

**4/2026/GPW (19)** 9 kwietnia 2026

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

# Atrem

Opinia inwestycyjna . . . . .	2
Ostatnie wydarzenia . . . . .	2
Najbliższe wydarzenia . . . . .	2
Wyniki finansowe za IV kw. 2025 roku . . . . .	3
Wyniki finansowe za 2025 rok . . . . .	3
Prognozy finansowe na 2026 rok . . . . .	4
Wejście w segment biometanu . . . . .	5
Dywidenda . . . . .	5
Ryzyka . . . . .	5
Wycena . . . . .	5
Rekomendowane działanie . . . . .	6
Czynniki ryzyka . . . . .	8
Katalizatory . . . . .	8
Sprawozdanie finansowe . . . . .	8
Zastrzeżenia prawne . . . . .	10

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

# Atrem

## Opinia inwestycyjna

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Atremu, jednak po bardzo silnym 2025 roku profil inwestycyjny Spółki ewoluje, w naszej ocenie, z historii „dynamicznego wzrostu i ekspansji marż” w kierunku bardziej zbalansowanego scenariusza, w którym kluczowe znaczenie będą miały: tempo odbudowy portfela zamówień, normalizacja rentowności i realizacja portfela pozyskanych projektów.

Fundamentalnie Atrem pozostaje beneficjentem strukturalnego supercyklu inwestycyjnego w energetyce i infrastrukturze krytycznej, który wciąż jest na relatywnie wczesnym etapie. Skala planowanych wydatków na sieci elektroenergetyczne i nowe moce wytwórcze w Polsce tworzy długoterminowy, wysoko widoczny popyt na usługi Spółki. W połączeniu z kompetencjami w modelu EPC i rosnącą obecnością w segmentach o wyższej barierze wejścia (WN, infrastruktura kolejowa, potencjalnie PSE) Atrem jest dobrze pozycjonowany do utrzymania ponadprzeciętnej dynamiki przychodów w średnim okresie.

Najważniejszą kwestią po wynikach za 2025 rok jest jednak zmiana krótkoterminowego punktu ciężkości: dziś ograniczeniem nie jest popyt ani aktywność ofertowa, lecz tempo zdobywania i finalizacji kontraktów. Spółka znacząco zwiększyła skalę ofertowania (ponad 3 mld zł ofert w 2025 vs ok. 2 mld zł rok wcześniej), a lista kontraktów „bliskich podpisania” wynosi 150-200 mln zł, przy wartości portfela zamówień rzędu 360 mln zł. Oznacza to, że potencjał odbudowy portfela zamówień jest istotny (nawet do ok. 500 mln zł), jednak jego realizację opóźniają czynniki proceduralne. W efekcie krótkoterminowa widoczność przychodów pogorszyła się względem ub. roku, mimo że fundamenty popytowe pozostają silne.

**4/2026/GPW (19)** 9 kwietnia 2026

**Analityk:** Maciej Wewiórski, Michał Zamel

**Sektor:** Budownictwo  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (→)  
**Kurs:** 49,15 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 81,2 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 125 mln US\$  
**Bloomberg:** ATR PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,16 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 24,10-62,40 zł  
**Free float:** 23%

### Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

PSR skonsolidowane		2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	mln PLN	311,9	327,5	360,3	421,5
EBITDA	mln PLN	48,3	45,7	50,1	58,2
EBIT	mln PLN	45,6	43,3	47,6	55,7
Zysk netto	mln PLN	37,6	37,1	41,1	47,6
EPS	PLN	4,08	4,02	4,45	5,16
Zmiana EPS rok-na-rok	%	140,9	-1,4	10,7	16,0
Dług netto	mln PLN	-41,3	-58,7	-66,8	-78,4
P/E	x	12,1	12,2	11,0	9,5
P/CE	x	11,3	11,5	10,4	9,1
EV/EBITDA	x	8,5	8,6	7,7	6,4
EV/EBIT	x	9,0	9,1	8,1	6,7
EV/Sprzedaż	x	1,3	1,2	1,1	0,9
Stopa dywidendy brutto	%	3,4	4,4	7,4	8,1
DPS	PLN	1,69	2,16	3,62	4,00
Liczba akcji	m	9,2	9,2	9,2	9,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki finansowe za I kw. 2025: 22 maja 2025
2. Dzień dywidendy: 11 sierpnia 2025
3. Wyniki finansowe za I półrocze 2025: 27 sierpnia 2025
4. Wyniki finansowe za III kw. 2025: 17 listopada 2025
5. Wyniki finansowe za 2025 rok: 24 marca 2026

### Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za I kw. 2026: 19 maja 2026
2. Wyniki finansowe za I półrocze 2026: 27 sierpnia 2026
3. Wyniki finansowe za III kw. 2026: 19 listopada 2026

Z punktu widzenia generowania wartości model biznesowy Atremu pozostaje bardzo atrakcyjny: niskie nakłady inwestycyjne, strukturalnie korzystny kapitał obrotowy, wysoka konwersja EBITDA w przepływy pieniężne i silny bilans umożliwiający finansowanie wzrostu organicznego i potencjalnych akwizycji. W 2025 roku Spółka potwierdziła zdolność do skalowania działalności bez znaczącego wzrostu wydatków inwestycyjnych, co jest kluczowe dla długoterminowej kreacji FCF.

Dodatkowym, opcjonalnym komponentem wartości pozostaje segment biometanu. Projekty te mogą generować atrakcyjne, stabilne przepływy (możliwe niskie/ średnie dwucyfrowe IRR), jednak ich rozwój jest obecnie ograniczony przez niepewność regulacyjną i konieczność uzyskania wsparcia URE. W naszej ocenie rynek ten stanowi ważny pozytywny katalizator w średnim okresie, ale nie powinien być jeszcze w pełni dyskontowany w scenariuszu bazowym.

Nowym, istotnym kierunkiem rozwoju jest energetyka kolejowa (PGE Energetyka Kolejowa) oraz potencjalne wejście w większe projekty PSE (100-200 mln zł), co może przesunąć Spółkę w kierunku kontraktów o większej skali i wyższej wartości jednostkowej. Sukces w tym obszarze byłby kluczowym katalizatorem rewizji długoterminowych prognoz wzrostu.

Podsumowując utrzymujemy pozytywne nastawienie do Spółki oparte na (i) silnych, strukturalnych czynnikach popytu, (ii) wysokiej jakości modelu generowania gotówki oraz (iii) rosnących kompetencjach w bardziej zaawansowanych segmentach rynku. Jednocześnie wskazujemy na rosnącą asymetrię krótkoterminową: bardzo mocna baza wynikowa za 2025 rok, opóźnienia w podpisywaniu kontraktów i możliwa normalizacja marż mogą ograniczać dynamikę wyników w br. W efekcie kluczowym czynnikiem dla dalszego re-ratingu pozostaje materializacja portfela kontraktów (150-200 mln zł), przyspieszenie przetargów (szczególnie PSE) i utrzymanie dyscypliny marż w warunkach mniej sprzyjającego miksu kontraktów.

## Wyniki finansowe za IV kw. 2025 roku

IV kwartał ub. roku był kolejnym z rzędu z bardzo solidnymi wynikami. Przychody wyniosły 120 mln zł, co oznacza podwojenie wyniku r/r, a także zauważalny wzrost kw./kw. (pomimo wysokich przychodów w III kwartale). Jedną z przyczyn tak wysokiej sprzedaży w omawianym kwartale były duże kontrakty (Orlen, Enea). Marże były wyższe niż w poprzednich kwartałach 2025 roku. W konsekwencji zysk brutto na sprzedaży/ EBITDA/ EBIT/ zysk netto wyniosły 27,3/ 21,6/ 20,9/ 16,6 mln zł (+213%/ 241%/ 269%/ 298% r/r). Przepływy operacyjne wzrosły o 56% r/r, do 23,3 mln zł. Wydatki inwestycyjne pozostały na bardzo niskim poziomie (-0,1 mln zł).

Tabela 1. Atrem; Wyniki za IV kw. 2025 r.

