



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 11,54 PLN

09 KWIECIEŃ 2026, 23:55 CET/CEST

W bieżącej aktualizacji raportu analitycznego utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory, jednocześnie obniżając cenę docelową do 11,54 PLN/akcję (poprzednio 12,69 PLN). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie notowana przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie około 3,4x dla 2026 roku. Oczekiwany przez nas strumień dywidendy w 2026 roku wynosi 0,5 PLN/akcję, co przy obecnym kursie implikuje rentowność dywidendy na poziomie około 6%.

Okres Q4 jest tradycyjnie dla Agory kluczowym kwartałem w skali roku kalendarzowego. Wyniki za Q4 2025 okazały się wyższe od naszych wcześniejszych oczekiwań na poziomie skor. EBIT o blisko 13% (spółka odnotowała mocny wynik w segmencie radiowym oraz niższą stratę na pozycjach nieprzypisanych do segmentów). Łącznie skor. EBIT w Q4 2025 wyniósł blisko 51,9 mln PLN, wobec naszych oczekiwań na poziomie 45,9 mln PLN.

Przyjęta przez nas średnioterminowa ścieżka wynikowa dla Agory została obniżona, jednak pozostaje wzrostowa w ujęciu LTM. W 2026 roku spodziewamy się dalszej poprawy wyników w segmencie radiowym oraz niewielkiego spadku r/r w segmencie film i książka (głównie jako efekt wysokiej bazy w działalności filmowej z 2025 roku). Nasz scenariusz bazowy na 2026 rok zakłada wzrost skor. EBIT do 109,1 mln PLN (+15,3% r/r). Przyjęta symulacja wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 62,7 mln PLN (-19,4% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na przychody reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa), wraz z pozycjami uzgadniającymi, powinny wypracować skor. EBIT na poziomie około 46,5 mln PLN (+175% r/r). W ujęciu nominalnym zakładamy, że skor. EBIT Agory wzrośnie o 14,5 mln PLN względem 2025 roku (w segmencie film i książka uwzględniamy spadek o 15,1 mln PLN, natomiast w pozostałych obszarach wzrost o 29,6 mln PLN).

Mamy jednocześnie nieodparte wrażenie, że po konferencji wynikowej Agory za 2025 rok – przynajmniej z perspektywy części inwestorów – nadal pozostało kilka kluczowych kwestii bez odpowiedzi. Istotnym elementem wyznaczonych kierunków strategicznych był dalszy rozwój oraz utrzymanie pozycji lidera w obszarze reklamy zewnętrznej w Polsce. W naszym odczuciu 2025 rok był jednak wyjątkowo trudnym okresem dla tego segmentu, a wyniki za Q4 2025 wskazują, że w tym obszarze biznesowym Agora może mierzyć się z ryzykiem trwałej utraty wartości. Dlatego nie należy lekceważyć ryzyka, że w kolejnych kwartałach dobre wyniki osiągnęte w poszczególnych obszarach Agory będą nadal przyćmione przez pesymizm związany z segmentem reklamy zewnętrznej. Potencjalna utrata pozycji lidera rynku OOH w Polsce stanowi istotne obciążenie dla sentymentu inwestycyjnego oraz poziomu akceptowalnej wyceny, ponieważ ten obszar biznesowy miał stanowić jedno z istotnych źródeł dalszej kreacji wartości.

Wycena końcowa [PLN]	11,54
Wycena DCF [PLN]	11,58
Wycena mnożnikowa [PLN]	11,51
Potencjał do wzrostu / spadku	+38,7%

Cena rynkowa [PLN]	8,32
Kapitalizacja [PLN m]	388
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-14,9	-21,6
6M stopa zwrotu	-10,5	-30,5
YTD stopa zwrotu	-8,6	-19,1
12M stopa zwrotu	-7,1	-54,4

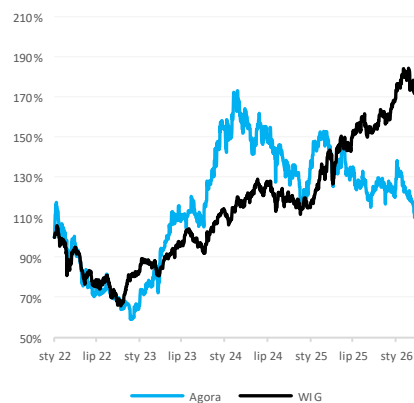
(1) - absolutna stopa zwrotu
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat (udział w kapitale):	
Agora-Holding	11,6%
PTE PZU	17,7%
Media Dev.Investment Fund	11,5%
NN PTE	6,35%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	1 424	1 504	1 607	1 662	1 745	1 818
EBITDA skor. [PLN m]	228	257	280	322	352	371
EBIT skor. [PLN m]	59	85	95	109	149	173
Wynik netto [PLN m]	65	15	23	39	81	106
P/E (x)	5,9	26,5	17,0	9,9	4,8	3,7
EV/Przychody (x)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	4,6	4,3	4,0	3,4	3,0	2,8
EV/EBIT (x)	17,9	13,1	11,8	10,1	7,2	6,1
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,25	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	3,0%	6,0%	7,8%	9,6%



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	5
WYCENA DCF	6
WYCENA MNOŻNIKOWA	8
WYNIKI AGORY ZA Q4 2025	11
DŁUG FINANSOWY	15
ROK 2027 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?	16
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącej aktualizacji raportu analitycznego utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory, jednocześnie obniżając cenę docelową do 11,54 PLN/akcję (poprzednio 12,69 PLN). Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Metoda DCF implikuje wartość na poziomie 11,58 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (4,0x) dla lat 2025–2027 wskazuje na cenę 11,51 PLN/akcję. Końcowa wycena, wynosząca 11,54 PLN/akcję, stanowi średnią arytmetyczną wyników uzyskanych z obu metod. Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie notowana przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie około 3,4x dla 2026 roku. Oczekiwany przez nas strumień dywidendy w 2026 roku wynosi 0,5 PLN/akcję, co przy obecnym kursie implikuje rentowność dywidendy na poziomie około 6%.

Podsumowanie wyceny Agory

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	11,58
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	11,51
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	11,54

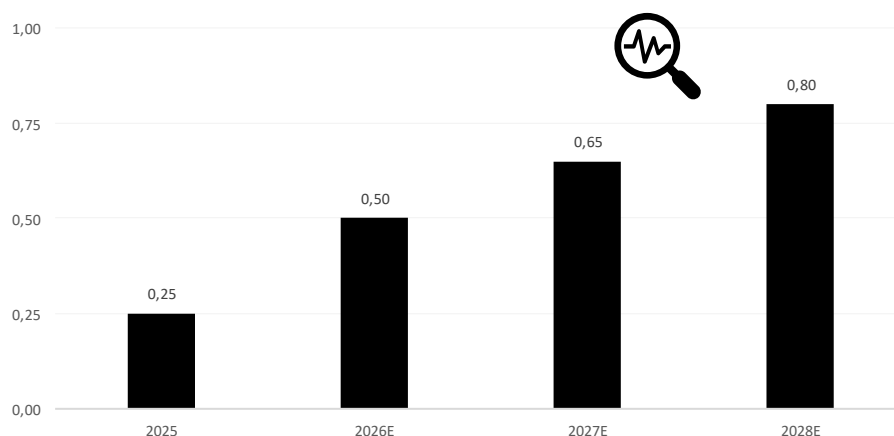
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki za Q4 2025 były powyżej naszych oczekiwań. **Przyjęta przez nas średnioterminowa ścieżka wynikowa dla Agory została obniżona, jednak pozostaje wzrostowa w ujęciu LTM. W 2026 roku spodziewamy się dalszej poprawy wyników w segmencie radiowym oraz niewielkiego spadku r/r w segmencie film i książka (głównie jako efekt wysokiej bazy w działalności filmowej z 2025 roku). Nasz scenariusz bazowy na 2026 rok zakłada wzrost skor. EBIT do 109,1 mln PLN (+15,3% r/r).** Skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 62,7 mln PLN (-19,4% r/r). Pozostałe segmenty z ekspozycją na przychody reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa), wraz z pozycjami uzgadniającymi, powinny wypracować skor. EBIT na poziomie około 46,5 mln PLN (+175% r/r). W ujęciu nominalnym zakładamy, że skor. EBIT Agory wzrośnie o 14,5 mln PLN względem 2025 roku (w segmencie film i książka uwzględniamy spadek o 15,1 mln PLN, natomiast w pozostałych obszarach wzrost o 29,6 mln PLN).

W okresie 2026–2027 oczekujemy pozytywnych efektów inicjatywy 1Digital Agora. Od kilku miesięcy w spółce postępuje integracja zespołów i produktów. Zmodyfikowany model operacyjny – jak rozumiemy – powinien w odczuwalny sposób przełożyć się na poprawę efektywności organizacji. Jak wskazuje spółka, projekt 1Digital Agora „...integruje technologię, dane i zasięg serwisów digitalowych Agory w jeden spójny ekosystem z uproszczoną ścieżką zakupową...”. Projekt ma również umożliwić „...zaoferowanie kompleksowej oferty omnichannelowej, wykorzystującej potencjał zasobów...”.

