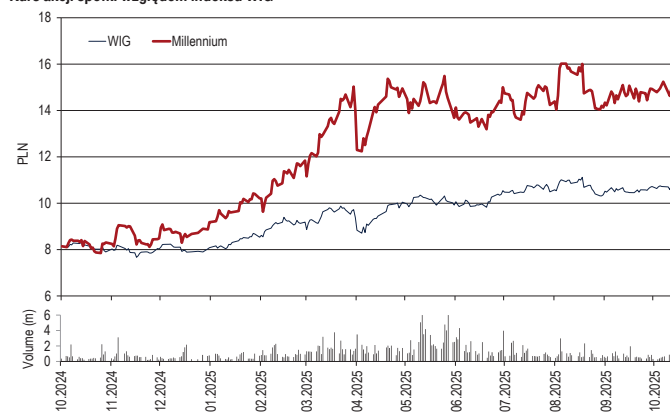


Niniejszy dokument stanowi tłumaczenie raportu wydanego w jęz. angielskim (wybrane fragmenty)

Millennium

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Przyszły rok powinien przynieść zakończenie długotrwałego okresu sporów sądowych dotyczących kredytów w CHF – moment długo wyczekiwany, który może wiele zmienić w sytuacji Millennium. Wyniki Banku już od początku br. pokazują silny wzrost zysków, ale to w przyszłym roku raportowana dynamika zysków powinna „błyszczeć” i w pełni odzwierciedlić realny potencjał dochodowy Banku. Wzrost zysków oznacza większe zatrzymane zyski i wzmocnienie bazy kapitałowej, co w sposób naturalny wesprze dalszy wzrost portfela kredytowego, kiedy ograniczenia kapitałowe i kredytowe przestaną obowiązywać. Bank Millennium jako jeden z najbardziej płynnych banków z pierwszej 10. będzie mógł wykorzystać tę przewagę do dalszego rozwoju akcji kredytowej, co powinno poprawić jednocześnie marżę, które będą z pewnością odczuwać presję w średnim okresie m.in. z powodu zmian stóp procentowych.

Poza tym sektor stoi przed różnymi wyzwaniami. Przede wszystkim są to niższe stopy procentowe w przyszłym roku i nawet przy najlepszym zarządzaniu pozycją odsetkową nie uda się zapobiec pewnemu spadkowi marż. Banki stawiają na wzrost wolumenów, który powinien powstrzymać spadek przychodów, i już teraz widać pierwsze oznaki zwiększonego popytu kredytowego. Millennium powinien wyróżniać się na plus w tym otoczeniu, zwłaszcza po odnowieniu popytu ze strony klientów korporacyjnych. Po drugie, można oczekiwać wzrostu obciążeń podatkowych w obliczu ogromnych nakładów na obronę – trwają prace nad projektem ustawy zwiększającej CIT dla sektora, która naszym zdaniem ma duże szanse wejść w życie. Mimo to wpływ na sektor jest umiarkowany i możliwy do zarządzania. Chociaż Millennium również go odczuje, to mimo perspektywy wyższych podatków w ciągu najbliższych 3 lat ścieżka zysków netto pozostaje wyraźnie lepsza niż u konkurentów za sprawą znacząco niskiej tegorocznej bazy.

14/2025/FU (87) 17 października 2025

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Banki

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)

Kurs: 14,68 PLN

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 17,64 PLN (↑) 12M przedział kursowy: 7,85-16,02 PLN

Kapitalizacja: 4 894 mln US\$

Bloomberg: MIL PW

Średni obrót dzienny: 3,33 mln US\$

Free float: 49%

Skorygowane zyski

Zyski skorygowane o koszty związane z postępowaniami sądowymi i ugodami z kredytobiorcami hipotecznymi w CHF.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Wynik odsetkowy netto	mln PLN	5 529,9	5 730,8	5 874,2	6 249,7
Wynik z tytułu prowizji i opłat	mln PLN	776,7	786,0	849,3	904,2
Wynik łączny	mln PLN	6 520,5	6 876,0	7 063,8	7 417,1
Zysk przed rezerwami	mln PLN	4 267,9	4 273,1	4 217,0	4 394,3
Zysk netto	mln PLN	719,2	947,0	2 218,5	2 556,1
Skor. zysk netto	mln PLN	3 202,0	3 130,2	2 925,1	2 687,6
EPS	PLN	0,59	0,78	1,83	2,11
Zmiana EPS r/r	%	25	32	134	15
Skor. EPS	PLN	2,64	2,58	2,41	2,22
Skor. zmiana EPS r/r	%	2	-2	-7	-8
ROE	%	9,8	11,4	22,3	21,3
Skor. ROE	%	43,7	37,7	29,4	22,4
BVPS	PLN	6,41	7,29	9,12	10,68
P/BV	x	2,3	2,0	1,6	1,4
P/E	x	24,8	18,8	8,0	7,0
Skor. P/E	x	5,6	5,7	6,1	6,6
ROE / (P/BV)	x	4,3	5,7	13,8	15,5
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	3,7
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,55
Liczba akcji na koniec okresu	mln	1 213	1 213	1 213	1 213

