

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

			2024	2025	2026E
Kurs [PLN]	8,0	P/E	25,4x	16,3x	8,9x
Kapitalizacja [PLN m]	373	skor. EV/EBITDA	4,3x	3,9x	3,7x
EV [PLN m]	1 098	EV/Przychody	0,7x	0,7x	0,7x
EV [PLN m] (non IFRS16)	488	P/BV	0,5x	0,5x	0,5x
		DPS	0	0,25	0,50

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 12,69 PLN; data wydania: 2025-12-10)

WYNIKI AGORY ZA Q4 2025 ORAZ KOMENTARZ BDM

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. Dane za Q4 2025 Agory okazały się wyższe niż nasze wcześniejsze oczekiwania na poziomie skor. EBIT o blisko 13% (spółka w szczególności pokazała mocny odczyt w segmencie radio oraz mniejszą stratę na pozycjach nieprzypisanych do segmentów). Ogółem odczyt skor. EBIT w Q4 2025 wyniósł blisko 51,9 mln PLN (nasze oczekiwania były na poziomie 45,9 mln PLN).

W Q4 2025 spółka wykazała wzrost o blisko 5,5% w ujęciu r/r liczby sprzedanych biletów do kin sieci Helios. Miniony kwartał był też kolejnym okresem dobrej monetyzacji widza (zarówno przez pryzmat średniej ceny biletu jak i średniej wartości paragonu w barach kinowych). Zwracamy też 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 działalności filmowej spółka wskazała na premiery kinowe trzech produkcji oraz na efekt sprzedaży (do innych kanałów dystrybucji) praw do tytułów, które miały premierę kinową we wcześniejszych terminach.

W ramach pozostałych obszarów biznesowych Agory **dostrzegamy mocne rezultaty w segmencie radio. Odczyt skor. EBIT tej dywizji biznesowej wzrósł do 36,3 mln PLN (z 27,8 mln PLN w Q4 2024). W Q4 2025 łącznie przychody segmentu wzrosły o 21% r/r. W kategorii reklama przychody segmentu wzrosły o 16% r/r (wpływ wyższych przychodów ze sprzedaży własnego czasu antenowego oraz z usługi pośrednictwa w sprzedaży czasu antenowego w stacjach innych nadawców), a w pozostałych kategoriach o 155% r/r (m.in. przychody z loterii Radia Zet).**

W Q4 2025 przychody segmentu reklama zewnętrzna były wyższe o blisko 26%. Zwracamy jednak uwagę, że istotny wpływ na taką dynamikę nominalnych odczytów miała konsolidacja Synergic (od Q4 2025). Szacujemy, że bez efektu konsolidacji Synergic, przychody segmentu wzrosły o blisko 9% w ujęciu r/r. Jednocześnie w Q4 2025 segment zanotował spadek skor. EBIT do 11,3 mln PLN (blisko -25% r/r). Zwracamy uwagę, że w Q4 2025 spółka rozpoczęła ujmowanie „nowego” kontraktu na obsługę wiat w Warszawie. Umowa została zawarta na okres 1 roku, z możliwością przedłużenia na maksymalnie 3 kolejne 6-cio miesięczne okresy. Dlatego, należy mieć na uwadze, iż spółka w ramach segmentu reklama zewnętrzna rozpoznała prawa do użytkowania aktywów o 30-miesięcznym okresie użytkowania (blisko 103 mln PLN) i odpowiadające im zobowiązania leasingowe. W Q4 2025 łączna amortyzacja (uwzględniająca także amortyzację praw do użytkowania w segmencie wyniosła 16,4 mln PLN względem 10,2 mln PLN w Q3 2025).

