

15/2022/FU (110) 25 października 2022

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

Analityk: Łukasz Prokopiuk, CFA

JSW

Sekt/Sektor: Górnictwo  
 Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)  
 Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)  
 Kurs: 37,71 PLN  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 100,00 PLN (↑) 12M przedział kursowy: 33,00-79,00 PLN

Kapitalizacja: 1 129,0 mln US\$  
 Bloomberg: JSW PW  
 Średni obrót dzienny: 8,75 mln US\$  
 Free float: 32%



Źródło: Bloomberg

**Podsumowanie inwestycyjne i rekomendacje**

Szukają nas wyjątkowo niskie poziomy wyceny walorów JSW, które oceniamy jako niezastuzenie tanie i podtrzymujemy pozytywne nastawienie do Spółki (Kupuj/Przeważaj; 12M EFV = 100 zł na akcję). Podwyższamy prognozy finansowe zważywszy na korzystniejsze, niż zakładaliśmy wcześniej warunki makroekonomiczne, oraz oczekujemy wyraźnej poprawy bilansu Spółki. Zakładamy, że pozycja gotówkowa netto na koniec br. przekroczy poziom bieżącej kapitalizacji rynkowej JSW.

Biorąc pod uwagę korzystniejsze niż wcześniej zakładaliśmy warunki makroekonomiczne, podwyższamy nasze krótko- i długoterminowe prognozy finansowe. Przede wszystkim zakładamy większą aprecjacje USD niż poprzednio. Jeszcze kwartał temu oczekiwaliśmy kursu USD/PLN na poziomie 4,45, obecnie przyjmujemy 4,85. Po drugie, podwyższyliśmy oczekiwania wobec cen węgla w krótkim okresie; w sierpniu zakładaliśmy, że średnia cena surowca w IV kw. br. sięgnie 250 USD/ t , teraz na podstawie analizy cen spot przekraczających 310 USD/ t podwyższyliśmy oczekiwania do 300 USD/t. Jednak największa zmiana w naszych założeniach makroekonomicznych dotyczy cen węgla energetycznego. Zaskoczył nas wzrost indeksu PSCMI w sierpniu do 640 zł/ t (340 zł/ t w lipcu); w efekcie zakładamy w IV kw. br. i w 2023 roku 640 zł/t. Znaczące podwyższenie założeń makroekonomicznych przełożyło się na wzrost prognoz wyników finansowych Spółki w latach 2022-24.

Oczekujemy wzrostu pozycji gotówkowej netto na koniec br. powyżej poziomu obecnej kapitalizacji rynkowej JSW. Znakomite warunki makroekonomiczne pozytywnie wpływają na bilans Spółki i oczekujemy, że na koniec br. pozycja gotówkowa netto JSW sięgnie 4,8 mld zł (łącznie z certyfikatami

**Skorygowane zyski:**

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

**Dane podstawowe**

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Sprzedaż	mln PLN	10 629,1	20 679,5	16 088,9	14 940,5
EBITDA	mln PLN	2 482,5	10 413,3	5 318,5	3 760,2
EBIT	mln PLN	1 262,4	9 092,3	3 921,5	2 226,8
Zysk netto	mln PLN	903,7	7 368,7	3 246,1	1 927,5
Skor. EBITDA	mln PLN	2 852,9	10 671,1	5 318,5	3 760,2
Skor. EBIT	mln PLN	1 632,8	9 350,1	3 921,5	2 226,8
Skor. zysk netto	mln PLN	1 203,7	7 577,5	3 246,1	1 927,5
Capex	mln PLN	-1 642,0	-2 500,0	-2 500,0	-2 500,0
FCFF	mln PLN	-22,5	5 223,4	2 317,0	1 027,2
Dług netto (bez zobowiązań z tyt. leasingu)	mln PLN	506,8	-2 331,7	-4 910,2	-6 146,7
Zobowiązania z tyt. leasingu	mln PLN	538,8	538,8	538,8	538,8
Zobowiązania z tyt. faktoringu	mln PLN	507,7	3 000,0	3 000,0	3 000,0
Łączny dług netto	mln PLN	537,9	-4 792,9	-7 371,4	-8 607,9
P/E	x	3,7	0,6	1,4	2,3
P/CE	x	1,8	0,5	1,0	1,3
EV/EBITDA	x	1,7	b.z.	b.z.	b.z.
EV/EBIT	x	3,0	b.z.	b.z.	b.z.
Dług netto/skor. EBITDA	x	0,2	-0,4	-1,4	-2,3
FCFF/EV	%	-0,5	b.z.	b.z.	b.z.
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	117,4	117,4	117,4	117,4

