

28/2025/GPW (72) 3 września 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Eurotel

1. Wycena.....	3
2. Historia, struktura Grupy i akcjonariatu	5
2.1. Historia Grupy	5
2.2. Struktura Grupy i akcjonariatu.....	6
3. Rynek	7
3.1. Rynek operatorów telekomunikacyjnych	7
3.2. Rynek autoryzowanych dealerów sieci telekomunikacyjnych.....	8
3.3. Rynek sprzętu IT	8
4. Model biznesowy i strategia.....	10
4.1. Model biznesowy	10
4.2. Strategia	13
5. Wyniki i prognozy finansowe	14
5.1. Przychody	14
5.2. Koszty rodzajowe i rentowność.....	15
5.3. Capex	16
5.4. Kapitał obrotowy	16
5.5. Dywidenda i skup akcji własnych	16
5.6. Prognozy wyników za II kw. 2025	17
6. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	18

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Eurotel

Opinia inwestycyjna

Po zakończeniu w 2024 r. procesu porządkowania portfela działalności (likwidacja nierentownej sieci MiMarkt) Eurotel wszedł w 2025 rok z prostszą i bardziej przejrzystą strukturą biznesu. Spółka pozostaje jednym z największych autoryzowanych partnerów T-Mobile oraz jednym z kluczowych dealerów Play. Równolegle rozwija segment detaliczny Apple Premium Reseller poprzez markę iDream, który w 2024 r. odpowiadał za blisko 80% przychodów Grupy. Jednocześnie na raportowane wyniki negatywnie wpłynęły: (i) słabszy popyt na urządzenia Apple, (ii) koszty likwidacji działalności MiMarkt (sprzedaż sprzętu Xiaomi) oraz (iii) rosnące koszty operacyjne związane z przejmowaniem punktów ajencyjnych w sieci T-Mobile.

Oczekujemy, że 2025 r. przyniesie poprawę wyników pomimo mniej korzystnego modelu prowizyjnego w segmencie usług dealerskich T-Mobile, dzięki: (i) rosnącemu popytowi na urządzenia Apple, (ii) eliminacji stratnej działalności MiMarkt oraz braku kosztów likwidacyjnych (efekt niskiej bazy) oraz (iii) pozytywnemu efektowi dźwigni operacyjnej. Prognozujemy, że w II kw. 2025 r. przychody wyniosą 118,1 mln zł, EBITDA 8,0 mln zł, a zysk netto 4,0 mln zł, co oznacza wyraźną poprawę r/r dzięki efektowi niskiej bazy i oczekiwanej mocniejszej sprzedaży r/r iDream.

Biorąc pod uwagę naszą średnioważoną wycenę w horyzoncie 12-miesięcznym, oczekiwaną poprawę wyników w 2025 r. oraz możliwość kontynuacji programu skupu akcji własnych, rozpoczynamy rekomendację dla Eurotela od fundamentalnej Kupuj. Jednocześnie, ze względu na spodziewaną istotną poprawę wyników w najbliższym kwartale, wydajemy krótkoterminową rekomendację relatywną Przeważaj.

28/2025/GPW (72) 3 września 2025

Analitik: Jakub Viscardi

Sektor: Dobra konsumpcyjne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)

Kurs: 23,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 55,8 zł (-)

Kapitalizacja: 24 mln US\$

Bloomberg: ETL PW

Średni obrót dzienny: 0,02 mln US\$

12M przedział kursowy: 17,80-38,60 zł

Free float: 44%

Skorygowane zyski

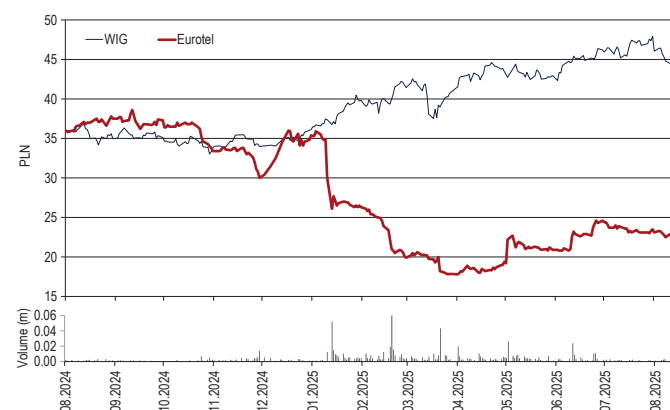
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025E	2026E	2027E
Sprzedaż	mln zł	478,1	490,0	502,9	516,1
EBITDA	mln zł	27,8	32,4	33,1	33,9
EBITDA przed MSSF 16	mln zł	15,6	20,7	21,3	22,2
EBIT	mln zł	16,1	20,4	21,0	21,8
EBIT przed MSSF 16	mln zł	14,6	19,0	19,6	20,4
Zysk netto	mln zł	11,6	16,1	16,7	17,6
EPS	mln zł	3,10	4,29	4,47	4,69
Zmiana EPS r/r	%	-29	38	4	5
FCFF	mln zł	28,3	-4,1	15,6	16,2
Dług netto	mln zł	-37,0	-32,8	-48,0	-56,3
Dług netto z wyłączeniem leasingu (MSSF 16)	mln zł	-60,5	-56,3	-71,5	-79,8
P/E	x	7,4	5,4	5,2	4,9
P/CE	x	6,8	4,9	4,7	4,5
EV/EBITDA	x	1,8	1,6	1,2	0,9
EV/EBIT	x	3,1	2,6	1,8	1,4
Stopa dywidendy brutto	%	17,4	0,0	0,0	9,5
DPS	zł	4,00	0,00	0,00	2,19
Liczba akcji na koniec okresu	mln	3,7	3,7	3,7	3,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja wyników za 2024 rok: 10 kwietnia, 2025
2. Publikacja wyników za 1 kw. 2025 roku: 22 maja, 2025
3. ZWZA: 27 maja, 2025

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 1 poł. 2025 roku: 23 września, 2025
2. Publikacja wyników za 3 kw. 2025 roku: 19 listopada, 2025

Czynniki ryzyka

1. Nowy model T-Mobile oznacza większe koszty i niższą rentowność ze względu na konieczność prowadzenia większej ilości własnych salonów, co oznacza wzrost zatrudnienia i kosztów stałych, przy malejącej atrakcyjności finansowej tego segmentu.
2. Eliminacja pośredników przez T-Mobile, który dąży do bezpośredniej współpracy ze sklepami – agentami. Utrata części przychodów w sklepach nieprowadzonych przez Eurotel – Spółka dostaje jedynie premię za realizację celów, większość prowizji przejmują bezpośrednio właściciele sklepów.
3. Niepewność prowizyjna wynikająca z rekalkulacji prowizji do 12 miesięcy wstecz, zależne od utrzymania usług przez klienta, mogą powodować podwyższoną zmienność wyników.
4. Konieczność inwestycji w kapitał obrotowy. Sprzęt stanowiący własność T-Mobile obciąża limit kredytowy Eurotel.
5. Zmniejszenie liczby punktów sprzedaży z uwagi na postępujący transfer sprzedaży usług w kanale internetowym/ telefonicznym.
6. Malejące przychody z serwisu Apple. Ze względu na coraz mniej awaryjny sprzęt, wolumen napraw spada, przy stałych kosztach działania sieci serwisowej.
7. Uzależnienie od decyzji operatorów. Zarówno w kontekście warunków współpracy jak i możliwości wypowiedzenia umowy na punkt sprzedaży bez rekompensaty poniesionych inwestycji (ryzyko utraty lokalizacji).

Katalizatory

1. Dywersyfikacja działalności poprzez rozwój segmentu iDream, który uniezależnia Spółkę od spadającej rentowności telekomunikacyjnej.
2. Rozwój sprzedaży internetowej, w tym e-commerce iDream.pl, który umożliwia skalowanie biznesu przy niższych kosztach jednostkowych.
3. Obsługa klientów instytucjonalnych przez serwis Apple, co zapewnia stabilne i długoterminowe kontrakty niezależne od koniunktury detalicznej.
4. Rosnące znaczenie sprzedaży akcesoriów, usług dodatkowych oraz obsługi klientów biznesowych w segmencie Apple.
5. Trend konsolidacji rynku telekomunikacyjnego, w którym mniejsi agenci tracą pozycję, tworzy szansę dla Eurotel jako większego podmiotu do przejęcia placówek i umocnienia pozycji.
6. Potencjał negocjacyjny wobec T-Mobile i Play wynikający z dużej skali działalności Eurotel jako partnera.

Przewagi konkurencyjne

1. Doświadczenie w wieloletniej współpracy z T-Mobile i Play, co czyni Eurotel jednym z kluczowych partnerów tych operatorów.
2. Silna pozycja w segmencie Apple i rozwój marki iDream, w tym autoryzowane serwisy, które są niszą trudną do skopiowania przez konkurencję.
3. Dywersyfikacja obejmująca współpracę z operatorami telefonii komórkowej, telewizji satelitarnej oraz sprzedaż sprzętu zmniejsza ryzyko uzależnienia od jednego partnera.
4. Elastyczność w działaniu zarówno w modelu agencyjnym, jak i własnym, co pozwala dostosować się do zmieniających się wymagań operatorów.
5. Duża skala działalności dzięki sieci prawie 200 punktów sprzedaży, która zwiększa siłę negocjacyjną i rozpoznawalność marki.
6. Doświadczona kadra menedżerska, która pozwala zarządzać rozproszoną siecią sprzedaży.
7. Serwis Apple jako narzędzie retencji klienta, łączący sprzedaż urządzeń z obsługą gwarancyjną i pogwarancyjną.
8. Zdolność do szybkiego reagowania na zmiany rynkowe, czego przykładem jest likwidacja nierentownej sieci MiMarkt i przeniesienie zasobów w bardziej rentowne segmenty.
9. Transparentność i stabilność wynikająca z obecności spółki na giełdzie, co zwiększa jej wiarygodność wobec partnerów i ułatwia pozyskiwanie finansowania

1. Wycena

- ▲ Wyceniamy akcję Spółki na 55,8 zł w horyzoncie 12 miesięcy (średnia z wyceny porównawczej i metodą DCF FCFF).
- ▲ Wycena porównawcza implikuje 24,3-75,1 zł na akcję, z wartością średnią na poziomie 55,3 zł na akcję.
- ▲ Wycena w horyzoncie 12 miesięcy metodą DCF FCFF wskazuje przedział 54,2-59,3 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 56,4 na akcję.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E oraz P/CE zarówno krajowych, jak i zagranicznych spółek reprezentujących sektor dystrybucji sprzętu IT.

DCF FCFF

Przy konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 0% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 1,1, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 5,9%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,5%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 54,2-59,3 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 56,4 zł.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektor dystrybucji IT. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E oraz P/CE na lata 2025, 2026, 2027. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki mieści się w przedziale 24,3-75,1 zł, z wartością centralną na poziomie 55,3 zł na akcję.

Wycena w horyzoncie 12-miesięcy

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 55,8 zł na akcję Spółki.

