

## Raport został przygotowany w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW (PWPA 5.0)

|                         |       |                 | 2024  | 2025E | 2026E |
|-------------------------|-------|-----------------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN]              | 9,00  | P/E             | 28,6x | 17,5x | 6,9x  |
| Kapitalizacja [PLN m]   | 419   | skor. EV/EBITDA | 4,5x  | 3,8x  | 3,5x  |
| EV [PLN m]              | 1 112 | EV/Przychody    | 0,8x  | 0,7x  | 0,6x  |
| EV [PLN m] (non IFRS16) | 589   | P/BV            | 0,6x  | 0,6x  | 0,5x  |
|                         |       | DPS             | 0     | 0,25  | 0,40  |

## Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

## AKTUALNE ZALECENIE:

**KUPUJ (cena docelowa: 11,3 PLN; data wydania: 2025-09-10)**

## WYNIKI AGORY ZA Q3 2025 ORAZ KOMENTARZ BDM

Wyniki za Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

|                                        | Q3 24        | Q3 25       | y/y        | Q3 24 LTM    | Q3 25 LTM    | y/y        | Q3 25E       | realizacja  |
|----------------------------------------|--------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|
| Przychody                              | 334,5        | 368,6       | 10%        | 1 496,0      | 1 543,1      | 3%         | 349,6        | 105%        |
| Reklama                                | 176,3        | 181,0       | 3%         | 757,5        | 788,5        | 4%         | 181,7        | 100%        |
| Bilety do kina                         | 56,3         | 65,3        | 16%        | 242,8        | 268,5        | 11%        | 62,5         | 104%        |
| Sprzedaż wydawnictw                    | 31,0         | 29,7        | -4%        | 137,5        | 129,3        | -6%        | 32,2         | 92%         |
| Bary kinowe                            | 35,9         | 40,5        | 13%        | 144,1        | 162,9        | 13%        | 39,9         | 101%        |
| Sprzedaż gastronomiczna                | 0,0          | 0,0         |            | 34,8         | 0,0          |            | 0,0          | ---         |
| Działalność filmowa                    | 2,7          | 12,7        | 370%       | 52,5         | 55,6         | 6%         | 5,0          | 254%        |
| Pozostała sprzedaż                     | 32,2         | 39,4        | 22%        | 126,8        | 138,3        | 9%         | 28,2         | 140%        |
| <b>EBITDA skorygowana</b>              | <b>43,7</b>  | <b>58,3</b> | <b>33%</b> | <b>240,1</b> | <b>281,6</b> | <b>17%</b> | <b>43,7</b>  | <b>133%</b> |
| <b>EBIT skorygowany</b>                | <b>0,1</b>   | <b>14,2</b> |            | <b>68,1</b>  | <b>97,0</b>  | <b>43%</b> | <b>0,8</b>   |             |
| Film i książka                         | 5,9          | 17,5        | 196%       | 54,6         | 67,2         | 23%        | 12,5         | 140%        |
| Radio                                  | 9,3          | 13,9        | 49%        | 57,4         | 69,5         | 21%        | 9,0          | 154%        |
| Prasa                                  | 0,0          | -5,2        |            | -11,5        | -6,7         |            | -6,3         | 84%         |
| Reklama zewnętrzna                     | 0,8          | 7,5         |            | 22,8         | 40,4         | 76,9%      | 1,5          |             |
| Internet                               | -2,5         | -3,6        |            | -7,8         | -8,5         |            | -2,2         | 164%        |
| Segmenty razem                         | 13,5         | 30,0        | 122%       | 115,5        | 161,9        | 40%        | 14,5         | 207%        |
| Pozycje uzgadniające                   | -13,4        | -15,8       |            | -47,4        | -64,9        |            | -13,7        | 116%        |
| Saldo finansowe                        | -10,6        | -15,2       |            | 2,5          | -66,6        |            | -15,5        | 98%         |
| Wynik brutto                           | -10,8        | -1,5        |            | 59,8         | 34,7         | -42%       | -15,0        | 10%         |
| Wynik netto                            | -11,5        | -5,2        |            | 35,2         | 26,2         | -25%       | -16,6        | 31%         |
| <b>akcjonariuszy jedn. dominującej</b> | <b>-11,5</b> | <b>-6,0</b> |            | <b>15,7</b>  | <b>20,0</b>  | <b>28%</b> | <b>-17,5</b> | <b>34%</b>  |
| <b>EBIT skorygowany</b>                | <b>0,1</b>   | <b>14,2</b> |            | <b>68,1</b>  | <b>97,0</b>  | <b>43%</b> | <b>0,8</b>   |             |
| Film i książka                         | 5,9          | 17,5        | 196%       | 54,6         | 67,2         | 23%        | 12,5         | 140%        |
| Inne segmenty + pozycje uzgadniające   | -5,8         | -3,3        |            | 13,5         | 29,8         | 121%       | -11,6        |             |
| EBIT non IFRS16                        | -7,1         | 3,3         |            | 27,0         | 69,5         | 157,2%     |              |             |
| EBITDA non IFRS16                      | 16,5         | 27,5        | 67%        | 128,3        | 166,4        | 29,7%      |              |             |