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 2025	IV kw. 2024	III kw. 2025	r/r	kw./kw.
Sprzedaż	120,0	65,0	89,7	85%	34%
EBITDA	21,6	6,3	13,3	241%	63%
Marża EBITDA	18,0%	9,8%	14,8%	-	-
EBIT	20,9	5,7	12,6	269%	66%
Marża EBIT	17,4%	8,7%	14,0%	-	-
Zysk netto	16,6	4,2	10,3	298%	62%
Marża zysku netto	13,8%	6,4%	11,4%	-	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

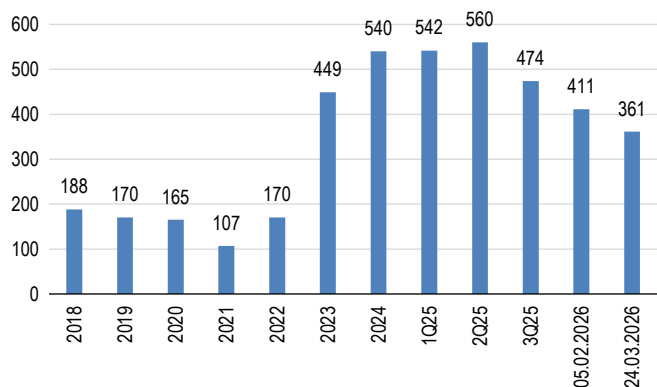
## Wyniki finansowe za 2025 rok

Sprzedaż/ EBITDA/ EBIT/ zysk netto wyniosły 312/ 48,3/ 45,6/ 37,6 mln zł w 2025 roku (+66%/ 123%/ 132%/ 141% r/r) i okazały się o 12%/ 33%/ 36%/ 31% wyższe od naszych prognoz z grudniowego raportu w wys. 277,4/ 36,2/ 33,6/ 28,8 mln zł. Kontrakty z trzema największymi odbiorcami (Orlen, Enea Operator, Wody Polskie) wygenerowały ponad 65% przychodów. Marże ukształtowały się na bardzo wysokim poziomie: marża brutto na sprzedaży/ marża EBITDA/ marża EBIT/ marża zysku netto wyniosły 21,4%/ 15,5%/ 14,6%/ 12,1%. Jedną z przyczyn wysokiej zyskowności jest zakończenie realizacji niektórych kontraktów. Dług netto (uwzględniając leasingi) wynosi ok. 1,5 mln zł, a gotówka netto wynosi 41,3 mln zł (uwzględniając pożyczki krótkoterminowe). Pożyczki udzielone w ramach Grupy Kapitałowej, której częścią jest Atrem (głównie chodzi o pożyczki do spółki-matki

GK Immobile) spadły o 8 mln zł r/r do 52 mln zł (60 mln zł w 2024 r.). Wydatki inwestycyjne były niewielkie (-0,7 mln zł), a rzeczowe aktywa trwałe utrzymały podobny poziom mimo mocnego wzrostu sprzedaży. Przepływy operacyjne wyniosły w omawianym okresie 20,5 mln zł wobec 32 mln zł w 2024. Główną przyczyną niższych przepływów

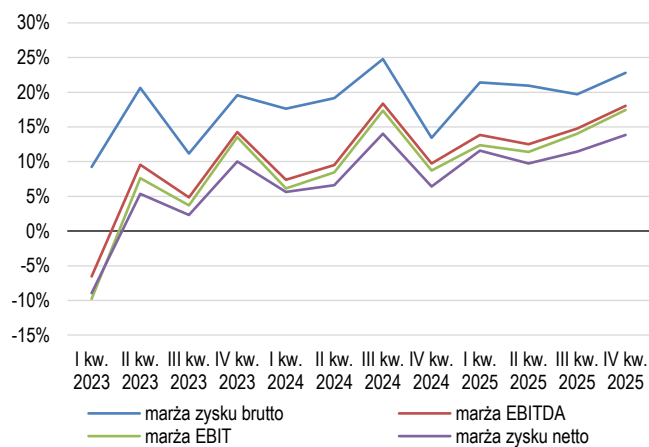
operacyjnych pomimo wyższych zysków jest znacznie bardziej ujemna niż w 2024 roku zmiana stanu należności. Przepływy finansowe były w 2025 roku mocno ujemne (-26,1 mln zł vs 1,6 mln zł w 2024), do czego przyczyniła się przede wszystkim wyższa niż rok wcześniej dywidenda i większe spłaty kredytów.