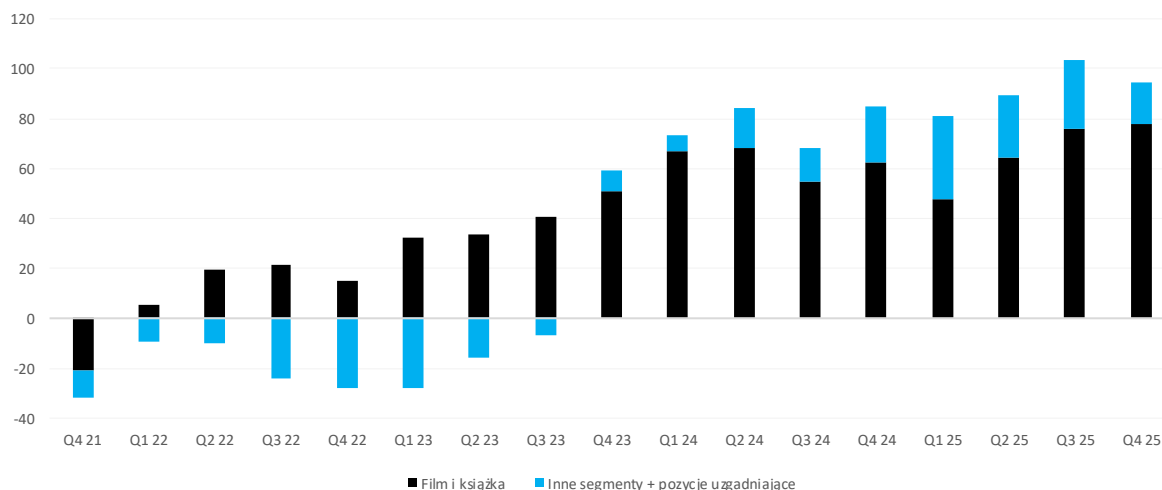
Łączny odczyt skor. EBIT w segmencie prasa oraz internet to strata rzędu 3,5 mln PLN. Bez ujęcia kosztów rezerw na zwolnienia skor. EBIT w tym obszarze wyniosłby 2,8 mln PLN (w Q4 2024 było blisko 7 mln PLN). Przypominamy, że w 2025 roku w segmencie prasa oraz internet spółka kontynuowała dostosowanie modelu działalności do długoterminowych trendów rynkowych (m.in. inicjatywa 1Digital). W 2026 roku spodziewamy się również zmiany struktury przychodów i kosztów w segmencie prasa jako efektu zamknięcia ostatniej drukarni i wygaszenie działalności poligraficznej.

Ogółem ujęcie segmentowe wskazuje, że w Q4 2025:

- **obszar film i książka wypracował skor. EBIT na poziomie blisko 31,1mln PLN (+6% r/r; w Q4 2024 było 29,3 mln PLN);**
- **odczyt skor. EBIT w pozostałych segmentach z ekspozycją na reklamę (poza segmentem film i książka) plus pozycje uzgadniające wykazał erozję r/r do 20,8 mln PLN, a po wyłączeniu ujętych kosztów zwolnień byłoby to 29,6 mln PLN (w Q4 2024 odczyt wynosił 31,2 mln PLN).**

