuacjach zwyżkujących dziennych cen energii. Uważamy, że tylko ze wsparciem rynku mocy segment gazowy PGE ma szansę, by osiągnąć dodatnią EBITDA w br. W naszych prognozach na lata 2025-27 zakładamy stopniową poprawę spreadów cen energii wytwarzanej przy użyciu gazu, ale EBITDA segmentu gazowego może być dużo niższa niż średnie wartości średniocyklicznej EBITDA, których oczekivalibyśmy w unormowanych warunkach.

## 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: 20 lutego 2025 r., 7:10.  
Dystrybucja niniejszego raportu: 20 lutego 2025 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.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych PGE.

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)

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

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

**Michał Zamel**  
młodszy analityk

Copyright © 2025 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