

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

Polenergia

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Rozpoczynamy pokrycie Polenergii z wyceną 45,5 zł na akcję i rekomendacjami: długoterminową fundamentalną **Sprzedaj** i krótkoterminową relatywną do rynku **Niedoważaj**. W tym raporcie skoncentrujemy się przede wszystkim na wskazaniu ryzyk dotyczących projektów morskich Spółki widzianych z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych. Spółka jest w trakcie budowy segmentu morskiego i ruszyła z projektami Bałtyk 2 i Bałtyk 3 w równym partnerstwie z Equinorem. Chociaż z perspektywy długoterminowej projekty mogą wyglądać solidnie, to uważamy, że w krótkim okresie dla większości akcjonariuszy mniejszościowych będą prawdopodobnie nieakceptowalne ze względu na ich bardzo dużą skalę. Udział Spółki w nakładach na te projekty ma wynieść aż 13,5 mld zł (w porównaniu do obecnej wartości rynkowej akcji Polenergii rzędu 4,5 mld zł). Jeśli wszystko pójdzie dobrze, od 2028 roku, po zakończeniu obu inwestycji, Spółka potroiłaby zdolność generowania skons. EBITDA z 0,6 mld zł do 1,8 mld zł, ale jednocześnie jej dług netto powinien wzrosnąć do gigantycznych rozmiarów ponad 12 mld zł. Zdajemy sobie sprawę, że projekty są zorganizowane w bezpieczny sposób i po 2028 roku już działające farmy wiatrowe będą bardzo dobrymi generatorami gotówki, jednak należy się spodziewać, że obniżanie tak wysokiego długu będzie powolnym i długotrwałym procesem. Bardzo duże nakłady inwestycyjne i wysoka dźwignia w połączeniu z długą perspektywą poprawy EBITDA są głównym przedmiotem naszych obaw i znacząco obciążają wycenę Polenergii. Ponadto dostrzegamy szereg ryzyk związanych z projektami, które akcjonariusze mniejszościowi mogą uznać za krytyczne.

18/2025/FN (95) 12 listopada 2025

Analityk: Łukasz Prokopiuk, CFA

Sektor: Spółki surowcowe – Energia

Rekomendacja fundamentalna: Sprzedaj (–)

Rekomendacja relatywna: Niedoważaj (–)

Kurs: 60,60 PLN

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 45,50 PLN (–)

Kapitalizacja: 1 257,9 m US\$

Bloomberg: PEP PW

Średni obrót dzienny: 0,07 mln US\$

Free float: 25%

12M przedział kursowy: 55,00-74,20 PLN

Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o wydarzenia jednorazowe ujawnione przez zarząd. Wskaźniki liczone na podstawie skor. zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P	2028P*
Sprzedaż	mln PLN	4 321	4 447	4 567	5 104	7 380
EBITDA	mln PLN	642	441	533	549	1 520
EBIT	mln PLN	468	261	350	363	945
Zysk netto	mln PLN	313	-6	112	122	339
Skor. EBITDA	mln PLN	642	533	533	549	1 520
Skor. EBIT	mln PLN	468	354	350	363	945
Skor. zysk netto	mln PLN	313	114	112	122	339
Capex	mln PLN	-252	-200	-200	-200	-725
Zmiana kapitału obrotowego netto	mln PLN	170	-136	-2	-36	-57
FCFF	mln PLN	425	30	239	219	536
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	615	1 607	1 548	1 510	12 197
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	272	275	275	275	275
Pozabilansowy dług netto	mln PLN	0	1 825	5 825	9 825	0
Całkowity dług netto	mln PLN	888	3 707	7 648	11 610	12 472
P/E	x	14.9	40.9	41.9	38.2	13.8
P/CE	x	9.6	15.9	15.9	15.2	5.1
EV/EBITDA	x	8.7	15.7	23.1	29.6	11.3
EV/EBIT	x	11.9	23.7	35.2	44.9	18.2
Całkowity dług netto/Skor. EBITDA	x	1.4	7.0	14.3	21.1	8.2
FCFF/EV	%	7.6	0.4	1.9	1.3	3.1
Stopa dywidendy brutto	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DPS	PLN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	77.2	77.2	77.2	77.2	77.2

*konsolidacja Bałtyku 2 i Bałtyku 3 od 2028 r. metodą proporcjonalną

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Skor. EBITDA w rozbiu na segmenty

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P	2028P*
Skor. EBITDA, z uwzględnieniem:	mln PLN	642	533	533	549	1 520
Farmy wiatrowe	mln PLN	632	476	448	448	490
Morskie farmy	mln PLN	0	0	0	0	930
Fotowoltaika	mln PLN	16	35	40	46	50
Paliwa	mln PLN	10	6	27	31	25
Obrót	mln PLN	32	54	50	50	50
Dystrybucja	mln PLN	33	49	49	59	65
Pozostałe	mln PLN	-81	-87	-80	-85	-90

*konsolidacja Bałtyku 2 i Bałtyku 3 od 2028 r. metodą proporcjonalną

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki za III kwartał 2025 roku: 20 listopada

Katalizatory

- Roczna EBITDA generowana przez projekty morskie przekracza oczekiwania w długim okresie
- Wzrost cen energii elektrycznej w Polsce w latach 2026-27
- Segment dystrybucyjny wyraźnie rośnie w latach 2026-27
- Dodatkowe projekty OZE w segmencie farm wiatrowych i fotowoltaiki
- Pozyskanie preferencyjnych kredytów z KPO
- Poprawa dynamiki zysków w 2026 roku
- Wolniejszy od naszych oczekiwań wzrost dźwigni w latach 2026-27

Czynniki ryzyka

- Wymagane większe niż zaplanowane wydatki inwestycyjne na projekty morskie
- Dłuższa realizacja projektów morskich niż zaplanowana
- Roczna EBITDA generowana przez projekty morskie niższa od oczekiwań w długim okresie
- Spadek cen energii elektrycznej w Polsce w latach 2026-27
- Dodatkowe aktywa OZE w miksie energetycznym obniżają rynkowe ceny energii
- Dodatkowe wsparcie regulacyjne wpływa obniżająco na rynkowe ceny energii
- Decyzja zarządu, by szybko zaangażować się w projekt Bałtyk 1
- Emisja akcji w celu przyspieszenia inwestycji morskich
- Szybszy od naszych oczekiwań wzrost dźwigni w latach 2026-27

Ryzyko wyceny. Nasza końcowa wycena Spółki prawie w całości opiera się na naszych założeniach dla projektów morskich farm wiatrowych. Wielka skala tych przedsięwzięć sprawia, że jest ona szczególnie wrażliwa na szacunki dotyczące morskich farm wiatrowych, a pozostałe czynniki niezwiązane z tymi projektami tracą na znaczeniu. Być może inwestorzy będą musieli uzbroić się w cierpliwość i czekać 3 lata, by się przekonać, czy te inwestycje faktycznie przyniosą oczekiwane rezultaty (i czy nasza wycena jest sensowna czy nie).

Ryzyko opóźnień projektów. Projekty na taką skalę jak Bałtyk 2 i 3 rzadko są realizowane i kończone zgodnie z początkowym harmonogramem. Nie powinno zatem nikogo zaskoczyć, jeśli opóźnienie wywołałoby negatywne skutki dla wyceny i mogłoby niekorzystnie wpłynąć na kurs akcji Polenergii.

Wysokie i nieatrakcyjne przyszłe mnożniki w latach 2026-27. Uważamy, że w ciągu najbliższych 2 lat Polenergia będzie prawdopodobnie notowana przy bardzo wysokich mnożnikach. Oczekujemy, że w latach 2026-27 EBITDA Spółki pozostanie relatywnie niska, poniżej 550 mln zł (tyle oczekujemy w 2025 roku). Jednocześnie łączny dług netto Spółki będzie się stopniowo akumulował i podwyższał poziom większości mnożników.

Ryzyko spowolnienia wzrostu organicznego. Sądzymy, że zaangażowanie Polenergii w projekty morskie może niekorzystnie ograniczyć inwestycje w już istniejące segmenty,

w szczególności myślimy tutaj o lądowych farmach wiatrowych i fotowoltaice.

Ryzyko związane z polskim rynkiem OZE. Mało że na polskim rynku energii w związku z coraz szybszym rozwojem OZE rośnie konkurencja, to jeszcze sektor aktywów węglowych (rynek mocy + usługi bilansujące) dostaje mocne wsparcie regulacyjne, co z kolei może spowolnić proces zamykania nierentownych jednostek. Uważamy, że warunki makroekonomiczne stwarzają ryzyko dla segmentu farm lądowych i fotowoltaiki Spółki w dłuższym okresie.

Obecnie na GPW można znaleźć atrakcyjniejsze spółki energetyczne niż Polenergia. Sektor energii na GPW wygląda atrakcyjnie dla akcjonariuszy mniejszościowych biorąc pod uwagę dobre perspektywy dla dystrybucji, oczekiwany napływ preferencyjnych kredytów z KPO i rosnące wsparcie regulacyjne; jednak w przypadku Polenergii pozytywny wpływ tych 3 czynników jest mocno ograniczony.

Ryzyko dot. projektu Bałtyk 1. Na razie zarząd Spółki nie wydał żadnej decyzji odnośnie do projektu Bałtyk 1. Można oczekiwać, że ta inwestycja – jak już ruszy – będzie kosztować tyle, co projekty Bałtyk 2 i Bałtyk 3 łącznie. Niepewność dotycząca tego projektu jest oczywistym czynnikiem ryzyka z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych. Naszym zdaniem każda decyzja rozpoczęcia tego projektu zbyt wcześnie byłaby odebrana negatywnie.

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: 13 listopada 2025 r., 7:20.

Dystrybucja niniejszego raportu: 13 listopada 2025 r., 7:30.

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

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

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

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

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

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

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawniane w rekomendacji albo w 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