Tabela 1. Eurotel; Wycena porównawcza

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/CE		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
AB	5,9	5,7	5,3	6,2	6,0	5,6	8,9	8,5	8,0	8,2	7,8	7,4
Action	8,6	6,8	5,7	10,8	8,3	6,8	12,1	10,1	9,0	9,3	8,0	7,3
Asbis	5,4	5,0	4,6	6,0	5,5	5,0	9,6	8,6	8,0	8,0	7,3	6,8
Średnia	6,6	5,8	5,2	7,7	6,6	5,8	10,2	9,1	8,3	8,5	7,7	7,2
Eurotel	5,3	5,1	4,9	1,6	1,1	0,9	2,6	1,8	1,4	4,8	4,6	4,4
Premia/dyskonto do grupy porównawczej	-9%	-10%	-8%	-74%	-81%	-84%	-71%	-79%	-83%	-41%	-41%	-40%
Implikowana wycena Eurotel (zł)	28,5	26,1	24,3	75,1	71,0	67,3	64,3	63,6	63,3	63,6	59,3	56,7
Średnia implikowana wycena Eurotel (zł)	55,3											

Wskaźniki policzone wg cen zamknięcia z dnia 2.09.2025

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. Eurotel; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	>2032E
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Lewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Wymagana stopa zwrotu	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%
Koszt długu									
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Stawka CIT	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)									
Udział kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	490,0	502,9	516,1	529,8	543,8	558,2	573,1	588,3	
Zmiana r/r	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
EBIT	20,4	21,0	21,8	22,6	23,2	23,8	24,5	25,1	
Zmiana r/r	27%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	
NOPLAT	16,5	17,0	17,6	18,3	18,8	19,3	19,8	20,3	
Zmiana r/r	36%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	
Amortyzacja	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	
Amortyzacja aktywów trwałych z tyt. prawa do użytkowania (MSSF 16)	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	
Zmiana kapitału pracującego	-19,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Nakłady inwestycyjne	-2,4	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	
Spłata zobowiązań leasingowych (MSSF 16)	-10,8	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	-10,9	
Wolne przepływy pieniężne	-4,1	15,6	16,2	16,9	17,3	17,8	18,3	18,8	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	15,0	13,9	12,9	11,9	10,9	10,0	9,1	

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Eurotel; Wycena metodą DCF FCFF – podsumowanie (mln PLN)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	0,0%
WACC w okresie rezydualnym	11,5%
Wartość rezydualna	163,4
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	71,4
Bieżąca wartość FCFF	83,7
Wartość firmy	155,1
Dług netto z wyłączeniem leasingu (MSSF 16)	-56,3
Dywidendy	0,0
Wartość kapitału akcyjnego	211,4
Liczba akcji (mln)	3,7
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	56,4

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Eurotel; Wrażliwość wyceny na wzrost w okresie rezydualnym i średni ważony koszt kapitału

Dynamika FCFF w okresie rezydualnym	WACC				
	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%	11,9%
-1,0%	55,3	55,0	54,7	54,4	54,2
-0,5%	56,1	55,8	55,5	55,2	54,9
0,0%	57,1	56,7	56,4	56,1	55,8
0,5%	58,1	57,7	57,4	57,0	56,7
1,0%	59,3	58,8	58,4	58,0	57,6

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Eurotel; Podsumowanie Wyceny

	DCF FCFF	Wycena porównawcza
Waga	50%	50%
Wycena (zł na akcję)	56,4	55,3
Średnia ważona wycena (zł na akcję)	55,8	

Źródło: DM BOŚ SA

2. Historia, struktura Grupy i akcjonariatu

- ▲ Eurotel powstał w 1996 roku i jest wiodącym autoryzowanym dealerem sieci komórkowej T-Mobile oraz Play. W kolejnych latach działalność Grupy została rozszerzona i zdywersyfikowana obejmując również sprzedaż i serwis sprzętu marki Apple.
- ▲ Spółka jest kontrolowana przez dwóch głównych akcjonariuszy – pana Krzysztofa Stepokurę oraz pana Jacka Foltarza – którzy posiadają odpowiednio 30,2% oraz 18,9% akcji w Spółce. PKO TFI kontroluje 9,2% wyemitowanych akcji. Akcje w wolnym obrocie stanowią 44% wszystkich wyemitowanych akcji.
- ▲ Grupa Eurotel składa się z dwóch głównych podmiotów: Eurotel – spółki dominującej (autoryzowanego dystrybutora T-Mobile, autoryzowanego sprzedawcy produktów Apple pod marką sklepów iDream i autoryzowanego dystrybutora platformy satelitarnej Canal+) oraz jej spółki zależnej Viamind (autoryzowanego dystrybutora Play).

2.1. Historia Grupy

Eurotel rozpoczął działalność w 1996 roku

Historia Eurotel rozpoczęła się w 1996 roku, kiedy pan Tomasz Basiński założył Spółkę. W 2001 roku współwłaścicielem został pan Jacek Foltarz. Rok później spółka połączyła się z Tele Net. W wyniku tego pan Stepokura i pan Parnowski (właściciele Tele Net) zostali nowymi akcjonariuszami Eurotel. Pan Stepokura jest obecnie prezesem zarządu spółki Eurotel, a Pan Basiński wiceprezesem.

Tabela 6. Eurotel: Historia Spółki

1996	Rozpoczęcie działalności przez Eurotel
2002	Połączenie z Tele Net
2006	Przekształcenie w Spółkę Akcyjną Zakup sieci Kim (53 salony w sieci Era)
2007	Debiut na GPW Podpisanie aneksu do umowy z PTC (zniesienie zakazu konkurencji)
2008	Zakup sieci PPI-ETC Polska (44 salony w sieci Era) Zakup sieci Mix Electronics (37 salonów sieci Era)
2009	Zakup sieci LOBO GSM's (23 salony w sieci Era) Pierwsza transakcja poza siecią Era: zakup Viamind (55 salonów w sieci Play)
2013	Powstanie iDream - sieci sklepów będących autoryzowanymi punktami sprzedaży marki Apple
2014	Uruchomienie autoryzowanego serwisu Apple
2015	Nabycie 40% udziałów w spółce Soon Energy zajmującą się energią odnawialną
2019	Powstanie MiMarkt i rozpoczęcie współpracy z Xiaomi w zakresie sprzedaży sprzętu poprzez salony stacjonarne oraz sklep internetowy
2022	Sprzedaż udziałów w Soon Energy i zakończenie działalności w obszarze energii odnawialnej
2024	Zakończenie współpracy z Xiaomi, zamknięcie salonów sprzedaży i sklepu internetowego

Źródło: Spółka

Silny wzrost organiczny wspomagany przejęciami i dywersyfikacją działalności

W 2006 roku spółka została przekształcona w spółkę akcyjną, a rok później zadebiutowała na GPW. W latach 2006–2009 Eurotel przejął cztery sieci detaliczne autoryzowanych dealerów Ery (obecny T-Mobile): KimGroup, PPI-ETC Poland, Mix Electronics i Lobo GSM. Dzięki temu Spółka umocniła swoją pozycję jako największy autoryzowany dealer produktów i usług PTC (Era). We wrześniu

2009 roku spółka przejęła firmę Viamind – autoryzowanego dystrybutora P4 (Play). Transakcja zarówno wzmocniła pozycję rynkową spółki, jak i pomogła zdywersyfikować jej działalność. Kolejne lata działalności były skupione na dalszej dywersyfikacji prowadzonej działalności jak i zwiększaniu ilości prowadzonych punktów dealerskich obu sieci.

2.2. Struktura Grupy i akcjonariatu

Dwóch głównych akcjonariuszy kontroluje blisko 50% akcji Spółki

Spółka jest kontrolowana przez dwóch głównych akcjonariuszy – pana Krzysztofa Stepokurę (prezesa zarządu spółki) oraz pana Jacka Foltarza (członka rady nadzorczej) – którzy posiadają odpowiednio 30,2% oraz 18,9% akcji w Spółce. PKO TFI, pan Tomasz Basiński (założyciel i wiceprezes Eurotel) oraz pan Marek Parnowski (członek rady nadzorczej) posiadają odpowiednio 9,2%, 3,1% i 1,9% akcji w spółce. Akcje w wolnym obrocie stanowią 44% wyemitowanych akcji.

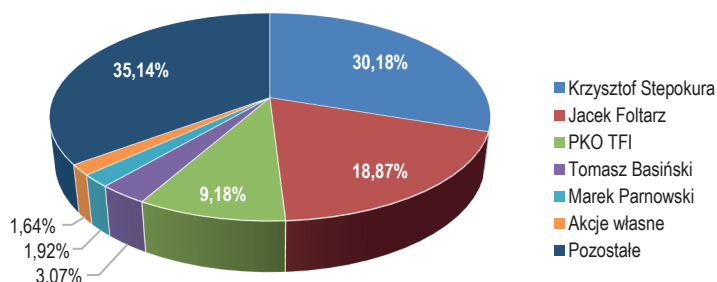
Prosta struktura Grupy

Grupa Eurotel składa się z dwóch kluczowych podmiotów: Eurotel S.A oraz spółki zależnej Viamind Sp z o.o.

Eurotel SA jest spółką dominującą, autoryzowanym dealerem produktów i usług T-Mobile. W jej ofercie znajdują się m.in. usługi telefonii komórkowej świadczone przez T-Mobile (połączenia abonamentowe i przedpłacone, mobilny Internet, telefony komórkowe różnych marek i akcesoria). Na koniec 2024 liczba salonów T-Mobile prowadzonych przez Eurotel wyniosła ok. 81 (w tym 46 własnych). Poza wymienioną działalnością jest autoryzowanym dystrybutorem platformy satelitarnej Canal+. Sprzedaż Canal+ w ramach Eurotel prowadzona była w na koniec 2024 roku w 26 punktach z czego 3 punkty sprzedaży były własne. Ponadto Eurotel uzyskał w 2013 roku status Autoryzowanego Sprzedawcy Apple i prowadzi pod marką iDream 13 salonów klasy premium (APR) oraz sklep internetowy pod nazwą iDream.pl.

Viamind Sp. z o.o. jest spółką zależną Eurotel (udział 100%) i autoryzowanym dystrybutorem produktów i usług P4 (Play). W ramach spółki Viamind istnieje grupa doradców biznesowych dedykowana do kontaktów i obsługi klienta biznesowego. Na koniec 2024 liczba salonów Play zarządzanych przez Viamind wyniosła 75, a liczba autoryzowanych doradców biznesowych – 56.

Wykres 1. Eurotel: Struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka

Wykres 2. Eurotel: Struktura organizacyjna



Źródło: Spółka

3. Rynek

- ▶ **Polski rynek usług mobilnych jest w pełni nasycony** – na koniec 2024 r. liczba aktywnych kart SIM wyniosła 56,7 mln, a penetracja sięgnęła 141,9% populacji. Struktura przesuwa się w stronę abonamentów (73% post-paid).
- ▶ **Konkurencja czterech głównych MNO (Orange, T-Mobile, Play, Plus) pozostaje wysoka.** Rozwój opiera się na migracji klientów, utrzymaniu abonentów oraz sprzedaży usług dodatkowych. Trwa rozbudowa sieci 5G w paśmie 3,4–3,8 GHz.
- ▶ **Sieć autoryzowanych dealerów ma charakter dojrzały.** Operatorzy ograniczają liczbę nowych punktów, preferując salony własne kosztem agencji. Rynek konsoliduje się wokół większych graczy.

3.1. Rynek operatorów telekomunikacyjnych

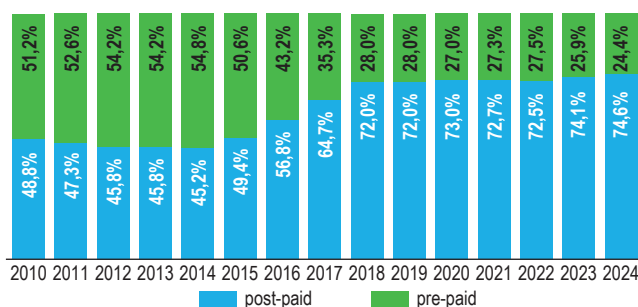
Polski rynek MNO podzielony pomiędzy 4 graczy

Polski rynek telefonii komórkowej należy do jednych z najbardziej konkurencyjnych w Europie. Na koniec 2024 r. działalność w tym segmencie prowadziło 154 operatorów, z czego czterech głównych posiada własną infrastrukturę telekomunikacyjną: Orange Polska, T-Mobile Polska, Play (P4) oraz Plus (Polkomtel). Pozostali operatorzy (MVNO) korzystają z infrastruktury wybranych MNO, a ich udział rynkowy pozostaje marginalny – łącznie poniżej 1%.