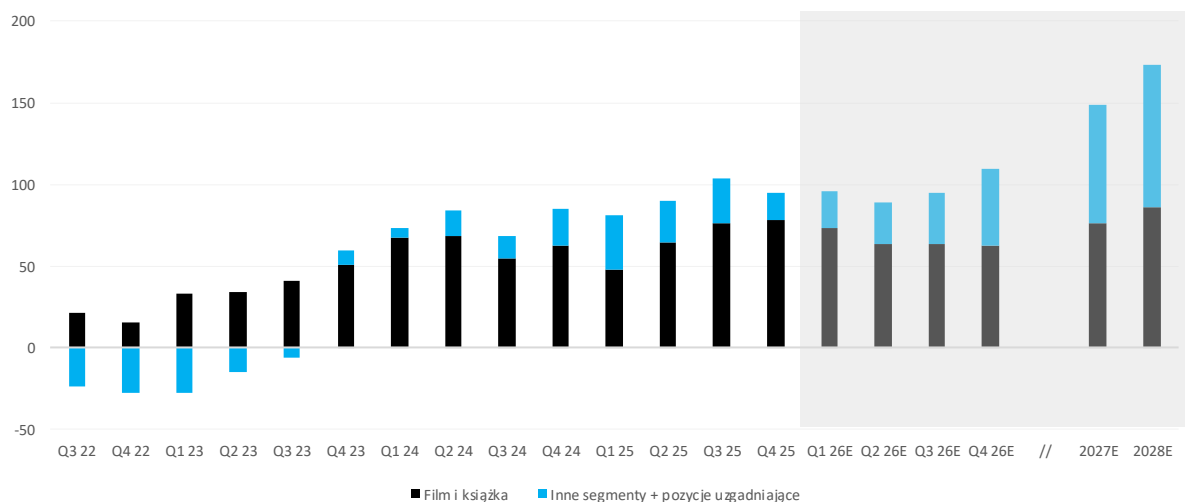
Jednocześnie mamy nieodparte wrażenie, że po konferencji wynikowej Agory za 2025 rok – przynajmniej z perspektywy części inwestorów – nadal pozostało kilka kluczowych kwestii bez odpowiedzi. Istotnym elementem wyznaczonych kierunków strategicznych był dalszy rozwój oraz utrzymanie pozycji lidera w obszarze reklamy zewnętrznej w Polsce. W naszym odczuciu 2025 rok był jednak wyjątkowo trudnym okresem dla tego segmentu, a wyniki za Q4 2025 wskazują, że w tym obszarze biznesowym Agora może mierzyć się z ryzykiem trwałej utraty wartości. Zgodnie z naszymi wcześniejszymi komentarzami, w symulacji średnioterminowej uwzględniamy scenariusz słabych odczytów r/r w tym segmencie (konsolidacja przejętego podmiotu Synergic będzie prawdopodobnie częściowo ograniczać skalę spadku wyników segmentu). Dlatego **nie należy lekceważyć ryzyka, że w kolejnych kwartałach dobre wyniki osiągnęte w poszczególnych obszarach Agory będą nadal przyćmione przez pesymizm związany z segmentem reklamy zewnętrznej.** Potencjalna utrata pozycji lidera rynku OOH w Polsce stanowi istotne obciążenie dla sentymentu inwestycyjnego oraz poziomu akceptowalnej wyceny, ponieważ ten obszar biznesowy miał stanowić jedno z istotnych źródeł dalszej kreacji wartości.

DPS w 2025 roku i zakładany przez nas przyszły strumień wypłat dywidend na lata 2026-2028 [PLN/akcję]



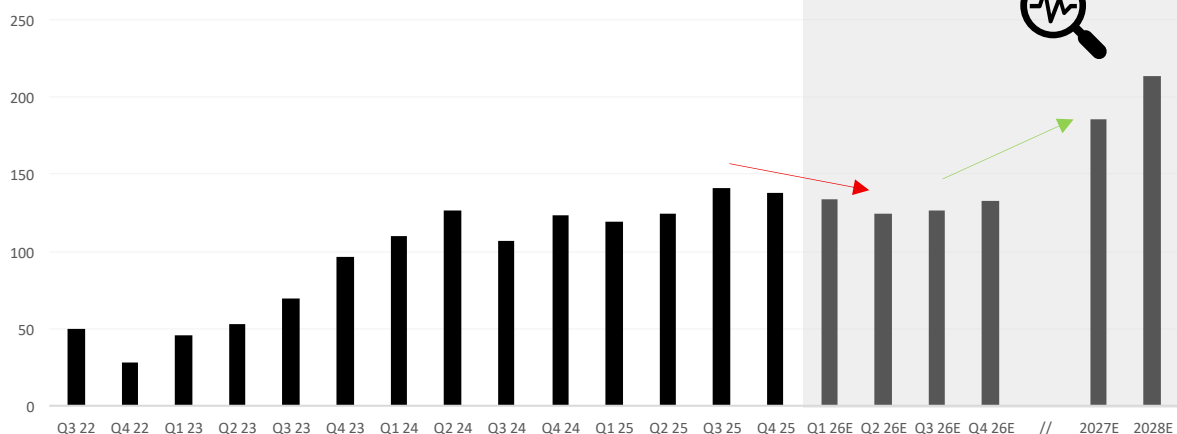
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych obszarów Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



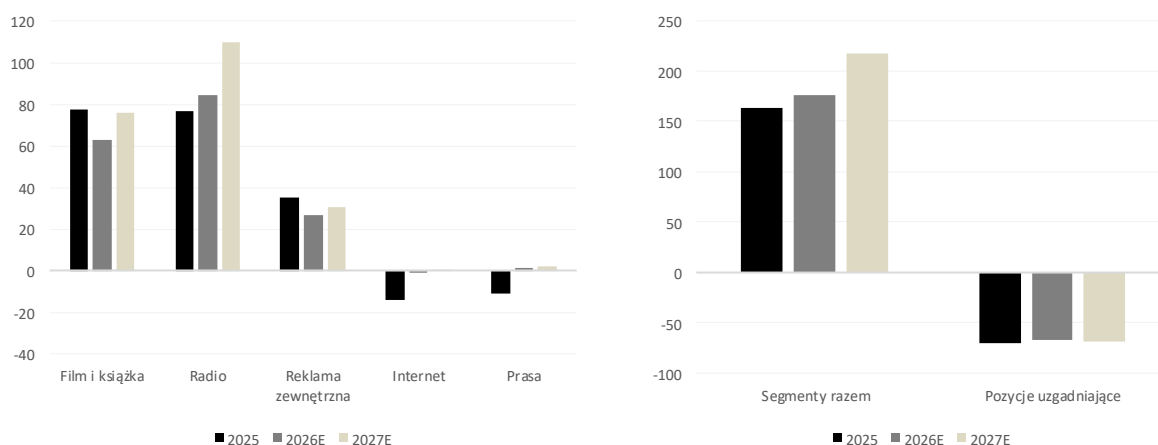
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu: skor. EBITDA minus skor. koszty finansowe netto w ujęciu LTM
(koszty ujmują obsługę płatności leasingowych) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane za 2025 rok oraz nasze założenia na lata 2026-2027 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Rynek kinowy

Rynek kinowy w Polsce po pandemii stopniowo odbudowuje swoją wartość (wzrost frekwencji w ujęciu LTM oraz odczuwalnie wyższe średnie ceny biletów). Jednocześnie zakładamy, że w najbliższych latach liczba multipleksów w Polsce może się zmniejszyć. Należy zatem uwzględnić scenariusz, w którym także Helios dokona przeglądu własnej bazy multipleksów, szczególnie w momentach podejmowania decyzji o odnowieniu umów najmu (przykładem takiego działania było zamknięcie w Q3 2025 multipleksu w Rzeszowie).

Stany Zjednoczone pozostają kluczowym rynkiem kształtującym globalną branżę kinową. Informacja o planowanym przejęciu kontroli nad Warner Bros. Discovery przez Paramount Skydance stanowi, w naszym odczuciu, pozytywny sygnał dla operatorów multipleksów. Wcześniej, przez wiele miesięcy, inwestorzy obserwowali intensywną rywalizację o przejęcie tych aktywów. Należy również uwzględnić, że po okresie pandemii dwie największe sieci multipleksów w USA nadal znajdują się w procesie odbudowy płynności (AMC oraz Regal). Trzecim istotnym graczem jest Cinemark, posiadający blisko 15% udziału w rynku, który notuje solidne wyniki (historycznie funkcjonował przy relatywnie niskim poziomie zadłużenia). W średnim terminie nie można wykluczyć scenariusza istotnych zmian właścicielskich na amerykańskim rynku multipleksów, co może mieć przełożenie na globalną branżę kinową.

Rynek reklamy zewnętrznej (OOH)

W poprzednich materiałach wielokrotnie (m.in. z wyraźnym akcentem już w raporcie analitycznym z 2024-12-13) sygnalizowaliśmy, iż dostrzegamy ryzyko związane z pogorszeniem perspektyw biznesowych segmentu reklamy zewnętrznej. Ostatnie lata – w naszym odczuciu – wskazują, iż postępująca, dynamiczna transformacja rynku reklamy zewnętrznej w kierunku digital stanowi dla Agory raczej zagrożenie niż szansę. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że obszar biznesowy, który miał stanowić istotny motor budowy wartości, może okazać się jednym z głównych rozczarowań w ramach realizacji przyjętej strategii średnioterminowej.

Udziały w rynku mediów

Agora przez wiele lat była pozbawiona istotnego strumienia przychodów w wyniku decyzji podmiotów powiązanych z poprzednią administracją rządową oraz spółek zależnych od Skarbu Państwa. Każda potencjalna zmiana w kierunku efektywniejszej monetyzacji posiadanych zasięgów, którymi dysponują media Agory, będzie stanowić impuls do budowy wartości dla akcjonariuszy. Segment prasy w przyszłości może jednak stwarzać ryzyko dla innych segmentów operacyjnych Agory budujących swoje zasięgi (mechanizm „promieniowania” oraz postrzegania przez reklamodawców mediów Agory jako jednego ekosystemu).

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,4% (poprzednio 5,3%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Agora.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym, przyjęliśmy założenie wzrostu przepływów o 1,5%, a w obliczeniach zastosowaliśmy WACC na poziomie 13%.

W modelu amortyzacja została ujęta zgodnie z prezentacją stosowaną przez spółkę w sprawozdaniach okresowych (tj. po zastosowaniu MSSF 16). W prognozie wydatków inwestycyjnych (Capex) uwzględniliśmy również szacunkowy przyszły koszt odnowienia leasingów oraz wydatki związane z akwizycjami.

Szacowany przez nas poziom długu netto na koniec 2025 roku uwzględnia ujęcie zgodne z MSSF 16. Wycenę pomniejszyliśmy dodatkowo o wartość opcji put (dotyczącej przejęcia udziałów mniejszościowych, głównie w segmencie film i książka) oraz o inne szacowane korekty.

