

21/2025/GPW (39) 15 maja 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych
w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Bowim

Rekomendowane działanie	2
Wyniki finansowe za IV kw. 2024 roku	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wstępne wyniki finansowe za I kw. 2025 roku	3
Prognozy całoroczne	3
Dywidenda	4
Wycena	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	4
Katalizatory	7
Czynniki ryzyka	7
Zastrzeżenia prawne	8

21/2025/GPW (39) 15 maja 2025

Analityk: Michał Zamel

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Bowim

Rekomendowane działanie

Obecna sytuacja rynkowa jest znacznie bardziej korzystna niż w zeszłym roku, kiedy trudne warunki na rynku stali przełożyły się na ujemny wynik netto Spółki. Z drugiej strony warto przypomnieć, że w wymagającym otoczeniu rynkowym Bowim zwiększył wolumeny, co najprawdopodobniej skutkowało wzrostem udziałów rynkowych. Poprawa koniunktury w branży zaczęła się pod koniec zeszłego roku, co znalazło odbicie w zatrzymaniu spadków cen stali. W br. zakładamy dalszą poprawę na rynku stali m.in. z powodu oczekiwanych wzrostów w obszarze inwestycji. Zwiększenie wydatków inwestycyjnych, zwłaszcza w obszarach będących beneficjentami funduszy KPO, powinno prowadzić do stopniowej poprawy w ciągu roku, a także pozytywnie oddziaływać na wyniki w 2026. Głównymi źródłami ekspansji wyników będzie w naszej ocenie wzrost popytu w sektorze budowlanym, jak również w obszarze energetyki wiatrowej. Obniżone ostatnio stopy procentowe i perspektywa ich dalszych obniżek również powinny wpłynąć pozytywnie na inwestycje, jednakże ten wpływ powinien być widoczny dopiero w przyszłym roku.

Biorąc pod uwagę oczekiwaną stopniową poprawę koniunktury w branży stalowej oraz niewielkie zmiany prognoz na najbliższe lata, utrzymujemy naszą dotychczasową wycenę w wys. 5,5 zł na akcję.

Wyniki finansowe za IV kw. 2024 roku

W czwartym kwartale br. przychody wyniosły 440,4 mln zł, co było zbieżne z naszymi prognozami, jak również ze wstępnymi wynikami. Nieznaczny spadek w ujęciu r/r był konsekwencją znaczącego wzrostu wolumenu oraz spadku cen. EBITDA oraz EBIT sięgnęły odpowiednio 6,7 mln zł oraz 4,3 mln zł i wyraźnie przekroczyły nasze oczekiwania

Sektor: Materiały budowlane

Bloomberg: BOW PW

Kurs: 4,65 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 5,5 zł (→)

Kapitalizacja: 21,4 mln US\$

Średni obrót dzienny: 0,04 mln US\$

12M przedział kursowy: 3,62-6,98 zł

Free float: 23,8%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	mln zł	1 815,5	1 886,3	1 942,8	2 001,0
EBITDA	mln zł	14,0	39,8	41,9	42,5
EBIT	mln zł	4,7	30,6	32,8	33,4
Zysk netto	mln zł	-10,5	10,9	14,9	15,3
EPS	PLN	-0,54	0,56	0,76	0,79
Zmiana EPS r/r	%	b.z.	b.z.	36	3
Dług (faktoring pozabilansowy)	mln zł	104,2	104,2	104,2	104,2
Dług netto (bilans)	mln zł	-3,5	5,1	-3,9	-12,0
Dług netto (razem z faktoringiem)	mln zł	100,7	109,3	100,4	92,2
P/E	x	neg.	8,3	6,1	5,9
P/CE	x	neg.	4,5	3,8	3,7
EV/EBITDA	x	13,7	5,0	4,6	4,3
EV/EBIT	x	40,7	6,5	5,8	5,5
DPS	zł	0,10	0,00	0,08	0,11
Stopa dywidendy brutto	%	2,2	0,0	1,8	2,4
Liczba akcji na koniec okresu	mln	19,5	19,5	19,5	19,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki finansowe za IV kw. 2024: 24 kwietnia
2. Wyniki wstępne jednostkowe za I kw. 2025: 6 maja
3. Wstępne wyniki skonsolidowane za I kw. 2025: 13 maja

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za I kw. 2025: 29 maja

(odpowiednio 2,8 mln zł oraz 0,5 mln zł). Wynik na działalności finansowej w wys. -3,4 mln zł był na poziomie bliskim do IV kw. 2023. Wynik netto był zauważalnie wyższy od naszych założeń: 3,2 mln zł w porównaniu do oczekiwanych -3,3 mln zł. Finalny wynik operacyjny oraz wynik netto były zbieżne ze wstępnymi odczytami. Przepływy operacyjne wyniosły 7,4 mln zł, natomiast wydatki inwestycyjne -4,8 mln zł.