Penetracja usług mobilnych przekroczyła w 2024 roku 140%

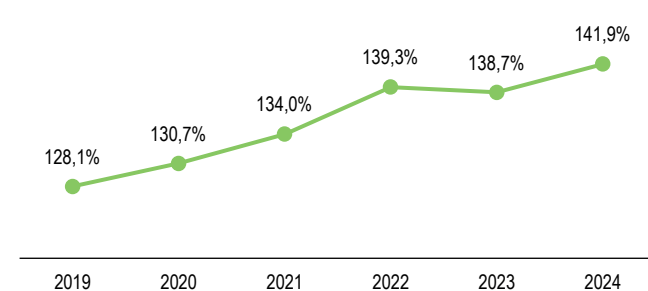
Według danych UKE na koniec 2024 r. liczba aktywnych kart SIM w Polsce wyniosła 56,7 mln, a wskaźnik penetracji usług mobilnych osiągnął 141,9% populacji, co oznacza wzrost o 0,3 p.p. względem 2023 r. Rynek jest więc w pełni nasycony, a dalszy rozwój opiera się przede wszystkim na migracji klientów pomiędzy operatorami oraz na sprzedaży usług dodatkowych.

Wykres 3. Podział usług MNO na pre-paid i post-paid



Źródło: UKE

Wykres 4. Penetracja usług mobilnych w Polsce



Źródło: UKE

Usługi post-paid stanowią blisko 75% rynku

Struktura rynku wyraźnie przesunęła się w stronę abonamentów – usługi post-paid stanowią blisko 75% wszystkich aktywnych kart SIM, podczas gdy pre-paid odpowiada jedynie za około 24%. W segmencie abonamentowym rośnie znaczenie ofert rodzinnych i biznesowych oraz planów z dużymi limitami transmisji danych. Dla operatorów kluczowe staje się utrzymanie klienta i zwiększanie średniego przychodu na użytkownika (ARPU), a nie proste zwiększanie liczby kart SIM.

Konkurencja pomiędzy czterema głównymi MNO pozostaje wysoka i opiera się na ofertach abonamentowych z nielimitowanymi usługami głosowymi, zróżnicowanych wielkością pakietów internetowych, dostępem do usług

dodatkowych i treści multimedialnych. Rotacja klientów odbywa się głównie poprzez proces przenoszenia numerów (MNP).

W warstwie technologicznej trwa rozbudowa sieci 5G, w tym w paśmie 3,4–3,8 GHz rozdysponowanym w ramach aukcji UKE w 2023 r. Standardem rynkowym stały się już rozwiązania VoLTE, VoWiFi oraz obsługa kart eSIM. Oferty operatorów coraz częściej obejmują również usługi konwergentne, łączące telefonię mobilną z internetem stacjonarnym i telewizją.

3.2. Rynek autoryzowanych dealerów sieci telekomunikacyjnych

Dojrzała sieć dystrybucji...

Równolegle do działalności samych operatorów funkcjonuje sieć autoryzowanych dealerów, którzy obsługują znaczącą część sprzedaży detalicznej usług telekomunikacyjnych. Rynek ten ma charakter dojrzały i nie podlega już dynamicznemu rozwojowi liczbowemu – operatorzy ograniczają otwieranie nowych lokalizacji, koncentrując się na standaryzacji i podnoszeniu jakości obsługi w istniejących punktach.

...oparta na salonach własnych i agencyjnych...

Dealerskie sieci sprzedaży oparte są na dwóch modelach: salonach własnych prowadzonych przez spółki dealerskie oraz punktach agencyjnych, zarządzanych przez niezależnych partnerów. W ostatnich latach obserwowany jest trend zwiększania udziału salonów własnych kosztem agencji. Wynika to m.in. z nowego modelu współpracy wdrożonego przez T-Mobile, w którym rozliczenie prowizji przypada bezpośrednio podmiotowi prowadzącemu salon. Zmiana ta ogranicza atrakcyjność agencji i powoduje presję na konwersję punktów agencyjnych w salony własne.

...z konsolidującą się liczbą lokalizacji

Rynek dealerów charakteryzuje się procesem konsolidacji – liczba mniejszych, niezależnych podmiotów maleje, a dominują więksi gracze prowadzący sieci liczące kilkadziesiąt lub ponad sto salonów. Wzrost opiera się głównie na przejęciach i przekształceniach istniejących lokalizacji, a nie na powstawaniu nowych punktów. Z punktu widzenia operatorów kluczowe znaczenie ma zapewnienie wysokiej jakości obsługi klienta, utrzymanie abonentów oraz realizacja dodatkowych celów sprzedażowych, co podnosi wymagania wobec partnerów prowadzących salony.

3.3. Rynek sprzętu IT

Globalne trendy

Według prognozy Gartnera, w 2025 r. globalne wydatki na IT osiągną poziom 5,7 bln USD, co oznacza wzrost o 7,9% r/r i najwyższą dynamikę od czasu pandemii. Wydatki na urządzenia (komputery osobiste, smartfony, sprzęt konsumencki) wzrosną o 9,5% r/r, po 6,2% wzroście w 2024 r. Motorem napędowym pozostają inwestycje w infrastrukturę związaną z generatywną sztuczną inteligencją (AI), centra danych i rozwiązania chmurowe.

Europa i Polska

Wydatki IT w Europie w 2025 r. mają wynieść 1,28 bln USD (wzrost o 8,7% r/r). Popyt rośnie dzięki transformacji cyfrowej przedsiębiorstw i sektora publicznego oraz rozwojowi e-commerce. W Polsce istotnym czynnikiem jest Krajowy Plan Odbudowy (KPO) – ok. 21% środków (12,6 mld EUR) przeznaczono na cyfryzację, co obejmuje m.in. rozwój sieci szerokopasmowych, cyfrowe usługi publiczne i wsparcie transformacji MŚP.

Rynek sprzętu komputerowego i urządzeń Apple

Segment komputerów osobistych i tabletów, po spadkach w latach 2022–2023, powrócił do wzrostu w 2024 r. i w prognozach na kolejne lata pozostaje stabilny. Według IDC globalne dostawy PC wzrosły o 3,5% w 2024 r., osiągając poziom ponad 260 mln sztuk, a dalszy wzrost spodziewany jest m.in. dzięki rosnącemu zapotrzebowaniu na urządzenia zoptymalizowane pod AI oraz modernizacjom flot korporacyjnych. W segmencie premium istotną rolę odgrywają urządzenia Apple – MacBooki i iPady – które utrzymują silną pozycję na rynku konsumenckim i edukacyjnym. W Europie i w Polsce produkty Apple zyskują na znaczeniu w kanałach detalicznych, a stabilny popyt wspiera rozwój autoryzowanych resellerów, takich jak iDream.

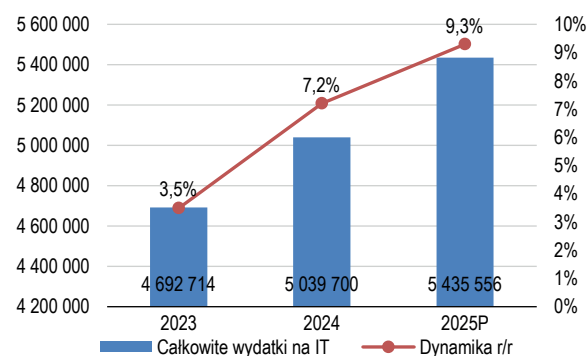
Rynek smartfonów

Według IDC, globalna sprzedaż smartfonów w 2024 r. wyniosła 1,24 mld sztuk, co oznacza wzrost o 6,4% r/r. Najwięksi producenci to:

- **Apple** – 232,1 mln sztuk (18,7% udziału, spadek o 0,9% r/r),
- **Samsung** – 223,4 mln sztuk (18,0%, spadek o 1,4%),
- **Xiaomi** – 168,5 mln sztuk (13,6%, wzrost o 15,4%),
- **Transsion** – 106,9 mln sztuk (8,6%, wzrost o 12,7%),
- **OPPO** – 104,8 mln sztuk (8,5%, wzrost o 1,4%).

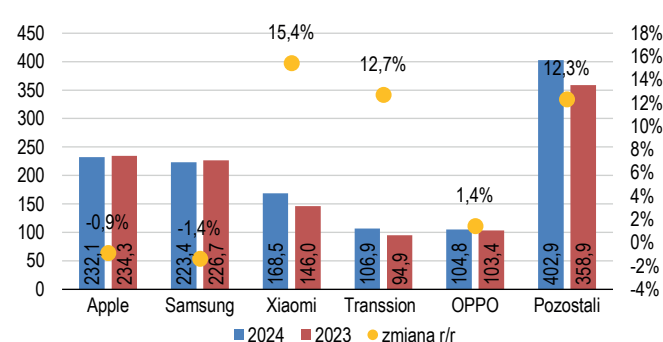
Pozostałe marki odpowiadały łącznie za 32,5% rynku. Wzrost napędzały głównie marki z segmentu value-for-money (Xiaomi, Transsion), podczas gdy Apple i Samsung zanotowały spadki wolumenowe, utrzymując jednak dominującą pozycję w światowej czołówce. IDC wskazuje, że producenci przesuwają nakłady z projektów foldables na rozwój funkcji opartych o sztuczną inteligencję (GenAI), które coraz częściej stają się standardem w urządzeniach średniej i wyższej klasy.

Wykres 5. Globalne wydatki na IT (mln USD)



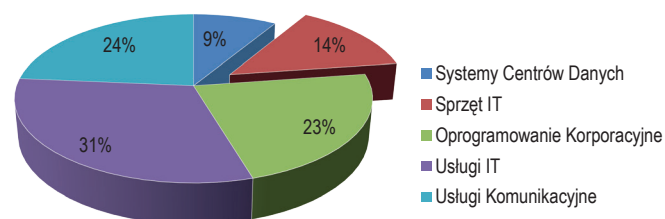
Źródło: Gartner (lipiec 2025)

Wykres 6. Globalne dostawy smartfonów wg producentów (mln szt.)



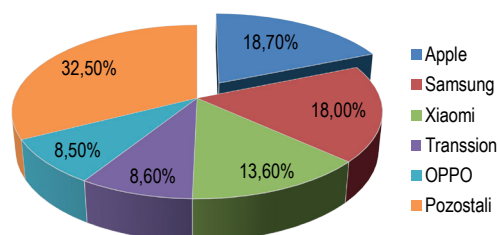
Źródło: IDC (styczeń 2025)

Wykres 8. Globalna struktura wydatków na IT w 2025P



Źródło: Gartner (lipiec 2025)

Wykres 7. Udziały rynkowe producentów w globalnych dostawach smartfonów w 2024 roku



Źródło: IDC (styczeń 2025)

4. Model biznesowy i strategia

- ▶ Eurotel dystrybuje usługi i produkty dwóch operatorów MNO: T-Mobile i Play. Na koniec 2024 r. sieć liczyła łącznie 156 salonów operatorskich (T-Mobile: 81, w tym 46 własnych i 35 agencyjnych; Play: 75, w tym 51 własnych i 24 agencyjne). Uzupełniając spółka prowadzi iDream (Apple Premium Reseller: 13 salonów) oraz Canal+ (26 salonów). Sprzedaż realizowana jest w salonach, przez doradców biznesowych oraz online (iDream.pl).
- ▶ Rdziem przychodów są prowizje z aktywacji post-paid, a ich poziom zależy m.in. od długości kontraktu, zaangażowania klienta i premii operatora, a rozliczenia podlegają opóźnionemu systemowi (rekalkulacje do 12 miesięcy). Sprzedaż telefonów z abonamentem jest bez marży, marża występuje przy sprzedaży bez abonamentu oraz na akcesoriach i w autoryzowanych salonach Apple.
- ▶ Strategia zakłada dostosowanie do nowego modelu współpracy T-Mobile poprzez konwersję większej liczby salonów agencyjnych na własne oraz utrzymanie stabilnej współpracy z Play. Jednocześnie rozwijany jest segment iDream (w tym kanał online), a sieć Canal+ pełni rolę uzupełniającą.
- ▶ Portfel działalności jest porządkowany pod kątem efektywności: w 2024 r. zakończono działalność MiMarkt (sprzedaż sprzętu Xiaomi), a w przypadku Soon Energy spółka dokonała wejścia i następnie wyjścia z inwestycji po ocenie jej perspektyw rozwojowych.