Podsumowując, metoda DCF implikuje wartość kapitału własnego Agory na poziomie 11,58 PLN na akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-05-31.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	8,5%	15,5	16,4	17,5	18,7	20,1	21,7	23,7
	10,0%	13,2	13,9	14,7	15,5	16,4	17,5	18,7
	11,5%	11,6	12,1	12,6	13,2	13,9	14,7	15,5
	13,0%	10,3	10,7	11,1	11,58	12,1	12,6	13,2
	14,5%	9,3	9,6	9,9	10,3	10,7	11,1	11,6
	16,0%	8,5	8,7	9,0	9,3	9,6	9,9	10,3
	17,5%	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	9,0	9,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą mnożnikową oparliśmy na wskaźniku EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy, akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2025–2027 na poziomie 4,0x (wcześniej również stosowaliśmy mnożnik 4,0x). Takie podejście implikuje wycenę spółki na poziomie 11,51 PLN na akcję.

Wycena mnożnikowa Agora (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-27						
	3,00	3,50	3,75	4,0	4,25	4,50	5,00
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,0	8,3	9,9	11,51	13,1	14,7	18,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA		
	2026E	2027E	
VEND MARKETPLACE	19,3	16,3	
SCOUT24 SE	11,2	9,9	
CANAL+	4,5	4,1	
INFORMA	10,4	9,5	Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2026–2027 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 9,1x oraz 8,5x.
PEARSON	8,6	8,1	
WOLTERS KLUWER	9,1	8,5	Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada zróżnicowane obszary działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej, a tym samym poziomem akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, reklama zewnętrzna, radio, kino).
NEW YORK TIMES	19,7	17,4	
ALPHABET	17,4	14,5	Liderzy transformacji cyfrowej na świecie charakteryzują się relatywnie wysokimi poziomami mnożników akceptowanych przez rynek. Przykładem jest The New York Times.
META PLATFORMS	12,7	10,2	
CLEAR CHANNEL	14,0	13,1	
JCDECAUX	7,9	7,5	
LAMAR ADVERTIS	16,3	15,6	
STROEER	5,4	5,1	
LAGARDERE SA	6,4	6,1	
KINEPOLIS	6,5	6,1	
CINEMARK	8,8	8,2	
IMAX CORP	11,3	10,2	
AMC ENTERTAINMEN	14,4	12,2	
WIRTUALNA POSLKA	5,4	5,0	
DIGITAL NETWORK	8,2	7,3	

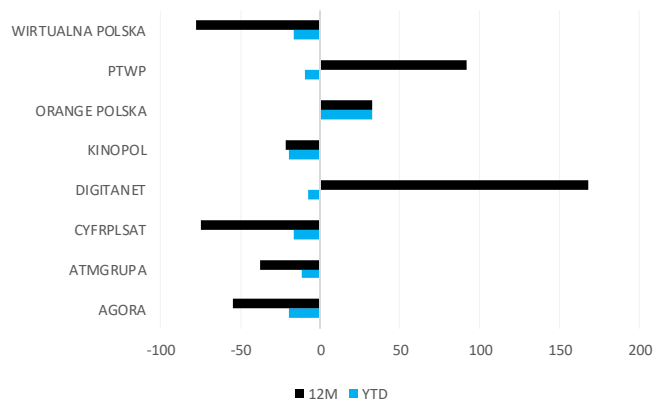
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zauważamy, że Agora jest obecnie handlowana (w oparciu o nasze symulacje) przy wskaźniku EV/EBITDA na poziomie około 3,4x na 2026 rok. W scenariuszu realizacji naszych założeń oznacza to, że spółka jest wyceniana blisko historycznych minimów w oparciu o mnożnik wyprzedzający EV/EBITDA. Dla porównania, Wirtualna Polska (założenia BDM) jest obecnie handlowana przy EV/EBITDA na poziomie 5,4x na 2026 rok, natomiast Digital Network notowany jest przy mnożniku 8,2x.

Zauważamy, że obecna różnica w wycenie Agory względem Wirtualnej Polski (w oparciu o EV/EBITDA) jest historycznie korzystna dla Agory. Z drugiej strony, obecna cena rynkowa Agory wskazuje na istotne dyskonto względem Digital Network. Z perspektywy inwestora segment OOH w Agorze może być jednak postrzegany jako znajdujący się blisko granicy „katastrofy wizerunkowej”, podczas gdy Digital Network – przynajmniej w najbliższych kwartałach – oferuje skuteczną i dynamiczną ekspansję w obszarze premium digital OOH.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %]

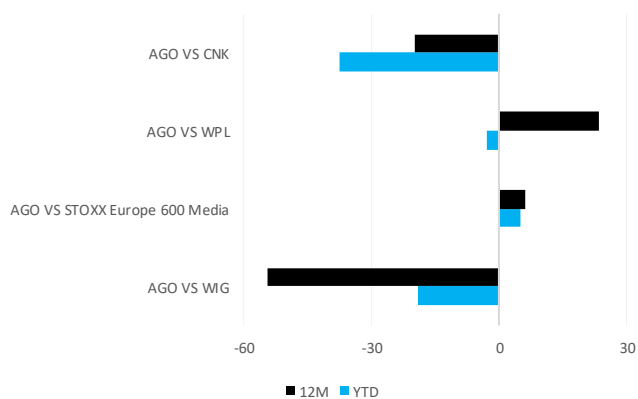
	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-21,6	-30,5	-19,1	-54,4
ATMGRUPA	-8,9	-20,5	-11,1	-37,3
CYFRPLSAT	-19,6	-42,0	-16,2	-74,2
DIGITANET	1,7	67,5	-7,0	167,6
KINOPOL	-15,5	-4,6	-19,8	-21,9
ORANGE POLSKA	33,1	46,6	32,6	32,9
PTWP	-10,9	-28,1	-9,1	91,4
WIRTUALNA PL	-19,0	-20,3	-16,3	-78,0



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Względne stopy zwrotu Agory na tle WIG, Stoxx Europe 600 Media, Wirtualnej Polski oraz Cinemark (ujęcie 3,6,YTD oraz 12 miesięcy; pkt %)

	AGO vs WIG	AGO vs STOXX Europe Media	AGO vs WPL	AGO vs CNK
3M	-21,6	-0,5	-2,5	-48,3
6M	-30,5	4,4	-10,2	-23,6
YTD	-19,1	5,2	-2,8	-37,5
12M	-54,4	6,0	23,6	-19,8



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle indeksu WIG i STOXX Europe 600 Media w okresie styczeń 2022 – 2026-04-09



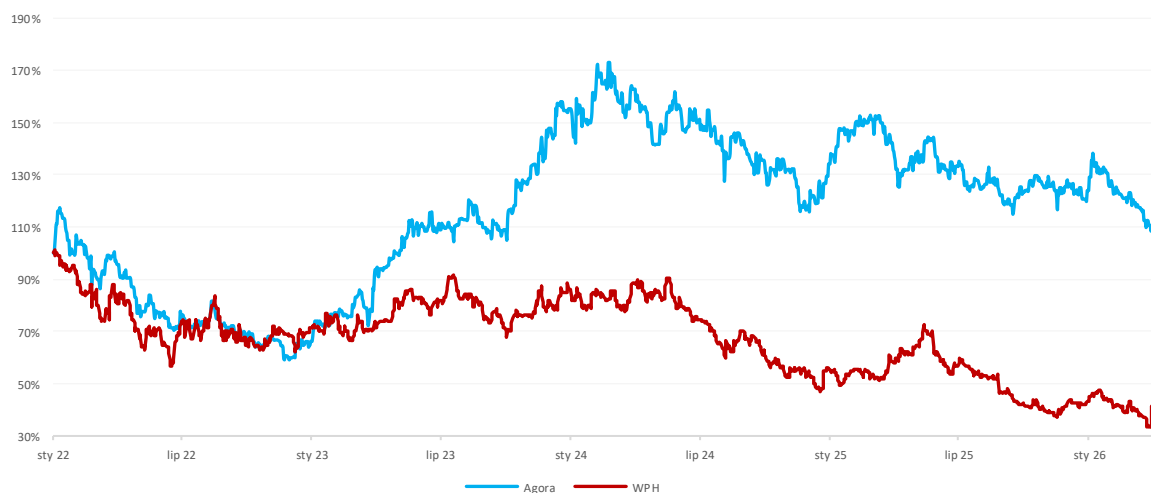
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Cinemark (operator multiplexów w USA) w okresie styczeń 2022 - 2026-04-09



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Wirtualna Polska w okresie styczeń 2022 - 2026-04-09



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q4 2025

Wyniki za Q4 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q4 24	Q4 25	y/y	2024	2025	y/y	Q4 25E	realizacja
Przychody	445,7	509,1	14%	1 503,6	1 606,6	7%	495,1	103%
Reklama	235,2	269,3	15%	762,8	822,6	8%	255,5	105%
Bilety do kina	81,9	87,8	7%	256,4	274,5	7%	88,6	99%
Sprzedaż wydawnictw	36,6	34,5	-6%	134,6	127,2	-6%	36,3	95%
Bary kinowe	47,4	51,1	8%	153,7	166,6	8%	50,4	101%
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0	---	23,1	0,0	---	0,0	---
Działalność filmowa	13,0	29,5	127%	48,8	72,1	48%	31,0	95%
Pozostała sprzedaż	31,7	36,9	17%	124,2	143,6	16%	33,2	111%
EBITDA skorygowana	104,8	102,8	-2%	260,0	279,6	8%	94,1	109%
EBIT skorygowany	60,6	51,9	-14%	84,9	94,7	12%	45,9	113%
Film i książka	29,3	31,1	6%	62,2	77,8	25%	35,1	89%
Radio	27,8	36,3	30%	57,5	76,3	33%	32,8	110%
Prasa	2,6	-2,7		-8,8	-10,7		-4,0	
Reklama zewnętrzna	15,1	11,3	-25%	34,0	34,9	2,6%	12,6	90%
Internet	4,4	-0,7		-6,0	-13,9		-3,2	
Segmenty razem	79,2	75,3	-5%	138,9	164,2	18%	73,3	103%
Pozycje uzgadniające	-18,6	-23,4		-54,0	-69,6		-27,4	85%
Wynik brutto	34,0	49,2	44%	27,6	49,8	80%	47,5	103%
Wynik netto	42,2	44,3	5%	26,4	28,3	7%	40,3	110%
akcjonariuszy jedn. dominującej	39,1	41,8	7%	14,7	22,8	56%	36,3	115%
EBIT skorygowany	60,6	51,9	-14%	84,9	94,7	12%	45,9	113%
Film i książka	29,3	31,1	6%	62,2	77,8	25%	35,1	89%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	31,2	20,8	-33%	22,7	16,9	-25%	10,8	192%
EBIT non IFRS16	52,0	40,5	-22%	53,7	58,0	7,9%	35,2	115%
EBITDA non IFRS16	76,5	69,1	-10%	148,9	159,0	6,8%	64,4	107%