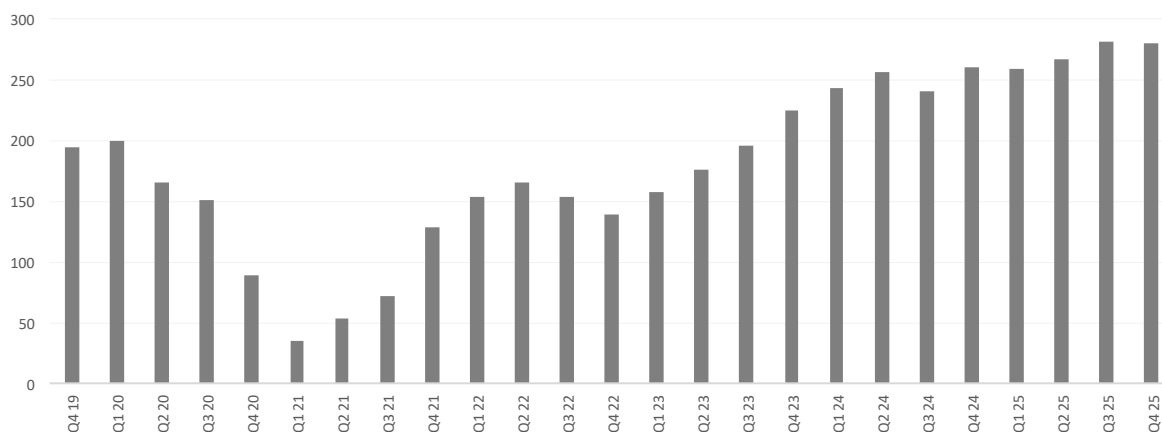
Podsumowując, wyniki za Q4 2025 były powyżej naszych oczekiwań. Nasza średnioterminowa ścieżka wynikowa Agory pozostaje wzrostowa i w ujęciu 2026 roku spodziewamy się dalszej poprawy odczytów w segmencie radio oraz niewielkiej erozji w ujęciu r/r w segmencie film i książka (głównie efekt wysokiej bazy z działalności filmowej z 2025 roku). Jednocześnie mamy nieodparte wrażenie, że po konferencji wynikowej Agory za 2025 rok (przynajmniej z perspektywy części inwestorów) pozostało „trochę” kluczowych pytań/kwestii bez odpowiedzi. Istotnym elementem wyznaczonych kierunków strategicznych był dalszy rozwój i utrzymanie pozycji lidera w obszarze reklamy zewnętrznej w Polsce. Niestety miniony rok 2025 w naszym odczuciu był wyjątkowo bolesnym momentem dla segmentu reklama zewnętrzna i ostatni kwartał (według nas) wskazał, że w tym obszarze biznesowym Agora zmagą się z ryzykiem trwałej utraty wartości. Tak jak wskazywaliśmy w poprzednich komentarzach, w symulacji średnioterminowej przygotowujemy się na scenariusz słabych odczytów w ujęciu r/r tego segmentu (konsolidacja przejętego podmiotu Synergic będzie prawdopodobnie niwelować skalę erozji rezultatów segmentu). Dlatego, **nie należy lekceważyć ryzyka, że w kolejnych kwartałach dobre wyniki i osiągnięte sukcesy w poszczególnych obszarach Agory będą nadal zdominowane przez pesymizm płynący ze spojrzenia na segment reklama zewnętrzna (utrata pozycji lidera rynku OOH w Polsce to mocne uderzenie w sentyment inwestycyjny i akceptowalną wycenę, gdyż ten obszar biznesowy miał oferować dalszą budowę wartości).**

Historyczna kontrybucja poszczególnych dywizji biznesowych Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



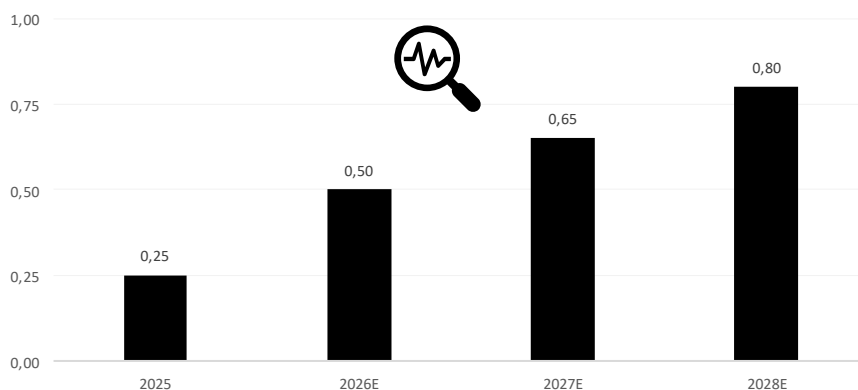
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



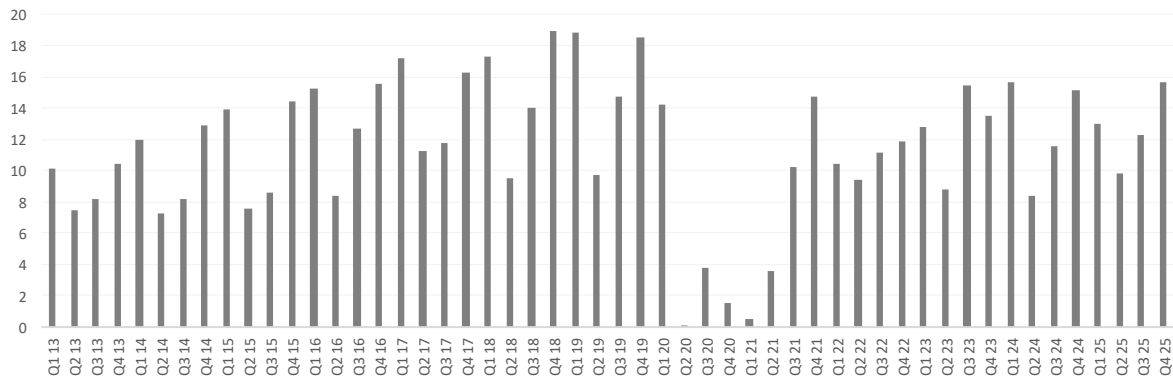
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