Obliczenia BDM dla skorygowana EBITDA oraz EBIT mogą różnić się od odczytów EBITDA oraz EBIT raportowanych przez spółkę.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy pozytywnie odczyt za Q3 2025. Z bieżącej perspektywy optymistycznie patrzymy na frekwencję kinową w Q4 2025 (cały 2025 rok powinien wykazać wzrost widowni względem 2024 roku). Jednocześnie dostrzegamy ryzyko, iż w kolejnych okresach otoczenie biznesowe dla segmentów z ekspozycją na wpływy reklamowe może być bardziej wymagające.

Wyniki za Q3 2025 Agory okazały się wyższe niż nasze wcześniejsze oczekiwania. W Q3 2025 skor. EBIT wyniósł 14,2 mln PLN i oznacza to wzrost nominalny o ok 14 mln PLN r/r. Poprawa wyników Agory na poziomie skor. EBIT w Q3 2025 w relacji do Q3 2024 była udziałem segmentu film i książka (w Q3 2024 była względnie niska frekwencja kinowa) oraz pozostałych obszarów biznesowych (punktowo zaskakująco dobry odczyt z segmentu reklama zewnętrzna należy wg nas jednak uśrednić z poprzednim rozczarowującym kwartałem). Nominalne wzrosty w ujęciu r/r na poziomie skor. EBIT dla wspomnianych obszarów wynoszą odpowiednio +11,6 mln PLN oraz +2,5 mln PLN.

Okres Q3 2025 to kolejny kwartał z dobrą monetyzacją widza (zarówno przez pryzmat średniej ceny biletu jak i średniej wartości paragonu w barach kinowych). Dodatkowo, w segmencie film i książka w Q3 2025 dostrzegamy wysokie wpływy z działalności filmowej.