**Wykres 1. Backlog**



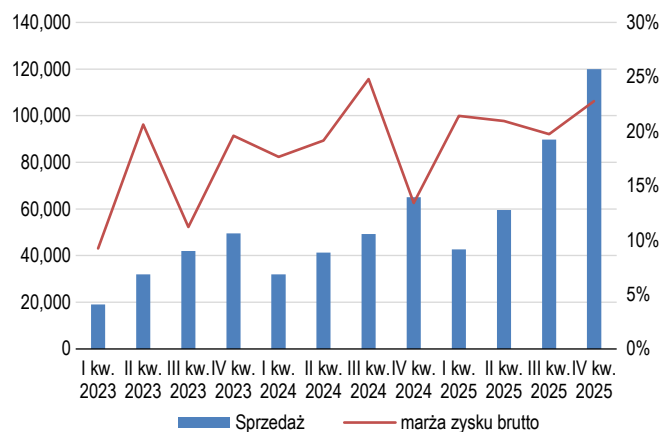
Źródło: Spółka

**Wykres 2. Marże**



Źródło: Spółka

**Wykres 3. Marże**



Źródło: Spółka

**Prognozy finansowe na 2026 rok**

Dokonyjemy niewielkich zmian w naszych założeniach odnośnie bieżącego roku. Biorąc pod uwagę (i) korzystne otoczenie rynkowe (widoczny wpływ pozyskania środków z KPO przez spółki energetyczne na inwestycje w sektorze), (ii) dalszy rozwój projektów infrastrukturalnych (wiatraki morskie, CPK), (iii) pozyskiwanie kolejnych kontraktów z obszaru energetycznego oraz infrastruktury wojskowej, (iv) potencjalne korzystne zmiany regulacyjne (biometanownie, wiatraki na lądzie na poziomie rozporządzeń), oraz (v) możliwy rozwój w obszarze magazynów energii oczekujemy dalszego wzrostu wyników. Ponadto spodziewamy się znaczącego udziału kontraktu z Orlenem w przychodach za 2026 rok. Jednakże mając na uwadze wysoką zmienność portfela zamówień w ostatnich miesiącach (wyraźny spadek w konsekwencji dużych przychodów za II półrocze, perspektywa odbicia w nadchodzących miesiącach), jak również bardzo mocną sprzedaż w ub. roku nieznacznie zmieniamy oczekiwania sprzedaży na bieżący rok, które zakładają 5% wzrostu. W konsekwencji prognozujemy sprzedaż wys. 327,5 mln zł. EBITDA/ EBIT/ zysk netto prognozujemy na 45,7/ 43,3/ 37,1 mln zł (-5%/ -5%/ -1% r/r). W naszych założeniach nie uwzględniamy wydatków inwestycyjnych z tytułu ewentualnych przejęć (w obszarze biometanu) zważywszy na brak legislacji w tej sferze. Czynnikiem ten stanowi potencjalne ryzyko odgórne dla naszej wyceny, jako że projekty związane z biometanem są zyskowe i mają dodatni NPV (wartość bieżąca netto) przy IRR (wewnętrzna stopa zwrotu) sięgającej 10-20%. Zakładamy utrzymanie obecnego poziomu zatrudnienia.

**Tabela 2. Atrem; Zmiany prognoz**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2026P			2027P			2028P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	327,5	324,5	1%	360,3	379,7	-5%	421,5	444,3	-5%
EBITDA	45,7	41,9	9%	50,1	48,6	3%	58,2	56,4	3%
EBIT	43,3	39,3	10%	47,6	46,0	4%	55,7	53,8	4%
Zysk netto	37,1	34,0	9%	41,1	40,1	2%	47,6	46,6	2%
Dług netto	-58,7	-62,4	-6%	-66,8	-76,8	-13%	-78,4	-92,9	-16%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

