

Powrót do przyszłości

Od naszego poprzedniego raportu akcje Text spadły o 26% (Total Return) i zachowywały się 45 pp słabiej od WIG. Spółka była pod presją: 1) rozczarowujących odczytów MRR (ujemne dynamiki kw./kw.); 2) wyższej inflacji bazy kosztowej; 3) globalnej presji na wyceny spółek technologicznych. Ta kombinacja sprowadziła wycenę do ok. 8x FWD C/Z, czyli w okolice historycznych minimów. Odzwierciedla to mocno negatywny sentyment inwestorów do spółki, która nie rozpieszczała ani wynikami, ani KPIs, ani tempem wprowadzania nowego produktu (Text App / Text).

Jednocześnie dostrzegamy w obecnej wycenie okazję inwestycyjną biorąc pod uwagę: 1) zahamowanie spadku MRR na początku 2026; 2) bardziej ustabilizowaną bazę kosztową; 3) wyłaniający się kształt odświeżonego pozycjonowania i dystrybucji produktów (priorytet spółki na 2026); 4) nieliniową zależność wycen spółek technologicznych od wzrostu lub jego braku. Podnosimy naszą rekomendację do KUPUJ z ceną docelową 45 PLN (24% upside).

Stabilizacja to już pewien sukces

Wyniki 3Q25/26 pokazały, że Text najtrudniejszy moment może mieć już za sobą. Baza kosztowa wygląda na ustabilizowaną, a MRR w dwóch pierwszych miesiącach 2026 był płaski po spadkach w 2H25. Zakładamy, że MRR powinien zacząć stopniowo się poprawiać w kolejnych miesiącach bieżącego roku, m.in. dzięki coraz bardziej widocznemu efektowi podwyżek cen w 4Q25. Uważamy, że przy bieżącej wycenie stabilizacja wyników może być odebrana przez rynek pozytywnie.

Wolniejszy rozpęd Text App / Text, ale lepiej widać pomysł strategiczny

Spółka studzi oczekiwania wobec nowego zintegrowanego produktu, przynajmniej na kilka kwartałów; ok. 700 klientów pozostaje w fazie testowej od jesieni. Jednocześnie dedykowana strona internetowa [www.text.com](http://www.text.com) jasno pokazuje, że w wyścigu AI Text chce akcentować wpływ swojego rozwiązania na sprzedaż, a nie jedynie redukcję kosztów obsługi. To podejście wyróżnia firmę na tle konkurentów.

Jest ryzyko, jest zabawa

Potencjał wzrostu rzędu 24% zwykle wiąże się z podwyższonym ryzykiem. W kontekście AI z pewnością wolelibyśmy, żeby spółka była głębiej zintegrowana z biznesami swoich klientów. Ponadto zakładana przez nas poprawa operacyjna oznacza głównie stabilizację, a nie silną dynamikę wyników. Z drugiej strony, Text ma unikatową ekspozycję na obecne otoczenie makro – niskie mnożniki oznaczają relatywnie (vs. inne spółki technologiczne) małą wrażliwość na potencjalnie wyższą ścieżkę stóp, a 95% przychodów jest w umacniającym się USD.

| mln PLN    | 23/24 | 24/25 | 25P/26P | 26P/27P | 27P/28P |
|------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| Przychody  | 335   | 354   | 331     | 340     | 362     |
| EBITDA     | 198   | 202   | 152     | 148     | 152     |
| EBIT       | 178   | 177   | 126     | 120     | 123     |
| Zysk netto | 166   | 165   | 115     | 112     | 114     |
| P/E        | 19,0  | 11,2  | 8,1     | 8,3     | 8,2     |
| EV/EBITDA  | 11,3  | 6,4   | 5,6     | 5,8     | 5,6     |
| EPS        | 6,45  | 6,39  | 4,48    | 4,35    | 4,43    |
| DPS        | 5,95  | 5,98  | 6,06    | 4,26    | 4,13    |
| FCF        | -     | 108   | 104     | 106     | 108     |
| CAPEX      | 30    | 31    | 34      | 35      | 37      |

