



Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZY WYNIKÓW 1Q 2026 ODZIEŻ

ANSWEAR.COM
ESOTIQ & HENDERSON
LPP
MODIVO
VRG

Analitik:

Anna Tobiasz

6 MAJA 2026, 12:35 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE	2
ANSWEAR.COM.....	4
ESOTIQ & HENDERSON	5
LPP.....	6
MODIVO	7
VRG	8

PODSUMOWANIE

W 1Q'26 długo utrzymująca się zima pozwoliła na stosowanie mniejszych rabatów na kolekcję AW25 w okresie wyprzedażowym. W naszej ocenie powinno to pomóc spółkom odzieżowym w podnoszeniu marży brutto na sprzedaży. Jednocześnie spodziewamy się wystąpienia ujemnych różnic kursowych, co będzie widoczne w wielu podmiotach przez obniżenie wyniku netto.

Answer.com znacznie ograniczył poziom zapasów na koniec 2025 r., przez co w naszej ocenie w mniejszym stopniu skorzystał na zwiększonym zainteresowaniu kolekcją zimową na początku roku. Dodatkowo, na wyniku negatywnie powinien odbić się wzrost kosztów operacyjnych i wysoki poziom ujemnych różnic kursowych.

Dla **Esotiq & Henderson** pogoda nie ma tak dużego znaczenia, a miesięczne dane sprzedażowe wskazują na spadek marży brutto ze sprzedaży. Szacujemy, że w 1Q'26 spółka ponosiła ostatnie koszty związane z przeniesieniem towarów do magazynu InPost, co negatywnie oddziaływało na rentowność okresu.

W **LPP** szacujemy wzrost przychodów i marży brutto na sprzedaży, przy jednoczesnym utrzymaniu dyscypliny kosztowej. Spodziewamy się dwucyfrowych wzrostów wyników, jednak ryzykiem osiągnięcia takich rezultatów jest wzrost cen ropy, który może odbić się na stawkach frachtu.

W **Modivo** spodziewamy się istotnego wzrostu kosztów operacyjnych w związku z konsolidacją MKRI. Zakładamy, że koszty działalności sieci Worldbox będą najbardziej obciążać wyniki 1H'26, natomiast w kolejnych okresach zwiększenie udziału marek licencyjnych powinno pomóc w poprawie rentowności.

VRG powinno korzystać na optymalizacji sieci stacjonarnej w segmencie odzieżowym, co w naszej ocenie przyczyni się do poprawy rentowności tego obszaru. W segmencie jubilerskim spółka rozpoczyna konsolidację sieci Lilou, która w naszej ocenie początkowo może obniżyć wynik. Na poziomie zysku operacyjnego grupy spodziewamy się znaczącej poprawy, jednak wynik netto powinien być istotnie obniżony przez ujemne różnice kursowe.

Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA			P/E			P/BV		
			2024	2025	2026P	2024	2025	2026P	2024	2025	2026P
Answear.com	19,3	366,3	16,8	10,5	7,4	-36,5	39,4	13,2	1,6	1,6	1,4
Esotiq & Henderson	32,9	73,5	3,1	4,3	3,9	6,7	9,5	9,0	1,1	1,1	0,9
LPP	22 400	41 571,9	11,1	10,4	7,2	23,8	27,8	15,0	7,8	7,4	6,0
Modivo*	81,8	6 302,3	5,5	6,7	6,7	5,5	25,9	30,3	2,9	2,5	2,5
VRG	5,2	1 228,5	6,1	5,6	5,2	14,1	12,5	11,6	1,2	1,1	1,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

* wyniki 2025 r. dla spółki Modivo nie zostały jeszcze opublikowane; podane wartości prognozowane

Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]			EBIT [mln PLN]			Wynik netto [mln PLN]		
		1Q'25	1Q'26P	zmiana r/r	1Q'25	1Q'26P	zmiana r/r	1Q'25	1Q'26P	zmiana r/r
Answear.com	11 maj 26	9,9	6,2	-37,7%	4,0	0,2	-95,0%	3,7	-6,9	-
Esotiq	28 maj 26	4,6	4,1	-10,5%	0,4	-0,3	-	-0,1	-1,7	-
LPP	11 cze 26	938,0	1 250,7	33,3%	464,0	619,5	33,5%	332,0	406,5	22,4%
Modivo	11 cze 26	377,0	187,5	-50,3%	228,7	-16,8	-	106,4	-75,8	-
VRG	21 maj 26	37,9	46,2	22,1%	3,7	11,2	203,8%	6,0	1,0	-83,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