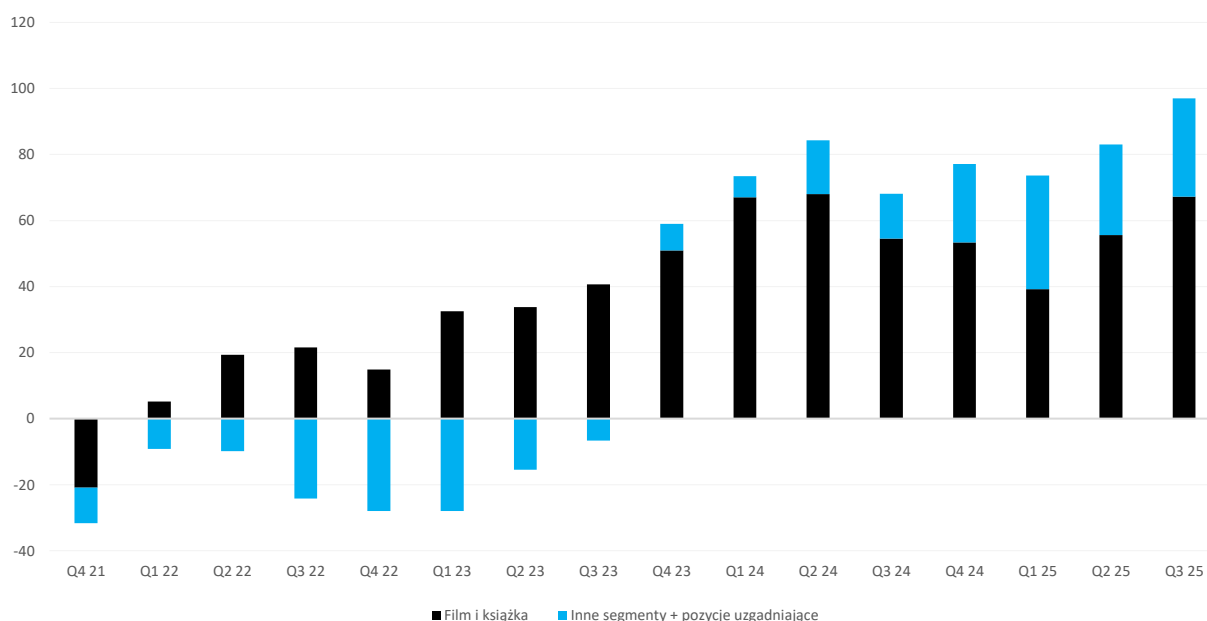
Pozostałe obszary biznesowe Agory (łącznie) wykazały przeciętne dynamiki wzrostu przychodów r/r. W Q3 2025 łączne wpływy reklamowe spółki były wyższe r/r o blisko 2,6% r/r (przypominamy, że w Q2 2025 było to +7,9% r/r). Oceniamy zatem, że wykazana w Q3 2025 poprawa odczytu na poziomie skor. EBIT w segmentach z ekspozycją na wpływy reklamowe wynikała z dużej dyscypliny kosztowej.

Ujęcie segmentowe wskazuje, że w Q3 2025:

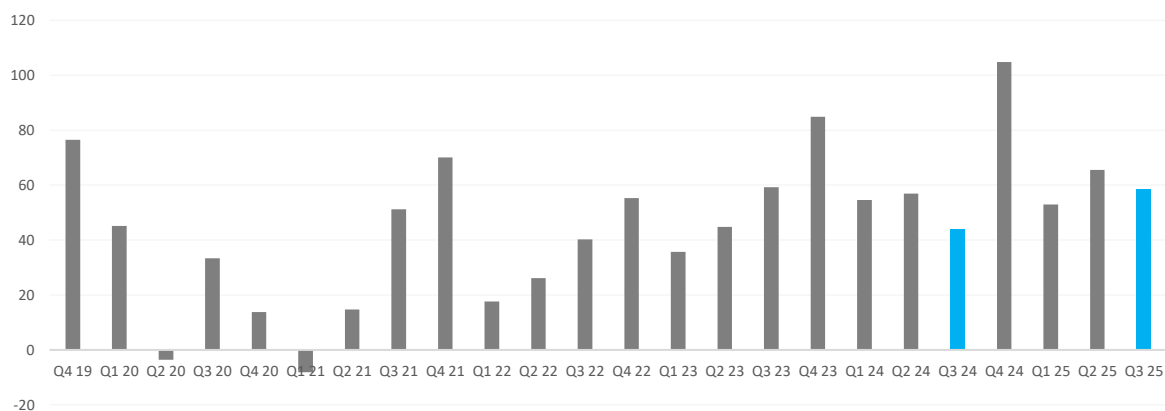
- obszar film i książka wypracował odczyt skor. EBIT na poziomie blisko 17,5 mln PLN (w Q3 2025 było to 5,9 mln PLN);
- odczyt skor. EBIT w pozostałych segmentach z ekspozycją na reklamę (poza segmentem film i książka) plus pozycje uzgadniające wykazał poprawę o 2,5 mln PLN w ujęciu r/r (-3,3 mln PLN versus -5,8 mln PLN w Q3 2024).