Źródło: Spółka, BM PKO BP

Data publikacji

18 marca 2026, 18:15

Informacje

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Kurs akcji (PLN)          | 36,18 |
| Upside                    | 24%   |
| Liczba akcji (mln)        | 25,75 |
| Kapitalizacja (mln PLN)   | 932   |
| Free float                | 59%   |
| Free float (mln PLN)      | 547   |
| Free float (mln USD)      | 148   |
| EV 2026 (mln PLN)         | 851   |
| Dług netto 2026 (mln PLN) | -80   |

Tickery

|           |               |
|-----------|---------------|
| Bloomberg | TXT PW Equity |
| Reuters   | TXTPWA        |

Ranking ESG

|     |        |
|-----|--------|
| ESG | - / 10 |
|-----|--------|

Dywidenda

|                 |       |
|-----------------|-------|
| Stopa dywidendy | 16,7% |
| Ex-div          | -     |

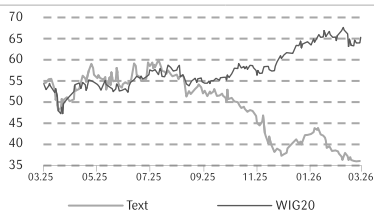
Główni akcjonariusze

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Shareholders' agreement | 41,3% |
| Allianz OFE             | 9,4%  |
| NN OFE                  | 6,2%  |
| -                       | -     |

Poprzednie rekomendacje

|         |          |      |
|---------|----------|------|
| Trzymaj | 10.09.25 | 57,0 |
| Trzymaj | 24.04.25 | 56,5 |

Kurs akcji



|                                |                   |
|--------------------------------|-------------------|
| 1m   6m   12m                  | -7%   -31%   -33% |
| Min   Max 52 tyg. (PLN)        | 36,0   60,0       |
| Średni dzienny obrót (mln PLN) | 3,21              |

Analitik

Andrzej Rembelski, CFA  
+48 666 820 870  
[andrzej.rembelski@pkobp.pl](mailto:andrzej.rembelski@pkobp.pl)

Adres:

BM PKO BP  
ul. Świętokrzyska 36  
00-116 Warszawa

## Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki porównywalne notowane w USA.

Według naszych obliczeń cena docelowa Text to 45 PLN na akcję.

### DCF model

Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2025/26P-2029/30P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności MRR, kurs USDPLN, koszty w układzie rodzajowym, nakłady inwestycyjne oraz pozycje bilansowe.

Faza druga trwa od 2029/30P i zakładamy, że spółka będzie kontynuowała swoją działalność w nieskończoność.

W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,0% rocznie.

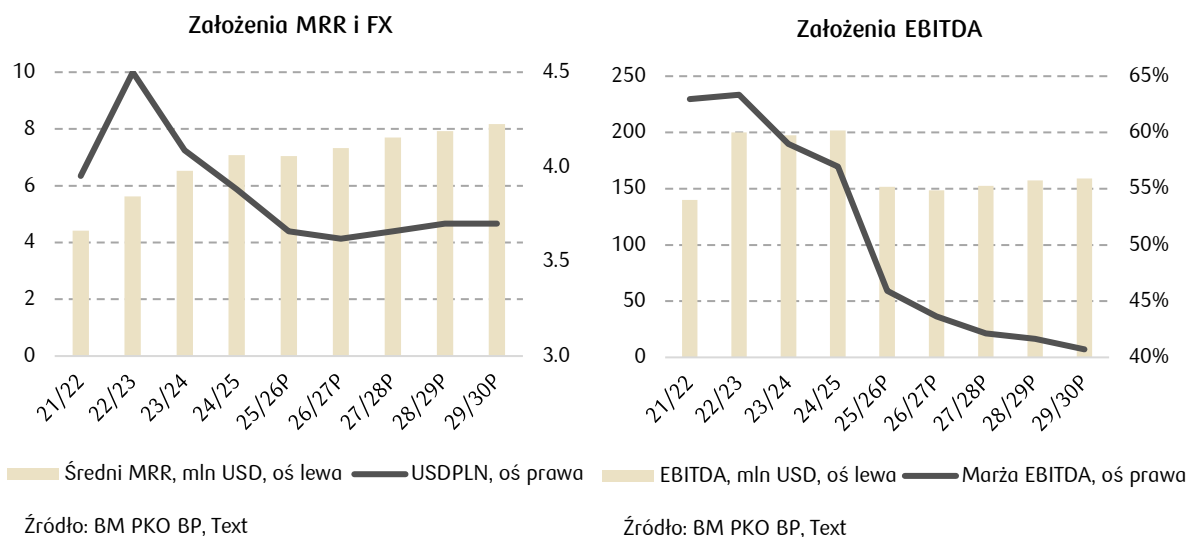
Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 5,0%. Beta jest założona na poziomie 1,4x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. 7% stopa podatkowa odzwierciedla ulgę IP Box.

Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 marca 2026 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

### Zmiany prognoz PKO BP

| mln PLN    | 2025/26P |        |          | 2026/27P |        |          | 2027/28P |        |          |
|------------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|
|            | Nowa     | Poprz. | zmiana % | Nowa     | Poprz. | zmiana % | Nowa     | Poprz. | zmiana % |
| Przychody  | 331      | 329    | 1%       | 340      | 343    | -1%      | 362      | 377    | -4%      |
| EBITDA     | 152      | 156    | -3%      | 148      | 156    | -5%      | 153      | 172    | -11%     |
| Zysk netto | 115      | 121    | -5%      | 112      | 120    | -7%      | 114      | 121    | -6%      |

Źródło: BM PKO BP



**Model DCF**

| mln PLN                                   | 2025/26P     | 2026/27P   | 2027/28P   | 2028/29P   | 2029/30P   | 2029/30P<  |
|-------------------------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>EBIT</b>                               | <b>126</b>   | <b>120</b> | <b>123</b> | <b>126</b> | <b>125</b> | <b>124</b> |
| Stopa podatkowa                           | 7%           | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>117</b>   | <b>112</b> | <b>114</b> | <b>117</b> | <b>116</b> | <b>115</b> |
| CAPEX                                     | -34          | -35        | -37        | -40        | -42        | -35        |
| Amortyzacja                               | 26           | 28         | 30         | 32         | 34         | 37         |
| Kapitał obrotowy                          | 0            | 0          | 1          | 1          | 0          | 0          |
| Leasing                                   | -1           | -1         | -1         | -2         | -2         | -2         |
| <b>FCF</b>                                | <b>108</b>   | <b>104</b> | <b>106</b> | <b>108</b> | <b>107</b> | <b>115</b> |
| WACC                                      | 12.0%        | 12.0%      | 12.0%      | 12.0%      | 12.0%      | 12.0%      |
| Współczynnik dyskonta                     | 0.00         | 0.89       | 0.80       | 0.71       | 0.64       |            |
| <b>DFCF</b>                               | <b>0</b>     | <b>92</b>  | <b>84</b>  | <b>77</b>  | <b>68</b>  |            |
| <b>Wzrost w fazie II</b>                  | <b>1.0%</b>  |            |            |            |            |            |
| Suma DFCF - Faza I                        | 322          |            |            |            |            |            |
| Suma DFCF - Faza II                       | 664          |            |            |            |            |            |
| <b>Wartość Firmy (EV)</b>                 | <b>985</b>   |            |            |            |            |            |
| Dług / gotówka netto (bez leasingu)       | -80          |            |            |            |            |            |
| Udziały mniejszości & pozostałe aktywa    | 0            |            |            |            |            |            |
| <b>Wartość godziwa na 31.03.2026</b>      | <b>1,066</b> |            |            |            |            |            |
| Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)       | 25.8         |            |            |            |            |            |
| Wartość godziwa na akcję                  | 41.4         |            |            |            |            |            |
| Odcięte dywidendy                         | 1.15         |            |            |            |            |            |
| <b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b> | <b>45.0</b>  |            |            |            |            |            |
| Cena bieżąca                              | 36.2         |            |            |            |            |            |
| Oczekiwana stopa zwrotu                   | 24.4%        |            |            |            |            |            |