Wstępne wyniki finansowe za I kw. 2025 roku

Spółka opublikowała już wstępne wyniki skonsolidowane za I kw. 2025. Przychody wyniosły 444,3 mln zł, co oznacza lekki wzrost w ujęciu kw./kw. Biorąc pod uwagę, że ceny w omawianym okresie były stabilne po wyhamowaniu spadków w poprzednim kwartale, zakładamy utrzymanie poziomu wolumenów z poprzedniego kwartału (pomimo wysokiej bazy). Zysk operacyjny wyniósł wstępnie 3,4 mln zł, a co za tym idzie, EBITDA według naszych szacunków wyniosła ok 5,4 mln zł. Opublikowany wynik z działalności operacyjnej pokazuje stopniową odbudowę wyników po wymagających dla Spółki II i III kw. ub. roku. Wynik netto był ujemny (-1,9 mln zł), do czego, naszym zdaniem, mógł przyczynić się niższy niż w poprzednim kwartale wynik na działalności finansowej.

Prognozy całoroczne

W całorocznych prognozach zakładamy stopniową poprawę wyników, widoczną zwłaszcza w II poł. roku. Dostrzegamy wiele czynników, które powinny wspierać rezultaty Spółki w nadchodzących latach, m.in. (i) wzrost popytu w branżach będących beneficjentami funduszy unijnych, (ii) stabilizacja cen stali oraz (iii) obniżka stóp procentowych. Jednakże biorąc pod uwagę stopniowy wzrost popytu na wyroby stalowe oraz odsunięty w czasie wpływ obniżek stóp procentowych na gospodarkę, dokonujemy jedynie niewielkich zmian naszych prognoz na najbliższe lata. Podtrzymujemy założenia dotyczące wzrostu przychodów w br., które prognozujemy na 1 886 mln zł, +4% r/r. Przy oczekiwanym rosnącym popycie i braku presji na marże podobnej do tej w 2024, spodziewamy się EBITDA oraz EBIT na poziomie odpowiednio 39,8 mln oraz 30,6 mln zł. Zakładamy nieco wyższy r/r wynik na dział. finansowej z powodu ostatnich obniżek stóp procentowych oraz możliwych dalszych obniżek w II połowie roku. W konsekwencji prognozowany zysk netto sięga 10,9 mln zł. Oczekujemy również nieznacznego wzrostu długu w konsekwencji wyższej sprzedaży. Spodziewamy się wydatków inwestycyjnych nieznacznie poniżej amortyzacji. Pragniemy zwrócić uwagę, że duża część zadłużenia Spółki ma charakter pozabilansowy.

Tabela 1. Bowim; Wyniki wstępne skonsolidowane za I kw. 2025

Skonsolidowane (mln PLN)	Wyniki wstępne				Wyniki wstępne	
	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	zmiana r/r
Sprzedaż	461,5	445,4	468,3	440,4	444,3	-4%
EBITDA	10,1	-3,8	1,0	6,7	-	-
Marża EBITDA	2,2%	-0,9%	0,2%	1,5%	-	-
EBIT	7,9	-6,1	-1,4	4,3	3,4	-57%
Marża EBIT	1,7%	-1,4%	-0,3%	1,0%	0,8%	-
Zysk brutto	4,0	-10,9	-6,7	0,9	-	-
Marża zysku brutto	0,9%	-2,4%	-1,4%	0,2%	-	-
Zysk netto	3,6	-10,0	-7,5	3,3	-1,9	b.z.
Marża zysku netto	0,8%	-2,2%	-1,6%	0,7%	-0,4%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 2. Bowim; Zmiany prognoz DM BOŚ

	2025P			2026P			2027P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	1 886,3	1 887,0	0%	1 942,8	1 943,5	0%	2 001,0	2 001,8	0%
EBITDA	39,8	39,4	1%	41,9	41,1	2%	42,5	41,8	2%
EBIT	30,6	30,3	1%	32,8	32,1	2%	33,4	32,8	2%
Zysk netto	10,9	11,6	-6%	14,9	16,9	-12%	15,3	17,6	-13%
Dług netto	109,3	131,4	-17%	100,4	120,8	-17%	92,2	110,8	-17%

Źródło: DM BOŚ SA

Dywidenda

Zgodnie z przyjętą przez Spółkę polityką dywidenda wynosi 5-15% jednostkowego zysku netto. Jednakże biorąc pod uwagę ubiegłoroczną stratę netto nie zakładamy wypłaty dywidendy w 2025 roku.