#### Historyczna kontrybucja poszczególnych dywizji biznesowych Agory do odczytu skor. EBIT

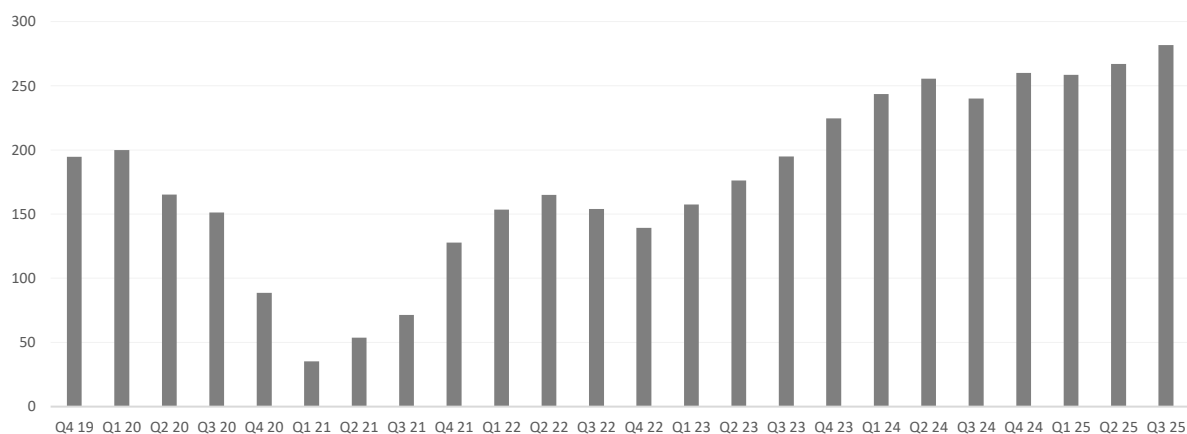
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

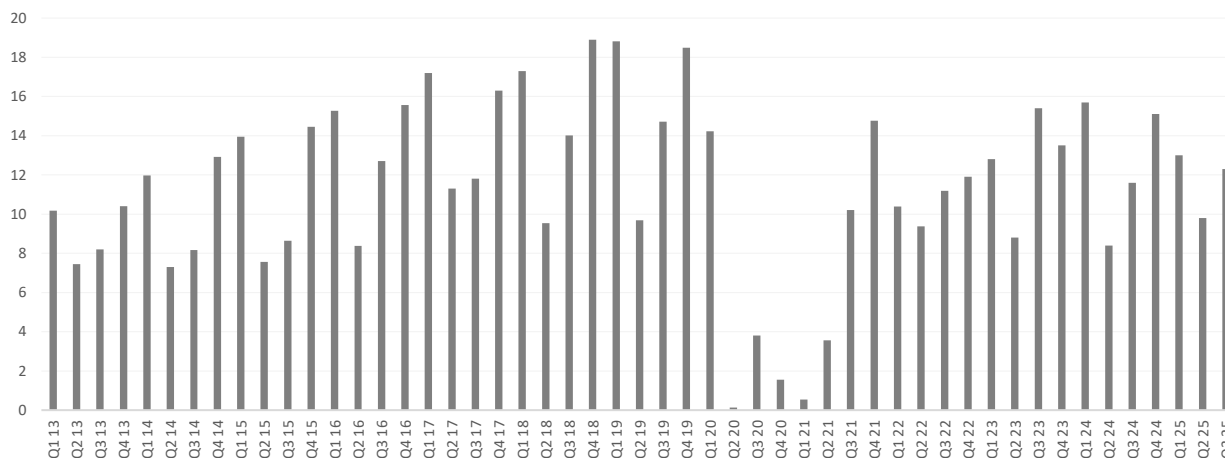
**Historyczne odczyty skor. EBITDA w poszczególnych kwartałach [PLN m]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Historyczne odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]**