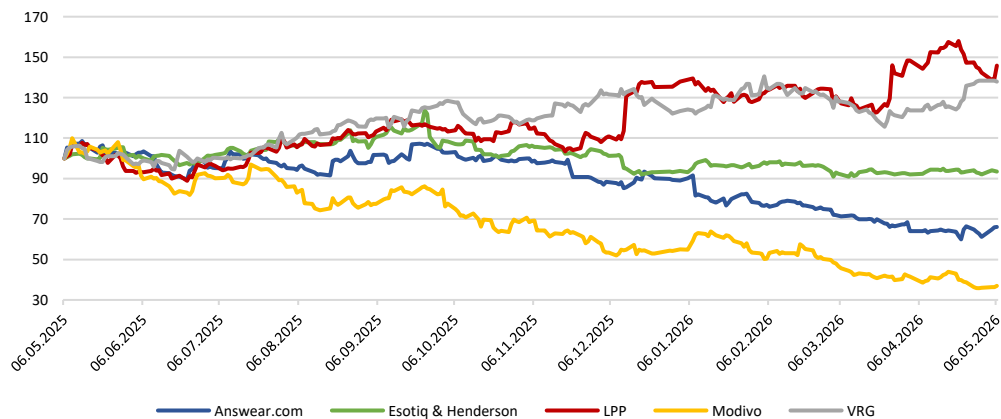
* wyniki 2025 r. dla spółki Modivo nie zostały jeszcze opublikowane; podane wartości prognozowane

Wyniki i prognozy dla wybranych spółek odzieżowych

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26P
Przychody									
Answear.com	288,5	343,4	344,0	532,7	352,5	399,3	393,7	556,1	375,8
Esotiq & Henderson	63,2	72,4	81,2	81,5	67,0	75,5	92,4	88,7	73,5
LPP	4 306,0	5 005,0	5 212,0	5 671,0	4 954,0	5 554,0	6 141,0	6 460,0	5 827,0
Modivo	2 261,3	2 589,2	2 770,9	2 681,4	2 358,9	2 879,7	2 975,5	2 642,5	2 425,6
VRG	278,2	340,8	311,5	444,6	293,6	377,5	345,9	487,7	359,9
EBIT									
Answear.com	-1,7	-15,2	-3,9	32,7	4,0	14,3	8,7	5,1	0,2
Esotiq & Henderson	1,7	6,7	3,0	7,2	0,4	5,3	4,3	4,8	-0,3
LPP	411,0	611,0	731,0	662,0	464,0	689,0	388,0	952,0	619,5
Modivo	150,6	262,5	328,0	294,5	228,7	299,0	221,2	0,0	-16,8
VRG	2,7	40,8	12,8	69,6	3,7	45,6	23,3	64,9	11,2
EBITDA									
Answear.com	3,4	-10,2	2,1	39,1	9,9	20,3	14,8	11,1	6,2
Esotiq & Henderson	6,2	11,2	7,6	11,0	4,6	9,4	8,6	9,1	4,1
LPP	795,0	1 018,0	1 157,0	1 134,0	938,0	1 194,0	918,0	1 518,0	1 250,7
Modivo	300,5	406,9	479,0	448,3	377,0	465,2	404,9	200,2	187,5
VRG	36,1	73,9	45,9	104,2	37,9	79,2	57,3	99,3	46,2
Wynik netto									
Answear.com	-4,3	-17,6	-6,8	18,6	3,7	2,9	1,4	1,3	-6,9
Esotiq & Henderson	0,3	5,8	1,4	3,5	-0,1	3,3	2,4	2,2	-1,7
LPP	277,0	443,0	577,0	450,0	332,0	467,0	-16,0	714,0	406,5
Modivo	50,5	254,5	158,4	559,8	106,4	79,3	119,4	-62,2	-75,8
VRG	2,2	28,2	10,1	46,3	6,0	28,6	12,4	51,2	1,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

* wyniki 2025 r. dla spółki Modivo nie zostały jeszcze opublikowane; podane wartości prognozowane

Zachowanie kursów omawianych spółek


Źródło: BDM, Bloomberg

ANSWEAR.COM

Kupuj, TP 37,9/akcję

Rekomendacja z dnia 8 lipca 2025 r.