Obliczenia BDM dla skorygowana EBITDA oraz EBIT mogą różnić się od odczytów EBITDA oraz EBIT raportowanych przez spółkę. W Q4 2025 wpływ na rezultaty miały zdarzenia jednorazowe. EBIT spółki został obciążony kosztami restrukturyzacji. Ogółem rezerwa na koszty związane ze zwolnieniami w Q4 2025 wyniosła 8,9 mln PLN (segment prasa ponad 3,8 mln PLN, segment internet 2,4 mln PLN, segment radio blisko 1,3 mln PLN i pozycje nieprzypisane niespełna 1,3 mln PLN). Podczas konferencji wynikowej Zarząd spółki wskazał, że efekty oszczędności podjętej restrukturyzacji w skali 12 miesięcy powinny wynieść górne kilkanaście mln PLN (z drugiej strony w kosztach w 2026 roku będzie widać wpływ wprowadzonych podwyżek). Z kolei pozytywny wpływ na wynik netto miało rozliczenie sprzedaży udziałów w ROI Hunter (kwota ok 13,2 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Okres Q4 jest tradycyjnie dla Agory kluczowym kwartałem w skali roku kalendarzowego. Wyniki za Q4 2025 okazały się wyższe od naszych wcześniejszych oczekiwań na poziomie skor. EBIT o blisko 13% (spółka odnotowała mocny wynik w segmencie radiowym oraz niższą stratę na pozycjach nieprzypisanych do segmentów). Łącznie skor. EBIT w Q4 2025 wyniósł blisko 51,9 mln PLN, wobec naszych oczekiwań na poziomie 45,9 mln PLN.

Ujęcie segmentowe wskazuje, że w Q4 2025:

- obszar film i książka wypracował skor. EBIT na poziomie blisko 31,1 mln PLN (+6% r/r; w Q4 2024 było 29,3 mln PLN);
- odczyt skor. EBIT w pozostałych segmentach z ekspozycją na reklamę (z wyłączeniem segmentu film i książka), wraz z pozycjami uzgadniającymi, wykazał spadek r/r do 20,8 mln PLN, a po wyłączeniu kosztów zwolnień – do 29,6 mln PLN (w Q4 2024: 31,2 mln PLN).

W Q4 2025 spółka odnotowała wzrost liczby sprzedanych biletów w sieci kin Helios o blisko 5,5% r/r. Ostatni kwartał 2025 roku był również kolejnym okresem efektywnej monetyzacji widza (zarówno pod względem średniej ceny biletu, jak i średniej wartości paragonu w barach kinowych). Zwracamy także uwagę, że w Q4 2025 w segmencie film i książka rozpoznano wysokie wpływy z działalności filmowej (blisko 29,5 mln PLN; +16,53 mln PLN r/r). W komentarzu do tego obszaru spółka wskazała na premiery kinowe trzech produkcji oraz efekt sprzedaży praw do tytułów (do innych kanałów dystrybucji), które miały premierę kinową we wcześniejszych okresach.

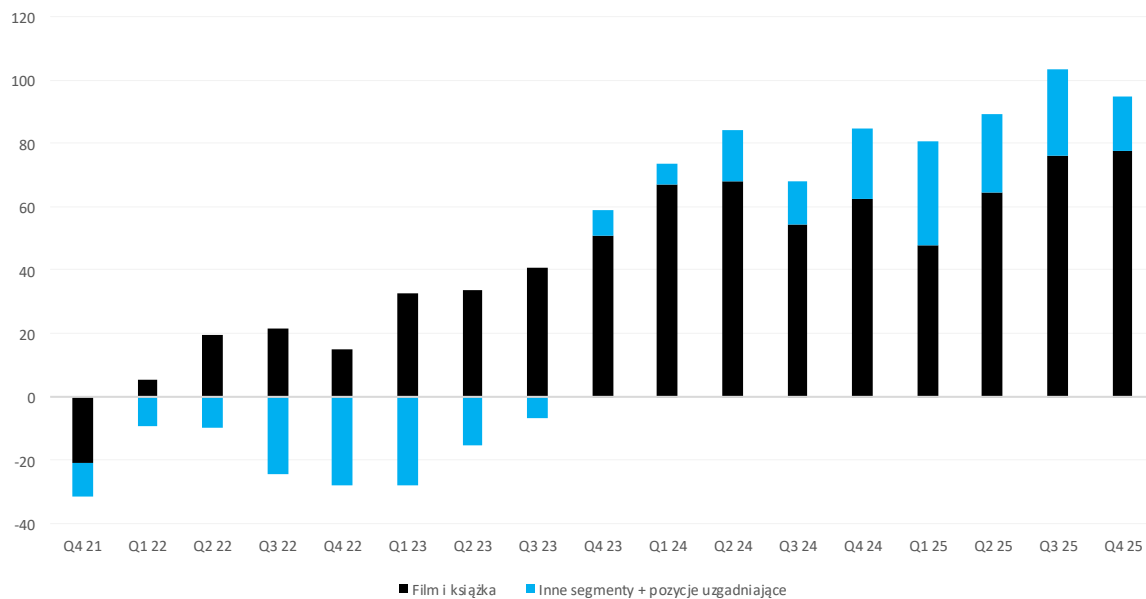
W pozostałych obszarach działalności dostrzegamy mocne wyniki w segmencie radiowym. Skor. EBIT tej dywizji wzrósł do 36,3 mln PLN (z 27,8 mln PLN w Q4 2024). W Q4 2025 przychody segmentu wzrosły łącznie o 21% r/r. W kategorii reklamy przychody segmentu zwiększyły się o 16% r/r (na skutek wyższych przychodów ze sprzedaży własnego czasu antenowego oraz usług pośrednictwa w sprzedaży czasu antenowego w stacjach innych nadawców), natomiast w pozostałych kategoriach wzrosły o 155% r/r (m.in. dzięki przychodom z loterii Radia Zet).

W Q4 2025 przychody segmentu reklamy zewnętrznej były wyższe o blisko 26% r/r. Zwracamy jednak uwagę, że istotny wpływ na tę dynamikę miała konsolidacja spółki Synergic (od Q4 2025). Szacujemy, że bez tego efektu przychody segmentu wzrosłyby o około 9% r/r. Jednocześnie w Q4 2025 segment odnotował spadek skor. EBIT do 11,3 mln PLN (blisko -25% r/r). Warto podkreślić, że w Q4 2025 spółka rozpoczęła ujmowanie nowego kontraktu na obsługę wiat przystankowych w Warszawie. Umowa została zawarta na okres jednego roku, z możliwością przedłużenia maksymalnie o trzy kolejne sześciomiesięczne okresy. W konsekwencji spółka rozpoznała w segmencie reklamy zewnętrznej prawa do użytkowania aktywów o 30-miesięcznym okresie użytkowania (blisko 103 mln PLN) oraz odpowiadające im zobowiązania leasingowe. W Q4 2025 łączna amortyzacja (uwzględniająca również prawa do użytkowania aktywów) wyniosła 16,4 mln PLN wobec 10,2 mln PLN w Q3 2025.

Łączny skor. EBIT w segmencie prasa oraz internet wyniósł stratę rzędu 3,5 mln PLN. Po wyłączeniu kosztów rezerw na zwolnienia skor. EBIT w tym obszarze wyniósłby 2,8 mln PLN (w Q4 2024: blisko 7 mln PLN). Przypominamy, że w 2025 roku w segmencie prasa oraz internet spółka kontynuowała dostosowanie modelu działalności do długoterminowych trendów rynkowych (m.in. inicjatywa 1Digital). W 2026 roku oczekujemy dalszych zmian w strukturze przychodów i kosztów segmentu prasy jako efektu zamknięcia ostatniej drukarni oraz wygaszenia działalności poligraficznej.