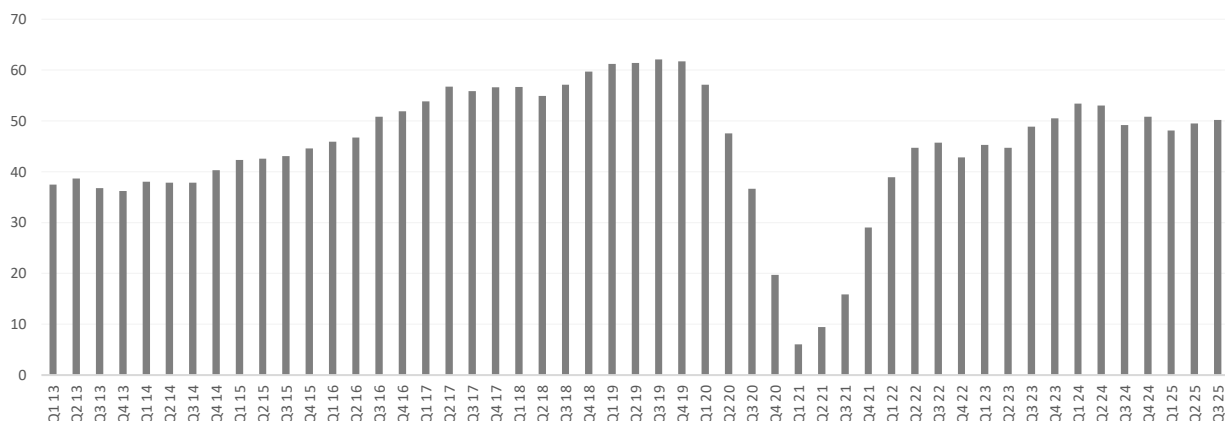
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



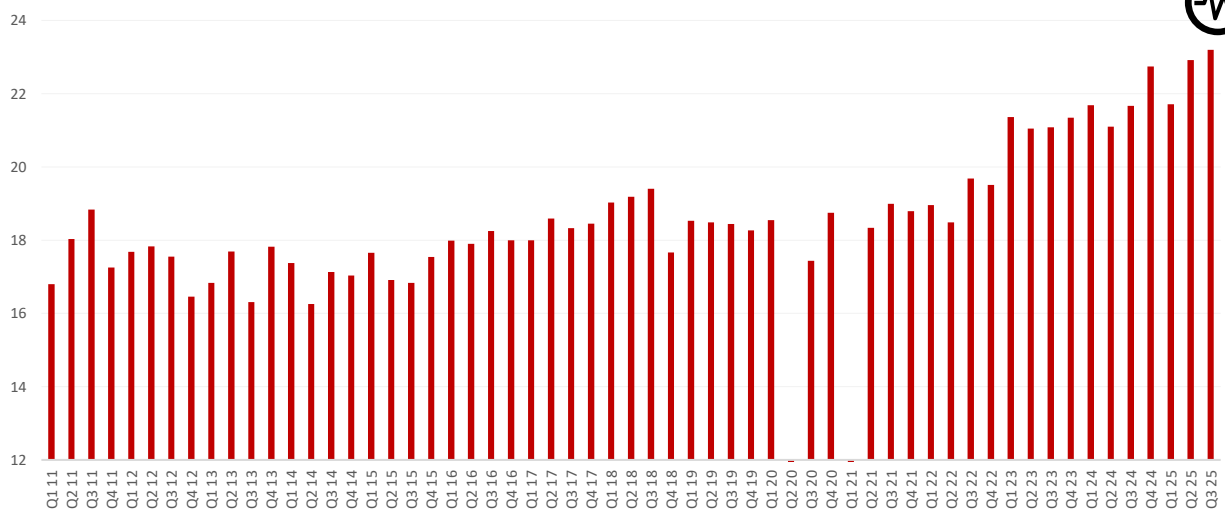
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

## Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



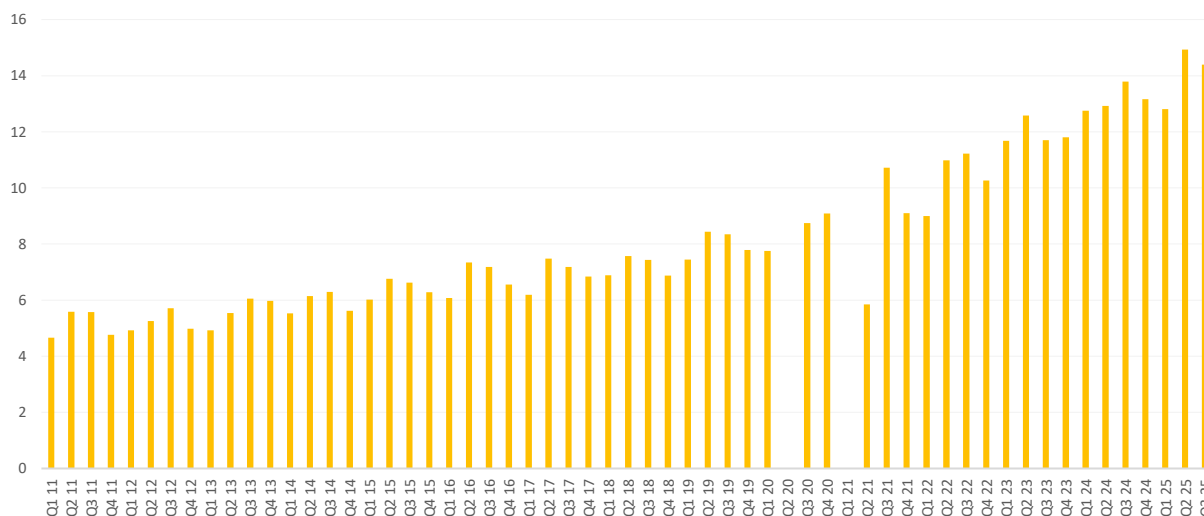
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



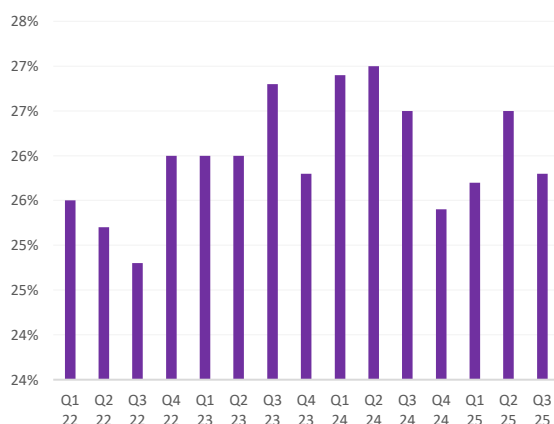
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## 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 Q3 2025 zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ponad 747,5 mln PLN (względem 825,4 mln PLN na koniec Q2 2025) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z IFRS 16 stanowiło 523 mln PLN (na koniec Q2 2025 było 590 mln PLN). Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec Q3 2025 wyniósł ponad 224 mln PLN (spadek q/q o ponad 11 mln PLN). Jednocześnie na koniec Q3 2025 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło blisko 99 mln PLN.

Po odczycie za Q3 2025 w ujęciu LTM w rachunku wyników koszty odsetkowe obsługi zadłużenia wyniosły ponad 53 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznane z zastosowaniem IFRS 16 przypadało ponad 31 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## 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            |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------|----------------|
| <b>kupuj</b> | <b>11,30</b>  | <b>kupuj</b>            | <b>13,97,6</b>           | <b>2025-09-10</b> | <b>16:05</b>       | <b>8,86</b> | <b>106 000</b> |
| kupuj        | 13,97         | kupuj                   | 13,6                     | 2025-05-14        | 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 (zasięg 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 zrealizowania 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 Q4 2025*: |        |      | , 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                                                        | 5      | 100% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj                                                     | 0      | 0%   | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj                                                      | 0      | 0%   | 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.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2025-11-19.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-11-19 (16:11 CET/CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-11-19.**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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 jakiejkolwiek 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 wahanom 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 portfelowa 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 wczytane 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 (analitik) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie premialne. Dodatkowe 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 analitik) 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 2025-11-19:**

- 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 świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.