Wycena

Po aktualizacji prognoz finansowych, obniżeniu stopy wolnej od ryzyka do poziomu 5,4%, oraz aktualizacji wyceny porównawczej nasza 12-miesięczna wycena będąca złożeniem wyceny metodą DCF FCFF oraz wyceny porównawczej (90%-10%) w wys. 5,5 zł na akcję nie zmienia się.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 3. Bowim; Rachunek wyników

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	2 752,6	2 036,7	1 815,5	1 886,3	1 942,8	2 001,0
Pozostałe przychody operacyjne	5,5	29,9	3,8	3,9	4,0	4,1
Wynik wyceny nieruchomości inwestycyjnych	0,0	4,8	6,9	6,9	6,9	6,9
Razem przychody z działalności operacyjnej	2 758,2	2 071,4	1 829,1	1 897,1	1 953,7	2 012,0
Zmiana stanu wyrobów gotowych i produkcji w toku	14,4	7,4	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Koszt wytworzenia produktów na własne potrzeby jednostki	4,4	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Amortyzacja	7,3	8,7	9,3	9,2	9,1	9,1
Zużycie materiałów i energii	472,0	330,0	305,3	317,2	326,7	336,4
Usługi obce	60,0	59,1	71,5	74,2	76,5	78,8
Podatki i opłaty	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7	3,8
Wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	39,4	44,2	47,4	89,7	92,3	95,1
Pozostałe koszty rodzajowe	1,5	2,0	1,7	1,7	1,8	1,8
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1 962,7	1 576,9	1 384,5	1 370,6	1 410,5	1 453,2
Pozostałe koszty operacyjne	27,5	4,2	1,7	1,8	1,8	1,9
Razem koszty działalności operacyjnej	2 583,5	2 036,0	1 824,4	1 866,5	1 920,9	1 978,6
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	174,7	35,4	4,7	30,6	32,8	33,4
Przychody finansowe	22,0	15,4	11,9	9,8	9,0	9,2
Koszty finansowe	-54,3	-39,2	-29,2	-26,7	-23,1	-23,4
Zysk (strata) brutto	142,4	11,5	-12,6	13,7	18,7	19,3
Podatek dochodowy	-30,9	1,8	2,0	-2,6	-3,6	-3,7
Zysk (strata) netto z działalności kontynuowanej	111,5	13,3	-10,6	11,1	15,1	15,6
Zysk (strata) netto	111,5	13,3	-10,6	11,1	15,1	15,6
jednostka dominująca	109,6	13,2	-10,5	10,9	14,9	15,3
udziały nie sprawujące kontroli	2,0	0,2	-0,2	0,2	0,3	0,3
EBITDA	181,9	44,1	14,0	39,8	41,9	42,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Bowim; Bilans