4.1. Model biznesowy

Aktywacje post-paid

Przychody z prowizji post-paid pozostają jednym z filarów działalności Eurotela. Wysokość prowizji zależy od: (i) długości umowy, (ii) stopnia zaangażowania klienta oraz (iii) dodatkowych premii od operatora. Im wyższa wartość umowy i jej dłuższy okres, tym wyższa prowizja dla Eurotela. Usługi post-paid dla klientów biznesowych pozostają najbardziej marżowym segmentem w całym portfelu.

Nowy model współpracy z T-Mobile

Spółka działa w „systemie opóźnionej prowizji” – prowizje mogą być rekalkulowane do 12 miesięcy po aktywacji, w zależności od utrzymania usług i kompletności dokumentów. Nowy model współpracy z T-Mobile oznacza, że istotna część prowizji przypada bezpośrednio podmiotowi prowadzącemu sklep. Jeżeli punkt nie jest własny Eurotel, otrzymuje tylko część wynagrodzenia (premie za cele).

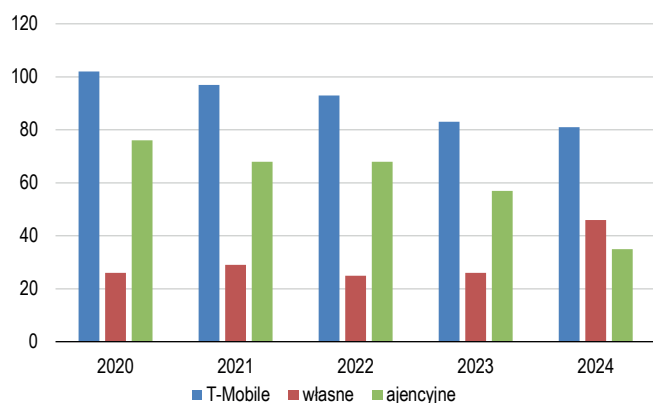
Skala sieci telekomunikacyjnej (2024):

- T-Mobile: 81 salonów (w tym 46 własnych i 35 agencyjnych).
- Play: 75 salonów (w tym 51 własnych i 24 agencyjne).

Rosnąca rola własnych salonów

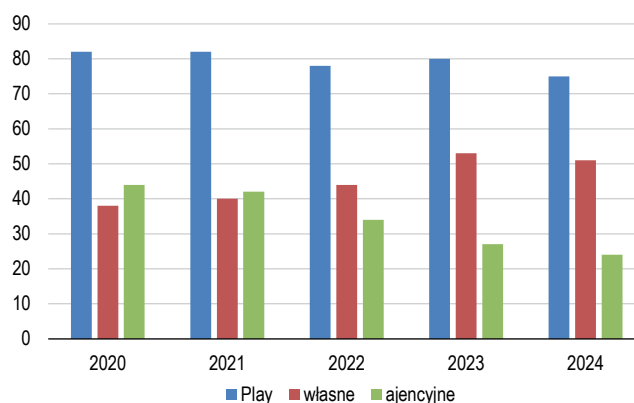
Łącznie daje to 156 salonów operatorskich, z czego 97 własnych i 59 agencyjnych. Wzrost udziału punktów własnych zwiększa kontrolę nad sprzedażą, ale jednocześnie podnosi koszty stałe (wynagrodzenia, najmy) i obniża atrakcyjność rentowności tego segmentu.

Wykres 9. Eurotel; Liczba salonów T-Mobile



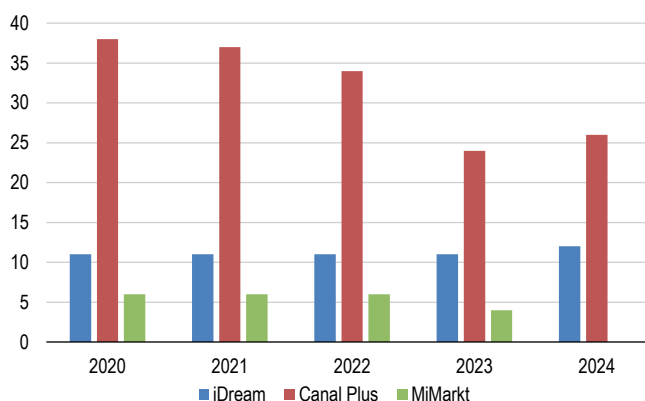
Źródło: Spółka

Wykres 10. Eurotel; Liczba salonów Play



Źródło: Spółka

Wykres 11. Eurotel; Liczba salonów iDream, MiMarkt i punktów sprzedaży Canal Plus



Źródło: Spółka

Aktywacje Canal+

Eurotel jest autoryzowanym dystrybutorem usług Canal+. Spółka prowadzi 26 salonów Canal+ (2024). Podobnie jak w usługach telekomunikacyjnych, wartość prowizji zależy od (i) długości umowy i (ii) lojalności klienta. Segment Canal+ pozostaje relatywnie stabilny i ze względu na ograniczoną skalę tylko w niewielkim stopniu dywersyfikuje wahania biznesu telco.

Telefony i akcesoria

Telefony komórkowe sprzedawane są często w ofertach promocyjnych, poniżej ich wartości rynkowej. Różnicę pomiędzy ceną rynkową a ceną promocyjną pokrywa subsydiem operatora powiązane z kontraktem. Sprzedaż telefonów z umową post-paid jest dla Eurotela działalnością bez marży, marża handlowa występuje przy sprzedaży bez abonamentu oraz na akcesoriach (ładowarki, słuchawki, etui).

Apple Premium Reseller (iDream)

Od 2013 r. Eurotel rozwija markę iDream jako Apple Premium Reseller, łącząc sprzedaż urządzeń i akcesoriów z usługami serwisowymi. Sieć iDream liczyła 12 salonów na koniec 2024 roku, a w 2025 r. została powiększona o 13 salon w miejscowości Rumia.

Spółka prowadzi również sieć autoryzowanych serwisów Apple: 7 placówek (w tym 2 samodzielne) oraz 5 punktów odbioru w salonach iDream. Segment iDream należy do perspektywicznych obszarów działalności Eurotel, zapewniając sprzedaż premium, lojalność klientów oraz stabilne przychody usługowe (serwis gwarancyjny i pogwarancyjny).

Aktywacje i doładowania pre-paid	Usługi pre-paid mają charakter uzupełniający i niskomarzowy. Eurotel uzyskuje prowizję za sprzedaż starterów i doładowań, lecz rynek pre-paid kurczy się (migracja do abonamentu, powszechne kanały online), więc udział tej linii w przychodach jest marginalny.
Inne produkty i usługi	W 2024 r. spółka zakończyła działalność sieci MiMarkt oferującej produkty Xiaomi. Kluczowe filary biznesu to obecnie: T-Mobile, Play, iDream (Apple) oraz Canal+.
Kanały dystrybucji	Model biznesowy Eurotel opiera się na dystrybucji produktów i usług oferowanych przez dwóch operatorów sieci komórkowych: T-Mobile oraz Play (za pośrednictwem spółki zależnej Viamind). Dodatkowo spółka prowadzi działalność w segmentach Apple Premium Reseller (iDream) oraz Canal+. Sprzedaż realizowana jest poprzez cztery podstawowe kanały: ■ sieć salonów detalicznych dla klientów indywidualnych, ■ doradców biznesowych obsługujących klientów instytucjonalnych, ■ sprzedaż internetową, w tym e-commerce iDream.pl, ■ autoryzowane serwisy Apple.
Dostawy i dystrybucja	Zaopatrzenie w telefony i sprzęt operatorski odbywa się we współpracy z T-Mobile i Play, natomiast akcesoria i produkty Apple w sieci iDream dostarczane są przez autoryzowanych dystrybutorów.
Rola salonów własnych i agencyjnych	Sieć sprzedaży rozwijana jest w dwóch modelach: ■ salony własne, prowadzone bezpośrednio przez Eurotel i w pełni kontrolowane operacyjnie, ■ salony agencyjne, zarządzane przez partnerów (agentów) na podstawie umów agencyjnych. Sklepy własne zapewniają spółce pełną prowizję i większą kontrolę nad jakością sprzedaży, ale generują wyższe koszty stałe. W sklepach agencyjnych, zgodnie z nowym modelem T-Mobile, większość prowizji trafia do agenta, a Eurotel uzyskuje jedynie część wynagrodzenia w formie premii dodatkowych.
Rozwój sieci detalicznej	Rynek autoryzowanych dealerów telekomunikacyjnych w Polsce jest dojrzały i rozwija się powoli. Operatorzy ograniczają liczbę nowych punktów sprzedaży, aby uniknąć nadmiernej kanibalizacji. W konsekwencji rozwój sieci Eurotel koncentruje się na: ■ konwersji salonów agencyjnych na własne, zgodnie z wymaganiami T-Mobile, ■ rozwój sieci iDream (w 2025 r. otwarto 13. salon w Rumii), ■ utrzymaniu stabilnej sieci Canal+, ■ optymalizacji portfela lokalizacji.

4.2. Strategia

Strategia Grupy Eurotel koncentruje się na wzmacnianiu pozycji w obszarze usług telekomunikacyjnych oraz dywersyfikacji działalności poprzez rozwój segmentu Apple Premium Reseller (iDream) i sprzedaży usług Canal+.

4.2.1. Telekomunikacja.

Celem jest dostosowanie modelu działania do nowych warunków współpracy z T-Mobile. Spółka prowadzi proces konwersji salonów agencyjnych na własne, co zwiększa udział punktów kontrolowanych bezpośrednio przez Eurotel. Równocześnie utrzymywana jest sieć sprzedaży Play, rozwijana poprzez spółkę zależną Viamind.

4.2.2. Apple Premium Reseller (iDream).

Strategia zakłada dalszy rozwój marki iDream, obejmującej sprzedaż urządzeń i akcesoriów Apple oraz prowadzenie autoryzowanych serwisów. W 2025 roku sieć została powiększona o 13. salon w miejscowości Rumia. Istotnym elementem rozwoju pozostaje także sprzedaż internetowa prowadzona przez sklep iDream.pl, jak i działalność serwisowa.

4.2.3. Canal+.

Eurotel utrzymuje stabilną sieć sprzedaży Canal+, która stanowi uzupełnienie podstawowej działalności telekomunikacyjnej.

4.2.4. Optymalizacja portfela.

Spółka koncentruje się na działalności perspektywicznej i zamyka projekty o niskiej rentowności. W 2024 roku zakończono działalność sieci MiMarkt oferującej produkty Xiaomi. Przykładem elastycznego podejścia do dalszych inwestycji było również wejście w Soon Energy, a następnie wyjście z tej spółki po ocenie jej perspektyw rozwojowych.

4.2.5. Dywersyfikacja i stabilność.

Eurotel prowadzi działalność równolegle w segmentach telekomunikacyjnym, Apple Premium Reseller oraz Canal+, co pozwala stabilizować przychody i ograniczać wpływ wahań rynkowych w poszczególnych obszarach.

5. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ Przychody Grupy w 2024 r. wyniosły 478 mln zł (+10% r/r), zdominowane przez iDream (377 mln zł, blisko 80% całości), a następnie usługi dealerskie T-Mobile i Play (82 mln zł) oraz Canal+ (2–3 mln zł). Działalność MiMarkt i sprzedaż hurtowa zostały praktycznie wygaszone.
- ▲ Struktura kosztów operacyjnych wykazuje rosnący udział kosztów osobowych (konwersja agencji, wzrost płacy minimalnej) i spadający udział usług obcych. Rentowność obniżyła się w 2024 r., jednak w 2025 r. prognozujemy poprawę dzięki eliminacji kosztów związanych z MiMarkt.
- ▲ Nakłady inwestycyjne w 2023–2024 były podwyższone (zakup i adaptacja siedziby, modernizacje salonów), a w obszarze kapitału obrotowego pojawiła się konieczność czasowego wykorzystania kredytu w rachunku bieżącym.
- ▲ Po rekordowych dywidendach w latach 2021–2023 i wypłacie w 2024 r., w 2025 r. zrezygnowano z wypłaty dywidendy i uruchomiono skup akcji (ostatecznie nabyto jedynie 61,4 tys. akcji, 1,64% kapitału). Prognozujemy poprawę wyników w II kw. 2025 r. – przychody +26% r/r i zysk netto +70% r/r, ze względu na niską bazę roku ubiegłego (brak MiMarkt) i lepszą sprzedaż iDream.