Źródło: prognozy DM PKO BP

**WACC**

|                                | 2025/26P     | 2026/27P     | 2027/28P     | 2028/29P     | 2029/30P     | 2029/30P<    |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka          | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| Premia rynkowa                 | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| Beta                           | 1.40         | 1.40         | 1.40         | 1.40         | 1.40         | 1.40         |
| Premia za ryzyko długu         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| Stopa podatkowa                | 7.0%         | 7.0%         | 7.0%         | 7.0%         | 7.0%         | 7.0%         |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> |
| <b>Koszt długu</b>             | <b>5.6%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>5.6%</b>  | <b>5.6%</b>  |
| Waga kapitału własnego         | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       |
| Waga długu                     | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>WACC</b>                    | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> | <b>12.0%</b> |

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Analiza wrażliwości

|      |       | Wzrost w fazie II |      |      |      |      |
|------|-------|-------------------|------|------|------|------|
|      |       | 0.0%              | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
| WACC | 11.0% | 45.0              | 46.4 | 47.9 | 49.6 | 51.4 |
|      | 11.5% | 43.8              | 45.0 | 46.4 | 47.9 | 49.6 |
|      | 12.0% | 42.6              | 43.8 | 45.0 | 46.4 | 47.9 |
|      | 12.5% | 41.6              | 42.6 | 43.8 | 45.0 | 46.4 |
|      | 13.0% | 40.6              | 41.6 | 42.6 | 43.8 | 45.0 |

Źródło: DM PKO BP

| Wskaźnik                           | 2025/26P |
|------------------------------------|----------|
| EPS, GAAP (PLN)                    | 4.48     |
| Przychody (mn PLN)                 | 330.6    |
| Marża Brutto %                     | 66.7%    |
| EBIT (mn PLN)                      | 125.6    |
| EBITDA (mn PLN)                    | 151.8    |
| Zysk netto, GAAP (mn PLN)          | 115.4    |
| Dług netto (mn PLN)                | -80.2    |
| BPS (PLN)                          | 5.39     |
| DPS (PLN)                          | 6.06     |
| Rentowności kapitału własnego %    | 83.1%    |
| Wskaźnik rentowności aktywów %     | 50.1%    |
| Deprecjacja (mn PLN)               | 26.2     |
| Amortyzacja (mn PLN)               | 0.0      |
| Wolne przepływy pieniężne (mn PLN) | 103.6    |
| CAPEX (mn PLN)                     | 35.5     |

Źródło: BM PKO BP

## WYCENA PORÓWNAWCZA

| Spółka          | C/Z         |             |             | EV/EBITDA   |            |            |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
|                 | 2026P       | 2027P       | 2028P       | 2026P       | 2027P      | 2028P      |
| HubSpot         | 21.2        | 17.2        | 14.4        | 13.8        | 11.2       | 10.4       |
| Salesforce      | 16.5        | 14.8        | 13.1        | 10.6        | 9.9        | 9.0        |
| Freshworks      | 14.1        | 11.6        | 9.1         | 7.4         | 6.0        | 4.0        |
| Domo            | -           | 112.1       | 22.4        | 9.3         | 7.2        | 6.1        |
| Intapp          | 24.1        | 19.1        | 15.7        | 16.5        | 13.3       | 10.4       |
| Riskified       | 18.5        | 12.4        | 13.4        | 12.8        | 8.1        | 6.3        |
| <b>Mediana</b>  | <b>18.5</b> | <b>16.0</b> | <b>13.9</b> | <b>11.7</b> | <b>9.0</b> | <b>7.6</b> |
| Text            | 8.3         | 8.2         | 8.0         | 5.7         | 5.6        | 5.4        |
| premia/dyskonto | -55%        | -49%        | -43%        | -51%        | -38%       | -29%       |

Źródło: BM PKO BP, Bloomberg

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                                      | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25P/26P | 26P/27P | 27P/28P | 28P/29P |
|--------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | 223   | 316   | 335   | 354   | 331     | 340     | 362     | 378     |
| EBITDA                                                       | 140   | 199   | 198   | 202   | 152     | 148     | 152     | 157     |
| Zysk z działalności operacyjnej                              | 128   | 185   | 178   | 177   | 126     | 120     | 123     | 126     |
| Zysk przed opodatkowaniem                                    | 128   | 185   | 178   | 178   | 125     | 120     | 123     | 126     |
| Podatek dochodowy                                            | -9    | -13   | -12   | -13   | -10     | -8      | -9      | -9      |
| Zysk (strata) netto                                          | 119   | 172   | 166   | 165   | 115     | 112     | 114     | 117     |