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	168,4	175,2	183,7	179,5	179,7	180,2
Wartość firmy	1,3	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Wartości niematerialne	11,1	10,7	10,7	10,7	10,6	10,7
Rzeczowe aktywa trwałe	122,9	121,7	121,3	120,3	119,6	119,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Nieruchomości inwestycyjne	26,9	30,8	37,7	37,7	37,7	37,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2,5	3,0	7,2	4,0	4,9	5,7
Długoterminowe aktywa finansowe	3,3	6,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Aktywa obrotowe	462,6	393,5	358,1	393,7	413,2	432,3
Zapasy	239,2	205,7	206,3	216,9	223,4	230,1
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	195,8	149,5	130,4	135,8	139,9	144,1
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,6	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Należności z tytułu podatku dochodowego	6,5	2,5	1,0	1,0	1,1	1,1
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	0,2	0,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	19,3	33,8	14,3	33,8	42,7	50,9
Aktywa	631,1	568,7	541,8	573,2	592,9	612,5
Kapitał własny	334,8	326,9	314,7	325,8	339,5	353,2
Kapitał zakładowy	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Nadwyżka z tytułu emisji akcji powyżej wartości nominalnej	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3
Kapitał (fundusz) zapasowy	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	9,0	8,9	9,7	9,7	9,7	9,7
Kapitał rezerwowy - celowy	50,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Akcje własne (wielkość ujemna)	-30,1	-30,1	-30,1	-30,1	-30,1	-30,1
Zyski (straty) zatrzymane	242,2	285,0	272,0	282,9	296,4	309,8
Kapitał własny przypisany jednostce dominującej	326,3	318,8	306,5	317,5	330,9	344,3
Udziały nie sprawujące kontroli	8,4	8,2	8,1	8,3	8,6	8,9
Zobowiązania długoterminowe	95,3	44,1	35,3	62,8	63,5	63,7
Zobowiązania finansowe	69,9	19,3	9,3	37,2	37,2	37,2
Rezerwa na odroczonego podatek dochodowy	14,9	14,9	16,8	16,8	16,8	16,8
Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	10,1	9,4	8,6	8,2	8,9	9,1
Zobowiązania krótkoterminowe	201,0	197,7	191,9	184,6	189,9	195,5
Pozostałe zobowiązania finansowe	4,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	194,9	190,5	184,9	177,3	182,5	188,0
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe rezerwy	0,9	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Rozliczenia międzyokresowe kosztów	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	0,8	4,3	4,2	4,3	4,5	4,6
Pasywa	631,1	568,7	541,8	573,2	592,9	612,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Bowim; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	142,4	11,5	-12,6	13,7	18,7	19,3
Korekty o pozycje:	-23,2	7,6	11,4	21,4	19,3	19,5
Koszt podatku dochodowego ujęty w rachunku zysków i strat	-30,9	1,8	2,0	0,0	0,0	0,0
Strata z tytułu utraty wartości ujęta dla należności z tytułu dostaw i usług	9,1	5,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Odwroćenie odpisu z tytułu utraty wartości ujęta dla należności z tytułu dostaw i usług	-3,4	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	7,3	8,7	9,3	9,2	9,1	9,1
Zysk/strata ze sprzedaży/zbycia składników rzeczowych aktywów trwałych	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	0,0	0,1	0,0	12,2	10,2	10,4
Przychody finansowe	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk/ strata przed zmianami kapitału obrotowego	119,2	19,1	-1,2	35,2	38,0	38,8
Zmiany w kapitale obrotowym	-17,6	86,8	5,6	-23,9	-4,6	-5,0
Zmiana stanu zapasów	18,8	33,5	-0,6	-10,6	-6,5	-6,7
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych	25,4	52,9	20,9	-5,5	-4,1	-4,2
Zmiana stanu zobowiązań (bez zobowiązań finansowych i inwestycyjnych)	-60,8	-2,0	-4,4	-7,6	5,2	5,5
Zmiana stanu rezerw	3,6	0,2	1,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-4,5	2,9	-5,3	-0,3	0,8	0,4
Zmiana pozostałych pasywów	0,0	-0,7	-6,9	0,0	0,0	0,0
Inne korekty działalności operacyjnej	0,0	-3,8	0,0	3,2	-0,9	-0,8
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	101,6	102,1	4,4	14,5	32,5	32,9
Odsetki zapłacone	-22,1	-21,2	-14,0	0,0	0,0	0,0
Podatek dochodowy zapłacony	35,7	2,6	1,2	-2,6	-3,6	-3,7
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	88,0	120,7	17,1	11,8	29,0	29,3
Wpływy	6,3	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Zbycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	0,2	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Zbycie nieruchomości inwestycyjnych	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wydatki	-3,1	-9,4	-8,1	-8,2	-8,4	-8,8
Nabycie wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-3,1	-9,4	-8,1	-8,2	-8,4	-8,8
Nabycie nieruchomości inwestycyjnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	3,2	-9,0	-7,7	-8,2	-8,4	-8,8
Wpływy	14,0	0,2	1,0	28,1	0,0	0,0
Kredyty i pożyczki	7,8	0,0	0,1	28,1	0,0	0,0
Inne wpływy finansowe	6,2	0,2	0,9	0,0	0,0	0,0
Wydatki	-95,2	-97,5	-29,9	-12,2	-11,6	-12,3
Nabycie akcji (udziałów) własnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli jednostki dominującej	-43,0	-20,5	-1,7	0,0	-1,4	-1,9
Spłata kredytów i pożyczek	-26,0	-50,2	-9,6	0,0	0,0	0,0
Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego	-3,7	-2,5	-1,6	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-22,3	-21,3	-14,7	-12,2	-10,2	-10,4
Inne wydatki finansowe	-0,2	-3,0	-2,3	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne netto z działalności finansowej	-81,2	-97,3	-28,9	15,9	-11,6	-12,4
Przepływy pieniężne netto razem	10,0	14,4	-19,5	19,5	8,9	8,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 6. Bowim; Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	2 752,6	2 036,7	1 815,5	1 886,3	1 942,8	2 001,0
Marża brutto	7%	0%	0%	b.d.	b.d.	b.d.
EBIT	174,7	35,4	4,7	30,6	32,8	33,4
EBITDA	181,9	44,1	14,0	39,8	41,9	42,5
Zysk brutto	142,4	11,5	-12,6	13,7	18,7	19,3
Zysk netto, skorygowany	109,6	13,2	-10,5	10,9	14,9	15,3
EPS, skorygowany	5,6	0,7	-0,5	0,6	0,8	0,8
Dług netto	54,7	-13,7	-3,5	5,1	-3,9	-12,0
BPS	17,2	16,8	16,1	16,7	17,4	18,1
DPS	2,52	1,20	0,10	0,00	0,08	0,11
Zwrot z kapitału własnego	34%	4%	-3%	3%	4%	4%
Zwrot z aktywów	17%	2%	-2%	2%	3%	3%
Amortyzacja	7,3	8,7	9,3	9,2	9,1	9,1
Wolny przepływ pieniężny	123,4	126,9	10,6	1,9	22,7	22,4
CAPEX	-3,1	-9,4	-8,1	-8,2	-8,4	-8,8