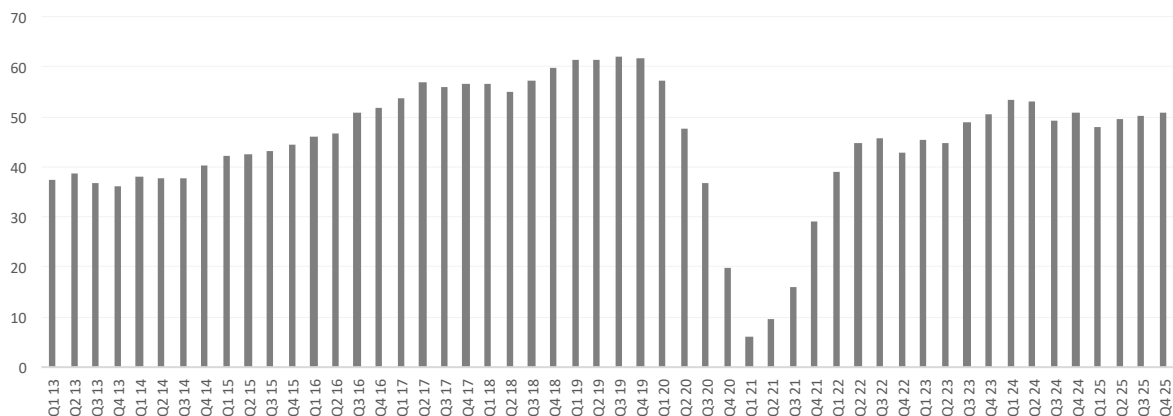
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



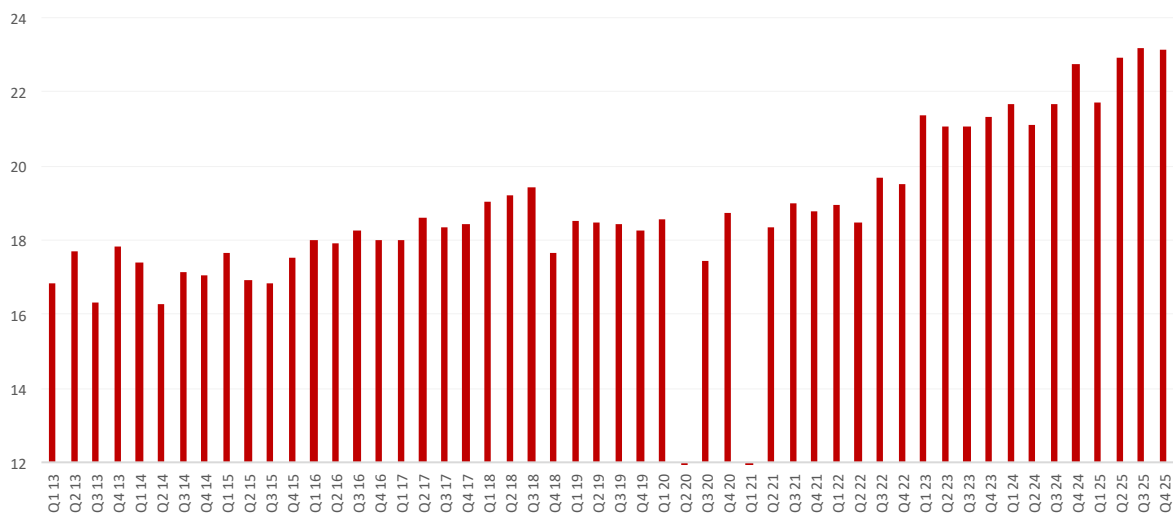
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