5.1. Przychody

Znaczna zmienność przychodów w ostatnich latach

W 2024 r. skonsolidowane przychody Grupy wyniosły 478 mln zł, co oznacza wzrost o 10% r/r. Wynik ten częściowo odwraca spadek z roku wcześniejszego, kiedy sprzedaż obniżyła się o ponad 30% po rekordowym 2022 r. Przychody Grupy w ostatnich latach charakteryzowały się więc znaczną zmiennością – od poziomu ok. 430 mln zł w 2020 r., przez maksimum 621 mln zł w 2022 r., po wyraźne obniżenie w 2023 r. i odbicie w 2024 r.

iDream z blisko 80% udziałem w przychodach skonsolidowanych

Największy udział w strukturze przychodów ma **iDream (Apple Premium Reseller)**, który w 2024 r. wygenerował 377 mln zł, rosnąc o 23% r/r. Segment ten odpowiada za blisko 80% sprzedaży całej Grupy. Dzięki połączeniu sprzedaży detalicznej, akcesoriów oraz usług serwisowych iDream pozostaje kluczowym filarem działalności Eurotela i motorem wzrostu w kolejnych latach.

Stabilna kontrybucja sieci dilerskich MNO i...

Istotnym, choć mniejszym źródłem przychodów są **usługi dealerskie T-Mobile i Play**, które w 2024 r. łącznie wygenerowały 82 mln zł. Wkład Play systematycznie rośnie – sprzedaż zwiększyła się z 44 mln zł w 2020 r. do niemal 50 mln zł w 2024 r. Przychody z T-Mobile są stabilne wolumenowo, ale w ostatnich latach znalazły się pod presją ze względu na wdrożenie nowego modelu rozliczeń prowizyjnych, który ogranicza nominalną wartość raportowanej sprzedaży. Segment dealerski zapewnia powtarzalne przychody niezależnie od cyklu produktowego Apple.

...Canal+

Canal+ generuje stałe przychody w granicach 2-3 mln zł rocznie, zachowując stabilność przez ostatnie lata. Działalność ta ma znaczenie dywersyfikacyjne, choć jej udział w strukturze sprzedaży jest niewielki.

Zakończona sprzedaż sprzętu Xiaomi...

MiMarkt (sprzedaż urządzeń Xiaomi) jeszcze w latach 2020-2022 wносił zauważalny wkład w przychody Grupy – w szczytowym 2021 r. sprzedaż wyniosła ponad 40 mln zł. Od 2023 r. segment ten znalazł się jednak w fazie stopniowego wygaszania, a w 2024 r. jego działalność została praktycznie zakończona.

...i sprzedaży hurtowej

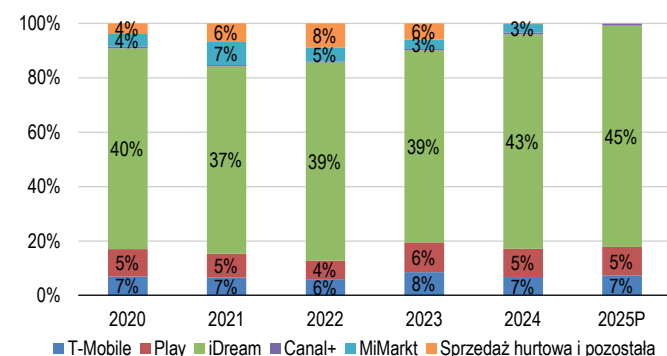
W strukturze historycznej dużą rolę odgrywała również **sprzedaż hurtowa**, która w latach 2021–2022 kontrybuowała istotnie do przychodów. Miała ona jednak charakter okazjonalny i niskomarżowy.

Struktura przychodów Eurotelu w ostatnich latach uległa zmianom. Udział MiMarkt oraz sprzedaży hurtowej został zredukowany, a centrum ciężkości przesunęło się na działalność detaliczną premium (iDream) oraz stabilne usługi dealerskie dla operatorów.

Oczekiwany 2-3% wzrost przychodów w najbliższych latach

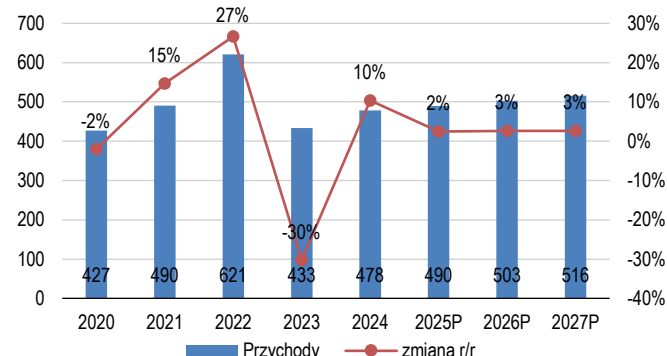
Prognozujemy, że w latach 2025-2027 Grupa powróci do umiarkowanego wzrostu sprzedaży w tempie 2-3% rocznie, a głównym motorem wzrostu powinien pozostać iDream, co oznacza stabilizację i powrót do trendu wzrostowego po okresie dużej zmienności w latach 2022-2023.

Wykres 12. Eurotel; Struktura przychodów



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wykres 13. Eurotel; Przychody i dynamika zmian r/r (mln zł)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

5.2. Koszty rodzajowe i rentowność

Usługi obce i koszty osobowe – dwa kluczowe składniki kosztów

W 2024 r. koszty działalności operacyjnej wyniosły **115,6 mln zł**, wobec **111,6 mln zł** w 2023 r. Największą kategorię stanowiły usługi obce, które spadły do 43% całości kosztów (wobec 46% w 2023). Jednocześnie udział kosztów osobowych wzrósł z 34% do 40% – wynikało to z konwersji salonów agencyjnych na własne oraz ustawowych podwyżek płacy minimalnej, co zwiększyło koszty wynagrodzeń i świadczeń pracowniczych.

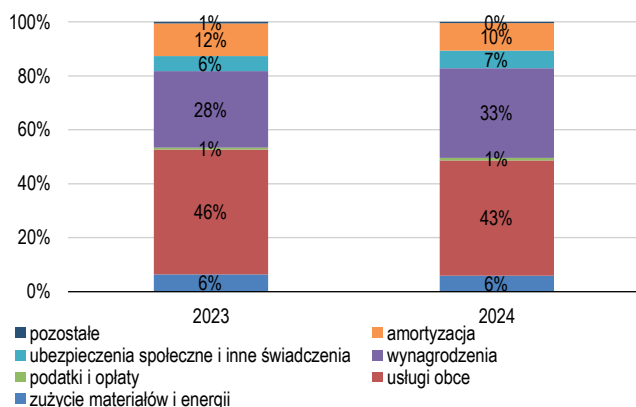
Pozostałe kategorie – zużycie materiałów i energii (ok. 6%), podatki i opłaty (1%) oraz pozostałe koszty (poniżej 1%) – utrzymały marginalny udział. Amortyzacja stanowiła 10% całości wobec 12% rok wcześniej.

W ostatnich latach rentowność spółki systematycznie się obniżała, co było efektem wzrostu kosztów stałych związanych z przejmowaniem punktów agencyjnych i prowadzeniem większej liczby salonów własnych w sieci T-Mobile. Dodatkowym obciążeniem w 2024 r. były koszty jednorazowe związane z wygaszeniem działalności MiMarkt oraz negatywna kontrybucja tej sieci do wyników operacyjnych.

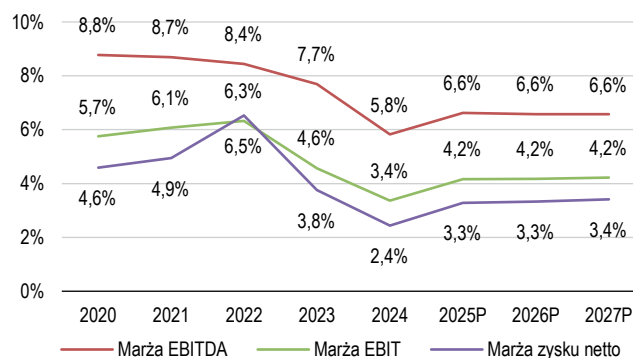
Oczekiwana poprawa rentowności

Na 2025 r. prognozujemy poprawę marżowości względem 2024 r., wynikającą z braku kosztów likwidacyjnych oraz negatywnej kontrybucji działalności MiMarkt na poziomie operacyjnym. Pozytywny wpływ będzie miała również dźwignia operacyjna przy zakładanym wzroście przychodów. Jednocześnie, z uwagi na zmiany strukturalne w modelu współpracy z T-Mobile, przyjmujemy konserwatywne założenie, oczekując poziomu rentowności poniżej wartości obserwowanych w 2023 r., mimo oczekiwanej poprawy względem roku 2024.

Wykres 14. Eurotel; Struktura kosztów działalności operacyjnej wg rodzaju Wykres 15. Eurotel; Rentowność



Źródło: Spółka



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

5.3. Capex

Znormalizowany capex na poziomie 2-3 mln zł rocznie

Wydatki inwestycyjne Eurotela w latach 2023–2024 wyraźnie odbiegały od standardowych poziomów z wcześniejszych lat, które wynosiły 2–3 mln zł rocznie. W 2023 r. capex sięgnął 8,8 mln zł, z czego 7,6 mln zł przeznaczono na zakup i adaptację nowej siedziby centrali, a pozostała część dotyczyła modernizacji salonów operatorskich i sieci iDream. W 2024 r. nakłady wyniosły 5,2 mln zł i obejmowały przede wszystkim urządzenia i wyposażenie (2,4 mln zł) oraz budynki i budowle (1,9 mln zł), co wiązało się z dalszą adaptacją biura oraz dostosowaniem punktów sprzedaży do wymogów operatorów. Oczekujemy, że potrzeby inwestycyjne Spółki w najbliższych latach będą się kształtowały na poziomie około 2-3 mln zł.

5.4. Kapitał obrotowy

Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy pochodną szybkością rotacji towaru

Eurotel finansuje bieżącą działalność poprzez kredyty kupieckie i linie kredytowe (limit gwarancji oraz limit gotówkowy). Wcześniej Spółka korzystała z nadpłynności dzięki szybkiej rotacji towaru, jednak w 2024 r. wolniejszy obrót i spadek sprzedaży doprowadziły do okresowego zapotrzebowania na finansowanie kapitału obrotowego. W konsekwencji w 1 kw. 2025 spółka sięgnęła po kredyt w rachunku bieżącym. Zarząd traktuje to jako sytuację przejściową i zapowiada budowę większej poduszki finansowej z wypracowanych środków.

5.5. Dywidenda i skup akcji własnych

Historyczny silny profil dywidendowy

Eurotel przez wiele lat był Spółką o silnym profilu dywidendowym z często dwucyfrowymi stopami dywidendy brutto, przeznaczając na dywidendy niemal cały zysk jednostkowy: 6,20 zł na akcję w 2021 r., 5,00 zł w 2022 r. oraz rekordowe 10,95 zł w 2023 r. (41 mln zł). W 2024 r. wypłata została obniżona do 4,00 zł na akcję (84% zysku jednostkowego).