### Wejście w segment biometanu

Segment biometanu stanowi dla Atremu nowy, potencjalnie wysokomarżowy filar wzrostu, który w istotny sposób zmienia profil biznesowy Spółki z wykonawcy EPC w kierunku modelu właściciela aktywów generujących powtarzalne przepływy pieniężne. Spółka planuje realizację projektów w formule „build-own-operate” rozpoczynając od dwóch lokalizacji docelowo skalowanych do 5 MW, jednak etapowanych ze względu na opóźnienia legislacyjne. Nakłady inwestycyjne na pierwsze fazy sugerują relatywnie wysoką intensywność kapitałową, ale jednocześnie przy wsparciu systemu taryf gwarantowanych URE i dostępnych grantów – potencjał do osiągnięcia dwucyfrowych stóp zwrotu (kilkunastoprocentowa IRR lub wyżej w scenariuszu subsydiów). Kluczowym elementem tezy inwestycyjnej jest istotna różnica pomiędzy kosztem produkcji a regulowaną ceną sprzedaży, co – przy stabilnym reżimie wsparcia – może przełożyć się na generację atrakcyjnych wolnych przepływów pieniężnych w długim okresie. Jednocześnie należy podkreślić, że tempo rozwoju segmentu pozostaje silnie uzależnione od czynników regulacyjnych, w szczególności procesu kwalifikacji projektów do systemu URE, który już obecnie wykazuje opóźnienia względem formalnych terminów. W ujęciu strategicznym Atrem pozycjonuje się jako „early mover” w adaptacji dużych instalacji do mniejszych jednostek „rolniczych”, co może okazać się przewagą konkurencyjną w warunkach przedłużającej się niepewności legislacyjnej. W rezultacie biometan jawi się jako opcja wzrostowa o asymetrycznym profilu ryzyka-zwrotu: krótkoterminowo ograniczona przez regulacje i nakłady inwestycyjne, ale długoterminowo z potencjałem do znaczącego podwyższenia zdolności Spółki do generowania

stabilnych, kontraktowanych przepływów pieniężnych niezależnie od cykliczności rynku przetargowego.

### Dywidenda

Korzystna sytuacja płynnościowa i rosnące wyniki powinny sprzyjać utrzymaniu wypłaty dywidendy w kolejnych latach, dywidenda na akcję proponowana przez zarząd do wypłaty w 2026 wynosi 2,16 zł, nieco poniżej naszych założeń (2,81 zł na akcję).

### Ryzyka

Ryzyka opisane w raporcie inicjującym z 3 września 2025 r. pozostają w mocy. Główne ryzyka dla realizacji powyższych prognoz obejmują czynniki wpływające na marżę, niedobór kluczowych pracowników, presję na koszty materiałów i podwykonawców. Ostatnio na pierwszy plan wysunęło się ryzyko związane z opóźnieniami realizacji programu inwestycyjnego w obszarze energetyki i transportu, które są związane z częstymi odwołaniami od wyników przetargów, i relatywnie długim oczekiwaniem na podpisanie kontraktu przez zamawiających po rozstrzygnięciu przetargu. Zakładamy, że finalnie umowy z portfela pozyskanych projektów zostaną podpisane.

### Wycena

Uwzględniając wyższą stopę wolną od ryzyka (wzrost z 5,4% do 5,8%), premię za ryzyko w wys. 5,5% oraz zaktualizowane prognozy finansowe, a także dług netto na koniec 2026 roku nasza 12-miesięczna wycena docelowa, będąca złożeniem wyceny DCF FCFF (82,1 zł na akcję) i porównawczej (80,2 zł na akcję) w proporcji 50-50%, rośnie do 81,2 zł na akcję (poprzednio 74,3 zł na akcję).

**Rekomendowane działanie**

Biorąc pod uwagę bardzo korzystne warunki rynkowe i wysoką efektywność operacyjną Spółki podtrzymujemy długoterminową fundamentalną rekomendację Kupuj, a bazując na oczekiwaniach

dotyczących podpisywania szeregu (mniejszych) kontraktów w nadchodzących miesiącach i zauważalny udział dużych kontraktów nasza krótkoterminowa relatywna rekomendacja Przeważaj również pozostaje bez zmian.