| Bilans                                   | 21/22      | 22/23      | 23/24      | 24/25      | 25P/26P    | 26P/27P    | 27P/28P    | 28P/29P    |
|------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Aktywa Trwałe</b>                     | <b>42</b>  | <b>60</b>  | <b>76</b>  | <b>89</b>  | <b>96</b>  | <b>104</b> | <b>111</b> | <b>119</b> |
| Wartości niematerialne i prawne          | 39         | 57         | 69         | 77         | 84         | 91         | 99         | 107        |
| Rzeczowe aktywa trwałe                   | 3          | 3          | 2          | 6          | 6          | 6          | 6          | 6          |
| Inwestycje                               | 1          | 1          | 5          | 6          | 6          | 6          | 6          | 6          |
| <b>Aktywa Obrotowe</b>                   | <b>96</b>  | <b>137</b> | <b>134</b> | <b>138</b> | <b>134</b> | <b>129</b> | <b>130</b> | <b>131</b> |
| Zapasy                                   | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Należności                               | 39         | 40         | 48         | 58         | 52         | 53         | 56         | 59         |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe         | 0          | 1          | 1          | 2          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne | 56         | 96         | 85         | 78         | 80         | 74         | 72         | 71         |
| <b>Aktywa razem</b>                      | <b>138</b> | <b>197</b> | <b>210</b> | <b>227</b> | <b>230</b> | <b>233</b> | <b>241</b> | <b>251</b> |
| <b>Kapitał Własny</b>                    | <b>125</b> | <b>175</b> | <b>127</b> | <b>136</b> | <b>139</b> | <b>141</b> | <b>149</b> | <b>157</b> |
| Kapitały mniejszości                     | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Zobowiązania</b>                      | <b>13</b>  | <b>22</b>  | <b>84</b>  | <b>91</b>  | <b>91</b>  | <b>92</b>  | <b>93</b>  | <b>93</b>  |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>       | <b>1</b>   | <b>0</b>   | <b>2</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   |
| Kredyty i pożyczki                       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe        | 1          | 0          | 2          | 6          | 6          | 6          | 6          | 6          |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>      | <b>13</b>  | <b>22</b>  | <b>81</b>  | <b>84</b>  | <b>85</b>  | <b>85</b>  | <b>86</b>  | <b>87</b>  |
| Kredyty i pożyczki                       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Zaliczki                                 | 0          | 5          | 1          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe        | 11         | 15         | 12         | 14         | 15         | 15         | 16         | 17         |
| <b>Pasywa razem</b>                      | <b>138</b> | <b>197</b> | <b>210</b> | <b>227</b> | <b>230</b> | <b>233</b> | <b>241</b> | <b>251</b> |

| Rachunek Przepływów Pieniężnych                            | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25P/26P | 26P/27P | 27P/28P | 28P/29P |
|------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej   | 115   | 195   | 178   | 180   | 150     | 140     | 143     | 148     |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej | -17   | -32   | -30   | -31   | -34     | -35     | -37     | -40     |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej    | -97   | -114  | -158  | -156  | -114    | -111    | -108    | -110    |

| Wskaźniki  | 21/22  | 22/23  | 23/24  | 24/25  | 25P/26P | 26P/27P | 27P/28P | 28P/29P |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| ROE        | 102,7% | 114,7% | 110,0% | 125,1% | 83,8%   | 80,0%   | 78,6%   | 76,3%   |
| Dług netto | -56    | -96    | -85    | -78    | -80     | -74     | -72     | -71     |

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

|                      |                        |                 |                                |
|----------------------|------------------------|-----------------|--------------------------------|
| Emil Łobodziński     | (doradca inwestycyjny) | (022) 521 89 13 | emil.lobodzinski@pkobp.pl      |
| Konrad Maślankiewicz | (analitik)             | (022) 521 52 04 | konrad.maslankiewicz@pkobp.pl  |
| Paweł Małmyga        | (analiza techniczna)   | (022) 521 65 73 | pawel.malmyga@pkobp.pl         |
| Przemysław Smoliński | (analiza techniczna)   | (022) 521 79 10 | przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl |

|                   |                  |                 |                            |
|-------------------|------------------|-----------------|----------------------------|
| Andrzej Rembelski | (energetyka, IT) | (022) 521 79 03 | andrzej.rembelski@pkobp.pl |
|-------------------|------------------|-----------------|----------------------------|