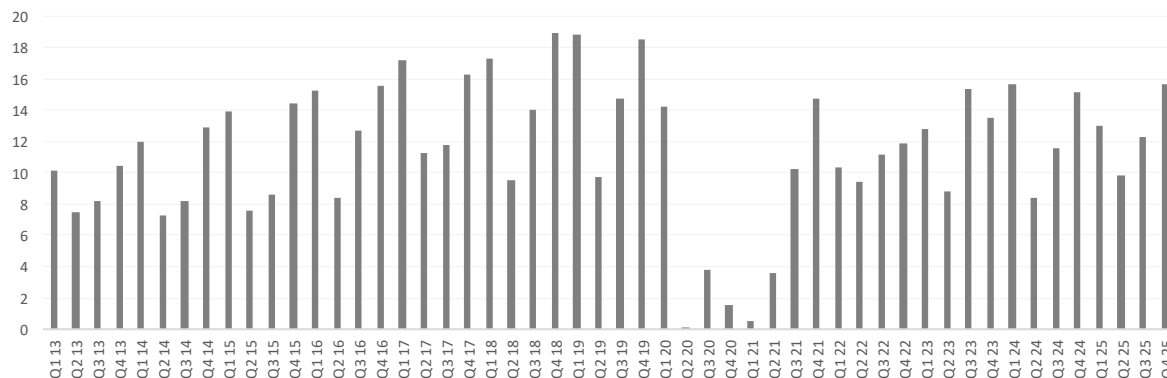
Historyczna kontrybucja poszczególnych dywizji biznesowych Agory do odczytu skor. EBIT

[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



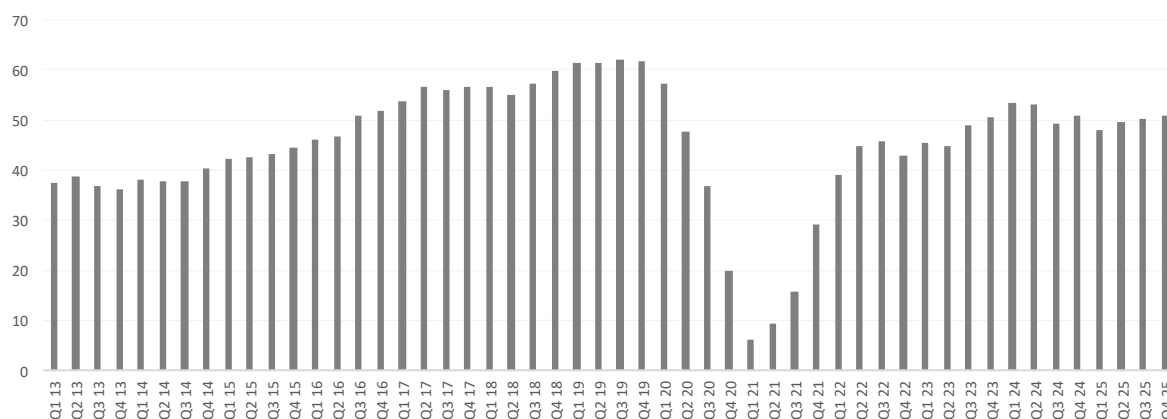
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce (ujęcie kwartalne) [m]



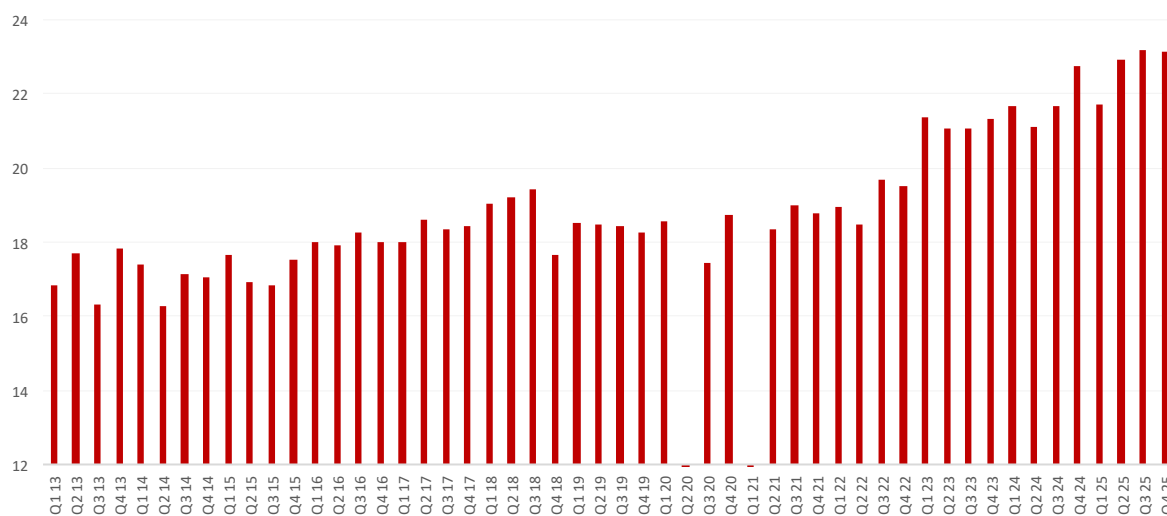
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



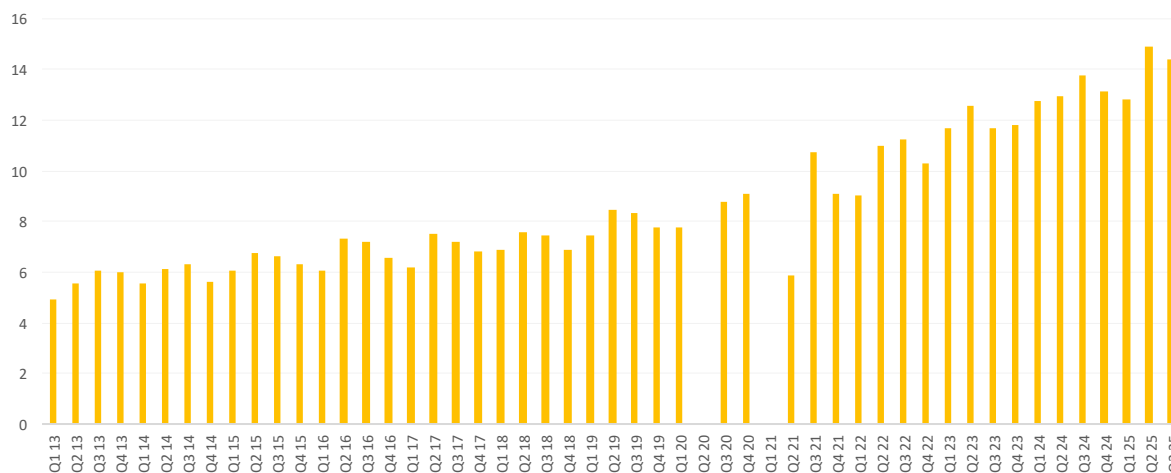
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Szacunki historycznej średniej ceny biletów w sieci Helios [PLN/bilet]



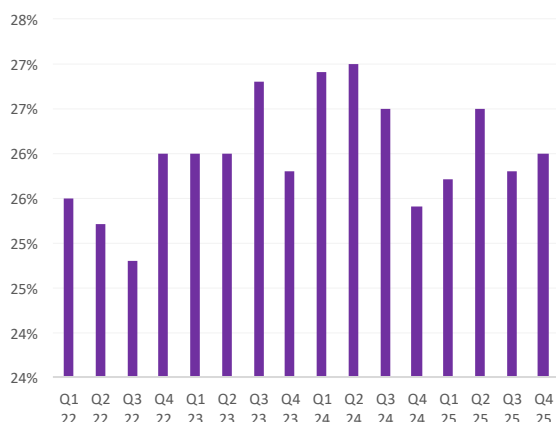
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szacunki historycznej sprzedaży w barach kinowych sieci Helios w przeliczeniu na 1 widza [PLN/widza]

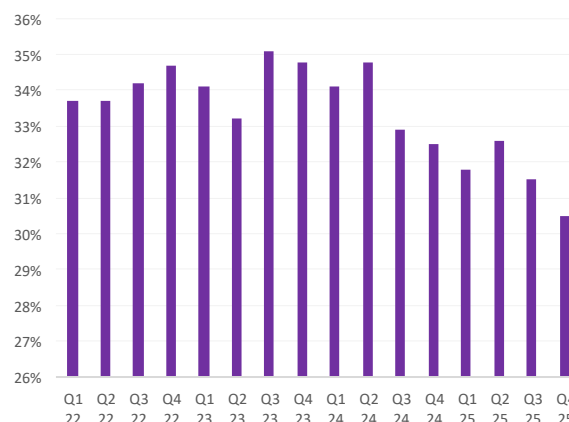


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

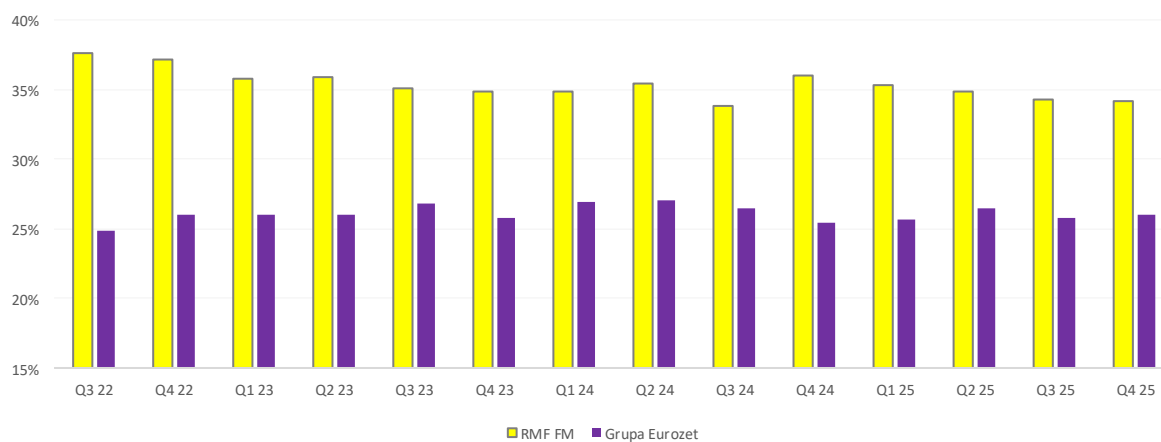
Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie mieszkańców miast 100 tys. +