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Katalizatory

1. Ożywienie gospodarcze w Polsce
2. Wykorzystywanie środków z Krajowego Planu Odbudowy
3. Ożywienie w budownictwie infrastrukturalnym i przemysłowym
4. Inwestycje w energetykę (m.in. wiatraki)
5. Ożywienie w sektorze mieszkaniowym
6. Osłabienie EUR względem PLN
7. Dalsza rozbudowa sieci dystrybucji

Czynniki ryzyka

1. Spowolnienie gospodarcze w Polsce
2. Opóźnienia w realizacji inwestycji publicznych
3. Umocnienie EUR względem PLN
4. Presja na wzrost wynagrodzeń
5. Opóźnienia w napływie środków unijnych

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	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	41	31	4	5	0	5
Procenty	48%	36%	5%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	29	37	10	5	0	5
Procenty	34%	43%	12%	6%	0%	6%

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.

Recommendation tracker

Analitik	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Bowim							
Michał Zamel	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	10.09.2023	-	11.09.2023	7,05	6,90 —
Michał Zamel	-	-	-	12.10.2023	12.10.2023	7,15	6,90 →
Michał Zamel	-	-	-	23.10.2023	24.10.2023	7,76	6,90 →
Michał Zamel	-	-	-	06.11.2023	06.11.2023	7,30	6,90 →
Michał Zamel	-	-	-	07.12.2023	07.12.2023	7,20	7,20 ↑
Michał Zamel	-	-	-	10.12.2023	11.12.2023	7,10	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	09.01.2024	09.01.2024	7,42	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	25.01.2024	25.01.2024	7,18	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	01.02.2024	01.02.2024	6,98	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	29.02.2024	29.02.2024	6,91	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	04.04.2024	04.04.2024	6,45	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	06.05.2024	06.05.2024	6,77	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	07.05.2024	07.05.2024	6,71	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	29.05.2024	29.05.2024	6,65	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	12.07.2024	12.07.2024	6,60	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	07.08.2024	08.08.2024	6,03	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	12.08.2024	12.08.2024	5,50	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	24.09.2024	24.09.2024	5,24	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	11.10.2024	11.10.2024	4,94	7,20 →
Michał Zamel	-	-	-	17.10.2024	17.10.2024	4,79	5,10 ↓
Michał Zamel	-	-	-	04.11.2024	04.11.2024	4,48	5,10 →
Michał Zamel	-	-	-	21.11.2024	22.11.2024	4,30	5,10 →
Michał Zamel	-	-	-	01.12.2024	02.12.2024	4,15	5,50 ↑
Michał Zamel	-	-	-	07.01.2025	07.01.2025	4,27	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	30.01.2025	30.01.2025	4,83	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	19.02.2025	19.02.2025	4,74	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	20.02.2025	20.02.2025	4,78	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	14.03.2025	14.03.2025	5,97	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	10.04.2025	10.04.2025	4,60	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	28.04.2025	29.04.2025	5,02	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	05.05.2025	05.05.2025	4,80	5,50 →
Michał Zamel	-	-	-	15.05.2025	15.05.2025	4,65	5,50 →

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 15 maja 2025 r., godz. 18:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 15 maja 2025 r., godz. 18:40.

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#bowim>.

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#bowim>.

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.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Bowimu i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku akcji i dostawcą płynności dla instrumentów finansowych Bowimu.

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.

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

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylvia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & 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
bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104