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

|                    |            |                 |                             |
|--------------------|------------|-----------------|-----------------------------|
| Paweł Kodym        | (dyrektor) | (022) 521 80 14 | pawel.kodym@pkobp.pl        |
| Michał Petruczeńko |            | (022) 521 79 69 | michal.petruczenko@pkobp.pl |
| Ewa Kalinowska     |            | (022) 521 79 88 | ewa.kalinowska.2@pkobp.pl   |
| Grzegorz Klepacki  |            | (022) 521 78 76 | grzegorz.klepacki@pkobp.pl  |
| Joanna Makowska    |            | (022) 342 99 34 | joanna.makowska@pkobp.pl    |
| Jacek Gaszewski    |            | (022) 342 99 28 | jacek.gaszewski@pkobp.pl    |
| Ewald Wysomirski   |            | (022) 521 78 39 | ewald.wysomirski@pkobp.pl   |
| Przemysław Lasota  |            | (022) 580 33 14 | przemyslaw.lasota@pkobp.pl  |
| Tomasz Zabrocki    |            | (022) 521 82 13 | tomasz.zabrocki@pkobp.pl    |

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

Niniejsza Publikacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe tych raportów.

Publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

# Zastrzeżenia

## Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

| Rekomendacja: | Liczba rekomendacji: |
|---------------|----------------------|
| Kupuj         | 42 (39%)             |
| Trzymaj       | 27 (25%)             |
| Sprzedaj      | 16 (15%)             |

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

| Emitent | Zastrzeżenie                                                   |
|---------|----------------------------------------------------------------|
| Text    | 1. NIE 2. NIE 3. NIE 4. NIE 5. NIE 6. NIE 7. NIE 8. NIE 9. NIE |

## Objaśnienia:

- W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
- BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
- BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

## Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Text.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

## Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

## Zastrzeżenia

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0”:

| Spółka            | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Cena odnośna* | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E  |       |       | EV/EBITDA |       |       | Analityk             |
|-------------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------------|------|-------|-------|-----------|-------|-------|----------------------|
|                   |              |                   |               |               |                         | 2024 | 2025P | 2026P | 2024      | 2025P | 2026P |                      |
| Text              | Trzymaj      | 2025-09-10        | 57.00         | 53.20         | 987.8                   | 19.0 | 11.2  | 8.2   | 11.3      | 6.4   | 5.8   | Andrzej Rembelski    |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj        | 2025-09-10        | 34.00         | 28.30         | 624.24                  | nm   | nm    | 12.8  | -6.6      | -5.4  | 7.7   | Dawid Górzyński      |
| Arctic Paper      | Sprzedaj     | 2025-09-11        | 8.3           | 8.93          | 573.7                   | 9.2  | nm    | 32.1  | 4.0       | 8.8   | 5.0   | Alicja Marcinkiewicz |
| Selvita           | Kupuj        | 2025-09-11        | 41            | 33.70         | 816.8                   | nm   | nm    | 24.5  | 20.9      | 15.1  | 9.2   | Dawid Górzyński      |
| Arctic Paper      | Trzymaj      | 2025-11-12        | 8.3           | 8.14          | 573.7                   | 9.2  | nm    | 32.1  | 4.0       | 8.8   | 5.0   | Alicja Marcinkiewicz |
| Selvita           | Kupuj        | 2025-11-26        | 55            | 46.40         | 816.8                   | nm   | nm    | 24.5  | 20.9      | 15.1  | 9.2   | Dawid Górzyński      |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj        | 2025-12-11        | 32            | 27.00         | 624.2                   | nm   | nm    | 12.8  | -6.6      | -5.4  | 7.7   | Dawid Górzyński      |
| Text              | Kupuj        | 2026-03-19        | 45            | 36.18         | 931.6                   | 19.0 | 11.2  | 8.1   | 11.3      | 6.4   | 5.6   | Andrzej Rembelski    |

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu