



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 10,67 PLN

21 STYCZEŃ 2026, 11:25 CET/CEST

W bieżącej aktualizacji raportu analitycznego decydujemy się na zmianę zalecenia z Akumuluj na Trzymaj i jednocześnie podwyższamy cenę docelową do poziomu 10,67 PLN/akcję (poprzednio było 9,74 PLN). Zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2026-2027 w pobliżu odpowiednio 5,0x i 4,9x.

Liczymy, że na poziomie EBITDAaL spółka w Q4 2025 wykaże wzrost r/r o 4,4%, czyli do 847 mln PLN. Bazując na naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść blisko 3,459 mld PLN, czyli więcej o ponad 3,6% względem 2024 roku (nominalnie przyrost o 121 mln PLN).

W bieżącym raporcie utrzymujemy nasz wcześniejszy optymizm dotyczący dynamiki wzrostu wpływów z trzech kluczowych usług telekomunikacyjnych (suma pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne). W latach 2026-2027 dynamika wzrostu wspomnianych przychodów wynosi w naszym modelu odpowiednio +5% r/r i +4,5% r/r. Spodziewamy się, że w tym okresie Orange będzie również wykazywać dobre dynamiki wzrostu z usług ICT. Istotnym elementem naszej projekcji jest także zaktualizowane podejście dotyczące wpływów związanych z usługami świadczonymi dla innych operatorów.

W naszym odczuciu Orange w najbliższych 2 latach będzie nadal korzystać na podjętych już wcześniej inicjatywach mających wzmacniać marżę operacyjną. Na rok 2026 w prognozie uwzględniamy dynamikę wzrostu r/r EBITDAaL na poziomie 4,2%. Na kolejne dwa lata (okres 2027-2028) w naszej symulacji dynamika budowy EBITDAaL wynosi średniorocznie 3,4%.

Wypłacona w 2025 roku dywidenda roczna była w kwocie 0,53 PLN/akcję (w 2024 roku było to 0,48 PLN/akcję, a w 2023 roku 0,35 PLN/akcję). Jak zrozumieliśmy, intencją zarządu przedstawioną podczas ogłoszonej strategii średnioterminowej na lata 2025-2028 jest aby przyszłe decyzje o wzroście poziomu dps następowały w sytuacji dużego poziomu pewności, iż będzie to nowy minimalny pułap referencyjny na kolejne lata. Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2025, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w pobliżu 1,1x i liczymy, iż zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe. W naszym modelu spodziewamy się, że najbliższe roczne strumienie dywidend wyniosą 0,60 PLN/akcję i 0,65 PLN/akcję (oznacza to podwyższenie oczekiwań względem poprzednich symulacji o 0,02 PLN/akcję).

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody razem [PLN m]	12 970	12 587	13 114	13 229	13 544	13 880
Przychody (trzy linie biznesowe) [PLN m]*	6 119	6 447	6 871	7 213	7 535	7 812
EBITDAaL [PLN m]	3 179	3 338	3 459	3 605	3 718	3 851
EBIT [PLN m]	1 221	1 433	1 287	1 448	1 495	1 579
Wynik netto [PLN m]	818	927	774	894	925	975
P/E	17,5x	15,4x	18,5x	16,0x	15,4x	14,6x
EV/EBITDA	5,5x	5,4x	5,2x	5,0x	4,9x	4,6x
P/BV	1,1x	1,0x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x
DPS [PLN]	0,35	0,48	0,53	0,60	0,65	0,70
Rentowność dywidendy	3,2%	4,4%	4,9%	5,5%	6,0%	6,4%

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Wycena końcowa [PLN]	10,67
Wycena DCF	10,79
Wycena mnożnikowa [PLN]	10,56
Potencjał do wzrostu / spadku	-1,9%

Kurs [PLN]	10,88
Kapitalizacja [PLN mld]	14,28
Ilość akcji [m]	1 312

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	18,5	8,1
6M stopa zwrotu	20,3	8,3
YTD stopa zwrotu	7,6	4,5
12M stopa zwrotu	56,8	13,6

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

Akcjonariat:	
Orange SA	50,67%
Allianz OFE	8,12%
Nationale Nederlanden	5,82%
Pozostali akcjonariusze	35,39%

Autor raportu:

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI ORANGE POLSKA ZA Q3 2025	8
DŁUG FINANSOWY	11
PROGNOZA NA Q4 2025	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	13
PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ NA KOLEJNE LATA	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącej aktualizacji raportu analitycznego decydujemy się na zmianę zalecenia z Akumuluj na Trzymaj i jednocześnie podwyższamy cenę docelową do poziomu 10,67 PLN/akcję (poprzednio było 9,74 PLN). Zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2026-2027 w pobliżu odpowiednio 5,0x i 4,9x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 10,79 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2026-2028 wskazuje na cenę 10,56 PLN/akcję. Końcowa wycena 10,67 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange Polska

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	10,79
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	10,56
C = (A*50%+B*50%)		Wycena końcowa [PLN/akcję]
		10,67

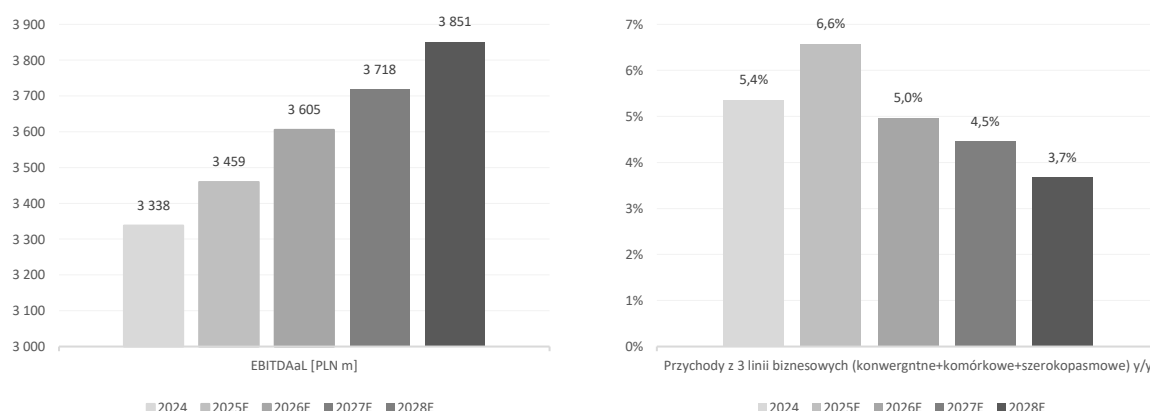
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Bazując na naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść blisko 3,459 mld PLN, czyli więcej o ponad 3,6% względem 2024 roku (nominalnie przyrost o 121 mln PLN). Na rok 2026 w prognozie uwzględniamy dynamikę wzrostu r/r EBITDAaL na poziomie 4,2%. Na kolejne dwa lata (okres 2027-2028) w naszej symulacji dynamika budowy EBITDAaL wynosi średniorocznie 3,4%.

W bieżącym raporcie utrzymujemy nasz wcześniejszy optymizm dotyczący dynamiki wzrostu wpływów z trzech kluczowych usług telekomunikacyjnych (suma pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne). W latach 2026-2027 dynamika wzrostu wspomnianych przychodów wynosi w naszym modelu odpowiednio +5% r/r i +4,5% r/r. Spodziewamy się, że w tym okresie Orange będzie również wykazywać dobre dynamiki wzrostu z usług ICT. Istotnym elementem naszej projekcji jest także zaktualizowane podejście dotyczące wpływów związanych z usługami świadczonymi dla innych operatorów (wcześniej w założeniach na 2026 rok dominujący wpływ w naszym modelu miało uwzględnienie zakończenia umowy roamingu krajowego z operatorem sieci Play).

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego (z dnia 2025-07-14) nasze założenia dla odczytu EBITDAaL za 2025 rok „symbolicznie” podnosimy o 1% (było 3,426 mld PLN vs obecnie 3,459 mld PLN). Na lata 2026-2027 przyjęta przez nas obecnie ścieżka wynikowa dla EBITDAaL jest wyższa o odpowiednio 3,7% i 4,6% względem poprzednich symulacji. Wpływ na bardziej optymistyczne założenia ma w modelu głównie obszar usług ICT oraz wyższe wpływy z usług dla innych operatorów. Oczekiwane dynamiki wzrostu przychodów dla trzech kluczowych linii biznesowych (usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne) w bieżącej aktualizacji są niemal bez zmian względem ostatnich oczekiwań.