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

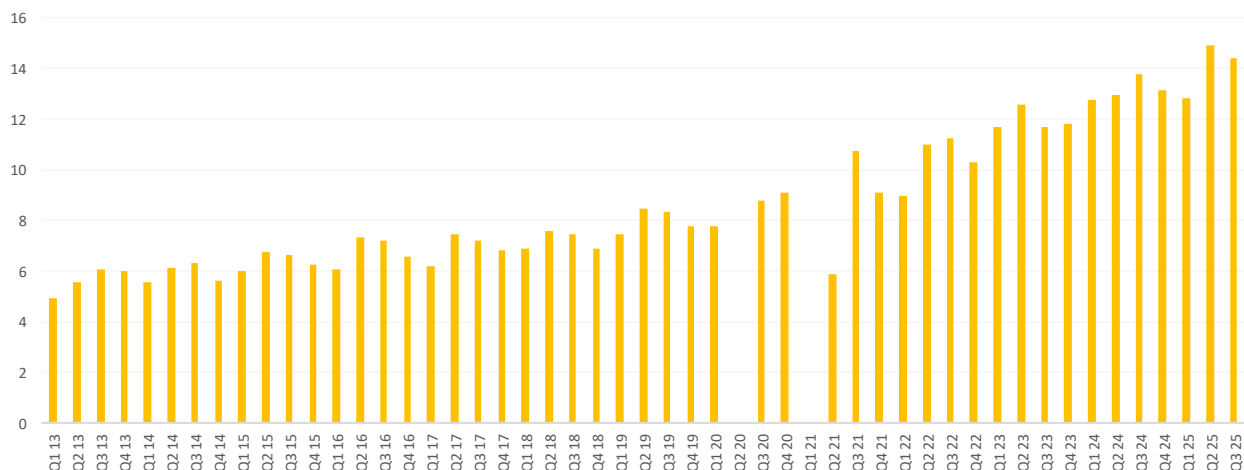
Szacunki historycznej średniej ceny biletów w sieci Helios [PLN/bilet]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



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

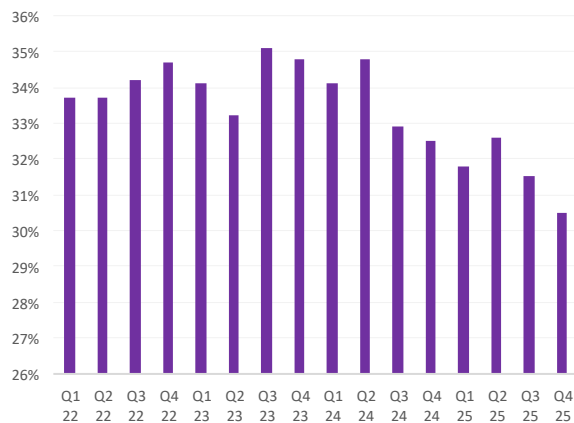


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

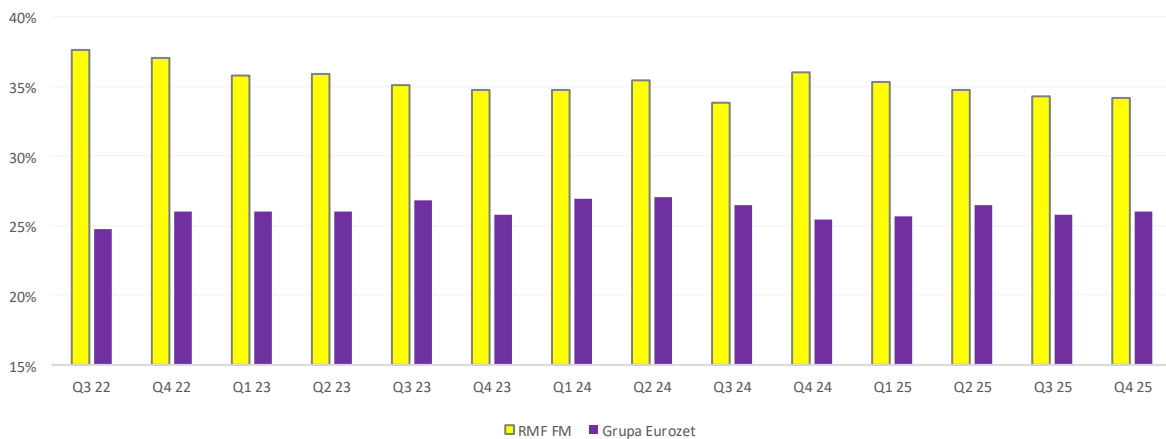
Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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