**Tabela 3. Atrem; Wycena porównawcza**

IFRS consolidated (PLN m)	2026P			2027P			2028P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Budimex	14,2	17,5	24,4	11,8	14,1	20,8	9,7	11,4	17,7
Elektrotim	-	-	15,8	-	-	11,4	-	-	9,4
Eiffage	5,1	8,2	12,7	4,8	7,7	11,1	4,4	7,1	10,6
Ferrovial	31,9	45,7	60,6	29,0	41,1	52,8	26,0	36,3	45,0
Arcadis	6,4	9,1	10,7	5,4	7,3	9,0	4,8	6,3	8,3
Koninklijke BAM Groep	5,8	7,8	18,8	5,1	6,7	9,3	3,7	5,7	
<b>Średnia</b>	<b>12,7</b>	<b>17,7</b>	<b>21,6</b>	<b>11,2</b>	<b>15,4</b>	<b>17,5</b>	<b>9,7</b>	<b>13,4</b>	<b>16,5</b>
EBITDA; EBIT; NI Atremu (PLN m)	45,7	43,3	37,1	50,1	47,6	41,1	58,2	55,7	47,6
Implikowane EV Atremu (PLN m)	580,0	765,2	-	563,0	732,7	-	566,1	744,8	-
Dług netto Atremu (PLN m)	-58,7	-58,7	-	-66,8	-66,8	-	-78,4	-78,4	-
Implikowana wartość kapitału własnego Atremu (PLN m)	638,7	823,8	801,8	629,8	799,5	719,0	644,5	823,2	783,3
Liczba akcji Atremu (mln)	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
<b>Wartość kapitału własnego na jedną akcję Atremu (PLN)</b>	<b>69,2</b>	<b>89,3</b>	<b>86,9</b>	<b>68,2</b>	<b>86,6</b>	<b>77,9</b>	<b>69,8</b>	<b>89,2</b>	<b>84,9</b>
<b>Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Atremu (PLN)</b>	<b>80,2</b>								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 4. Atrem; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(PLN m)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	> 2034E
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>327,5</b>	<b>360,3</b>	<b>421,5</b>	<b>493,2</b>	<b>577,0</b>	<b>605,9</b>	<b>618,0</b>	<b>630,4</b>	<b>643,0</b>	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	5%	10%	17%	17%	17%	5%	2%	2%	2%	
Marża zysku operacyjnego	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
Zysk operacyjny	43,3	47,6	55,7	65,2	76,3	80,1	81,7	83,4	85,0	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-5%	10%	17%	17%	17%	5%	2%	2%	2%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	35,1	38,6	45,2	52,8	61,8	64,9	66,2	67,5	68,9	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-5%	10%	17%	17%	17%	5%	2%	2%	2%	
EBITDA	45,7	50,1	58,2	67,7	78,8	82,6	84,2	85,9	87,6	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-5%	9%	16%	16%	16%	5%	2%	2%	2%	
Amortyzacja	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	
Amortyzacja aktywów trwałych i wartości niematerialnych	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
Amortyzacja aktywów z tytułu prawa do użytkowania	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
EBIT * (1-T) + D	37,5	41,0	47,6	55,3	64,3	67,4	68,7	70,0	71,4	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-5%	9%	16%	16%	16%	5%	2%	2%	2%	
Wydatki inwestycyjne	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	
Zmiana kapitału pracującego netto	0,3	0,5	1,0	1,2	1,4	0,5	0,2	0,2	0,2	
Opłaty z tytułu leasingu	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	35,3	39,1	46,1	53,9	63,1	65,3	66,3	67,7	69,0	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-613,4%	10,7%	18,0%	17,0%	17,0%	3,5%	1,6%	2,0%	2,0%	1,5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>										
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Szacowany koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,1%
<b>Koszt długu</b>										
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>										
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,1%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,08	1,21	1,35	1,51	1,69	1,89	2,11	2,36	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,93	0,83	0,74	0,66	0,59	0,53	0,47	0,42	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych		36,2	38,2	39,9	41,8	38,7	35,1	32,0	29,2	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych (PLN m)										291,1
Dywidenda za 2025										19,9
Waga długu w okresie rezydualnym (%)										0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)										100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)										11,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)										11,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)										11,1%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)										1,5%
Wartość rezydualna (PLN m)										733,5
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (PLN m)										388,3
Wartość działalności Atremu (PLN m)										699,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (PLN m)										76,5
Dług odsetkowy (PLN m)										17,8
Wartość kapitałów własnych Atremu (PLN m)										758,1
Liczba akcji										9 230 079
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Atremu (PLN m)										82,1

Źródło: DM BOŚ SA

<b>Czynniki ryzyka</b>	1. Niedobór/ utrata kadry pracowniczej
	2. Wysokie ceny surowców
	3. Presja cenowa podwykonawców
	4. Pogorszenie płynności finansowej
	5. Wahania koniunktury gospodarczej w Polsce