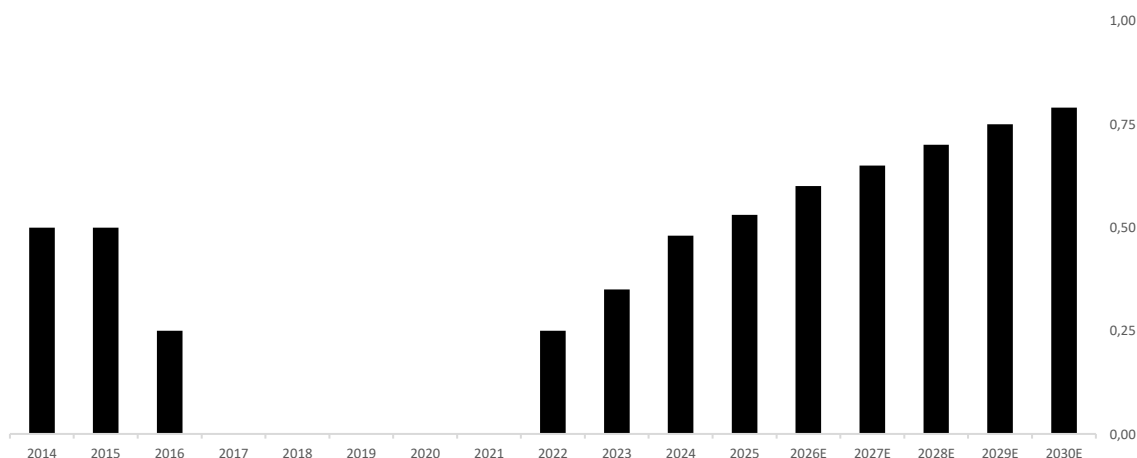
Założenia dla EBITDAaL oraz dynamiki przychodów z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+internet szerokopasmowy)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyplacona w 2025 roku dywidenda roczna była w kwocie 0,53 PLN/akcję (w 2024 roku było to 0,48 PLN/akcję, a w 2023 roku 0,35 PLN/akcję). Jak zrozumieliśmy, intencją zarządu przedstawioną podczas ogłoszonej strategii średnioterminowej na lata 2025-2028 jest aby przyszłe decyzje o wzroście poziomu dps następowały w sytuacji dużego poziomu pewności, iż będzie to nowy minimalny pułap referencyjny na kolejne lata. Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2025, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w pobliżu 1,1x i liczymy, iż zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe. W naszym modelu spodziewamy się, że najbliższe roczne strumienie dywidend wyniosą 0,60 PLN/akcję i 0,65 PLN/akcję (oznacza to podwyższenie oczekiwań względem poprzednich symulacji o 0,02 PLN/akcję).

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,15% (poprzednio 5,3%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,7 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 1,5% (poprzednio 1,5% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 9,5%.

W modelu amortyzacja została wykazana zgodnie z ujęciem jakie spółka wykazuje w sprawozdaniach okresowych (czyli po zastosowaniu IFRS 16). W prognozie wydatków inwestycyjnych (Capex) ujęliśmy również koszty zakupu koncesji telekomunikacyjnych oraz szacunkowy przyszły koszt odnowienia leasingu.

Poziom długu netto z końca 2025 roku uwzględnia ujęcie zgodne z IFRS 16. Dodatkowo ujmujemy szacunek wartości udziałów w Światłowod Inwestycje.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Orange Polska na 10,79 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-02-28.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	6,5%	12,41	13,11	13,94	14,91	16,08	17,52	19,31
	7,5%	11,26	11,80	12,41	13,11	13,94	14,91	16,08
	8,5%	10,37	10,79	11,26	11,80	12,41	13,11	13,94
	9,5%	9,66	10,00	10,37	10,79	11,26	11,80	12,41
	10,5%	9,08	9,36	9,66	10,00	10,37	10,79	11,26
	11,5%	8,59	8,82	9,08	9,36	9,66	10,00	10,37
	12,5%	8,18	8,38	8,59	8,82	9,08	9,36	9,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
NOPAT [PLN m]	1 140	1 199	1 275	1 378	1 467	1 557	1 642	1 720	1 785	1 810
Amortyzacja [PLN m]	2 792	2 822	2 881	2 925	2 935	2 937	2 941	2 952	2 955	2 955
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-26	-21	-22	-20	-20	-19	-18	-17	-17	-17
CAPEX (w tym koncesje i odnowienie leasingu) [PLN m]	-2 086	-2 534	-1 784	-2 573	-1 811	-2 548	-1 920	-2 145	-2 182	-2 217
FCFF [PLN m]	1 268	890	1 812	1 172	2 035	1 391	2 110	1 976	2 009	2 000
Suma PV FCFF [PLN m]	10 183									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	9 872									
Wartość firmy EV [PLN m]	20 055									
Dług netto + inne korekty [PLN m]	5 892									
Wartość kapitału [PLN m]	14 162									
Ilość akcji [m]	1 312									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	10,79									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +1,5%

WACC w okresie rezydualnym: 9,5%

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody z 3 kluczowych usług telco y/y	5,0%	4,5%	3,7%	3,2%	2,9%	2,8%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%
Marża adj. EBITDAaL	27,3%	27,4%	27,7%	28,0%	28,1%	28,3%	28,5%	28,7%	28,8%	28,5%
Adj. EBITDAaL y/y	4,2%	3,1%	3,6%	3,1%	2,7%	2,7%	2,6%	2,5%	1,9%	0,7%
Marża NOPAT	8,6%	8,9%	9,2%	9,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,2%	11,5%	11,4%
NOPAT y/y	4,2%	5,1%	6,4%	8,1%	6,4%	6,1%	5,4%	4,7%	3,8%	1,5%
CAPEX / Przychody	16%	19%	13%	18%	13%	17%	13%	14%	14%	14%
D / E	47%	49%	44%	45%	40%	40%	35%	31%	28%	25%
E / (E+D)	68%	67%	69%	69%	71%	71%	74%	76%	78%	80%
D / (E+D)	32%	33%	31%	31%	29%	29%	26%	24%	22%	20%
Stopa wolna od ryzyka	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%
Beta nielewarowana	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Beta lewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Kosz kapitału własnego	11,5%	11,6%	11,4%	11,4%	11,2%	11,2%	11,1%	10,9%	10,8%	10,6%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
WACC	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2026-2028 w wysokości 4,75x (w poprzednim raporcie analitycznym było również 4,75x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 10,56 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2026-2028						
	3,75	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,75
Cena docelowa [PLN/akcję]	7,27	8,91	9,73	10,56	11,38	12,20	13,85

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA	
	2025E	2026E	2025E	2026E
BT Group	4,9	4,9	4,9	4,9
Deutsche Telekom	6,7	6,2	6,7	6,2
Elisa	9,4	8,9	9,4	8,9
KPN	8,8	8,5	8,8	8,5
Orange France	6,3	5,7	6,3	5,7
Orange Belgium	6,0	6,3	6,0	6,3
OTE Group	5,2	5,1	5,2	5,1
Proximus	3,4	3,5	3,4	3,5
Swisscom	7,1	7,1	7,1	7,1
Tele2	10,2	9,7	10,2	9,7
Telecom Italia	5,7	5,3	5,7	5,3
Telefonica	5,0	4,8	5,0	4,8
Telekom Austria	3,8	3,7	3,8	3,7
Telenor	8,2	8,2	8,2	8,2
Telia	7,2	7,1	7,2	7,1
Vodafone	6,0	5,5	6,0	5,5
Liberty Global	9,3	8,8	9,3	8,8
CELLNEX	11,8	11,2	11,8	11,2
INWIT	12,0	11,4	12,0	11,4
Eutelsat	8,8	8,4	8,8	8,4
SES	4,3	3,7	4,3	3,7
Airtel Africa	7,6	6,4	7,6	6,4
Helios Towers	8,7	7,8	8,7	7,8
Telecom Plus	7,8	7,2	7,8	7,2
Cyfrowy Polsat	29,5	27,1	6,5	6,0

Rentowność wypłaconej dywidendy w 2025 roku dla mediany wspomnianych podmiotów wynosi blisko 5,1%.

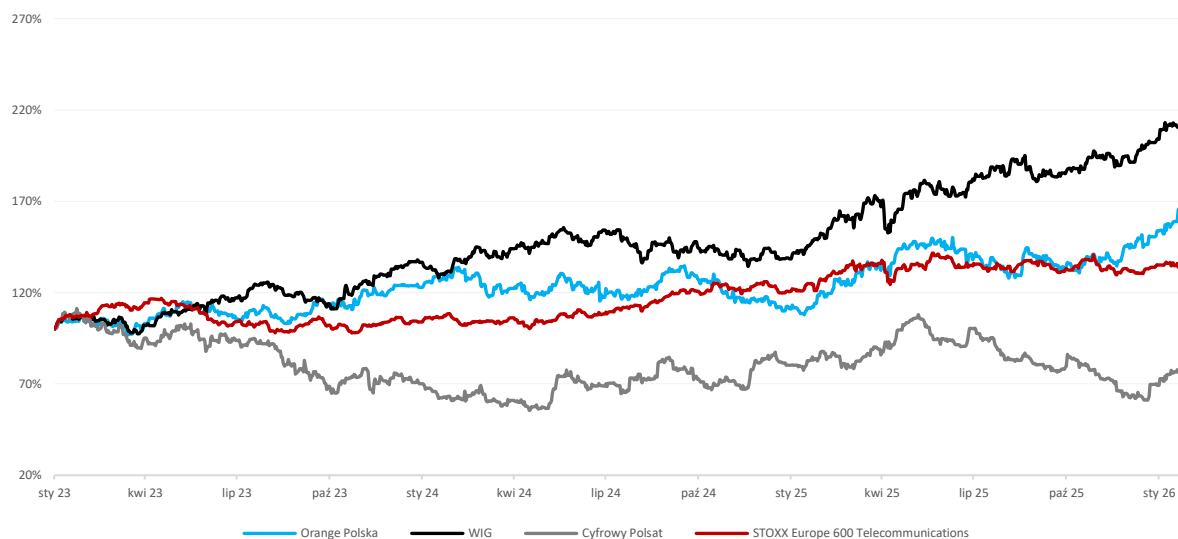
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Względne stopy zwrotu wybranych spółek z obszaru telco oraz indeksu STX 600 Telecomm do indeksu WIG

	3M	6M	YTD	12M
ORANGE POLSKA	18,5	20,3	7,6	56,8
CYFRPLSAT	-4,4	-19,1	10,2	-8,1
ORANGE FRANCE	6,1	14,7	3,3	50,3
BOUYGUES	9,6	15,8	0,8	55,7
STXE 600 Telcomm	-2,3	2,2	-0,8	11,6
DEUTSCHE TELEKOM	-10,6	-11,5	-3,1	-9,2
VODAFONE GROUP	19,0	24,2	2,1	52,0
CELLNEX TELECOM	-11,9	-22,7	-6,8	-20,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Orange Polska na tle indeksu WIG oraz CPS i STXE 600 Telcomm



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Orange Polska na tle kursu Orange France



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ORANGE POLSKA ZA Q3 2025

Wyniki Orange Polska za Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q3 24**	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
Przychody razem	3 045	3 329	9,3%	12 741	12 978	1,9%	3 170	105%
Usługi wyłącznie komórkowe	762	806	5,8%	2 948	3 111	5,5%	801	101%
Usługi wyłącznie stacjonarne	438	431	-1,6%	1 779	1 739	-2,2%	429	100%
Usługi konwergentne B2C	657	714	8,7%	2 517	2 758	9,6%	716	100%
Sprzedaż sprzętu	411	426	3,6%	1 830	1 730	-5,5%	390	109%
Usługi IT i integracyjne	337	494	46,6%	1 652	1 802	9,1%	388	127%
Usługi hurtowe	418	436	4,3%	1 669	1 646	-1,4%	424	103%
Pozostałe przychody	22	22	0,0%	346	192	-44,5%	22	98%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 641	1 748	6,5%	6 349	6 776	6,7%	1 744	100%
Koszty razem	2 171	2 430	11,9%	9 461	9 555	1,0%	2 282	106%
Koszty świadczeń pracowniczych	350	354	1,1%	1 471	1 495	1,6%	358	99%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 672	1 939	16,0%	7 478	7 642	2,2%	1 778	109%
EBITDAaL	874	899	2,9%	3 280	3 423	4,4%	888	101%
EBIT	377	371	-1,6%	1 195	1 450	21,4%	393	94%
Koszty finansowe, netto	59	94	59,3%	222	350	57,7%	93	101%
Skonsolidowany wynik netto	261	228	-12,6%	791	901	14,0%	245	93%

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

** dane po przekształceniu (efekt sprzedaży Orange Energia)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyt EBITDAaL w Q3 2025 wzrósł do 899 mln PLN (+2,9% r/r). Wyniki za Q3 2025 odebraliśmy pozytywnie, szczególnie, iż był to okres z wymagającą bazą porównawczą (w Q3 2024 spółka m.in. rozpoznała niższe koszty rozliczeń z innymi operatorami - efekt zwiększający rok temu odczyt EBITDAaL o 53 mln PLN). W ujęciu LTM EBITDAaL po Q3 2025 wynosi 3,423 mld PLN (+4,4% r/r).

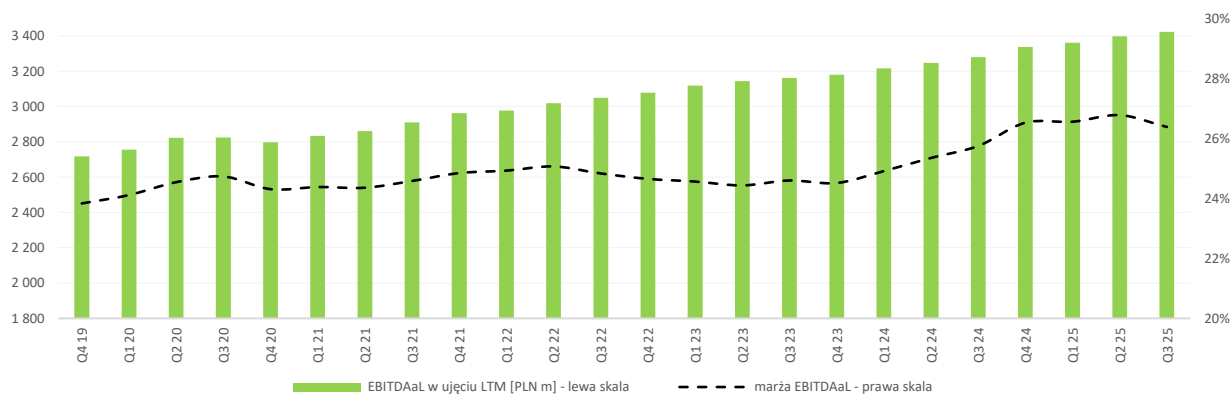
Dynamika wzrostu przychodów w Q3 2025 z kluczowych usług telekomunikacyjnych wyniosła +6,5% r/r (w Q2 2025 było to +6,8% r/r) i była zbliżona do naszych wcześniejszych założeń. Jest to strumień przychodowy, który w istotnym stopniu wpływał na poprawę marży bezpośredniej (wpływ ok +21 mln PLN r/r bez liczenia wspomnianego już efektu jednorazowego w kosztach rozliczeń z innymi operatorami w kwocie +53 mln PLN).

W minionym Q3 2025 istotny impuls wzrostu (ponad nasze oczekiwania) widoczny był na kategorii usług IT i integracji (przychody +46,6% r/r). Zauważamy, że spółka wykazała też wyższe wpływy ze sprzedaży sprzętu (+3,6% r/r).

W Q3 2025 pozostałe saldo operacyjne wyniosło +68 mln PLN względem +65 mln PLN w Q3 2024. Przypominamy, że na tej pozycji w poprzednich kwartałach był widoczny efekt dodatkowej marży wygenerowanej na kontrakcie budowy sieci dla spółki Światłowod Inwestycje.

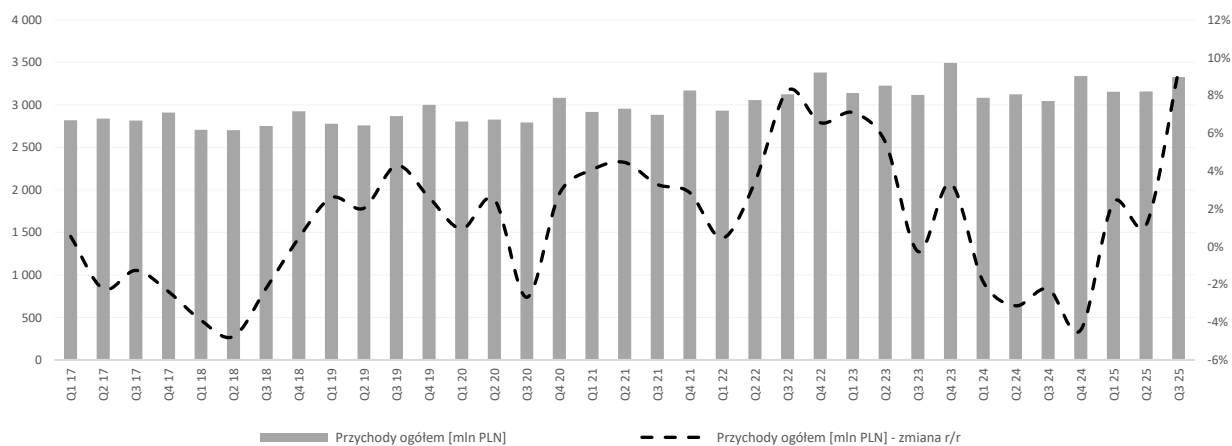
Organiczne przepływy pieniężne w Q3 2025 były na poziomie +324 mln PLN (w Q3 2024 było to +253 mln PLN). Jednocześnie w Q3 2025 wolne przepływy pieniężne wyniosły +439 mln PLN (w ujęciu LTM jest to +260 mln PLN - wpływ miały m.in. płatności za nabycie licencji telekomunikacyjnej w H1 2025).