Udziały rynkowe Grupy Eurozet na tle RMF FM



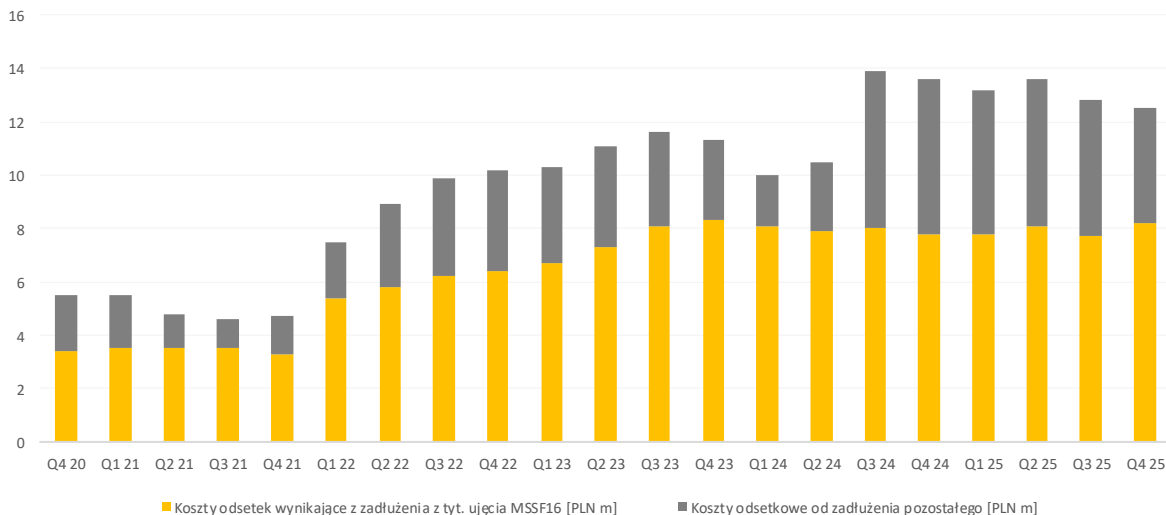
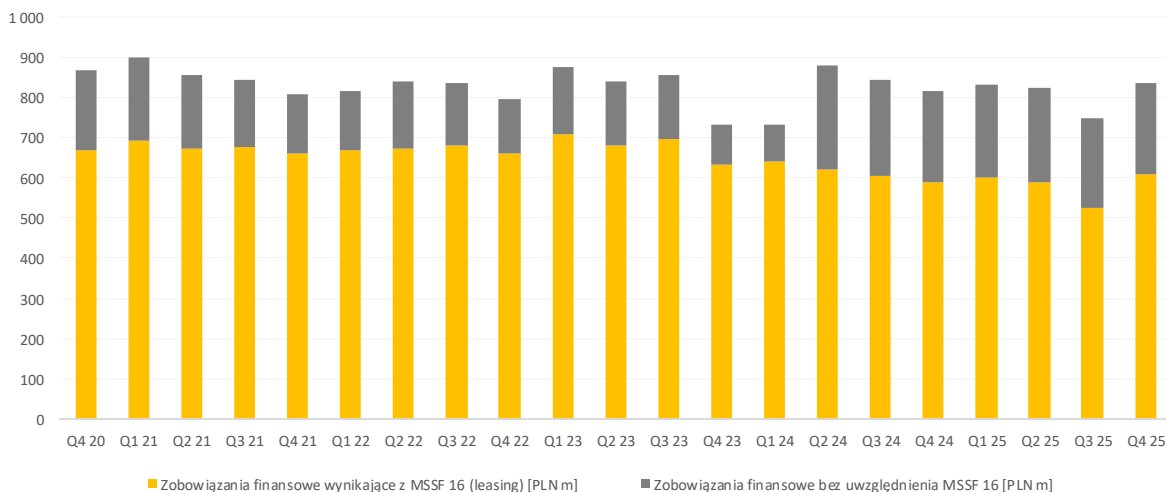
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

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

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	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 (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 Q1 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	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	50%	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: 2026-03-23.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-03-23 (12:06 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-03-23.

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 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 obciążona 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 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 (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 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 2026-03-23:

- 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.