Udziały rynkowe Grupy Eurozet na tle RMF FM



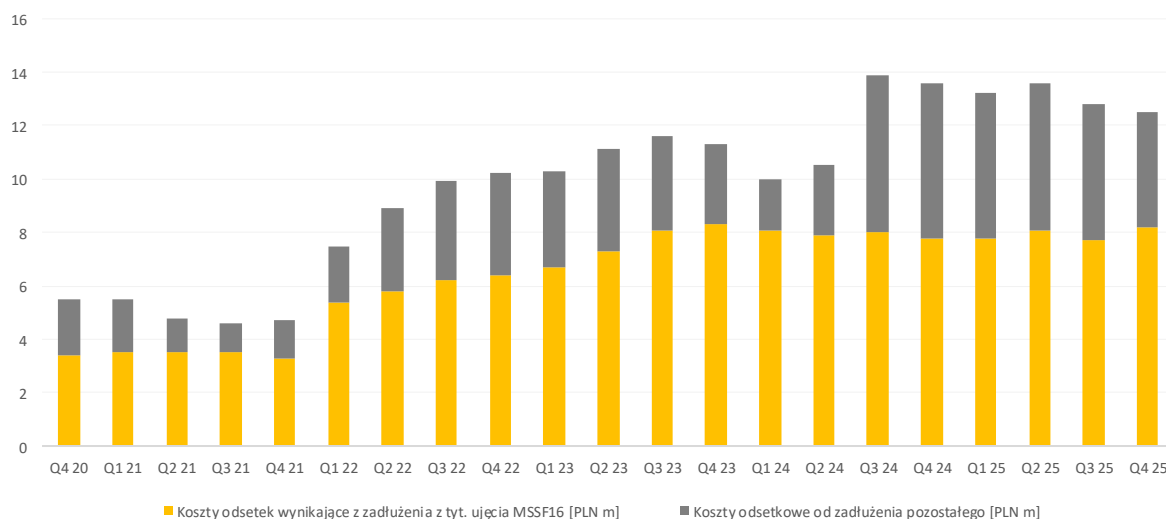
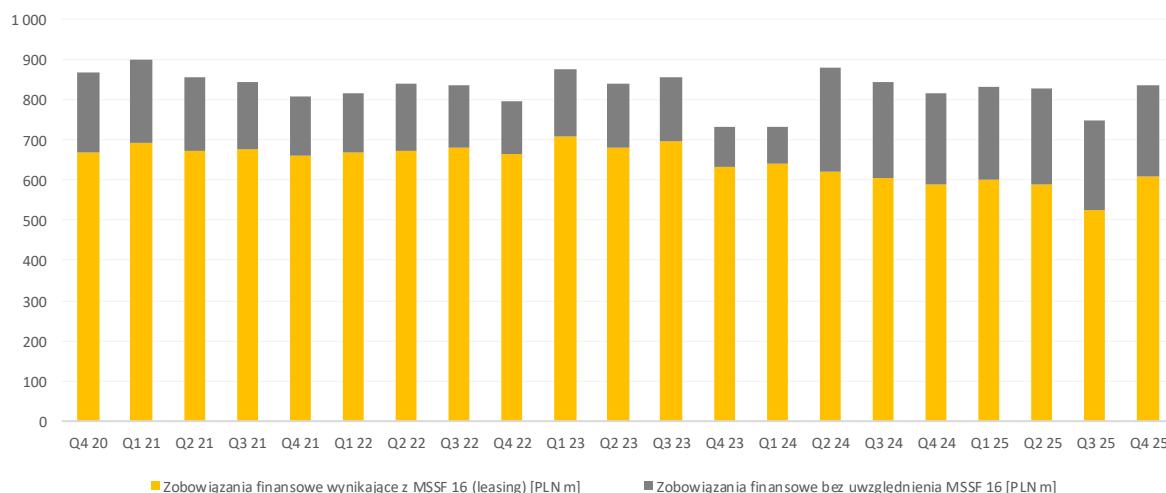
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

DŁUG FINANSOWY

Na koniec 2025 roku zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło 837 mln PLN (względem 817 mln PLN na koniec 2024) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe wynikające z IFRS 16 stanowiło 610 mln PLN (na koniec 2024 było 587 mln PLN). Zobowiązanie leasingowe to głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios oraz od Q4 2025 także ujęcia kontraktowego w segmencie reklama zewnętrzna. Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec 2025 wyniósł 227 mln PLN (na koniec 2024 ok 230 mln PLN). Jednocześnie na koniec 2025 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło blisko 158 mln PLN.

W 2025 roku w rachunku wyników koszty odsetkowe obsługi zadłużenia wyniosły ponad 52 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało 31,8 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

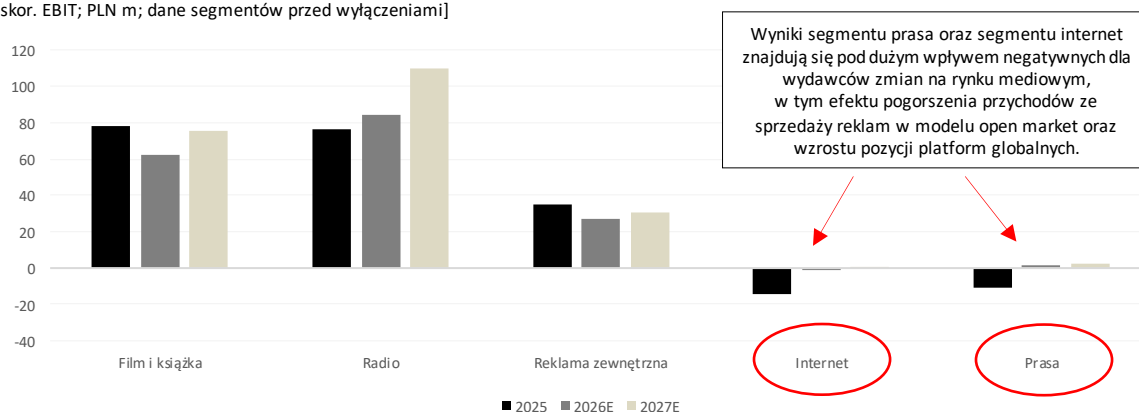
ROK 2027 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?

Tradycyjnie w raporcie zwracamy uwagę na trudne uwarunkowania biznesowe dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych i publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna, jeśli analizujemy relację generowanych przychodów do poziomu ponoszonych kosztów (m.in. związanych z utrzymaniem redakcji).

W naszym odczuciu uchwalone w 2024 roku nowe przepisy prawa autorskiego w Polsce oznaczają jakościową poprawę pozycji negocjacyjnej wydawców względem globalnych platform technologicznych. Zakładamy, że przełom 2026/2027 przyniesie pierwsze wymierne efekty negocjacji na linii wydawcy – UKE – big tech.

Scenariusz wprowadzenia nowego mechanizmu definiującego podział strumienia przychodów należnych wydawcom może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży medialnej w Polsce. W obecnym raporcie nie wprowadzamy zmian w założeniach dotyczących funkcjonowania segmentu prasa oraz internet. Jednocześnie zakładamy, że Agora może być jednym z głównych beneficjentów potencjalnych zmian.

Dane za 2025 rok oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa na 2026-2027 segmentów operacyjnych Agory
[skor. EBIT; PLN m; dane segmentów przed wyłączeniami]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Założenia dotyczące frekwencji kinowej i rynku reklamy

Spodziewamy się, że w Q1 2026 sieć Helios sprzedała około 2,5% mniej biletów r/r. Oznacza to słabsze otwarcie 2026 roku niż zakładaliśmy w poprzedniej aktualizacji z grudnia 2025 roku. Z obecnej perspektywy oczekujemy, że w skali całego 2026 roku liczba sprzedanych biletów w sieci Helios wzrośnie o 1,1% względem 2025 roku (w poprzedniej analizie zakładaliśmy wzrost o 2,1%). W naszej prognozie na lata 2027–2029 zakładamy dalszą, stopniową odbudowę widowni (średnioroczny wzrost o 1,8%). Przy realizacji scenariusza bazowego frekwencja w polskich kinach w 2029 roku osiągnie poziom 88% widowni z 2019 roku (rekordowy poziom sprzed pandemii).

Dla wszystkich segmentów reklamy w Polsce na 2026 rok zakładamy niższe dynamiki wzrostu w porównaniu z 2025 rokiem. Jednocześnie zwracamy uwagę, że nominalne wzrosty przychodów reklamowych w 2026 roku względem 2025 roku, prezentowane w naszym modelu, są w istotnym stopniu efektem konsolidacji Synergic oraz ujęcia nowej umowy na obsługę wiat przystankowych w Warszawie.

Ścieżka wynikowa dla skor. EBIT na kolejne okresy

Nasz scenariusz bazowy na 2026 rok zakłada wzrost skor. EBIT do 109,1 mln PLN (+15,3% r/r). Przyjęta symulacja wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 62,7 mln PLN (-19,4% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na przychody reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa), wraz z pozycjami uzgadniającymi, powinny wypracować skor. EBIT na poziomie około 46,5 mln PLN (+175% r/r). W ujęciu nominalnym zakładamy, że skor. EBIT Agory wzrośnie o 14,5 mln PLN względem 2025 roku (w segmencie film i książka uwzględniamy spadek o 15,1 mln PLN, natomiast w pozostałych obszarach wzrost o 29,6 mln PLN).

Przyjęta ścieżka wynikowa na lata 2027–2028 zakłada wzrost skor. EBIT odpowiednio o 36% oraz 16%. W tych latach kluczowy wpływ na dynamikę wyników w naszej prognozie mają obszary z ekspozycją na przychody reklamowe (z wyłączeniem segmentu film i książka).

W okresie 2026–2027 oczekujemy pozytywnych efektów realizacji inicjatywy 1Digital Agora. W ostatnich miesiącach w ramach spółki postępuje integracja zespołów i produktów. Zmodyfikowany model operacyjny – jak rozumiemy – powinien przełożyć się na odczuwalną poprawę efektywności organizacji. Jak wskazuje spółka, projekt 1Digital Agora „...integruje technologię, dane i zasięg serwisów digitalowych Agory w jeden spójny ekosystem z uproszczoną ścieżką zakupową...”, a także ma umożliwić „...zaoferowanie kompleksowej oferty omnichannelowej, wykorzystującej potencjał zasobów...”.

Zwracamy również uwagę, że na poprawę dynamiki r/r w 2027 roku wpływa m.in. ograniczenie kosztów w segmencie radiowym, związane z redukcją wynajmu zewnętrznych powierzchni biurowych.