Uchwalony skup akcji własnych

W 2025 roku Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zdecydowało o niewypłacie dywidendy i uruchomiło program skupu akcji własnych. Uchwała przewidywała możliwość nabycia do 562 tys. akcji, czyli maksymalnie 15% kapitału zakładowego, o wartości nieprzekraczającej 13,49 mln zł. Finalnie, w dniach 3–10 lipca 2025 r., spółka skupiła jedynie 61,4 tys. akcji po cenie 24 zł, co stanowiło 1,64% kapitału i wartość ok. 1,48 mln zł. Ograniczona realizacja programu pokazuje jego niewielkie powodzenie na warunkach przyjętych w uchwale. Niewykluczone, że skup zostanie powtórzony z podwyższoną ceną nabycia. Niemniej jednak na obecnym etapie trudno przesądzać, czy Eurotel powróci do wypłat dywidend w kolejnych latach, czy też skup akcji będzie stanowił alternatywną formę wynagradzania akcjonariuszy.

5.6. Prognozy wyników za II kw. 2025**Oczekiwana istotna poprawa zysków w II kw. r/r**

Eurotel opublikuje wyniki za II kw. 2025 roku w dniu 23 września, najprawdopodobniej po zakończeniu sesji giełdowej. Prognozujemy, że zyski Eurotela pomimo zmian w strukturze kosztów, tj. rosnącą liczbą własnych punktów sprzedaży (POS) kosztem punktów agencyjnych powinny doświadczyć poprawy r/r ze względu na niewymagającą bazę roku ubiegłego i zamknięcie nierentownego biznesu Xiaomi.

Oczekujemy, że przychody Eurotela w II kw. 2025 wzrosną o 26% r/r, głównie w wyniku oczekiwanego wzrostu sprzedaży iDream. Zakładamy, że popyt na urządzenia Apple będzie zauważalnie silniejszy r/r tak samo jak miało to miejsce w I kw. 2025. W związku z powyższym prognozujemy, że skonsolidowane przychody Spółki w II kw. 2025 wyniosą 118,1 mln zł.

Przy prognozowanej dwucyfrowej dynamice wzrostu przychodów r/r zakładamy również wzrost zysku operacyjnego r/r w II kw. 2025, dzięki pozytywnemu efektowi dźwigni operacyjnej oraz efektowi niższej bazy (koszty zamknięć sklepów MiMarkt w okresie bazowym jak i straty operacyjne generowane przez ten segment) pomimo niekorzystnym zmianom w strukturze kosztów Spółki, tj. zwiększanie liczby własnych punktów sprzedaży kosztem agencyjnych, co podnosi presję na koszty zatrudnienia. W związku z powyższym prognozujemy, że skonsolidowana EBITDA Eurotela wzrośnie o 28% r/r i wyniesie 8,0 mln zł. Przy zbliżonym r/r poziomie amortyzacji prognozujemy wzrost zysku operacyjnego o 51% r/r do 5,0 mln zł. Zakładając nieco niższe r/r koszty finansowe netto oraz efektywną stopę podatkową na poziomie 19% (wobec 27% w okresie bazowym), prognozujemy wzrost skonsolidowanego zysku netto o 70% r/r do 4,0 mln zł.

Tabela 7. Eurotel; Prognozy finansowe na II kw. 2025

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	II kw. 2025P (DM BOŚ)			1 pół. 2025P (DM BOŚ)			Realizacja całorocznej prognozy w:			
	II kw. 2024	r/r		1 pół. 2024	r/r		II kw. 2025 P	II kw. 2024	I pół. 2025 P	1 pół. 2024
Sprzedaż	118,1	93,7	26%	234,7	191,9	22%	24%	20%	48%	40%
EBITDA	8,0	6,3	28%	17,1	14,8	15%	25%	23%	53%	53%
Marża EBITDA	6,8%	6,7%	-	7,3%	7,7%	-	-	-	-	-
EBIT	5,0	3,3	51%	11,0	8,9	24%	25%	21%	54%	55%
Marża EBIT	4,2%	3,5%	-	4,7%	4,6%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	5,0	3,2	53%	10,9	8,5	28%	25%	21%	54%	55%
Marża zysku brutto	4,2%	3,5%	-	4,7%	4,4%	-	-	-	-	-
Zysk netto	4,0	2,4	70%	8,6	6,3	36%	25%	20%	53%	54%
Marża zysku netto	3,4%	2,5%	-	3,7%	3,3%	-	-	-	-	-

Źródło: DM BOŚ SA

6. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 8. Eurotel; Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	65,1	64,6	64,4	65,7	66,8	67,8
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5
Wartość firmy	23,9	23,9	23,8	23,8	23,8	23,8
Rzeczowy majątek trwały	5,0	12,0	15,9	16,4	16,8	17,3
Aktywa trwałe z tytułu prawa użytkowania	34,1	26,7	22,5	23,0	23,5	24,1
Należności długoterminowe	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8
Aktywa obrotowe	146,1	120,1	132,0	129,6	146,8	157,0
Zapasy	31,7	29,8	27,3	27,9	28,7	29,4
Należności krótkoterminowe	46,8	44,3	44,3	45,4	46,6	47,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	67,6	46,0	60,5	56,3	71,5	79,8
Aktywa	211,2	184,7	196,4	195,4	213,6	224,9
Kapitały własne	103,7	78,9	75,6	91,6	108,4	117,8
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy	107,5	105,8	120,9	103,7	105,2	107,1
Rezerwy	6,4	6,5	8,2	8,6	8,6	8,9
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- nieodsetkowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- odsetkowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	101,1	99,2	112,7	95,1	96,6	98,2
- nieodsetkowe	65,8	71,6	89,2	71,6	73,1	74,8
- odsetkowe	35,4	27,6	23,5	23,5	23,5	23,5
Pasywa	211,2	184,7	196,4	195,4	213,6	224,9
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźnik bieżący	1,4	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6
Wskaźnik szybki	1,1	0,9	0,9	1,1	1,2	1,3
Sprzedaż / Aktywa ogółem	3,1	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	2%	1%	-4%	0%	0%	0%
Sprzedaż / Aktywa trwałe	9,3	6,7	7,4	7,5	7,6	7,7
Rotacja zapasów w dniach	19	33	28	26	26	26
Rotacja należności kr. w dniach	27	38	34	33	33	33
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	44	74	79	77	67	67
Cykl obrotu gotówki w dniach	2	-2	-17	-17	-8	-7
ROA	20,5%	8,2%	6,1%	8,2%	8,2%	8,0%
ROE	27,8%	12,5%	10,1%	12,4%	10,9%	10,2%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 9. Eurotel; Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	620,7	433,3	478,1	490,0	502,9	516,1
Koszt sprzedanych towarów	-516,8	-339,6	-373,2	-382,2	-392,3	-402,6
Zysk brutto ze sprzedaży	103,9	93,7	104,9	107,8	110,6	113,5
Koszty sprzedaży	-57,7	-66,8	-78,6	-79,0	-80,9	-82,7
Koszty ogólnego zarządu	-7,3	-7,4	-7,5	-7,5	-7,9	-8,1
Zysk na sprzedaży	39,0	19,5	18,8	21,3	21,9	22,7
Pozostałe przychody operacyjne	1,1	1,0	0,5	0,2	0,2	0,2
Pozostałe koszty operacyjne	-0,8	-0,7	-3,2	-1,1	-1,1	-1,2
EBIT	39,3	19,8	16,1	20,4	21,0	21,8
EBIT przed MSSF 16	38,7	18,6	14,6	19,0	19,6	20,4
Przychody finansowe	11,9	1,8	1,1	1,4	1,3	1,5
Koszty finansowe	-1,0	-1,3	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6
Zysk brutto	50,2	20,3	15,4	20,2	20,7	21,7
Podatek dochodowy	-9,6	-4,0	-3,8	-4,1	-3,9	-4,1
Zysk netto	40,5	16,3	11,6	16,1	16,7	17,6
Skor. zysk netto	32,8	16,3	11,6	16,1	16,7	17,6
EBITDA	52,4	33,3	27,8	32,4	33,1	33,9
EBITDA przed MSSF 16	40,5	20,0	15,6	20,7	21,3	22,2
Marże						
Zysku brutto na sprzedaży	16,7%	21,6%	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%
Zysku na sprzedaży	6,3%	4,5%	3,9%	4,3%	4,3%	4,4%
EBITDA	8,4%	7,7%	5,8%	6,6%	6,6%	6,6%
EBIT	6,3%	4,6%	3,4%	4,2%	4,2%	4,2%
Zysku przed opodatkowaniem	8,1%	4,7%	3,2%	4,1%	4,1%	4,2%
Zysku netto	6,5%	3,8%	2,4%	3,3%	3,3%	3,4%
Skor. zysku netto	5,3%	3,8%	2,4%	3,3%	3,3%	3,4%
Wzrost						
Przychodów ze sprzedaży	27%	-30%	10%	2%	3%	3%
Zysku na sprzedaży	33%	-50%	-4%	13%	3%	4%
EBITDA	23%	-36%	-16%	17%	2%	3%
EBIT	32%	-50%	-19%	27%	3%	4%
Zysku przed opodatkowaniem	67%	-60%	-24%	31%	2%	5%
Zysku netto	67%	-60%	-29%	38%	4%	5%
Skor. zysku netto	35%	-50%	-29%	38%	4%	5%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 10. Eurotel; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	40,8	40,9	46,8	7,8	27,0	28,1
Zysk netto	40,5	16,3	11,6	16,1	16,7	17,6
Amortyzacja	13,2	13,5	11,8	12,1	12,1	12,2
Zmiana w kapitale obrotowym:	-2,4	10,2	20,4	-19,3	-0,4	-0,4
Zmiana zapasów	-9,2	1,9	2,5	-0,7	-0,7	-0,8
Zmiana należności	-1,6	3,0	0,0	-1,1	-1,2	-1,2
Zmiana zobowiązań handlowych	8,4	5,3	17,8	-17,6	1,5	1,6
Pozostałe	-10,4	0,9	3,1	-1,0	-1,4	-1,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	13,8	-8,5	-5,1	-2,4	-2,2	-2,3
Wydatki inwestycyjne	-0,3	-8,8	-5,1	-2,4	-2,2	-2,3
Pozostałe	14,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-18,7	-41,0	-15,0	0,0	0,0	-8,2
Splata zobowiązań z tytułu leasingu	-11,9	-11,8	-10,8	-10,9	-10,9	-10,9
Odsetki	-0,6	-1,2	-1,4	1,4	1,3	1,5
Zmiana stanu gotówki	23,4	-21,6	14,5	-4,2	15,2	8,3

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 11. Eurotel; Wskaźniki

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Skor. EPS	8,75	4,35	3,10	4,29	4,47	4,69
Sprzedaż (mln zł)	620,7	433,3	478,1	490,0	502,9	516,1
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	16,7%	21,6%	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%
EBIT (mln zł)	39,3	19,8	16,1	20,4	21,0	21,8
Skor. EBIT (mln zł)	39,3	19,8	16,1	20,4	21,0	21,8
EBITDA (mln zł)	52,4	33,3	27,8	32,4	33,1	33,9
Skor. EBITDA (mln zł)	52,4	33,3	27,8	32,4	33,1	33,9
Zysk netto (mln zł)	40,5	16,3	11,6	16,1	16,7	17,6
Skor. zysk netto (mln zł)	32,8	16,3	11,6	16,1	16,7	17,6
Dług netto (mln zł)	-32,2	-18,3	-37,0	-32,8	-48,0	-56,3
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	27,66	21,05	20,16	24,45	28,92	31,42
Dywidenda na 1 akcję (zł)	5,00	10,95	4,00	0,00	0,00	2,19
ROE	27,8%	12,5%	10,1%	12,4%	10,9%	10,2%
ROA	20,5%	8,2%	6,1%	8,2%	8,2%	8,0%
Amortyzacja (mln zł)	13,2	13,5	11,8	12,1	12,1	12,2
FCF (mln zł)	37,9	19,0	28,3	-4,1	15,6	16,2
CAPEX (mln zł)	-0,3	-8,8	-5,2	-2,4	-2,2	-2,3

Źródło: DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

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

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	33	5	5	0	5
Procenty	45%	38%	6%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	37	13	5	0	5
Procenty	31%	43%	15%	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.

Rekomendacje fundamentalne

Rekomendacja	Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Eurotel										
-	Kupuj	→	29.11.2009	-	-	07.01.2010	12%	7%	12,79	15,30 →
-	-	→	-	14.12.2009	-	-	-	-	13,89	15,30 →
-	Trzymaj	↓	07.01.2010	-	-	10.05.2010	24%	21%	14,35	15,30 →
-	-	→	-	03.02.2010	-	-	-	-	14,45	15,30 →
-	-	→	-	01.03.2010	-	-	-	-	15,49	15,30 →
-	-	→	-	29.03.2010	-	-	-	-	18,79	15,30 →
-	Sprzedaj	↓	10.05.2010	-	-	05.08.2010	-3%	-7%	17,75	16,40 ↑
-	-	→	-	17.05.2010	-	-	-	-	17,80	16,40 →
-	-	→	-	06.06.2010	-	-	-	-	18,85	15,20 ↓
-	-	→	-	14.06.2010	-	-	-	-	15,28	15,20 →
-	-	→	-	19.07.2010	-	-	-	-	15,15	15,20 →
-	Trzymaj	↑	05.08.2010	-	-	02.01.2011	0%	-8%	15,95	15,90 ↑
-	-	→	-	31.08.2010	-	-	-	-	15,48	15,90 →
-	-	→	-	12.10.2010	-	-	-	-	16,78	15,90 →
-	-	→	-	01.11.2010	-	-	-	-	16,55	15,90 →
-	-	→	-	15.11.2010	-	-	-	-	16,50	15,90 →
-	-	→	-	15.12.2010	-	-	-	-	15,68	15,90 →
-	Sprzedaj	↓	02.01.2011	-	-	09.06.2011	11%	6%	16,00	14,10 ↓
-	-	→	-	18.01.2011	-	-	-	-	14,60	14,10 →
-	-	→	-	01.03.2011	-	-	-	-	15,39	14,10 →
-	-	→	-	24.03.2011	-	-	-	-	14,84	14,10 →
-	-	→	-	20.04.2011	-	-	-	-	15,44	14,10 →
-	-	→	-	16.05.2011	-	-	-	-	16,00	14,10 →
-	Trzymaj	↑	09.06.2011	-	-	03.08.2011	-5%	5%	17,69	17,90 ↑
-	-	→	-	16.06.2011	-	-	-	-	16,64	17,80 ↓
-	-	→	-	20.06.2011	-	-	-	-	16,58	17,80 →
-	-	→	-	25.07.2011	-	-	-	-	15,50	17,90 ↑
-	Kupuj	↑	03.08.2011	-	-	31.08.2011	-11%	-6%	15,34	17,90 →
-	Trzymaj	↓	31.08.2011	-	-	02.09.2012	14%	16%	13,70	15,10 ↓
-	-	→	-	03.10.2011	-	-	-	-	13,35	15,10 →
-	-	→	-	24.10.2011	-	-	-	-	13,36	15,10 →
-	-	→	-	14.11.2011	-	-	-	-	13,10	15,10 →
-	-	→	-	11.12.2011	-	-	-	-	13,12	15,10 →
-	-	→	-	01.01.2012	-	-	-	-	13,69	15,10 →
-	-	→	-	25.01.2012	-	-	-	-	14,70	15,10 →
-	-	→	-	29.02.2012	-	-	-	-	17,00	15,10 →
-	-	→	-	20.03.2012	-	-	-	-	16,59	15,10 →
-	-	→	-	15.04.2012	-	-	-	-	16,60	15,10 →
-	-	→	-	15.05.2012	-	-	-	-	16,86	15,10 →
-	-	→	-	16.05.2012	-	-	-	-	15,31	14,20 ↓
-	-	→	-	21.06.2012	-	-	-	-	13,83	14,20 →
-	-	→	-	19.07.2012	-	-	-	-	13,94	14,20 →
-	Trzymaj	→	02.09.2012	-	-	01.09.2013	60%	36%	14,15	14,20 →
-	-	→	-	10.10.2012	-	-	-	-	14,60	14,20 →
-	-	→	-	14.11.2012	-	-	-	-	14,45	14,20 →
-	-	→	-	13.12.2012	-	-	-	-	17,16	17,40 ↑
-	-	→	-	23.01.2013	-	-	-	-	17,35	17,40 →
-	-	→	-	18.02.2013	-	-	-	-	17,06	17,40 →
-	-	→	-	21.03.2013	-	-	-	-	18,90	17,40 →
-	-	→	-	17.04.2013	-	-	-	-	18,60	17,40 →
-	-	→	-	15.05.2013	-	-	-	-	19,24	17,40 →
-	-	→	-	19.05.2013	-	-	-	-	17,08	15,80 ↓
-	-	→	-	17.06.2013	-	-	-	-	17,10	15,80 →
-	-	→	-	25.07.2013	-	-	-	-	16,81	15,80 →
-	-	→	-	30.07.2013	-	-	-	-	17,30	18,90 ↑
-	Trzymaj	→	01.09.2013	-	-	17.02.2014	-34%	-40%	21,00	18,90 →
-	-	→	-	20.10.2013	-	-	-	-	20,00	18,90 →
-	-	→	-	29.10.2013	-	-	-	-	19,44	18,90 →
-	-	→	-	14.11.2013	-	-	-	-	19,93	18,90 →
-	-	→	-	12.12.2013	-	-	-	-	15,70	18,90 →
-	-	→	-	21.01.2014	-	-	-	-	13,67	18,90 →
-	Kupuj	↑	17.02.2014	-	-	23.03.2014	-5%	-3%	13,84	20,40 ↑
-	Trzymaj	↓	23.03.2014	-	-	14.12.2014	8%	8%	13,20	20,40 →
-	-	→	-	13.04.2014	-	-	-	-	13,95	20,40 →
-	-	→	-	15.05.2014	-	-	-	-	15,15	20,40 →
-	-	→	-	16.06.2014	-	-	-	-	12,15	20,40 →
-	-	→	-	20.07.2014	-	-	-	-	11,00	20,40 →
-	-	→	-	29.07.2014	-	-	-	-	9,83	11,30 ↓
-	-	→	-	01.09.2014	-	-	-	-	11,39	11,30 →
-	-	→	-	14.10.2014	-	-	-	-	12,61	11,30 →
-	-	→	-	02.11.2014	-	-	-	-	12,87	11,30 →
-	-	→	-	14.11.2014	-	-	-	-	12,45	11,30 →
-	Kupuj	↑	14.12.2014	-	-	23.03.2015	18%	13%	14,24	16,50 ↑
-	-	→	-	18.01.2015	-	-	-	-	14,99	15,50 ↓
-	-	→	-	10.02.2015	-	-	-	-	14,10	15,50 →
-	Trzymaj	↓	23.03.2015	-	-	15.05.2015	-13%	-17%	15,85	15,50 →
-	-	→	-	19.04.2015	-	-	-	-	14,20	15,50 →
Jakub Viscardi	Kupuj	↑	15.05.2015	-	16.05.2015	31.08.2015	31%	45%	13,79	15,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	17.05.2015	18.05.2015	-	-	-	13,79	15,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	21.06.2015	22.06.2015	-	-	-	14,80	15,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	30.06.2015	30.06.2015	-	-	-	13,66	14,50 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	16.07.2015	17.07.2015	-	-	-	13,64	14,50 →
Jakub Viscardi	-	→	-	04.08.2015	05.08.2015	-	-	-	13,90	20,30 ↑
Jakub Viscardi	Trzymaj	↓	31.08.2015	-	01.09.2015	31.08.2016	15%	23%	17,00	20,30 →

Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Jakub Viscardi	-	→	-	15.10.2015	16.10.2015	-	-	17,48	20,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.11.2015	17.11.2015	-	-	15,74	20,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	-	14,60	18,60 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	-	14,50	18,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	-	15,25	18,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	-	16,90	18,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	-	17,98	18,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	-	18,79	18,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	17,99	18,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.07.2016	14.07.2016	-	-	18,59	17,20 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	-	16,99	17,20 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	09.08.2016	10.08.2016	-	-	16,60	20,30 ↑	
Jakub Viscardi	Trzymaj	→	31.08.2016	-	01.09.2016	12.07.2017	28%	0%	18,15	20,30 →
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	16,35	20,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.10.2016	27.10.2016	-	-	16,30	20,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	17,45	20,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	-	18,58	18,20 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	20,00	18,20 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	21,89	18,20 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.02.2017	27.02.2017	-	-	22,58	22,90 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	-	22,40	22,90 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	-	22,08	22,90 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	-	22,15	22,90 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.06.2017	14.06.2017	-	-	22,39	21,00 ↓	
Jakub Viscardi	Trzymaj	→	12.07.2017	-	13.07.2017	30.10.2017	-9%	-13%	21,39	21,00 →
Jakub Viscardi	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	-	21,00	21,00 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	-	19,92	21,00 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	30.10.2017	-	31.10.2017	23.10.2018	8%	20%	19,50	27,50 ↑
Jakub Viscardi	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	-	20,22	27,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	-	23,08	30,30 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	-	23,20	30,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	-	23,10	30,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	-	25,50	30,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	24,00	30,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	-	22,30	30,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	05.06.2018	06.06.2018	-	-	21,70	28,10 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	-	21,40	28,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	17.07.2018	18.07.2018	-	-	21,40	28,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	-	20,00	28,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	-	18,80	28,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	-	16,35	28,10 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	23.10.2018	-	24.10.2018	13.10.2019	34%	31%	17,00	28,10 →
Jakub Viscardi	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	-	16,90	28,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	09.12.2018	10.12.2018	-	-	18,80	25,60 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	-	19,40	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	-	19,70	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	-	20,90	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	-	21,80	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	-	20,40	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	-	20,70	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	-	22,70	25,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	05.06.2019	06.06.2019	-	-	20,30	23,40 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	-	20,70	23,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	20,50	23,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	20,90	23,40 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	13.10.2019	-	14.10.2019	08.10.2020	24%	27%	20,60	23,40 →
Jakub Viscardi	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	21,30	23,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	23,10	23,40 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	21,10	43,70 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	25,10	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	26,40	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	27,50	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	26,40	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	18,50	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	19,30	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	19,50	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	21,40	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	21,40	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	19,85	43,70 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	08.10.2020	-	09.10.2020	28.02.2021	69%	47%	22,20	43,70 →
Jakub Viscardi	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	22,40	43,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	25,50	38,30 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	28,50	38,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	32,70	38,30 →	
Jakub Viscardi	Trzymaj	↓	28.02.2021	-	01.03.2021	16.04.2021	3%	-3%	37,50	38,30 →
Jakub Viscardi	Trzymaj	→	16.04.2021	-	16.04.2021	05.12.2021	14%	1%	38,50	38,30 →
Jakub Viscardi	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	57,20	38,30 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	01.06.2021	02.06.2021	-	-	41,60	32,10 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	42,40	32,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	40,20	32,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	37,20	32,10 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	38,00	32,10 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	↑	05.12.2021	-	06.12.2021	28.10.2022	44%	97%	37,60	47,50 ↑
Jakub Viscardi	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	37,50	47,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	37,90	47,50 →	

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Jakub Viscardi	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	38,70	47,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	47,00	47,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	24.05.2022	25.05.2022	-	-	47,10	42,50 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	41,00	42,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	39,00	42,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	-	39,30	42,50 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.08.2022	29.08.2022	-	-	38,50	68,80 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	43,20	68,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	49,40	68,80 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	28.10.2022	-	28.10.2022	12.10.2023	6%	-21%	49,20	68,80 →
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	59,00	70,80 ↑	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	69,00	70,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	75,40	70,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	74,80	70,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	74,40	70,80 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	08.05.2023	09.05.2023	-	-	67,05	59,90 ↓	
Jakub Viscardi	-	→	-	22.05.2023	23.05.2023	-	-	68,60	59,90 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	53,20	59,90 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	46,00	59,90 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	48,80	59,90 →	
Jakub Viscardi	Kupuj	→	12.10.2023	-	12.10.2023	10.12.2023	-9%	-22%	41,20	59,90 →
Jakub Viscardi	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	42,20	59,90 →	
Jakub Viscardi	Trzymaj	↓	10.12.2023	-	11.12.2023	04.11.2024	-1%	-6%	37,40	38,70 ↓
Jakub Viscardi	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	46,00	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	45,00	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	44,00	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	40,40	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	47,50	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	43,00	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	34,80	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	36,20	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	37,70	38,70 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	36,80	38,70 →	
Jakub Viscardi	Trzymaj	→	04.11.2024	-	04.11.2024	01.12.2024	-9%	-7%	37,00	38,70 →
Jakub Viscardi	Kupuj	↑	01.12.2024	-	02.12.2024	Nie później niż 01.12.2025	-32%	-48%	33,60	41,60 ↑
Jakub Viscardi	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	34,50	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	34,90	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	26,30	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	20,50	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	20,00	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	18,00	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	21,70	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	20,80	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	24,60	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	23,10	41,60 →	
Jakub Viscardi	-	→	-	03.09.2025	03.09.2025	-	-	23,00	55,80 ↑	

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

Rekomendacje relatywne

							Cena w momencie	
Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Eurotel								
-	Neutralnie	—	29.11.2009	-	-	17.05.2010	12,79	32%
-	-	→	-	14.12.2009	-	-	13,89	-
-	-	→	-	07.01.2010	-	-	14,35	-
-	-	→	-	03.02.2010	-	-	14,45	-
-	-	→	-	01.03.2010	-	-	15,49	-
-	-	→	-	29.03.2010	-	-	18,79	-
-	-	→	-	10.05.2010	-	-	17,75	-
-	Niedoważaj	↓	17.05.2010	-	-	05.08.2010	17,80	-8%
-	-	→	-	06.06.2010	-	-	18,85	-
-	-	→	-	14.06.2010	-	-	15,28	-
-	-	→	-	19.07.2010	-	-	15,15	-
-	Neutralnie	↑	05.08.2010	-	-	01.11.2010	15,95	-3%
-	-	→	-	31.08.2010	-	-	15,48	-
-	-	→	-	12.10.2010	-	-	16,78	-
-	Niedoważaj	↓	01.11.2010	-	-	02.01.2011	16,55	-6%
-	-	→	-	15.11.2010	-	-	16,50	-
-	-	→	-	15.12.2010	-	-	15,68	-
-	Neutralnie	↑	02.01.2011	-	-	09.06.2011	16,00	6%
-	-	→	-	28.01.2011	-	-	14,60	-
-	-	→	-	01.03.2011	-	-	15,39	-
-	-	→	-	24.03.2011	-	-	14,84	-
-	-	→	-	20.04.2011	-	-	15,44	-
-	-	→	-	16.05.2011	-	-	16,00	-
-	Przeważaj	↑	09.06.2011	-	-	31.08.2011	17,69	0%
-	-	→	-	16.06.2011	-	-	16,64	-
-	-	→	-	20.06.2011	-	-	16,58	-
-	-	→	-	25.07.2011	-	-	15,50	-
-	-	→	-	03.08.2011	-	-	15,34	-
-	Neutralnie	↓	31.08.2011	-	-	01.01.2012	13,70	12%
-	-	→	-	03.10.2011	-	-	13,35	-
-	-	→	-	24.10.2011	-	-	13,36	-
-	-	→	-	14.11.2011	-	-	13,10	-
-	-	→	-	11.12.2011	-	-	13,12	-
-	Przeważaj	↑	01.01.2012	-	-	20.03.2012	13,69	10%
-	-	→	-	25.01.2012	-	-	14,70	-
-	-	→	-	29.02.2012	-	-	17,00	-
-	Neutralnie	↓	20.03.2012	-	-	13.12.2012	16,59	0%
-	-	→	-	15.04.2012	-	-	16,60	-
-	-	→	-	15.05.2012	-	-	16,86	-
-	-	→	-	16.05.2012	-	-	15,31	-
-	-	→	-	21.06.2012	-	-	13,83	-
-	-	→	-	19.07.2012	-	-	13,94	-
-	-	→	-	02.09.2012	-	-	14,15	-
-	-	→	-	10.10.2012	-	-	14,60	-
-	-	→	-	14.11.2012	-	-	14,45	-
-	Przeważaj	↑	13.12.2012	-	-	15.05.2013	17,16	13%
-	-	→	-	23.01.2013	-	-	17,35	-
-	-	→	-	18.02.2013	-	-	17,06	-
-	-	→	-	21.03.2013	-	-	18,90	-
-	-	→	-	17.04.2013	-	-	18,60	-
-	Neutralnie	↓	15.05.2013	-	-	01.09.2013	19,24	11%
-	-	→	-	19.05.2013	-	-	17,08	-
-	-	→	-	17.06.2013	-	-	17,10	-
-	-	→	-	25.07.2013	-	-	16,81	-
-	-	→	-	30.07.2013	-	-	17,30	-
-	Niedoważaj	↓	01.09.2013	-	-	28.10.2013	21,00	-17%
-	-	→	-	20.10.2013	-	-	20,00	-
-	Neutralnie	↑	28.10.2013	-	-	14.11.2013	19,44	5%
-	Niedoważaj	↓	14.11.2013	-	-	17.02.2014	19,93	-31%
-	-	→	-	12.12.2013	-	-	15,70	-
-	-	→	-	21.01.2014	-	-	13,67	-
-	Neutralnie	↑	17.02.2014	-	-	23.03.2014	13,84	-3%
-	Niedoważaj	↓	23.03.2014	-	-	02.11.2014	13,20	-5%
-	-	→	-	13.04.2014	-	-	13,95	-
-	-	→	-	15.05.2014	-	-	15,15	-
-	-	→	-	16.06.2014	-	-	12,15	-
-	-	→	-	20.07.2014	-	-	11,00	-
-	-	→	-	29.07.2014	-	-	9,83	-
-	-	→	-	01.09.2014	-	-	11,39	-
-	-	→	-	14.10.2014	-	-	12,61	-
-	Neutralnie	↑	02.11.2014	-	-	14.11.2014	12,87	-2%
-	Przeważaj	↑	14.11.2014	-	-	23.03.2015	12,45	32%
-	-	→	-	14.12.2014	-	-	14,24	-
-	-	→	-	18.01.2015	-	-	14,99	-
-	-	→	-	10.02.2015	-	-	14,10	-
-	Neutralnie	↓	23.03.2015	-	-	15.05.2015	15,85	-17%
-	-	→	-	19.04.2015	-	-	14,20	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	15.05.2015	-	16.05.2015	31.08.2015	13,79	45%
Jakub Viscardi	-	→	-	17.05.2015	18.05.2015	-	13,79	-
Jakub Viscardi	-	→	-	21.06.2015	22.06.2015	-	14,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.06.2015	30.06.2015	-	13,66	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.07.2015	17.07.2015	-	13,64	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.08.2015	05.08.2015	-	13,90	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	↓	31.08.2015	-	01.09.2015	31.08.2016	17,00	23%

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Jakub Viscardi	-	→	-	15.10.2015	16.10.2015	-	17,48	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.11.2015	17.11.2015	-	15,74	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	14,60	-
Jakub Viscardi	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	14,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	15,25	-
Jakub Viscardi	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	16,90	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	17,98	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	18,79	-
Jakub Viscardi	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	17,99	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.07.2016	14.07.2016	-	18,59	-
Jakub Viscardi	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	16,99	-
Jakub Viscardi	-	→	-	09.08.2016	10.08.2016	-	16,60	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	→	31.08.2016	-	01.09.2016	26.10.2016	18,15	-11%
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	16,35	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	26.10.2016	-	27.10.2016	04.12.2016	16,30	14%
Jakub Viscardi	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	17,45	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	↓	04.12.2016	-	05.12.2016	26.02.2017	18,58	0%
Jakub Viscardi	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	20,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	21,89	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	26.02.2017	-	27.02.2017	13.02.2018	22,58	3%
Jakub Viscardi	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	22,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	22,08	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	22,15	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.06.2017	14.06.2017	-	22,39	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	21,39	-
Jakub Viscardi	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	21,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	19,92	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.10.2017	31.10.2017	-	19,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	20,22	-
Jakub Viscardi	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	23,08	-
Jakub Viscardi	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	23,20	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	→	13.02.2018	-	14.02.2018	17.07.2018	23,10	14%
Jakub Viscardi	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	25,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	24,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	22,30	-
Jakub Viscardi	-	→	-	05.06.2018	06.06.2018	-	21,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	21,40	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	↓	17.07.2018	-	18.07.2018	09.12.2018	21,40	-15%
Jakub Viscardi	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	20,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	18,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	16,35	-
Jakub Viscardi	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	17,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	16,90	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	09.12.2018	-	10.12.2018	08.12.2019	18,80	29%
Jakub Viscardi	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	19,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	19,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	20,90	-
Jakub Viscardi	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	21,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	20,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	20,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	22,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	05.06.2019	06.06.2019	-	20,30	-
Jakub Viscardi	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	20,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	20,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	20,90	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	20,60	-
Jakub Viscardi	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	21,30	-
Jakub Viscardi	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	23,10	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	→	08.12.2019	-	09.12.2019	30.03.2020	21,10	20%
Jakub Viscardi	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	25,10	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	26,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	27,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	26,40	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	↓	30.03.2020	-	31.03.2020	16.04.2021	18,50	41%
Jakub Viscardi	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	19,30	-
Jakub Viscardi	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	19,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	21,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	21,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	19,85	-
Jakub Viscardi	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	22,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	22,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	25,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	28,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	32,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	37,50	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	→	16.04.2021	-	16.04.2021	14.04.2022	38,50	30%
Jakub Viscardi	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	57,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	01.06.2021	02.06.2021	-	41,60	-
Jakub Viscardi	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	42,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	40,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	37,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	38,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	37,60	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	37,50	-

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Jakub Viscardi	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	37,90	-
Jakub Viscardi	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	38,70	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	→	14.04.2022	-	14.04.2022	29.08.2022	47,00	15%
Jakub Viscardi	-	→	-	24.05.2022	25.05.2022	-	47,10	-
Jakub Viscardi	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	41,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	39,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	39,30	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	29.08.2022	-	29.08.2022	22.05.2023	38,50	62%
Jakub Viscardi	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	43,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	49,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	49,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	59,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	69,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	75,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	74,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	74,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	08.05.2023	09.05.2023	-	67,05	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	↓	22.05.2023	-	23.05.2023	06.05.2024	68,60	-48%
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	53,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	46,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	48,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	41,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	42,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	37,40	-
Jakub Viscardi	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	46,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	45,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	44,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	40,40	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	→	06.05.2024	-	06.05.2024	10.04.2025	47,50	-60%
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	43,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	34,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	36,20	-
Jakub Viscardi	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	37,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	36,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	37,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	33,60	-
Jakub Viscardi	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	34,50	-
Jakub Viscardi	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	34,90	-
Jakub Viscardi	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	26,30	-
Jakub Viscardi	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	20,50	-
Jakub Viscardi	Neutralnie	→	10.04.2025	-	10.04.2025	03.09.2025	20,00	1%
Jakub Viscardi	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	18,00	-
Jakub Viscardi	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	21,70	-
Jakub Viscardi	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	20,80	-
Jakub Viscardi	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	24,60	-
Jakub Viscardi	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	23,10	-
Jakub Viscardi	Przeważaj	↑	03.09.2025	-	03.09.2025	Nie później niż 03.09.2026	23,00	-

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0” 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: 3 września 2025 r., godz. 18:00.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 września 2025 r., godz. 18:10.

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#eurol>.

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#eurol>.

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.

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)

Sylwia 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