			2024	2025	2026P
Kurs [PLN]	22,8	P/E	-36,5	39,4	13,2
MC [mln PLN]	366,3	EV/EBITDA	16,8	10,5	7,4
		EV/EBIT	48,1	18,4	10,6
		P/BV	1,6	1,6	1,4

Według wstępnych danych sprzedażowych opublikowanych przez spółkę, przychody wg MSSF w 1Q'26 wyniosły ok. 375,7 mln PLN (+6,6% r/r). Zakładamy, że PRM osiągnął dwucyfrową dynamikę wzrostu (+17% r/r), notując 45,8 mln PLN przychodów, natomiast Answear.com zanotował mniejszą zwyżkę, podnosząc sprzedaż do 330,0 mln PLN (+5,3%). Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie ok. 40,0%, wobec 39,6% w 1Q'25.

Spodziewamy się wzrostu kosztów operacyjnych. Są to głównie pozycje związane z logistyką i marketingiem. Po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie ceny ropy naftowej istotnie wzrosły, co w naszej ocenie powinno przełożyć się od marca'26 na stawki usług kurierskich. Dodatkowo, w okresie wyprzedazowym spodziewamy się wyższego poziomu zwrotów, co zwiększa liczbę operacji magazynowych, a co za tym idzie – średni koszt obsługi przesyłki, co również obciąża koszty logistyczne. Wzrost kosztów wynagrodzeń szacujemy na ok. +7,1% r/r, a marketingu na ok. 14%, co jest poziomem wyższym od dynamiki przychodów.

Suma powyższych czynników implikuje spadek zysku operacyjnego do poziomu ok. 0,2 mln PLN, wobec 4,0 mln PLN rok wcześniej. Zakładamy niewielki wzrost amortyzacji, stąd wynik EBITDA szacujemy na poziomie 6,2 mln PLN (-37,7% r/r).

Na poziom zysku netto negatywnie powinny wpłynąć różnice kursowe. Szacujemy, że z tytułu leasingu wpływ ten wyniesie ok. -2 mln PLN, natomiast w połączeniu z pozostałymi kosztami, saldo finansowe prognozujemy na poziomie -8,5 mln PLN. Powoduje to wystąpienie straty netto w wysokości -6,9 mln PLN.

W całym 2026 r. oczekujemy jednocyfrowego wzrostu przychodów, przy poprawie rentowności brutto na sprzedaży. W naszej ocenie spółka jest w stanie optymalizować koszty, szczególnie w zakresie marketingu. Spodziewamy się znacznie lepszych wyników pod tym względem w 4Q'26, gdzie wystąpi niska baza. Jednocześnie 4Q sezonowo jest najważniejszym okresem w roku dla spółki, dlatego od sytuacji rynkowej i umiejętności racjonalnej optymalizacji kosztów w tym okresie może zależeć wynik całego roku.

Prognoza wyników za 1Q'26 [mln PLN]

	1Q'25	1Q'26P	r/r	2025	2026P	r/r
Przychody ze sprzedaży	352,5	375,8	6,6%	1 701,7	1 811,5	6,5%
EBIT	4,0	0,2	-95,0%	32,0	53,4	66,8%
EBITDA	9,9	6,2	-37,7%	56,2	76,7	36,4%
Zysk netto	3,7	-6,9	-	9,3	28,0	201,1%
Marża brutto na sprzedaży	39,6%	40,0%		39,8%	40,7%	
Marża EBIT	1,1%	0,1%		1,9%	2,9%	
Marża EBITDA	2,8%	1,6%		3,3%	4,2%	
Marża zysku netto	1,0%	-		0,5%	1,5%	

Źródło: BDM, spółka

ESOTIQ & HENDERSON

			2024	2025	2026P
Kurs [PLN]	32,9	P/E	6,7	9,5	9,0
MC [mln PLN]	73,5	EV/EBITDA	3,1	4,3	3,9
		EV/EBIT	6,0	9,2	7,9
		P/BV	1,1	1,1	0,9

Szacunkowe miesięczne dane sprzedażowe wskazują na wzrost sprzedaży do 71,7 mln PLN. Przychody ze sprzedaży internetowej wyniosły ok. 27,9 mln PLN (+20% r/r). Mając na uwadze, że w poprzednich kwartałach ostateczne dane były wyższe od szacunkowych oraz zakładając, że w wprowadzone niedawno opłaty za zwrot towarów nie są ujmowane w szacunkach przychodowych, prognozujemy wzrost sprzedaży o +9,7% r/r do 73,5 mln PLN. Marżę zysku brutto ze sprzedaży szacujemy na poziomie 65,5%.

Zakładamy, że w 1Q'26 spółka poniosła ostatnie koszty w związku z przeniesieniem towarów do magazynu InPost, dlatego koszty operacyjne mogą być jeszcze podwyższone. Spodziewamy się, że koszty marketingu również zostaną utrzymane. Spółka aktywnie współpracuje z celebrytkami, szczególnie widoczne w ostatnim czasie są kolaboracje z Julią Wieniawą oraz Ewą Chodakowską.

Wzrost kosztów operacyjnych, według naszych szacunków, spowoduje spadek wyniku EBIT do -0,3 mln PLN. Amortyzację szacujemy na ok. 4,5 mln PLN, co implikuje wynik EBITDA na poziomie 4,1 mln PLN (-10,5% r/r). W zakresie kosztów finansowych spodziewamy się ujemnych różnic kursowych, co przełoży się na stratę netto w wysokości -1,7 mln PLN.

Reasumując, spodziewamy się słabych wyników 1Q'26. Wpływ na to ma słabsza marża w sezonie wyprzedazowym oraz utrzymujące się wyższe koszty operacyjne w związku z kontynuacją prac nad przeniesieniem magazynu. W kolejnych okresach spodziewamy się, że obsługa zamówień z magazynu InPost pozwoli na ograniczenie kosztów oraz przyspieszenie średniego czasu realizacji zamówienia, co powinno pozytywnie wpływać na doświadczenia zakupowe klientów i sprzyjać wzrostom sprzedaży. Zakładamy, że spółka będzie dalej rozwijać swoje portfolio produktowe w nowych liniach, np. sensual, oraz limitowanych kolekcjach tworzonych we współpracy z celebrytkami. W całym 2026 r. spodziewamy się niskich dwucyfrowych wzrostów przychodów oraz wyniku operacyjnego.

Prognoza wyników za 1Q'26 [mln PLN]

	1Q'25	1Q'26P	r/r	2025	2026P	r/r
Przychody	67,0	73,5	9,7%	323,6	359,0	11,0%
Wynik brutto na sprzedaży	44,2	48,1	8,7%	216,9	238,8	10,1%
EBITDA	4,6	4,1	-10,5%	31,7	34,0	7,1%
EBIT	0,4	-0,3	-	14,8	16,6	12,1%
Zysk brutto	0,1	-1,7	-	9,5	10,5	10,4%
Zysk netto	-0,1	-1,7	-	7,8	8,2	5,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	66,0%	65,5%		67,0%	66,5%	
Marża EBITDA	6,8%	5,6%		9,8%	9,5%	
Marża EBIT	0,7%	-		4,6%	4,6%	
Marża zysku netto	-	-		2,4%	2,3%	

Źródło: BDM

LPP

Kupuj, TP 26 037 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 6 maja 2026 r.