Jeśli nasz scenariusz bazowy będzie się materializował, w 2026 roku segmenty inne niż obszar film i książka (łącznie z pozycjami uzgadniającymi na poziomie holdingu) powinny odpowiadać za około 42% rocznego skor. EBIT (dla porównania w 2025 roku było to 18%).

Cel strategii średnioterminowej Agory vs założenia BDM na 2026 rok

Zakładamy, że Agora w 2026 roku będzie dążyć do osiągnięcia zapisanego w strategii poziomu EBITDA (non MSSF 16) na poziomie co najmniej 200 mln PLN. Podobnie jak w poprzednim raporcie, nasze bieżące założenia pozostają jednak poniżej tego celu. W scenariuszu bazowym na 2026 rok prognozujemy EBITDA (non MSSF 16) na poziomie około 173 mln PLN (w 2025 roku było to 159 mln PLN). Głównymi czynnikami uzasadniającymi bardziej zachowawcze podejście do potencjału poprawy wyników w 2026 roku są: wysoka baza wynikowa segmentu film i książka z 2025 roku (w szczególności w obszarze działalności filmowej), oczekiwane ograniczenie dynamiki wzrostu rynku reklamy w Polsce oraz pogorszenie wyników w segmencie reklamy zewnętrznej.

Negatywny wpływ segmentu reklamy zewnętrznej na sentyment inwestycyjny

Szereg pozytywnych inicjatyw wdrażanych i realizowanych przez Agorę jest jednocześnie neutralizowany przez obawy o przyszłe wyniki oraz pozycję rynkową segmentu reklamy zewnętrznej. Mamy nieodparte wrażenie, że po konferencji wynikowej Agory za 2025 rok – przynajmniej z perspektywy części inwestorów – nadal pozostało kilka kluczowych kwestii bez odpowiedzi. Istotnym elementem wyznaczonych kierunków strategicznych był dalszy rozwój oraz utrzymanie pozycji lidera w obszarze reklamy zewnętrznej w Polsce. W naszym odczuciu 2025 rok był jednak wyjątkowo trudnym okresem dla tego segmentu, a wyniki za Q4 2025 wskazują, że w tym obszarze biznesowym Agora może mierzyć się z ryzykiem trwałej utraty wartości. Zgodnie z naszymi wcześniejszymi komentarzami, w symulacji średnioterminowej uwzględniamy scenariusz słabych odczytów r/r w tym segmencie (konsolidacja przejętego podmiotu Synergic będzie prawdopodobnie częściowo ograniczać skalę spadku wyników).

Zmiany w założeniach względem poprzedniej symulacji

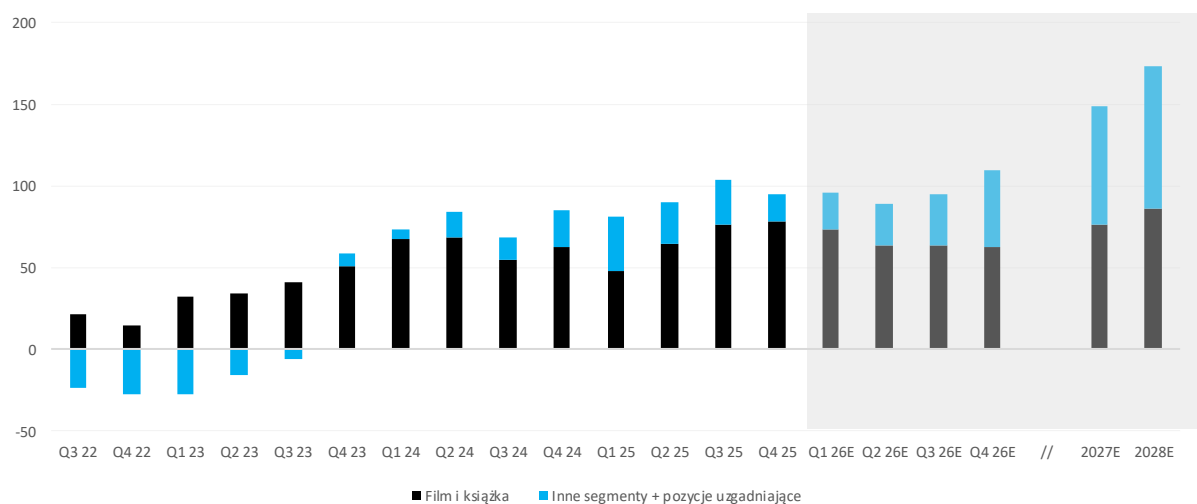
W porównaniu z prognozami z ostatniego raportu analitycznego (2025-12-10), na 2026 rok obniżyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT o 17%. W segmencie film i książka zrewidowaliśmy nasze oczekiwania w dół o 15%. Z kolei w pozostałych obszarach korekta in minus wynosi 21% (istotny wpływ na zmianę założeń ma m.in. nowe ujęcie kosztów w segmencie reklamy zewnętrznej). Na lata 2027–2028 nasze bieżące projekcje obniżyliśmy odpowiednio o blisko 9% oraz 6% względem danych z poprzedniego raportu.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2026-2028 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-12-10)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 662	1 745	1 818	1 616	1 690	1 761	3%	3%	3%
Reklama	902,1	951,4	996,8	867,0	911,2	953,6	4%	4%	5%
Bilety do kina	286,9	300,0	312,9	289,7	303,1	316,9	-1%	-1%	-1%
Sprzedaż wydawnictw	126,4	127,8	128,7	130,7	132,7	134,3	-3%	-4%	-4%
Bary kinowe	170,0	177,7	185,3	174,4	182,8	191,4	-3%	-3%	-3%
EBITDA skorygowana	322,0	351,6	371,4	315,4	335,7	354,9	2%	5%	5%
EBIT skorygowany	109,1	149,0	173,5	132,2	164,6	184,1	-17%	-9%	-6%
Saldo finansowe	-47,7	-46,3	-43,7	-43,7	-41,4	-38,9			
Wynik brutto	61,5	102,8	129,7	88,5	123,2	145,2	-31%	-17%	-11%
Wynik netto	44,0	81,6	106,4	73,8	102,3	119,1	-40%	-20%	-11%
akcjonariuszy jedn. dominującej	39,3	81,2	105,9	69,8	101,8	118,6	-44%	-20%	-11%
EBIT skorygowany	109,1	149,0	173,5	132,2	164,6	184,1	-17%	-9%	-6%
Film i książka	62,7	75,7	85,7	73,4	81,5	87,9	-15%	-7%	-3%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	46,5	73,3	87,8	58,8	83,1	96,2	-21%	-12%	-9%

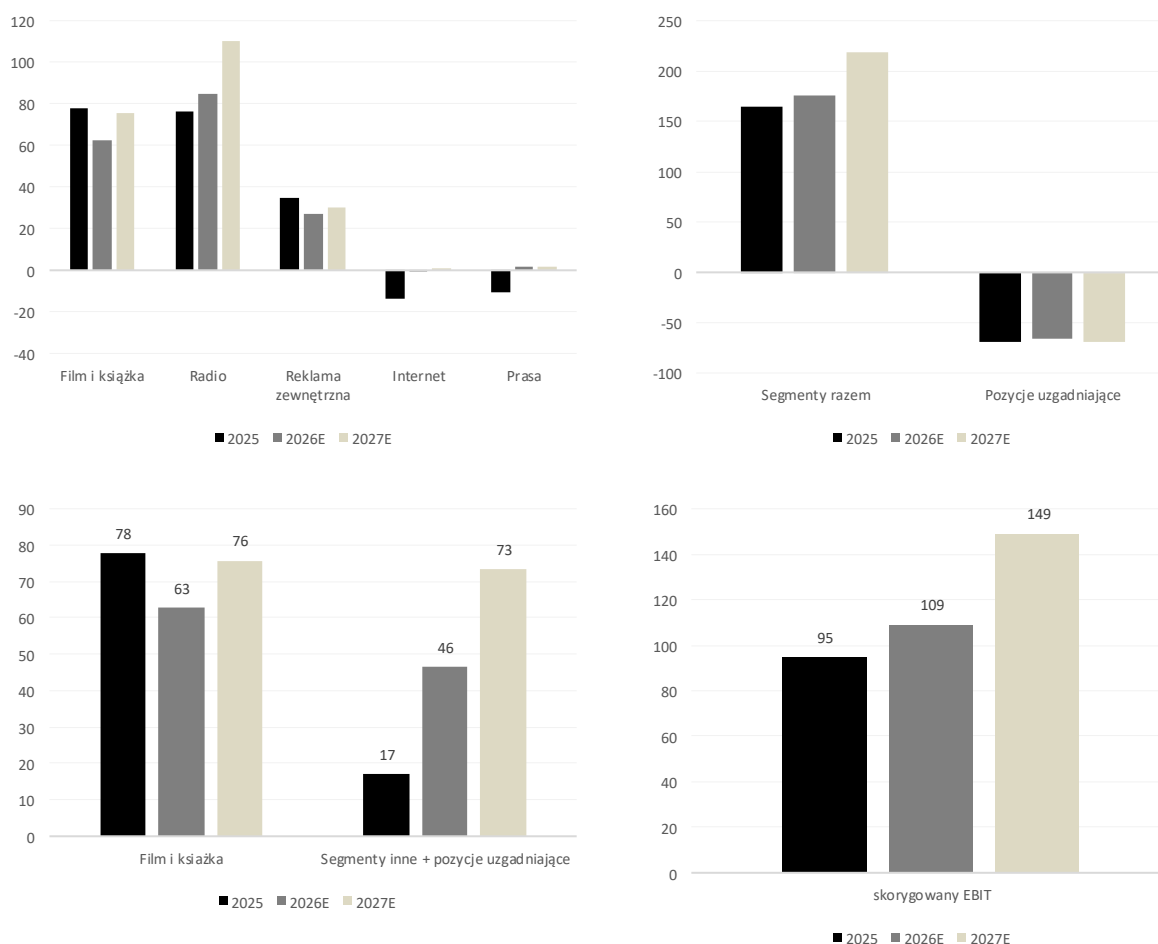
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych obszarów Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane za 2025 rok oraz nasze założenia na lata 2026-2027 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy

WSKAŹNIKI RYNKOWE / OPERACYJNE	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Kurs [PLN]	8,32	8,32	8,32	8,32	8,32	8,32	8,32
Kapitałizacja [PLN m]	388	388	388	388	388	388	388
EV [PLN m]	1 152	1 055	1 116	1 113	1 098	1 071	1 052
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	490	424	528	503	499	475	457
EPS [PLN]	-2,2	1,4	0,3	0,5	0,8	1,7	2,3
BVPS [PLN]	14,5	15,9	14,9	15,1	15,5	16,6	18,0
P/E (x)	---	5,9	26,5	17,0	9,9	4,8	3,7
P/BV (x)	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/Przychody (x)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	8,1	4,6	4,3	4,0	3,4	3,0	2,8
Przychody r/r	15%	28%	6%	7%	3%	5%	4%
(Skor. EBITDA - płatności leasingowe) / Przychody	2%	7%	8%	9%	8%	11%	12%
Skor. EBIT / Przychody	-1%	4%	6%	6%	7%	9%	10%
Wynik netto / Przychody	-9%	5%	1%	1%	2%	5%	6%
ROE	-14%	9%	2%	3%	6%	11%	13%
ROIC	-1%	4%	4%	5%	6%	8%	9%
Dywidenda [PLN m]	0,0	0,0	0,0	11,6	23,3	30,3	37,3
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	0,2	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	3%	6%	8%	10%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2025-2028

RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 113,1	1 424,3	1 503,6	1 606,6	1 661,5	1 744,8	1 817,6
Reklama	511,9	703,7	762,8	822,6	902,1	951,4	996,8
Bilety do kina	192,3	244,0	256,4	274,5	286,9	300,0	312,9
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	134,6	127,2	126,4	127,8	128,7
Bary kinowe	103,5	136,6	153,7	166,6	170,0	177,7	185,3
Sprzedaż gastronomiczna	38,3	43,0	23,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność filmowa	31,2	29,5	48,8	72,1	45,0	52,4	55,2
Pozostała sprzedaż	99,0	127,5	124,2	143,6	131,1	135,5	138,8
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 398,4	-1 516,9	-1 548,8	-1 587,5	-1 635,3
EBITDA skorygowana	142,7	228,3	257,4	279,6	322,0	351,6	371,4
EBIT	-64,8	44,6	82,1	89,7	109,1	149,0	173,5
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-55,6	-52,8	-47,7	-46,3	-43,7
Udział w wyniku jedn. mpw	8,5	-4,3	1,1	13,0	0,0	0,0	0,0
Wynik netto	-105,7	85,0	26,4	28,3	44,0	81,6	106,4
Wynik brutto	-103,7	101,6	27,6	49,8	61,5	102,8	129,7
akcjonariuszy jedn. dominującej	-102,7	65,4	14,7	22,8	39,3	81,2	105,9
udziały niekontrolujące	-3,0	19,6	11,8	5,5	4,6	0,4	0,5
EBIT skorygowany w podziale na segmenty	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Film i książka	14,9	50,9	62,2	77,8	62,7	75,7	85,7
Radio	4,9	51,2	57,5	76,3	84,7	110,0	120,0
Prasa	-27,9	-7,5	-8,8	-10,7	1,5	2,1	2,3
Reklama zewnętrzna	14,8	20,4	34,0	34,9	26,8	30,2	36,1
Internet	12,0	-6,8	-6,0	-13,9	-0,1	0,0	0,3
Segmenty razem	18,6	108,2	138,9	164,2	175,5	218,1	244,3
Pozycje uzgadniające	-31,7	-49,2	-54,0	-69,6	-66,4	-69,0	-70,9
EBIT skorygowany	-13,1	58,9	84,9	94,7	109,1	149,0	173,5
	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	48,5	116,7	148,9	159,0	173,1	205,9	225,7
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	-87,9	16,0	53,8	58,0	74,4	111,8	135,9

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

** Dane dla segmentów zostały przekształcone według nowej metodologii alokacji kosztów (wprowadzone od Q1 2023)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2025-2028

BILANS [PLN m]	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNIIP	722,4	1 019,6	978,5	999,2	1 012,1	1 033,1	1 082,6
Prawa do użytkowania aktywów	587,3	581,8	529,4	572,5	561,5	559,2	557,0
Inwestycje rozl. met praw własności	127,4	13,8	14,9	0,4	0,4	0,4	0,4
Pozostałe aktywa trwałe	59,1	65,2	79,2	80,3	80,3	80,3	80,3
Aktywa trwałe	1 496,3	1 680,3	1 602,0	1 652,4	1 654,3	1 673,0	1 720,2
Zapasy	30,4	34,6	24,0	35,9	36,4	40,6	42,3
Należności kr. Term i rozliczenia mo	195,2	238,3	253,2	278,0	277,7	294,0	306,3
Pozostałe aktywa obrotowe	2,1	1,9	2,7	5,3	5,3	5,3	5,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69,1	90,4	130,5	154,5	128,7	123,0	110,5
Aktywa obrotowe	296,8	365,1	410,5	473,6	448,0	462,9	464,3
Aktywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	2 126,0	2 102,3	2 135,9	2 184,5
Kapitał własny razem	674,0	847,6	700,4	714,3	734,9	786,2	855,4
Zobowiązania długoterminowe	708,6	636,3	761,5	742,4	704,0	672,2	640,4
Zobowiązania krótkoterminowe	410,5	561,5	550,6	669,4	663,4	677,5	688,7
Zobowiązania razem	1 119,0	1 197,8	1 312,1	1 411,7	1 367,4	1 349,7	1 329,2
Pasywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	2 126,0	2 102,3	2 135,9	2 184,5

ZADŁUŻENIE FINANSOWE [PLN m]	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu [dług %]	796,8	733,6	817,0	836,9	795,9	763,6	731,3
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	104,7	84,2	223,7	203,1	173,1	143,1	113,1
Zobowiązania z tyt. leasingu	692,1	649,5	593,3	633,8	622,8	620,5	618,2
Dług netto	764,3	667,9	728,0	725,7	710,5	683,8	664,1
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	102,1	36,6	140,8	115,5	111,3	87,0	69,5
Dług netto / Adj. EBITDA [x]	5,3	2,9	2,8	2,6	2,2	1,9	1,8
Skor. koszty obsługi zadłużenia	117,4	135,2	139,8	145,4	188,9	165,8	157,7
Koszty odsetkowe netto bez odsetek z leasingu	12,7	13,9	16,2	20,3	17,6	15,2	12,1
Zobowiązania leasingowe	104,7	121,3	123,6	125,1	171,3	150,6	145,6
Fixed charge cover [x]	1,2	1,7	1,9	1,9	1,7	2,1	2,4

CF [PLN m]	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	246,6	260,0	275,5	304,9	327,1	347,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-38,6	-19,5	-39,4	-68,6	-88,5	-106,7	-135,3
Przepływy z działalności finansowej	-104,0	-205,8	-180,5	-183,0	-242,2	-226,1	-224,9
w tym płatności leasingowe	-80,9	-90,9	-91,8	-93,3	-137,3	-116,9	-112,0
w tym dywidendy	0,0	0,0	0,0	-11,6	-23,3	-30,3	-37,3
Środki pieniężne eop	69,1	90,4	130,5	154,5	128,7	123,0	110,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka/telekomunikacja

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

Piotr Barcz

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: piotr.barcz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	11,54	kupuj	12,69	2026-04-09	23:55	8,32	129 621
kupuj	12,69	kupuj	11,30	2025-12-10	16:15	9,16	111 950
kupuj	11,30	kupuj	13,97	2025-09-10	16:05	8,86	106 000
kupuj	13,97	kupuj	13,6	2025-03-13	15:09	9,96	104 140
kupuj	13,60	kupuj	13,59	2025-03-13	10:15	11,10	93 580
kupuj	13,59	kupuj	14,6	2024-12-13	09:25	8,73	81 725
kupuj	14,6	kupuj	14,5	2024-07-12	13:49	10,8	88 454
kupuj	14,5	kupuj	10,46	2024-01-09	11:10	10,45	77 250
kupuj	10,46	kupuj	10,16	2023-09-13	10:10	7,60	66 609
kupuj	10,16	wznowienie	---	2023-03-28	10:05	5,7	57 132
kupuj**	21,5	kupuj	14,8	10.06.2021	07:00	10,0	66 115
kupuj**	14,8	kupuj	16,0	30.09.2019	12:00	9,8	57 380
kupuj**	16,0	kupuj	20,3	01.07.2019	09:12	13,2	60 917
kupuj	20,3	kupuj	19,4	26.05.2017	10:53	14,8	61 266
kupuj	19,4	trzymaj	11,8	13.03.2017	10:07	15,0	58 820
trzymaj	11,8	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761
redukuj	11,2	kupuj	10,8	18.06.2015		12,1	53 408
kupuj	10,8	kupuj	10,0	03.02.2015		9,0	52 078
kupuj	10,0	kupuj	12,2	06.08.2014		7,8	50 692
kupuj	12,2	kupuj	10,2	07.02.2014		9,3	52 139
kupuj	10,2	redukuj	8,1	04.09.2013		8,6	48 969
redukuj	8,1	akumuluj	8,8	18.03.2013		9,0	46 500
akumuluj	8,8	akumuluj	10,4	06.08.2012		7,8	40 594
akumuluj	11,4	kupuj	16,5	18.05.2012		10,6	37 000
kupuj	16,5	redukuj	18,0	26.10.2011		13,8	40 771
redukuj	18,0	redukuj	24,0	16.06.2011		20,2	49 077
redukuj	24,0	---	---	23.02.2011		25,9	46 548

** autorem raportów był inny analityk

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q2 2026*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	33%	1	100%
Trzymaj	1	33%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu

i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2026-04-09.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-04-09 (23:55 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-04-09.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa Inwestycyjnego).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowo wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2026-04-09:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.