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**Rozbicie skor. EBITDA JSW wg segmentów**

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Skor. EBITDA, w tym:	mln PLN	2 852,9	10 671,1	5 318,5	3 760,2
Segment węglowy	mln PLN	1 673,5	9 986,2	4 428,4	2 999,0
Segment koksu	mln PLN	1 496,3	768,4	690,1	561,2
Pozostałe	mln PLN	-316,9	-83,5	200,0	200,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

**Najbliższe wydarzenia**

1. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2022 roku: 28 listopada

Katalizatory	Czynniki ryzyka
1. Ceny węgla utrzymują się powyżej 300 USD/t	1. Wprowadzenie podatku od nadzwyczajnych zysków w JSW
2. Indeks PSCMI kontynuuje wzrosty w najbliższych miesiącach	2. Wzrost wydatków inwestycyjnych powyżej 3 mld zł w 2023-24
3. Stabilizacja kursu USD na obecnym poziomie w 2023 roku i w ciągu 2024	3. Spadek cen węgla poniżej 250 USD/t w 2023
4. Światowa konsumpcja stali rośnie w 2023 roku	4. Indeks PSCMI spada w najbliższych miesiącach
5. Zwiększenie uzysku węgla do ponad 80% w 2023	5. Wolumen produkcji utrzymuje się poniżej 14,5 mln ton w 2023
6. Wyraźna poprawa bilansu w latach 2023-23	6. Brak poprawy uzysku w 2023
7. Burzowa pogoda w Australii pomaga w utrzymaniu globalnych cen węgla	7. Podejście risk-off odbija się negatywnie na światowych cenach surowców
8. Pozytywny wpływ sankcji nałożonych na Rosję na EBITDA	8. Utrzymujący się negatywny wpływ cen energii elektrycznej i CO2 na koszty operacyjne
9. Spadek cen energii w 2023	9. Dalszy wzrost bazy kosztów w 2023-24

inwestycyjnymi FIZ o wartości 3 mld zł) w porównaniu do 538 mln zł długu netto na koniec ub. roku. Pomimo generowanej ostatnio mocnej EBITDA i dobrych przepływów pieniężnych kurs akcji JSW zachowuje się kiepsko, a kapitalizacja rynkowa spadła do 4,4 mld zł. Mnożniki wyceny JSW wydają się absurdalnie niskie: przyszłe P/E w granicach 0,6x-2,3x w 2022-24, a EV/EBITDA niepoliczalne ze względu na rosnącą pozycję gotówkową, przekraczającą kapitalizację.

## 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 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 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: 26 października 2022 r., 7:10.

Dystrybucja niniejszego raportu: 26 października 2022 r., 7:20.

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, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 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 wyłączonego 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.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył na rzecz JSW usługi maklerskie na TGE i otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenie stosownie do podpisanej umowy.

DM BOŚ S.A. jest animatorem rynku dla akcji i kontraktów terminowych spółki JSW.

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.

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

**Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu w języku angielskim dostępna na stronie [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl).**

**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 podstawowe i konsumenne,  
Ochrona zdrowia i biotechnologia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumenne, gry wideo)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

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

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

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

**Mikołaj Stepien**  
asystent analityka

**Michał Zamel**  
asystent analityka

Copyright © 2022 by DM BOŚ S.A.

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