<b>Katalizatory</b>	1. Duże inwestycje w energetykę, zwłaszcza sieci przesyłowe
	2. Znaczące inwestycje w sektor obronny
	3. Regularne pozyskiwanie kontraktów
	4. Wypłaty dywidend (pomimo oczekiwanego wzrostu zapotrzebowania na kapitał)

## Sprawozdanie finansowe

**Tabela 5. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej**

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>29,9</b>	<b>46,6</b>	<b>53,4</b>	<b>53,5</b>	<b>53,6</b>	<b>53,6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe, WNIP oraz aktywa z tyt. prawa do użytkowania	9,7	11,5	11,1	11,2	11,2	11,3
Nieruchomość inwestycyjna	14,5	15,3	15,8	15,8	15,8	15,8
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	2,7	12,7	12,6	12,6	12,6	12,6
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2,9	7,1	13,9	13,9	13,9	13,9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>83,8</b>	<b>130,8</b>	<b>195,5</b>	<b>227,5</b>	<b>251,2</b>	<b>289,8</b>
Zapasy	0,2	0,1	2,0	2,1	2,4	2,8
Aktywa z tytułu umów	4,5	7,9	6,2	6,2	6,2	6,2
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	53,8	70,2	135,9	142,7	157,0	183,7
Pożyczki udzielone	25,1	50,3	42,8	42,8	42,8	42,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,2	2,3	8,5	33,7	42,8	54,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>113,7</b>	<b>177,4</b>	<b>248,9</b>	<b>281,0</b>	<b>304,7</b>	<b>343,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>40,1</b>	<b>51,2</b>	<b>73,2</b>	<b>90,4</b>	<b>98,0</b>	<b>108,7</b>
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>73,5</b>	<b>126,2</b>	<b>175,7</b>	<b>190,7</b>	<b>206,7</b>	<b>234,8</b>
Zobowiązania długoterminowe	6,8	10,9	10,3	13,7	14,7	14,7
Zobowiązania nieoprocentowane	2,7	7,8	8,7	8,7	8,7	8,7
Zobowiązania oprocentowane	4,1	3,1	1,6	5,0	6,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	66,7	115,3	165,4	177,0	192,0	220,1
Zobowiązania nieoprocentowane	55,6	97,5	157,0	164,2	179,2	207,3
Zobowiązania oprocentowane	11,2	17,8	8,4	12,8	12,8	12,8
<b>Pasywa razem</b>	<b>113,7</b>	<b>177,4</b>	<b>248,9</b>	<b>281,0</b>	<b>304,7</b>	<b>343,5</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 6. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów**

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>142,4</b>	<b>187,4</b>	<b>311,9</b>	<b>327,5</b>	<b>360,3</b>	<b>421,5</b>
Koszt własny sprzedaży	-119,7	-153,0	-245,3	-257,6	-283,3	-331,5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>22,7</b>	<b>34,5</b>	<b>66,6</b>	<b>70,0</b>	<b>77,0</b>	<b>90,0</b>
Koszty sprzedaży	-2,7	-2,6	-2,7	-4,6	-5,1	-5,9
Koszty ogólnego zarządu	-12,1	-13,1	-19,1	-22,8	-25,1	-29,4
Pozostałe przychody operacyjne	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8
Pozostałe koszty operacyjne	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8
<b>EBIT</b>	<b>8,8</b>	<b>19,7</b>	<b>45,6</b>	<b>43,3</b>	<b>47,6</b>	<b>55,7</b>
Przychody finansowe	1,6	4,3	4,4	3,7	4,5	4,5
Koszty finansowe	-2,8	-3,6	-3,2	-1,3	-1,5	-1,5
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>7,7</b>	<b>20,3</b>	<b>46,9</b>	<b>45,8</b>	<b>50,7</b>	<b>58,8</b>
Podatek dochodowy	-1,7	-4,7	-9,3	-8,7	-9,6	-11,2
<b>Zysk netto</b>	<b>6,0</b>	<b>15,6</b>	<b>37,6</b>	<b>37,1</b>	<b>41,1</b>	<b>47,6</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 7. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	7,7	20,3	46,9	45,8	50,7	58,8
Podatek dochodowy zapłacony	0,0	-7,1	-8,2	-8,7	-9,6	-11,2
Amortyzacja	2,1	2,0	2,7	2,4	2,4	2,5
Wycena nieruchomości inwestycyjnej	-0,8	-0,7	-0,6	0,0	0,0	0,0
Zmiany w pozycjach bilansowych:						
Zmiana stanu zapasów	0,1	0,2	-2,0	-0,1	-0,2	-0,4
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-11,8	-23,5	-71,1	-6,8	-14,3	-26,7
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług, umów, oraz pozostałych zobowiązań	5,9	19,5	29,5	7,2	15,0	28,1
Pozostałe	12,8	21,4	23,4	-2,5	-3,0	-3,0
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	<b>15,9</b>	<b>32,1</b>	<b>20,5</b>	<b>37,3</b>	<b>41,0</b>	<b>48,0</b>
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-0,4	-0,1	-0,7	-1,4	-1,4	-1,4
Pożyczki udzielone/splacone	-16,1	-31,8	10,9	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,1	0,5	1,2	3,7	4,5	4,5
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-15,3</b>	<b>-31,4</b>	<b>11,4</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spląty z tytułu zaciągnięcia kredytów	3,7	10,8	-4,8	7,8	1,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-1,0	-4,5	-15,6	-19,9	-33,4	-37,0
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-1,6	-2,9	-3,1	-1,3	-1,5	-1,5
Pozostałe	-1,5	-1,8	-2,6	-1,1	-1,1	-1,1
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-26,1</b>	<b>-14,5</b>	<b>-35,0</b>	<b>-39,6</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych netto</b>	<b>0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>5,9</b>	<b>25,2</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>8,5</b>	<b>33,7</b>	<b>42,8</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>8,5</b>	<b>33,7</b>	<b>42,8</b>	<b>54,4</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 8. Wskaźniki**

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	142,4	187,4	311,9	327,5	360,3	421,5
Marża brutto na sprzedaży	16,0%	18,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%
EBITDA	10,9	21,7	48,3	45,7	50,1	58,2
Amortyzacja	2,1	2,0	2,7	2,4	2,4	2,5
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	8,8	19,7	45,6	43,3	47,6	55,7
Zysk (strata) netto	6,0	15,6	37,6	37,1	41,1	47,6
Zysk na akcję (PLN)	0,65	1,69	4,08	4,02	4,45	5,16
Dług (gotówka) netto	-10,0	-31,7	-41,3	-58,7	-66,8	-78,4
Wartość księgową na akcję (PLN)	4,346	5,547	7,932	9,791	10,622	11,778
Dywidenda na akcję (PLN)	0,11	0,49	1,69	2,16	3,62	4,00
Nakłady inwestycyjne (Capex)	0,4	0,1	0,7	1,4	1,4	1,4
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	3,02	12,47	-6,87	35,27	39,06	46,08
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	15,8%	34,2%	60,5%	45,4%	43,6%	46,1%
Rentowność majątku (ROA)	6,0%	10,7%	17,6%	14,0%	14,0%	14,7%

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 zysku netto** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem 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 odroczonek.

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

## 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	37	35	4	5	0	3
Procenty	44%	42%	5%	6%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	30	33	13	5	0	3
Procenty	36%	39%	15%	6%	0%	4%

## 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.

**Odписы 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 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.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	4	0	1	0	1
Procenty	40%	40%	0%	10%	0%	10%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	3	5	0	1	0	1
Procenty	30%	50%	0%	10%	0%	10%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
<b>Atrem</b>										
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Kupuj	-	03.09.2025	-	03.09.2025	Nie później niż 03.09.2026	17%	-6%	42,00	51,80 -
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	45,80	51,80 →
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-	-	49,20	74,30 ↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-	-	59,60	74,30 ↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-	-	57,80	74,30 ↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-	-	54,40	74,30 ↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-	-	49,60	74,30 ↑
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.04.2026	09.04.2026	-	-	-	49,15	81,20 ↑

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

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Atrem</b>							
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	Przeważaj	-	03.09.2025	-	03.09.2025	Nie później niż 03.09.2026	-6%
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-
Maciej Wewiórski/ Michał Zamel	-	→	-	09.04.2026	09.04.2026	-	-

\* 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: 9 kwietnia 2026 r., godz. 19:00.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 9 kwietnia 2026 r., godz. 19:10.

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#atrem>.

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#atrem>.

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](mailto: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 © 2026 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
[bossa.pl](http://bossa.pl)  
Informacja: (+48) 0 801 104 104