

5/2026/FN (20) 22 kwietnia 2026 r.

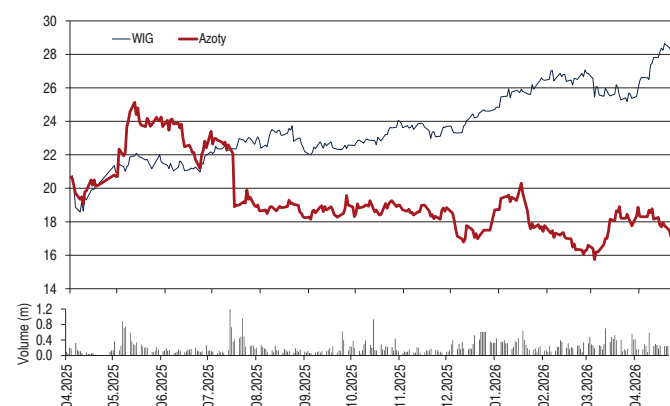
Niniejszy dokument stanowi tłumaczenie raportu wydanego w jęz. angielskim (wybrane fragmenty)

Analityk: Łukasz Prokopiuk, CFA

# Azoty

Sektor: Spółki surowcowe – Energia  
 Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)  
 Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)  
 Kurs: 17,00 PLN  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 21,00 PLN (↑)  
 Kapitalizacja: 459,5 mln US\$  
 Bloomberg: ATT PW  
 Średni obrót dzienny: 1,48 mln US\$  
 Free float: 55%  
 12M przedział kursowy: 15,74-25,14 PLN

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za IV kw. 2025 roku: 29 kwietnia
2. Publikacja wyników finansowych za I kw. 2026 roku: 28 maja
3. Publikacja wyników finansowych za II kw. 2026 roku: 10 września
4. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2026 roku: 19 listopada

## Katalizatory

1. Szoki podażowe nawozów poprawiają marżę segmentu agro w latach 2026-27
2. Poprawa marż w latach 2026-27 wskutek braku importowanych nawozów z Rosji
3. Odbicie marż chemikaliów i plastików z powodu niewystarczającej podaży
4. Dalsza normalizacja cen gazu w nadchodzących miesiącach
5. Liberalizacja systemu ETS skutkująca niższymi cenami emisji CO<sub>2</sub> i energii
6. Emisje akcji przeprowadzone przy małym dyskoncie do kursu
7. Dodatkowe oszczędności w następstwie restrukturyzacji w latach 2026-28
8. Spadek wydatków inwestycyjnych poniżej 1 mld zł w latach 2026-28
9. Obniżenie wydatków utrzymaniowych w latach 2026-27
10. Poprawa dynamiki EBITDA w następnych kwartałach
11. Światowe ceny zbóż rosną w 2026 roku
12. Spadek kosztów finansowania

## Czynniki ryzyka

1. Utrzymujące się wysokie zadłużenie po restrukturyzacji
2. Ceny gazu w Europie utrzymują się w ciągu 2026 roku na obecnym poziomie
3. Światowa gospodarka wchodzi w recesję w latach 2026-27
4. Marże chemikaliów i plastików nie rosną w 2026 roku
5. Ceny emisji CO<sub>2</sub> w 2026 roku wyższe niż obecnie
6. Utrzymuje się konkurencyjność tanich produktów chemicznych z importu w 2026-27
7. Emisje akcji przeprowadzone przy małym dyskoncie do kursu
8. Znaczący wzrost wydatków inwestycyjnych w latach 2026-27
9. Zmiany systemu ETS nie wspierają Azotów

## Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje

Nasze nastawienie do Azotów stało się pozytywne (Kupuj + Przeważaj; EFV=21,0 zł na akcję), ponieważ dostrzegamy nie tylko pozytywne efekty restrukturyzacji, ale również zmianę na lepsze otoczenia makroekonomicznego i dodatkowo oczekujemy korzystnych zmian systemu ETS. Pole do restrukturyzacji w Azotach nadal pozostaje szerokie, jednak po 3 latach cięcia kosztów widać pozytywne efekty. Jeśli chodzi o restrukturyzację zadłużenia, to nawet po sprzedaży Polimerów (i spodziewanej emisji akcji) poziom długu netto Spółki na koniec roku może pozostać bardzo wysoki (ok. 6 mln zł), niemniej pozbycie się Polimerów z Grupy powinno ułatwić proces

## Skorygowane zyski

Wyniki skor. o wpływ wyniku netto na pozostałej dział. operacyjnej.  
 Wskaźniki liczone na podstawie skor. zysków.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	mln PLN	13 043	13 303	12 442	11 843
EBITDA	mln PLN	-21	369	993	1 598
EBIT	mln PLN	-872	-723	-119	550
Zysk netto	mln PLN	-1 028	-1 238	-403	287
Skor. EBITDA	mln PLN	-469	-17	993	1 598
Skor. EBIT	mln PLN	-1 320	-1 109	-119	550
Skor. zysk netto	mln PLN	-1 391	-1 551	-403	287
Capex	mln PLN	-2 496	-700	-600	-700
Zmiana kapitału obrotowego netto	mln PLN	6 697	961	-313	-33
FCFF	mln PLN	4 250	697	20	712
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	11 033	11 050	5 544	4 994
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	446	460	460	460
Łączny dług netto	mln PLN	11 479	11 510	6 004	5 454
P/E	x	b.z.	b.z.	b.z.	10,3
P/CE	x	b.z.	b.z.	4,2	2,2
EV/EBITDA	x	b.z.	b.z.	9,0	5,3
EV/EBIT	x	b.z.	b.z.	b.z.	15,3
Dług netto/Skor. EBITDA	x	b.z.	b.z.	6,0	3,4
FCFF/EV	%	32,3	5,3	0,2	8,5
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji na koniec okresu	mln	99,2	99,2	173,4	173,4

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

## Rozbicie skor. EBITDA wg spółek zależnych

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Skor. EBITDA, w tym:	mln PLN	-469	-17	993	1 598
Paławy	mln PLN	-362	46	385	497
Police	mln PLN	-29	85	154	221
ZAK	mln PLN	30	113	297	349
Tarnów	mln PLN	-92	-121	35	126
Compo Expert	mln PLN	177	213	225	240
PDH	mln PLN	-218	-450	-202	0
Pozostałe	mln PLN	26	97	98	165

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

## Skor. EBITDA w rozbiciu na segmenty biznesowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Skor. EBITDA, w tym:	mln PLN	-469	-17	993	1 598
Agro	mln PLN	-303	251	723	881
Plastiki (bez PDH)	mln PLN	-72	-54	-20	111
PDH	mln PLN	-218	-450	-202	0
Chemikalia	mln PLN	-235	-85	155	207
Pozostałe	mln PLN	359	321	337	399

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

oddużania. W naszej equity story najważniejszym czynnikiem jest prawdopodobnie sytuacja makroekonomiczna, która wreszcie się poprawia i dotyczy to nie tylko cen gazu, ale również wyższych cen nawozów, plastików i chemikaliów. Kolejnym pozytywnym czynnikiem jest poprawa otoczenia regulacyjnego: widzimy duże szanse na liberalizację systemu ETS, która może istotnie wesprzeć Azoty (niższe ceny emisji CO<sub>2</sub> i energii).

Wreszcie warunki makroekonomiczne są korzystne dla Azotów i miejmy nadzieję, że się utrzymają. W I kw. br. obserwowaliśmy generalną poprawę warunków makroekonomicznych, ale właśnie w kwietniu stało się to

najbardziej widoczne i widzimy wyraźne odbicie cen większości produktów petrochemicznych i chemicznych, plastików oraz nawozów. Z jednej strony ta sytuacja jest spowodowana blokadą cieśniny Ormuz, a jest to czynnik, który trzeba traktować jako przejściowy; z drugiej mamy wrażenie, że globalne szoki podażowe mają także związek z atakami na zakłady chemiczne w Rosji i Bliskim Wschodzie, co, naszym zdaniem, może być już długotrwałym czynnikiem. Koncentrujemy się przede wszystkim na Rosji, gdzie zmasowane ukraińskie ataki dronami i raketami okazały się szczególnie destrukcyjne dla zakładów chemicznych i tych produkujących nawozy. Z korzyścią dla Azotów (abstrahując od przychodów) następuje stopniowe obniżanie cen gazu pomimo ograniczeń dostaw ze strony QatarEnergy (siła wyższa) i bardzo niskiego poziomu zapasów gazu w Europie. Po raz kolejny podkreślamy, że przy tak jak obecnie ograniczonej widoczności i bardzo dużej niepewności nasze prognozy finansowe należy traktować jako obciążone szczególnym ryzykiem. Niemniej na razie zakładamy, że są szanse na poprawę skons. EBITDA Spółki w 2026 roku do 1 mld zł, co byłoby znaczącą zmianą względem poziomu EBITDA na granicy rentowności obserwowanego w 2025 r. W 2026 r. Azoty mają szansę, by zawalczyć o dodatni poziom wolnych przepływów pieniężnych po raz pierwszy od 3 lat.

**Uważamy, że liberalizacja systemu ETS jest dużą szansą dla Azotów.** Na razie żaden scenariusz dotyczący systemu ETS nie jest pewny, jednak każde obniżenie cen CO<sub>2</sub> lub energii byłoby szczególnie korzystne dla Azotów. Koszty energii i CO<sub>2</sub> Azotów w 2025 r. szacujemy odpowiednio na ok. -1 mld zł oraz -0,7 mld zł. Zakładając umiarkowany scenariusz, w którym zmiany w systemie ETS mogłyby spowodować trwały spadek cen CO o 30%, energii o 10% w Polsce, mogłoby to przełożyć się na istotne oszczędności na poziomie EBITDA dla Spółki sięgające nawet +0,3 mld zł rocznie, nie wspominając o możliwej poprawie kapitału obrotowego netto. Na ten moment nie wprowadzamy żadnych zmian do naszych założeń dotyczących przyszłych kosztów CO ani energii dla Azotów, jednak naszym zdaniem Komisja Europejska może być szczególnie zainteresowana obniżeniem kosztów systemu ETS dla przemysłu (a nie dla sektora energetycznego), zwłaszcza w branżach powiązanych z produkcją żywności. Uważamy, że możliwy jest pozytywny scenariusz, w którym Spółka otrzyma większą pulę uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>.

## 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 jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stopy 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 wycenić 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 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 rozwiązaniymi 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 wycenić 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: 23 kwietnia 2026 r., 7:20.

Dystrybucja niniejszego raportu: 23 kwietnia 2026 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 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 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](mailto: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)

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepiń**  
młodszy analityk

**Michał Zamel**  
asystent analityka

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