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za III kw. 2025 roku: 24 października
2. Prace legislacyjne nad ustawą wprowadzającą wyższy podatek dochodowy dla sektora IV kw. 2025
3. Ogłoszenie wysokości składki do BFG i funduszy depozytów: I kw. 2026
4. Publikacja skons. i nieskons. zaudytowanych wyników finansowych za 2025 rok: luty – marzec 2026
5. Powrót do wypłaty dywidendy: 2027 (z zysków za 2026)

Katalizatory

1. Poprawa raportowanej rentowności
2. Pomyślne zakończenie procesu redukcji ryzyka prawnego (poprzez ugody) w nadchodzących kwartałach
3. Przyspieszenie wzrostu wolumenów
4. Rosnący popyt na kredyty
5. Brak wzrostu podatku CIT dla sektora
6. Niższe niż oczekiwane wykorzystanie funduszu wsparcia kredytobiorców hipotecznych
7. Realizacja celów w zakresie pozyskania i satysfakcji klientów przedstawionych w zaktualizowanej strategii
8. Silniejsze niż oczekiwane makroekonomiczne perspektywy w przyszłym roku
9. Wzrost efektywności dzięki cyfryzacji, automatyzacji procesów, wdrażaniu AI i innych rozwiązań IT
10. Stabilniejsza i bardziej przewidywalna polityka regulacyjna wobec sektora
11. Powrót do wypłaty dywidendy
12. Mniejsza niż zakładano presja na marżę w kolejnych latach
13. Silniejszy niż oczekiwano rozwój nowych linii biznesowych
14. Umocnienie PLN względem CHF i EUR – mniejsze znaczenie portfela dawnych kredytów w obcych walutach, lepsza jakość portfela kredytów w CHF, szybsza spłata
15. Wyważone podejście TSUE w kwestiach sankcji kredytu darmowego i WIBOR-u

Czynniki ryzyka

1. Silniejszy niż oczekiwano spadek marż w średnim terminie
2. Szybsze i głębsze cięcia stóp NBP w horyzoncie średnioterminowym
3. Nowe obciążenia dla banków (wyższe podatki, programy wsparcia klientów)
4. Szoki zewnętrzne spowodowane zmianami geopolitycznymi i wojnami handlowymi (wpływ na FX, stopy zwrotu i ceny surowców)
5. Presja polityczna na oprocentowanie depozytów obniżająca marżę i wartość franczyzy
6. Wolniejszy niż oczekiwano wzrost gospodarczy
7. Wzrost liczby upadłości firm pogarszający jakość aktywów i poziom rezerw
8. Wzrost bezrobocia obniżający zdolność obsługi zadłużenia przez gospodarstwa domowe
9. Pogorszenie jakości portfela kredytów konsumpcyjnych
10. Osłabienie PLN wobec CHF skutkujące (i) wyższymi wskaźnikami niewypłacalności w portfelu walutowym, (ii) większą liczbą pozwów
11. Wzrost konkurencji ze strony mniej regulowanych fintechów
12. Potencjalne nowe pozwy ze strony klientów (kredyty FX, konsumpcyjne, sankcja kredytu darmowego)
13. Ryzyka prawne i regulacyjne związane ze zmianą wskaźnika referencyjnego rynku pieniężnego
14. Wysokie wykorzystanie środków z funduszu wsparcia kredytobiorców
15. Naruszenie bezpieczeństwa IT i ataki hackerskie
16. Silniejsza ochrona konsumentów przez UOKiK
17. Większe uzależnienie od finansowania hurtowego (MREL i wymogi KNF)

Rekomendacja fundamentalna Kupuj podtrzymana.

Utrzymujemy fundamentalną rekomendację Kupuj dla akcji Millennium. Zaktualizowana wycena wskazuje na dalszy potencjał wzrostu względem bieżącej ceny rynkowej, mimo że poziom kursu sugeruje, że rynek nadal dyskontuje oczekiwaną poprawę przyszłych wyników, a luka wycenowa wyraźnie się zawęża. Doceniamy skuteczną realizację strategii Banku – zwrot w stronę segmentu korporacyjnego, silną franczyzę detaliczną, kulturę biznesową zorientowaną na klienta, doskonałe IT oraz wypróbowany system zarządzania ryzykiem. Wyzwania związane z portfelem kredytów hipotecznych w CHF powinny w dużej mierze wygasnąć już w przyszłym roku, co

stanowi relatywnie krótki okres dla nastawionych fundamentalnie inwestorów. W perspektywie 2 lat strategia Banku przewiduje powrót do wypłat dywidendy, co może przyciągnąć nową grupę inwestorów.

Rekomendacja relatywna podwyższona do Przeważaj.

Podnosimy krótkoterminową rekomendację relatywną (do rynku) do Przeważaj ze względu na: (i) spadek kosztów ryzyka prawnego w III kw. br., (ii) możliwość przyspieszenia wzrostu wolumenów w II połowie roku, (iii) jedną z najniższych wrażliwości na stopy procentowe w sektorze oraz (iv) solidną rentowność podstawowej działalności.

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona 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, liczoną 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 odroczonech.

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

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

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

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 17 października 2025 r., 17:40.

Dystrybucja niniejszego raportu: 17 października 2025 r., 17:50.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania.

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

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

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

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawniane w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie. Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

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

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

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

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

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

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

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