			2024	2025	2026P
Kurs [PLN]	22 400	P/E	23,8	27,8	15,0
MC [mln PLN]	41 572	EV/EBITDA	11,1	10,4	7,2
		EV/EBIT	18,9	19,1	11,7
		P/BV	7,8	7,4	6,0

Na początku roku finansowego zazwyczaj otwieranych jest najmniej sklepów, dlatego szacujemy, że w 1Q'26 (luty-kwiecień'26) spółka uruchomiła 120 salonów, w tym 100 w marce Sinsay. Oznacza to, że na koniec kwietnia'26 powinno funkcjonować ok. 3,9 tys. salonów wszystkich brandów (vs. 3,0 tys. na koniec kwietnia'25). Szacujemy wzrost powierzchni handlowej o +24% r/r (w tym +40,5% r/r w Sinsay).

Spółka informowała, że zimna pogoda na początku lutego pozwoliła na utrzymanie bardzo dobrej marży. Spodziewamy się, że późniejsze nadejście cieplejszych dni spowodowało wzrost zainteresowania kolekcją wiosna/lato, co powinno przekładać się na umocnienie sprzedaży. Implikuje to wzrost przychodów o +17,6% r/r do 5,8 mld PLN.

W omawianym okresie szacujemy wzrost marży brutto ze sprzedaży do 54,7% (vs. 54,0% rok wcześniej). Wzrost kosztów SG&A prognozujemy na ok. +17,9% r/r. Istnieje jednak ryzyko mocniejszego wzrostu, związanego z podniesieniem stawek frachtu po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, która spowodowała skokowy wzrost cen ropy. Spółka ma zabezpieczone kontrakty na transport towarów, jednak zakładamy, że w przypadku tak dużych zmian kosztów realizacji dostawy, mogą działać pewne zapisy korygujące wartość kontraktu. Mimo to, oczekujemy wzrostu zysku operacyjnego o +33,5% do 619 mln PLN oraz EBITDA o +33,3% r/r do 1 251 mln PLN. Powyższe implikuje zysk netto w wysokości ok. 406 mln PLN (+22,4% r/r).

W kolejnych okresach spodziewamy się dalszej poprawy zysków, wynikającej głównie z rozwoju sieci oraz sprzedaży omnichannel. Przy zachowaniu względnej stabilizacji geopolitycznej, w naszej ocenie spółka jest w stanie zrealizować cele zapowiedziane na lata 2026 i 2027.

Prognozy wyników za 1Q'26 [mln PLN]

	1Q'25	1Q'26P	r/r	2025	2026P	r/r
Przychody ze sprzedaży	4 954	5 827	17,6%	23 109	27 977	21,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 675	3 188	19,2%	12 842	15 479	20,5%
EBIT	464	619	33,5%	2 493	4 062	62,9%
EBITDA	938	1 251	33,3%	4 568	6 599	44,5%
Wynik netto	332	406	22,4%	1 497	2 767	84,8%
Marża brutto ze sprzedaży	54,0%	54,7%		55,6%	55,3%	
Marża EBIT	9,4%	10,6%		10,8%	14,5%	
Marża EBITDA	18,9%	21,5%		19,8%	23,6%	
Marża netto	6,7%	7,0%		6,5%	9,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

MODIVO

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	81,8	P/E	5,5	25,9	30,3
MC [mln PLN]	6 302	EV/EBITDA	5,5	6,7	6,7
		EV/EBIT	8,8	12,9	17,2
		P/BV	2,9	2,5	2,5

W 1Q'26 spodziewamy się wzrostu powierzchni handlowej o ok. 40 tys. m², co w skali całej grupy oznacza osiągnięcie ok. 1,2 mln m². Największy udział w otwieraniu nowych sklepów powinny mieć szyldy HalfPrice oraz Worldbox, gdzie spółka zapowiadała największe przyrosty powierzchni w 2026 r.

Zakładamy, że luty i marzec były stosunkowo dobre przychodowo, głównie ze względu na utrzymującą się zimową pogodę, która zachęcała klientów do uzupełniania garderoby, a z drugiej strony dawała spółce możliwość stosowania niższych poziomów wyprzedazy, co powinno wspierać rentowność brutto. W kwietniu pogoda nie sprzyjała zakupom kolekcji wiosennej, dlatego spodziewamy się niewielkich wzrostów sprzedaży, natomiast w całym kwartale wzrost przychodów powinien być wspierany przez nowe powierzchnie handlowe.