Historyczne odczyty EBITDAaL LTM Orange Polska



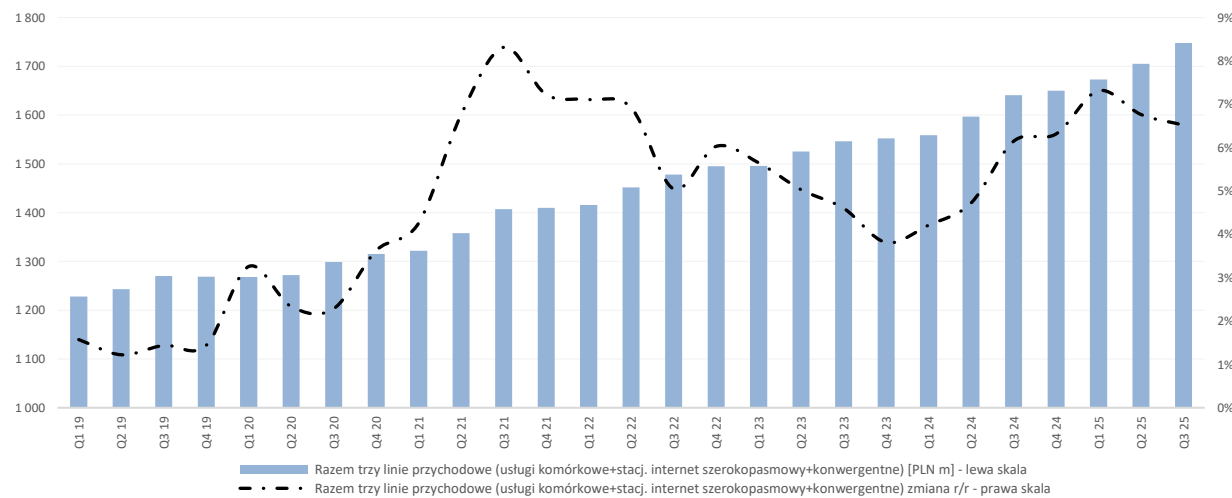
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

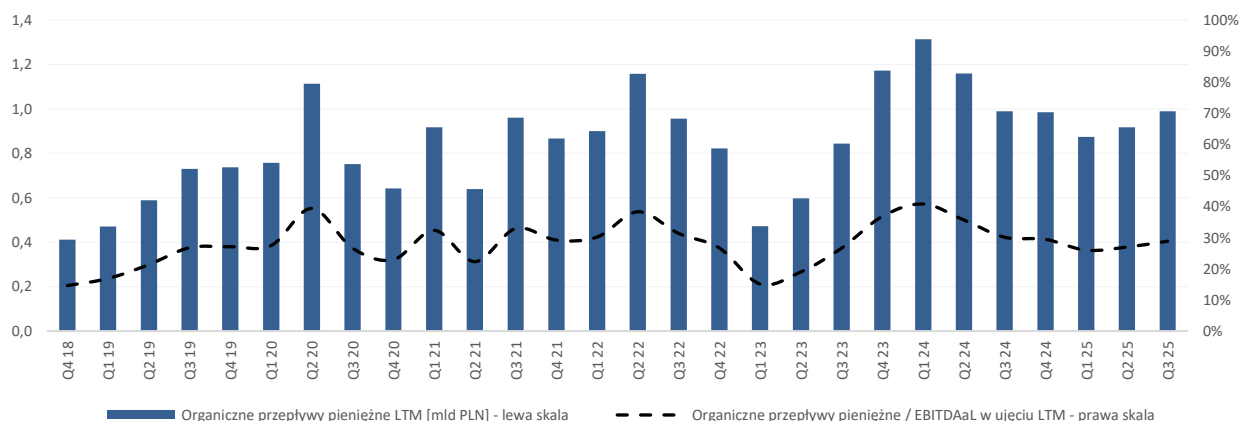
Przychody z kluczowych usług



wpływy z usług konwergentnych, wyłącznie komórkowych i wyłącznie stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

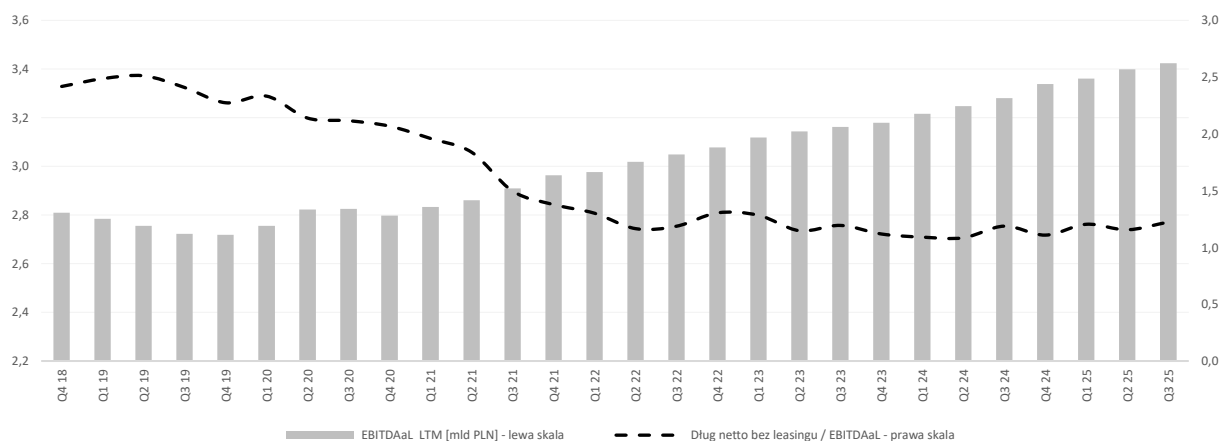
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM



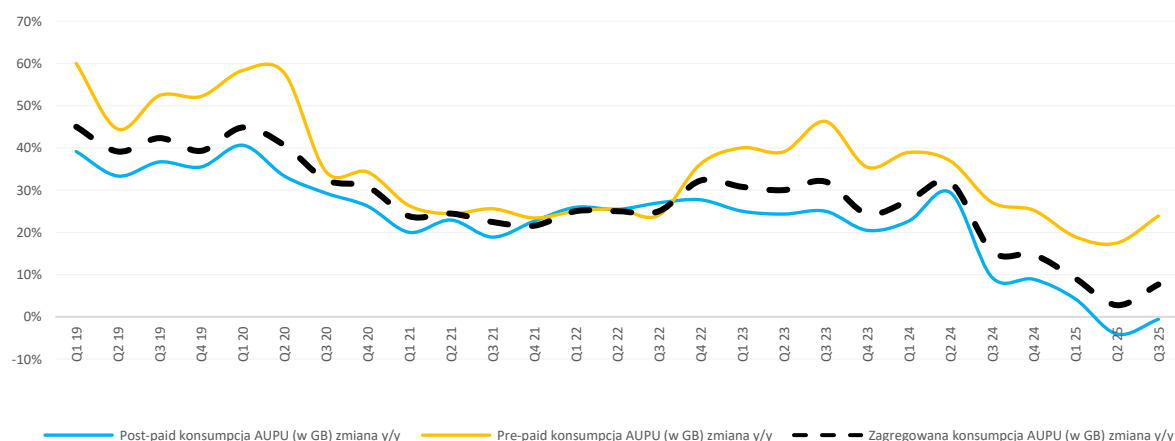
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDAaL w ujęciu LTM i poziom długu netto (bez leasingu) do EBITDAaL oraz nasza symulacja na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne dane obrazujące konsumpcję AUPU przez klientów Orange Polska



AUPU – stosunek średniego miesięcznego całkowitego transferu danych w gigabajtach do średniej liczby mobilnych kart SIM (z wyłączeniem telemetrii i mobilnego internetu szerokopasmowego) w danym okresie

UKE podało, że w 2024 roku w sieciach mobilnych przesłano łącznie 9,9 mln TB danych (+12,9% r/r). przypominamy, że w 2023 roku dynamika wzrostu konsumpcji danych wynosiła blisko +22% względem 2022 roku.

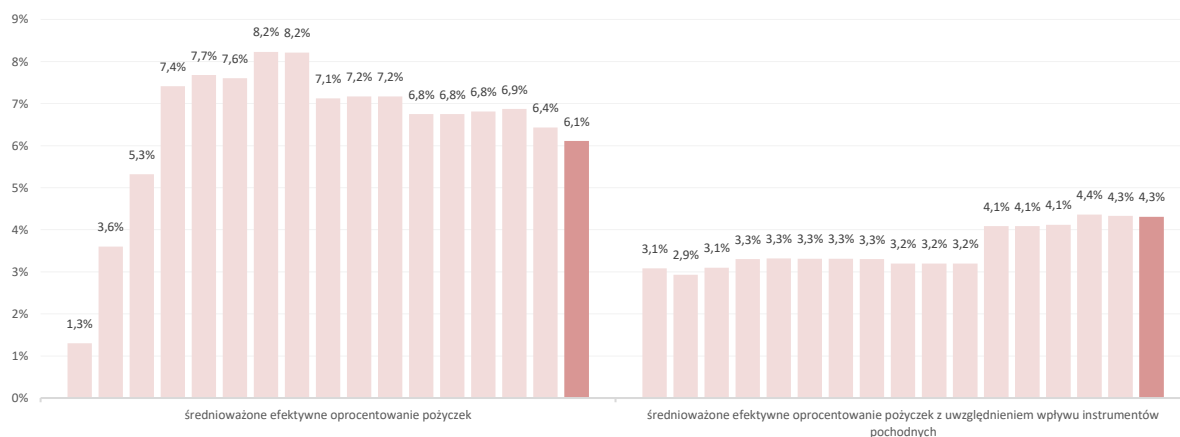
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec września 2025 roku wynosił 4,19 mld PLN (bez uwzględnienia zadłużenia związanego z leasingiem). Zadłużenie netto łącznie z leasingiem sięgało blisko 7,18 mld PLN. Wskaźnik dług netto (bez uwzględnienia leasingu) do EBITDAaL w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) na koniec września'25 wynosił blisko 1,2x.

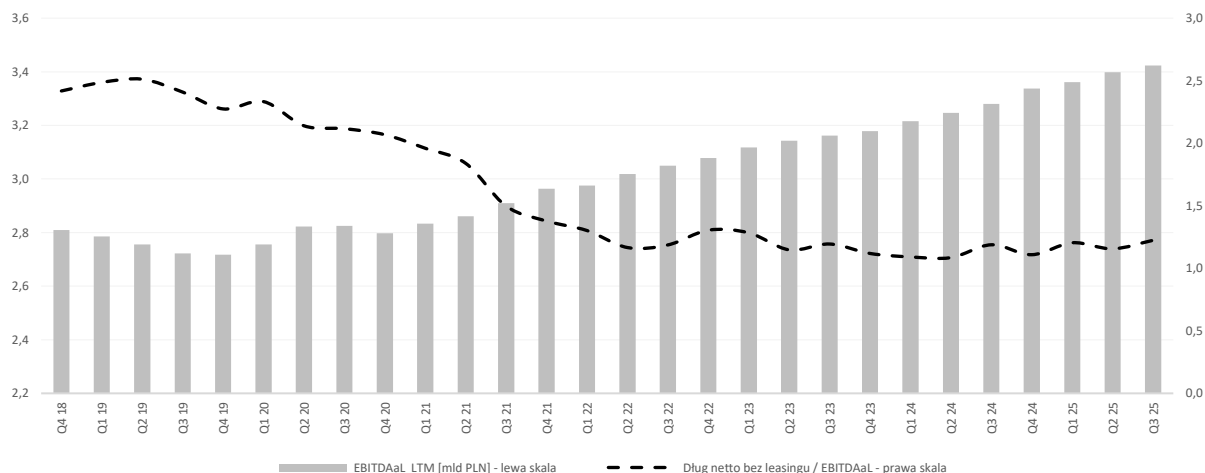
W strukturze zadłużenia najważniejszą pozycją były pożyczki od jednostki powiązanej (Atlas Services Belgium w ramach grupy Orange France). Na koniec Q3 2025 średnioważone efektywne oprocentowanie pożyczek od jednostki powiązanej wynosiło 6,87% bez uwzględnienia wpływu instrumentów pochodnych (na koniec 2024 roku było to 6,81%) oraz 4,36% z uwzględnieniem wpływu instrumentów pochodnych (na koniec 2024 roku było to 4,12%).

Koszt obsługi zadłużenia Orange w okresie Q4 2020 do Q1 2025 (głównie pożyczki od jednostki powiązanej)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto (bez leasingu) do EBITDAaL w ujęciu LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA Q4 2025

Założenia dla wyników Orange Polska na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody razem	3 338	3 473	4,1%	12 587	13 114	4,2%
Usługi wyłącznie komórkowe	759	795	4,7%	2 982	3 147	5,5%
Usługi wyłącznie stacjonarne	437	426	-2,4%	1 763	1 728	-2,0%
Usługi konwergentne B2C	667	722	8,2%	2 580	2 813	9,0%
Sprzedaż sprzętu	523	524	0,1%	1 816	1 731	-4,7%
Usługi IT i integracyjne	518	539	4,0%	1 587	1 823	14,9%
Usługi hurtowe	410	443	8,1%	1 622	1 679	3,5%
Pozostałe przychody	24	24	2,0%	237	192	-18,8%
Przychody trzy linie biznesowe*	1 650	1 745	5,8%	6 447	6 871	6,6%
Koszty razem	2 527	2 626	3,9%	9 249	9 654	4,4%
Koszty świadczeń pracowniczych	354	376	6,3%	1 455	1 517	4,3%
Koszty zakupów zewnętrznych	2 057	2 114	2,7%	7 324	7 699	5,1%
EBITDAaL	811	847	4,4%	3 338	3 459	3,6%
EBIT	347	184***	-47,1%	1 433	1 287	-10,2%
Koszty finansowe netto	88	82	-6,7%	291	344	18,3%
Skonsolidowany wynik netto	208	80	-61,4%	927	774	-16,5%

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

** Dane za H2 2024 przekształcone (efekt sprzedaży Orange Energia w czerwcu 2025 roku; nowa baza porównawcza nie obejmuje Orange Energia za H2 2024)

*** EBIT w Q4 2025 w naszej symulacji uwzględnia jednorazowe koszty rozwiązania stosunku pracy związane z nową umową społeczną w kwocie 150 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane elementy założeń dla prognozy:

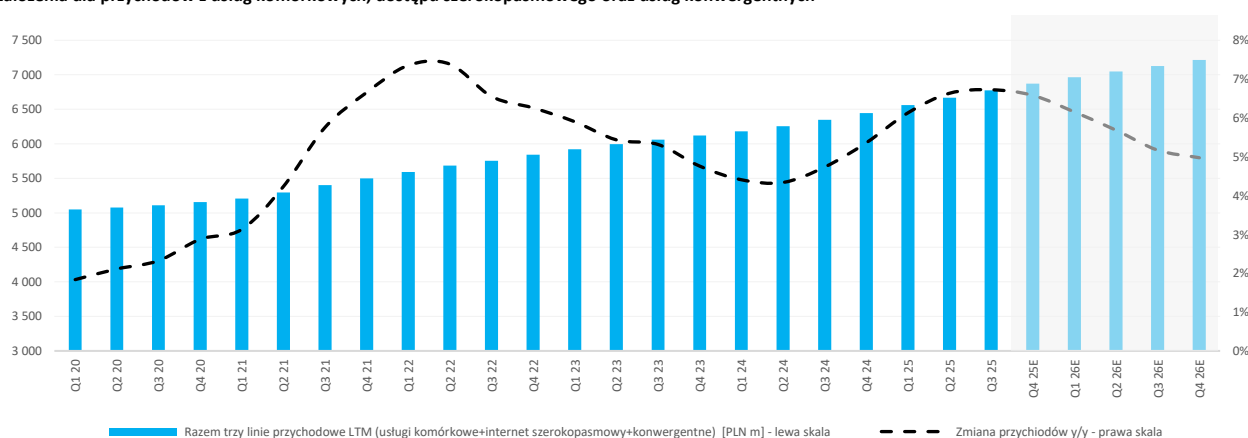
- Według naszej symulacji spółka za Q4 2025 powinna wykazać wzrost przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych o 5,8% r/r (suma obejmująca wpływy z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego). Łączne skonsolidowane przychody w Q4 2025 w naszej prognozie wskazują na wzrost r/r o blisko 4,1%.
- W Q4 2025 spodziewamy się stabilnych r/r wpływów ze sprzedaży sprzętu. W ujęciu całego 2025 roku wpływy ze sprzedaży sprzętu w naszej prognozie spadają o 4,7%.
- Liczymy, że ostatni kwartał br. wskaże na dalsze impulsy wzrostu przychodów z usług IT i integracji (przypominamy, że w Q3 2025 dynamika wzrostu r/r wyniosła aż 47%).
- W strukturze kosztów zakładamy umiarkowaną presję na koszty wynagrodzeń i jednocześnie staramy się uwzględnić efekt relatywnie niskiej bazy z Q4 2024. Koszty zakupów zewnętrznych w Q4 2025, wg nas, mogą być wyższe r/r o 2,7%.
- Liczymy, że na poziomie EBITDAaL spółka w Q4 2025 wykaże wzrost r/r o 4,4%, czyli do 847 mln PLN. W skali całego 2025 roku spodziewamy się, że EBITDAaL wyniesie 3,459 mln PLN (+3,6% r/r). Na poziomie EBIT spodziewamy się w Q4 2025 spadku odczytu o 47% r/r do 184 mln PLN (kwota ta uwzględnia jednorazowy koszt 150 mln PLN związany z nową umową społeczną, dodatkowo w Q4 2025 poziom amortyzacji w naszym modelu jest wyższy r/r o blisko 60 mln PLN). Finalnie, w Q4 2025 na poziomie wyniku netto spodziewamy się odczytu 80 mln PLN (-61% r/r). W ujęciu całego 2025 roku wynik netto wg nas może wynieść 774 mln PLN (-16,5% r/r).

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Bazując na naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść blisko 3,459 mld PLN, czyli więcej o ponad 3,6% względem 2024 roku (nominalnie przyrost o 121 mln PLN). Na rok 2026 w prognozie uwzględniamy dynamikę wzrostu r/r EBITDAaL na poziomie 4,2%. Na kolejne dwa lata (okres 2027-2028) w naszej symulacji dynamika budowy EBITDAaL wynosi średniorocznie 3,4%.

W naszym odczuciu Orange w najbliższych 2 latach będzie nadal korzystać na podjętych już wcześniej inicjatywach mających wzmacniać marżę operacyjną. W bieżącym raporcie utrzymujemy nasz wcześniejszy optymizm dotyczący dynamiki wzrostu wpływów z trzech kluczowych usług telekomunikacyjnych (suma pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne). W latach 2026-2027 dynamika wzrostu wspomnianych przychodów wynosi w naszym modelu odpowiednio +5% r/r i +4,5% r/r. Spodziewamy się, że w tym okresie Orange będzie również wykazywać dobre dynamiki wzrostu z usług ICT. Istotnym elementem naszej aktualizacji jest także zaktualizowane podejście dotyczące wpływów związanych z usługami świadczonymi dla innych operatorów (wcześniej w założeniach na 2026 rok dominujący wpływ w naszym modelu miało uwzględnienie zakończenia umowy roamingu krajowego z operatorem sieci Play).

Założenia dla przychodów z usług komórkowych, dostępu szerokopasmowego oraz usług konwergentnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla wyników Orange Polska na kolejne okresy [PLN m]

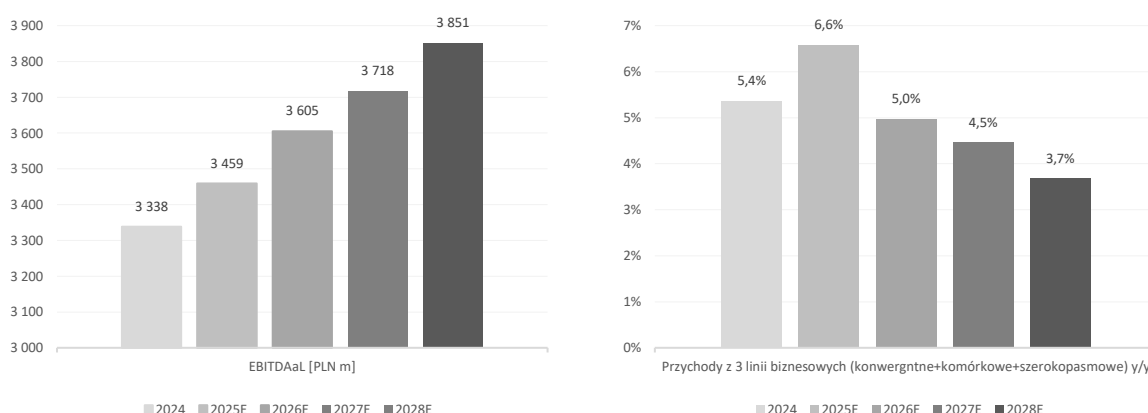
	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	Q3 26E	Q4 26E	2024	2025E	2026E
Przychody razem	3 338	3 153	3 158	3 329	3 473	3 202	3 234	3 249	3 544	12 587	13 114	13 229
Usługi wyłącznie komórkowe	759	766	780	806	795	800	809	832	822	2 982	3 147	3 263
Usługi wyłącznie stacjonarne	437	436	435	431	426	425	420	414	410	1 763	1 728	1 669
Usługi konwergentne B2C	667	680	697	714	722	734	748	764	779	2 580	2 813	3 025
Sprzedaż sprzętu	523	407	374	426	524	399	367	396	505	1 816	1 731	1 667
Usługi IT i integracyjne	518	389	401	494	539	418	451	390	579	1 587	1 823	1 839
Usługi hurtowe	410	395	405	436	443	400	415	431	424	1 622	1 679	1 669
Pozostałe przychody	24	80	66	22	24	25	25	22	25	237	192	97
Przychody trzy linie biznesowe*	1 650	1 673	1 705	1 748	1 745	1 766	1 788	1 826	1 832	6 447	6 871	7 213
Koszty razem	2 527	2 331	2 267	2 430	2 626	2 345	2 319	2 301	2 658	9 249	9 654	9 624
Koszty świadczeń pracowniczych	354	399	388	354	376	403	395	360	383	1 455	1 517	1 541
Koszty zakupów zewnętrznych	2 057	1 827	1 819	1 939	2 114	1 818	1 820	1 783	2 120	7 324	7 699	7 541
EBITDAaL	811	822	891	899	847	857	915	948	886	3 338	3 459	3 605
Adj. EBITDA	946	962	1 034	1 045	996	1 004	1 063	1 097	1 036	3 856	4 037	4 200
EBIT	347	312	420	371	184	319	376	408	345	1 433	1 287	1 448
Koszty finansowe netto	88	80	88	94	82	86	85	76	87	291	344	334
Wynik netto	208	191	274	228	80	187	234	267	207	927	774	894

* kategoria obejmuje sumę trzech pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

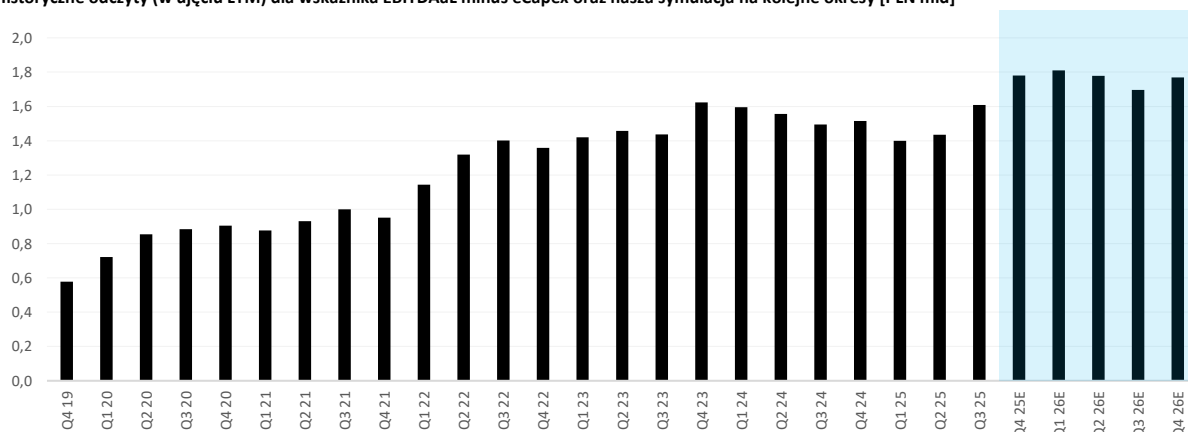
Przypominamy, że wyniki po roku 2027 mogą być pod istotnym wpływem przyszłej decyzji Orange o zaangażowaniu w Światłowód Inwestycje (ŚI). W kwietniu 2021 roku spółka podpisała umowę sprzedaży 50% udziałów w ŚI (przez ten podmiot realizowane jest wspólne przedsięwzięcie polegające na budowie infrastruktury światłowodowej oraz oferowaniu hurtowych usług dostępu). Transakcja sprzedaży udziałów wyceniła ŚI na 2 75 mld PLN (bez gotówki i długu) i spółka sprzedała 50% udziałów w tym podmiocie za kwotę 1,374 mld PLN. W naszej ocenie transakcja sprzedaży ŚI z perspektywy bieżących lat umożliwiła obniżenie poziomu dźwigni finansowej, wzmocnienie bilansu i poprawę ROCE jaki wykazuje spółka. Orange Polska posiada opcję dokupienia dodatkowych około 1% udziałów w Światłowód Inwestycje (w latach 2027-2029). Potencjalna realizacja scenariusza wykonania tej opcji będzie skutkować ponownie pełną konsolidacją ŚI. Należy wtedy oczekiwać (z dzisiejszej perspektywy) istotnego wzrostu zadłużenia widocznego na bilansie Orange oraz pogorszenia wskaźników rentowności (ROCE). W bieżącym modelu nie uwzględniamy wykonania opcji.

Założenia dla EBITDAaL oraz dynamiki przychodów z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+internet szerokopasmowy)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty (w ujęciu LTM) dla wskaźnika EBITDAaL minus eCapex oraz nasza symulacja na kolejne okresy [PLN mld]



Odczyt EBITDAaL minus eCAPEX jest jednym z kluczowych KPI dla spółki (wpływa m.in. na poziom dodatkowej premii tzw. Stretch Bonus).

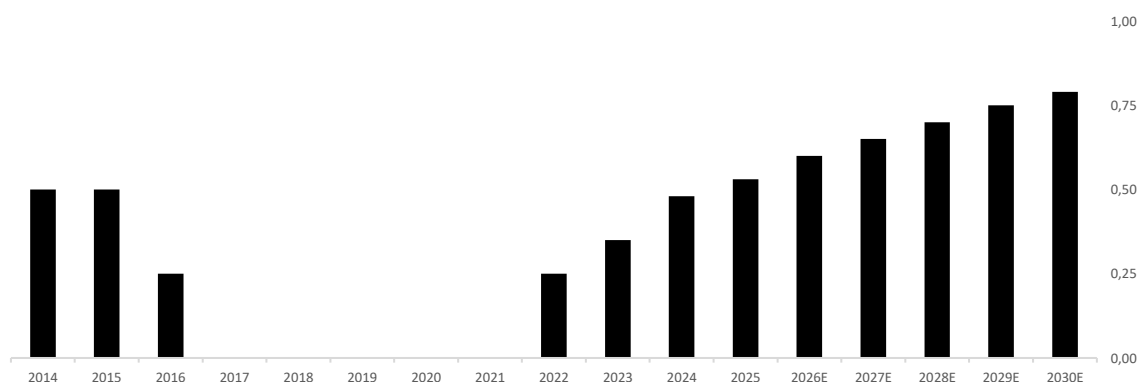
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W założeniach na lata 2026/27/28 przyjęliśmy, iż eCapex będzie średniorocznie w okolicy 1,81 mld PLN. W zaprezentowanej strategii średnioterminowej spółka przewiduje, że wskaźnik eCapex/przychody za lata 2025-2028 powinien znaleźć się poniżej 14%. W bieżącym modelu łącznie za lata 2026-2028 wskaźnik eCapex/przychody wynosi 13,4%. W założeniach staramy się ująć kluczowe obszary inwestycyjne, w tym przede wszystkim wydatki na infrastrukturę pod usługi 5G (rozwój pojemności 5G zostanie zakończony do 2028 roku) oraz internetu światłowodowego (m.in. rollout w białych strefach z względnie wysokim popytem). Wspomniane dwa obszary inwestycyjne będą stanowić ponad 50% wydatków inwestycyjnych. Zgodnie z przesłaniem spółki, Capex w innych obszarach ma być zoptymalizowany. W najbliższych latach odczuwalnie wygaśnie strumień wpływów związanych ze sprzedażą nieruchomości (te wartości pomniejszały eCapex). Zwracamy jednocześnie uwagę, że większość inwestycji w światłowody w najbliższych latach nadal będzie realizowana pozabilansowo (Światłowód Inwestycje; zakup udziałów w podmiocie Nexera).

Wyplacona w 2025 roku dywidenda roczna była w kwocie 0,53 PLN/akcję (w 2024 roku było to 0,48 PLN/akcję, a w 2023 roku 0,35 PLN/akcję). Jak zrozumieliśmy, intencją zarządu przedstawioną podczas ogłoszonej strategii średnioterminowej na lata 2025-2028 jest aby przyszłe decyzje o wzroście poziomu dps następowały w sytuacji dużego poziomu pewności, iż będzie to nowy minimalny pułap referencyjny na kolejne lata.

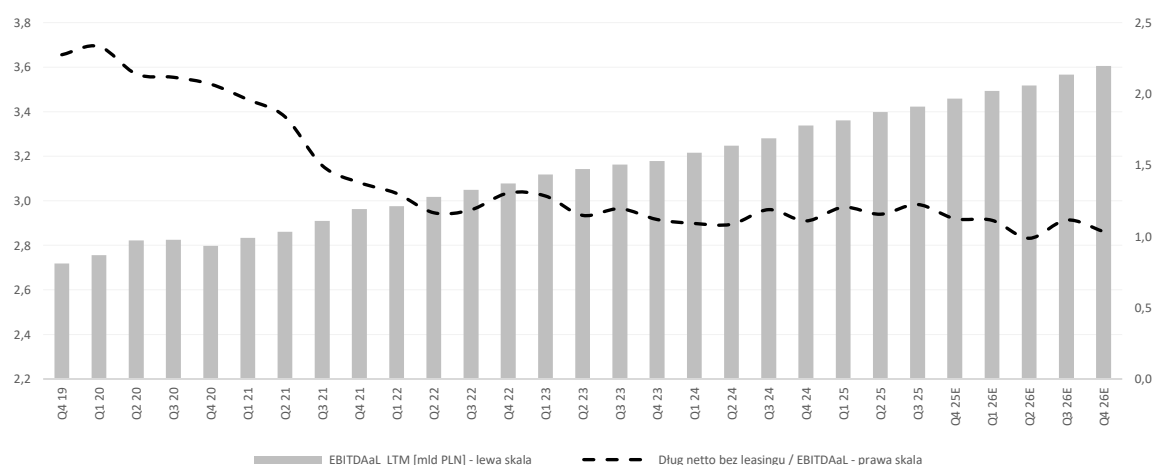
Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2025, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w pobliżu 1,1x i liczymy, iż zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe. W naszym modelu spodziewamy się, że najbliższe roczne strumienie dywidend wyniosą 0,60 PLN/akcję i 0,65 PLN/akcję (oznacza to podwyższenie oczekiwań względem poprzednich symulacji o 0,02 PLN/akcję).

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDAaL w ujęciu LTM i poziom długu netto (bez leasingu) do EBITDAaL oraz nasza symulacja na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego (z dnia 2025-07-14) nasze założenia dla odczytu EBITDAaL za 2025 rok „symbolicznie” podnosimy o 1% (było 3,426 mld PLN vs obecnie 3,459 mld PLN).

Na lata 2026-2027 przyjęta przez nas obecnie ścieżka wynikowa dla EBITDAaL jest wyższa o odpowiednio 3,7% i 4,6% względem poprzednich symulacji (z 2025-07-14). Wpływ na bardziej optymistyczne podejście ma głównie obszar usług ICT oraz wyższe wpływy z usług dla innych operatorów. Oczekiwane dynamiki wzrostu przychodów dla trzech kluczowych linii biznesowych (usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne) w modelu są niemal bez zmian względem ostatnich oczekiwań.

Zmiana założeń dla wyników Orange Polska na kolejne okresy (obecnie względem raportu analitycznego z 2025-07-14)

	jest	jest	jest	było	było	było	y/y	y/y	y/y
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem	13 114	13 229	13 544	13 008	13 313	13 631	0,8%	-0,6%	-0,6%
Usługi wyłącznie komórkowe	3 147	3 263	3 345	3 131	3 231	3 317	0,5%	1,0%	0,8%
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 728	1 669	1 574	1 715	1 660	1 568	0,8%	0,5%	0,4%
Usługi konwergentne B2C	2 813	3 025	3 253	2 814	3 047	3 268	0,0%	-0,7%	-0,5%
Sprzedaż sprzętu	1 731	1 667	1 675	1 665	1 681	1 707	3,9%	-0,8%	-1,9%
Usługi IT i integracyjne	1 823	1 839	1 931	1 700	1 785	1 856	7,2%	3,0%	4,0%
Usługi hurtowe	1 679	1 669	1 668	1 633	1 554	1 554	2,8%	7,4%	7,3%
Pozostałe przychody**	192	97	99	349	356	361	-44,8%	-72,6%	-72,6%
Przychody trzy linie biznesowe *	6 871	7 213	7 535	6 855	7 207	7 530	0,2%	0,1%	0,1%
Koszty razem	9 654	9 624	9 826	9 582	9 837	10 078	0,8%	-2,2%	-2,5%
Koszty świadczeń pracowniczych	1 517	1 541	1 547	1 520	1 520	1 511	-0,2%	1,4%	2,4%
Koszty zakupów zewnętrznych	7 699	7 541	7 734	7 598	7 740	7 953	1,3%	-2,6%	-2,8%
EBITDAaL	3 459	3 605	3 718	3 426	3 477	3 554	1,0%	3,7%	4,6%
Adj. EBITDA	4 037	4 200	4 317	4 006	4 063	4 174	0,8%	3,4%	3,4%
EBIT	1 287	1 448	1 495	1 338	1 300	1 346	-3,8%	11,4%	11,1%
Saldo finansowe	344	334	350	362	356	355	-4,9%	-6,2%	-1,3%
Wynik netto	774	894	925	790	756	801	-2,1%	18,3%	15,5%

* kategoria obejmuje sumę trzech pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne

** główny wpływ na obniżone przychody ma sprzedaż Orange Energia

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ NA KOLEJNE LATA

Założenia modelowe rachunek wyników [PLN m]

Rachunek wyników	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody razem	12 970	12 587	13 114	13 229	13 544	13 880	14 187	14 488	14 781	15 060
Usługi wyłącznie komórkowe	2 891	2 982	3 147	3 263	3 345	3 416	3 484	3 552	3 621	3 691
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 847	1 763	1 728	1 669	1 574	1 537	1 500	1 468	1 440	1 411
Usługi konwergentne B2C	2 337	2 580	2 813	3 025	3 253	3 459	3 647	3 823	3 994	4 159
Sprzedaż sprzętu	1 859	1 816	1 731	1 667	1 675	1 696	1 717	1 737	1 757	1 777
Usługi IT i integracyjne	1 701	1 587	1 823	1 839	1 931	2 008	2 078	2 151	2 215	2 271
Usługi hurtowe	1 788	1 622	1 679	1 669	1 668	1 664	1 659	1 654	1 649	1 645
Pozostałe przychody	547	237	192	97	99	100	102	103	105	107
Przychody trzy linie biznesowe *	6 119	6 447	6 871	7 213	7 535	7 812	8 063	8 299	8 530	8 755
Koszty razem	9 791	9 249	9 654	9 624	9 826	10 029	10 217	10 412	10 596	10 766
Koszty świadczeń pracowniczych	1 433	1 455	1 517	1 541	1 547	1 561	1 591	1 627	1 663	1 700
Koszty zakupów zewnętrznych	7 739	7 324	7 699	7 541	7 734	7 926	8 088	8 252	8 403	8 540
EBITDAaL	3 179	3 338	3 459	3 605	3 718	3 851	3 969	4 076	4 186	4 294
Adj. EBITDA	3 749	3 856	4 037	4 200	4 317	4 461	4 626	4 746	4 859	4 968
EBIT	1 221	1 433	1 287	1 448	1 495	1 579	1 701	1 811	1 922	2 027
Saldo finansowe	213	291	344	334	350	373	364	375	353	353
Wynik netto	818	927	774	894	925	975	1 081	1 162	1 269	1 354
Wybrane dane operacyjne	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
ARPO konwergentne (B2C) [PLN/mc]	118,9	124,3	129,3	133,5	138,0	142,0	145,5	148,8	152,0	155,3
ARPO szerokopasmowe [PLN/mc]	64,2	66,4	69,2	71,2	73,3	75,2	76,8	78,3	79,8	81,3
ARPO dostępu wąskopasmowego [PLN/mc]	36,0	35,5	35,2	34,8	34,6	34,3	34,1	33,8	33,6	33,3
ARPO usługi wyłącznie komórkowe [PLN/mc]	21,9	22,8	23,9	24,5	24,8	25,1	25,4	25,7	26,0	26,3
Przychody y/y	3,9%	-3,0%	4,2%	0,9%	2,4%	2,5%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%
Przychody kluczowe 3 linie biznesowe y/y	4,8%	5,4%	6,6%	5,0%	4,5%	3,7%	3,2%	2,9%	2,8%	2,6%
Koszty wynagrodzeń jako % przychodów	11,0%	11,6%	11,6%	11,7%	11,4%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,3%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	24,7%	23,8%	24,6%	23,8%	24,0%	24,1%	24,2%	24,3%	24,3%	24,3%
Pozostałe usługi obce jako % przychodów	16,6%	16,1%	15,7%	15,1%	15,4%	15,7%	15,9%	16,1%	16,2%	16,4%
EBITDAaL y/y	3,3%	5,0%	3,6%	4,2%	3,1%	3,6%	3,1%	2,7%	2,7%	2,6%
marża EBITDaL	24,5%	26,5%	26,4%	27,3%	27,4%	27,7%	28,0%	28,1%	28,3%	28,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe Bilans, CF oraz wskaźniki rynkowe

Bilans	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Aktywa trwałe razem	22 756	22 807	23 004	22 926	23 196	22 642	22 827	22 238	22 384	21 896
Aktywa obrotowe razem	4 070	3 791	4 430	4 638	4 499	5 172	5 141	5 911	5 999	6 751
Aktywa razem	26 826	26 598	27 434	27 564	27 695	27 815	27 968	28 149	28 383	28 647
Kapitał własny razem	13 446	13 641	13 584	13 691	13 763	13 820	13 917	14 041	14 221	14 433
Zobowiązania długoterminowe razem	7 164	8 101	8 970	8 972	8 970	8 968	8 966	8 963	8 961	8 959
Zobowiązania krótkoterminowe razem	6 216	4 856	4 879	4 901	4 962	5 027	5 086	5 144	5 201	5 254
Pasywa razem	26 826	26 598	27 433	27 564	27 695	27 814	27 968	28 149	28 383	28 647

CF	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
CF operacyjny razem	3 453	3 411	3 666	3 613	3 718	3 840	3 996	4 088	4 196	4 286
CF inwestycyjny razem	-2 046	-2 166	-2 657	-2 086	-2 534	-1 784	-2 573	-1 811	-2 548	-1 920
CF finansowy razem	-1 634	-1 492	-639	-1 364	-1 397	-1 461	-1 526	-1 577	-1 629	-1 680

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Cena [PLN]	10,88	10,88	10,88	10,88	10,88	10,88	10,88	10,88	10,88	10,88
Liczba akcji [m]	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312
Mkt Cap [PLN m]	14 278	14 278	14 278	14 278	14 278	14 278	14 278	14 278	14 278	14 278
EV [PLN m]	20 785	20 968	21 164	21 001	21 208	20 608	20 706	20 001	19 976	19 284
P/E	17,5	15,4	18,5	16,0	15,4	14,6	13,2	12,3	11,3	10,5
EV/EBITDA	5,5	5,4	5,2	5,0	4,9	4,6	4,5	4,2	4,1	3,9
EV/EBIT	17,0	14,6	16,4	14,5	14,2	13,0	12,2	11,0	10,4	9,5
P/BV	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
ROIC	6,3%	6,3%	6,8%	6,6%	7,1%	7,4%	8,3%	8,7%	9,5%	10,0%
Dług netto / EBITDA (x)	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,2	1,2	1,0
Dług netto bez leasingu / EBITDAaL	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7	0,7	0,5
Zadłużenie netto (z leasingiem) [PLN m]	6 507	6 690	6 886	6 723	6 930	6 330	6 427	5 723	5 697	5 006
Zadłużenie netto (bez leasingu) [PLN m]	3 556	3 701	3 891	3 728	3 940	3 346	3 448	2 749	2 729	2 043
Fixed charge cover [x]	5,4	4,8	4,9	5,1	5,3	5,4	5,7	5,7	6,0	6,2
Dywidenda [mln PLN]	459	630	696	787	853	919	984	1037	1089	1142
DPS [PLN/akcję]	0,35	0,48	0,53	0,60	0,65	0,70	0,75	0,79	0,83	0,87
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	3,2%	4,4%	4,9%	5,5%	6,0%	6,4%	6,9%	7,3%	7,6%	8,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	10,67	akumuluj	9,74	2026-01-21	11:25	10,88	120 323
akumuluj	9,74	akumuluj	8,55	2025-07-14	11:55	8,87	105 201
akumuluj	8,55	kupuj	9,0	2024-11-19	08:29 CET	7,692	79 187
akumuluj	9,0	kupuj	8,87	2024-04-03	12:58 CEST	8,13	83 003
kupuj	8,87	kupuj	9,28	2023-08-14	13:37 CEST	6,98	70 380
kupuj	9,28	kupuj	7,51	2023-01-30	14:20 CEST	6,88	60 615
kupuj	7,51	kupuj	6,14	15.01.2018	09:52 CEST	6,02	65 466
kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629
kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49 CEST	5,30	51 330

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	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	100%	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: 2026-01-21.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-01-21 (11:25 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-01-30.

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 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 uwzględniać, 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 wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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 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 2026-01-21:

- 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 nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek 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.
- Nie 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 jakiejkolwiek 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

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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.