Na poziomie marży brutto ze sprzedaży spodziewamy się delikatnej poprawy z 50,8% w 1Q'25 do 50,9% w 1Q'26. W naszej ocenie istotnym obciążeniem dla spółki będą jednak koszty operacyjne, które po konsolidacji MKRI będą znacząco wyższe r/r, głównie za sprawą sieci Worldbox. Szacujemy, że koszty SG&A będą stanowiły ponad 50% udziału w przychodach, co oznacza ich wzrost o +20,7% r/r. Dodatkowo, na wynik niekorzystnie powinny wpłynąć różnice kursowe. Implikuje to stratę na poziomie EBIT, którą szacujemy na ok. -16,8 mln PLN. Na poziomie EBITDA szacujemy ok. 187,5 mln PLN (-50,3% r/r), co oznacza utrzymanie rentowności na poziomie zbliżonym do 4Q'25. Na poziomie netto prognozujemy stratę w wysokości ok. -75,8 mln PLN.

Zakładamy, że zwiększone koszty w sieci Worldbox będą istotnie wpływać na wyniki grupy w 1H'26, natomiast wprowadzenie kolekcji AW26 z wyższym udziałem marek licencyjnych powinno stopniowo budować rentowność brandu. Spodziewamy się, że do końca roku marka będzie posiadać ok. 300 salonów stacjonarnych, wobec 96 na koniec października'25.

W całej grupie w 2026 r. spodziewamy się otwarcia ok. 280 tys. m² nowej powierzchni handlowej, co będzie wspierało sprzedaż offline, ale też obciąży dodatkowo koszty operacyjne. Kluczowym dla budowania wyniku, w naszej ocenie, będzie wzrost udziału marek licencyjnych, które charakteryzują się wyższą marżą, jednak aktualnie przyjmujemy konserwatywny scenariusz, zakładający wypracowanie nieznacznie niższego r/r poziomu EBITDA, przy wzroście amortyzacji w związku z nową powierzchnią handlową.

Prognoza wyników za 1Q'26 [mln PLN]

	1Q'25	1Q'26P	r/r	2024	2025P	r/r	2026P	r/r
Przychody	2 358,9	2 425,6	2,8%	10 302,8	10 856,6	5,4%	11 258,6	3,7%
Wynik brutto na sprzedaży	1 197,8	1 234,1	3,0%	5 183,7	5 250,1	1,3%	5 516,4	5,1%
EBITDA	377,0	187,5	-50,3%	1 634,7	1 447,3	-11,5%	1 434,1	-0,9%
EBIT	228,7	-16,8	-	1 035,6	748,9	-27,7%	564,1	-24,7%
Zysk brutto	91,3	-93,6	-	918,7	317,5	-65,4%	256,9	-19,1%
Zysk netto	106,4	-75,8	-	1 023,2	242,9	-76,3%	208,0	-14,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	50,8%	50,9%		50,3%	48,4%		49,0%	
Marża EBITDA	16,0%	7,7%		15,9%	13,3%		12,7%	
Marża EBIT	9,7%	-		10,1%	6,9%		5,0%	
Marża zysku netto	4,5%	-		9,9%	2,2%		1,8%	

Źródło: BDM, spółka

VRG

			2024	2025	2026P
Kurs [PLN]	5,2	P/E	14,1	12,5	11,6
MC [mln PLN]	1 229	EV/EBITDA	6,1	5,6	5,2
		EV/EBIT	12,5	11,0	10,5
		P/BV	1,2	1,1	1,0

Na ostatniej konferencji spółka komunikowała, że segment odzieżowy osiągnął trwałą rentowność. W naszej ocenie na poziomie wyniku operacyjnego będzie to widoczne w wynikach rocznych, natomiast w poszczególnych kwartałach duże znaczenie nadal ma sezonowość, dlatego w wynikach kwartalnych można spodziewać się występowania straty w tym segmencie.

W 1Q'26 zakładamy wzrosty sprzedaży na m² w każdej marce segmentu odzieżowego, co wynika głównie z optymalizacji sieci, ale też mocnej kolekcji w salonach grupy. Szacujemy wzrost przychodów tego segmentu do 147,3 mln PLN (+13,4% r/r). Jednocześnie, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży segmentu z 57,1% w 1Q'25 do 59,4% w 1Q'26. Głównym powodem takiego podejścia jest stosowanie przez spółkę niższego poziomu wyprzedzaży niż rok wcześniej.

W segmencie jubilerskim spółka rozpoczyna konsolidację sieci Lilou. Zakładamy, że marka ta w omawianym okresie dołoży ok. 13,4 mln PLN przychodów. Poza tym, oczekujemy wzrostu sprzedaży w marce W.KRUK, gdzie spodziewamy się mocnej sprzedaży biżuterii oraz wzrostu popytu na zegarki luksusowe. Razem daje to przychody segmentu na poziomie ok. 212,5 mln PLN (+29,8% r/r). W tym segmencie również szacujemy poprawę marży brutto na sprzedaży z 52,0% w 1Q'25 do 53,2% w 1Q'26.

Na poziomie grupy szacujemy 359,9 mln PLN przychodów (+22,6% r/r) oraz 55,7% marży brutto na sprzedaży (+1,4 p.p. r/r). Optymalizacja sieci w segmencie odzieżowym pomaga w ograniczeniu wzrostu kosztów sprzedaży, natomiast do wyników skonsolidowanych doliczamy koszty działalności marki Lilou, co obniża rentowność. Zysk operacyjny szacujemy na 11,2 mln PLN, wobec 3,7 mln PLN rok wcześniej, natomiast EBITDA na 46,2 mln PLN (+22,1% r/r).

Na poziomie zysku netto negatywnie powinna wpłynąć działalność finansowa. W 1Q'25 saldo kosztów i przychodów finansowych wyniosło +4,3 mln PLN, natomiast w związku ze zmianami kursów walut, w 1Q'26 szacujemy ujemne różnice kursowe na poziomie ok. -10 mln PLN. Implikuje to spadek wyniku netto grupy do 1,0 mln PLN, wobec 6,0 mln PLN rok wcześniej.

W kontekście całego 2026 r. spodziewamy się dalszych wzrostów przychodów, chociaż wysoka baza 2H'25 powinna spowodować, że dynamiki nie będą już tak duże. Zakładamy, że segment odzieżowy w całym roku wykáže zysk, a Lilou również będzie pozytywnie kontrybuować do wyników grupy w kolejnych kwartałach.

Wybrane dane finansowe

	1Q25	1Q'26P	r/r	2025	2026P	r/r
Przychody	293,6	359,9	22,6%	1 504,8	1 662,7	10,5%
<i>segment odzieżowy</i>	<i>129,9</i>	<i>147,3</i>	<i>13,4%</i>	<i>652,5</i>	<i>678,1</i>	<i>3,9%</i>
<i>segment jubilerski</i>	<i>163,7</i>	<i>212,5</i>	<i>29,8%</i>	<i>852,3</i>	<i>984,6</i>	<i>15,5%</i>
Wynik brutto na sprzedaży	159,3	200,6	25,9%	837,0	935,5	11,8%
EBITDA	37,9	46,2	22,1%	273,6	283,2	3,5%
EBIT	3,7	11,2	203,8%	137,6	140,8	2,4%
Zysk brutto	8,0	1,2	-84,7%	123,1	130,3	5,9%
Zysk netto	6,0	1,0	-83,4%	98,2	105,6	7,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	54,3%	55,7%		55,6%	56,3%	
Marża EBITDA	12,9%	12,8%		18,2%	17,0%	
Marża EBIT	1,3%	3,1%		9,1%	8,5%	
Marża zysku netto	2,0%	0,3%		6,5%	6,3%	

Źródło: BDM, 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
healthcare, handel (odzież)

**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

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

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).

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

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: 2026-05-06.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-05-06 (12:35 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-06-01.

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 wahaniami 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 zredukować 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 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).

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.

Analityk (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.”. Zaznaczamy, że na dzień 06.05.2026 roku:

	ANSWEAR	ESOTIQ & HENDERSON	LPP	MODIVO	VRG
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy 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.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE