BOŚ DOM MAKLERSKI

Raport na zlecenie GPW

9/2026/GPW (30) 13 maja 2026

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Digital Network

Rekomendowane działanie . . . 2
Wyniki IV kw. 2025 r. . . . 2
Ostatnie wydarzenia . . . 2
Najbliższe wydarzenia . . . 2
Prognoza na I kw. 2026 r. . . . 3
Zmiany prognoz . . . 4
Wycena . . . 4
Rekomendacja . . . 4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) . . . 6
Przewagi konkurencyjne . . . 8
Katalizatory . . . 8
Czynniki ryzyka . . . 8
Zastrzeżenia prawne . . . 9

Analitycy:
Mikołaj Stępień, Sobiesław Pająk, CFA

BOŚ DOM MAKLERSKI

Raport na zlecenie GPW

9/2026/GPW (30) 13 maja 2026

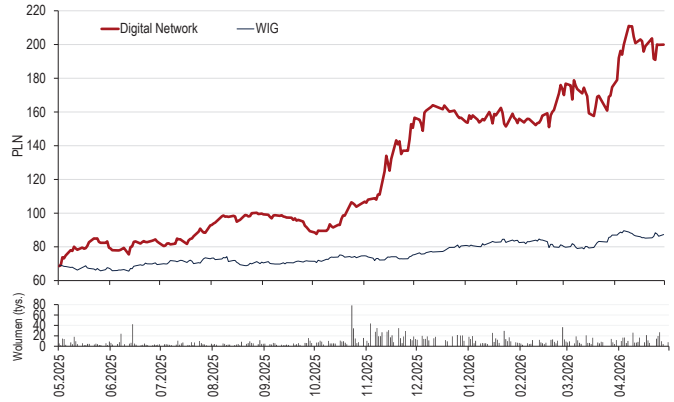
Analitycy: Mikołaj Stępień,
Sobiesław Pająk, CFA

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Digital Network

Sektor: IT – oprogramowanie i usługi
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)
Kurs: 203,40 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 200,0 zł (↑)
Kapitalizacja: 256 mln USD
Bloomberg: DIG PW
Średni obrót dzienny: 0,53 mln USD
12M przedział kursowy: 68,60-211,00 zł
Free float: 46%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Skorygowane zyski
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	*mln zł*	112,9	231,5	247,6	262,3
EBITDA	*mln zł*	66,9	125,8	134,8	142,8
EBITDA bez MSSF 16*	*mln zł*	51,7	84,8	91,0	96,3
EBIT	*mln zł*	50,5	87,2	92,0	96,1
Zysk netto	*mln zł*	37,6	58,2	62,8	66,9
EPS	*zł*	8,81	12,74	13,75	14,65
EPS r/r	*%*	54	56	8	7
Dług netto bez MSSF16	*mln zł*	51,6	32,5	15,0	3,2
Dług netto z MSSF16	*mln zł*	181,5	162,4	145,0	133,1
P/E	*x*	23,1	16,0	14,8	13,9
P/CE**	*x*	21,0	15,0	13,5	12,5
EV/EBITDA**	*x*	18,8	11,8	10,8	10,1
EV/EBIT**	*x*	19,3	11,5	10,7	10,1
DPS	*zł*	4,82	2,50	6,50	10,00
Stopa dywidendy brutto	*%*	2,4	1,2	3,2	4,9
Liczba akcji	*mln*	4,2	4,6	4,6	4,6

* EBITDA bez MSSF 16 = EBITDA - płatności leasingu
** obliczone na podstawie szacunkowej proporcjonalnie konsolidowanej amortyzacji, EBIT i EBITDA
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki finansowe za 2025 r. – 28 kwietnia
2. Szacunki przychodów I kw. 2026 r. – 20 kwietnia

Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za I kw. 2026 r. – 29 maja
2. Wyniki finansowe za I poł. 2026 r. – 30 września

Rekomendowane działanie

Strategia. Trend cyfryzacji rynku reklamy oraz rosnące zapotrzebowanie na interaktywne kampanie wspierają pozytywne perspektywy branży DOOH. Digital Network posiada największą ogólnopolską sieć ekranów cyfrowych w atrakcyjnych lokalizacjach, **a dodatkowo wzmacnia swoją pozycję poprzez przejęcie Braughman Group Media Outdoor (BGMO)** – jednej z najbardziej rozpoznawalnych firm OOH/DOOH w Polsce. BGMO zarządza siecią wielkoformatowych nośników premium w największych miastach oraz cyfrowymi ekranami w biurowcach klasy A i kluczowych węzłach komunikacyjnych.

Oczekujemy, że 2026 r. będzie dla Digital Network okresem **skokowego wzrostu skali działalności** po pełnorocznej konsolidacji BGMO. Opublikowane szacunkowe przychody za sezonowo słaby I kw. 2026 r. wyniosły **42,9 mln zł (+179% r/r)**. Mimo że konsolidacja BGMO będzie oznaczała częściowy spadek marż względem historycznych poziomów Digital Network, Grupa powinna **utrzymać wysoką rentowność przy jednoczesnym wyraźnym wzroście skali działalności i wyników.**

W związku z lepszymi od naszych wcześniejszych założeń wynikami za IV kw. 2025 r. oraz mocniejszą sprzedażą w I kw. 2026 r., **podnosimy nasze prognozy na 2026 r. i kolejne lata**. W rezultacie nasza 12-miesięczna wycena 1 akcji Digital Network **rośnie o 25% do 200 zł**.

Jednocześnie po ostatnich bardzo mocnych wzrostach kursu akcje Spółki przestały oferować dyskonto względem naszej wyceny, dlatego obniżamy rekomendację fundamentalną do **Trzymaj**, a relatywną do **Neutralnie**.

Wyniki IV kw. 2025 r.

Sprzedaż. Sprzedaż w IV kw. 2025 r. wyniosła **56,2 mln zł (+106% r/r)**, głównie dzięki konsolidacji BGMO od początku listopada 2025 r. Przychody biznesu organicznego (Digital Network sprzed

akwizycji) wyniosły **29,5 mln zł (+8% r/r)**, co oznacza, że zdecydowana większość wzrostu została wygenerowana przez przejęcie. BGMO osiągnęło **27,1 mln zł** przychodów w okresie listopad-grudzień 2025 r. W całym 2025 r. przychody Grupy wzrosły do **112,9 mln zł (+51% r/r)**.

Rentowność. EBITDA/ EBITDA bez MSSF 16/ EBIT/ zysk netto wyniosły w IV kw. 2025 r. **31,9/ 24,3/ 24,7/ 17,2 mln zł, +91%/ +68%/ +81%/ +66% r/r.** W całym 2025 r. EBITDA/ EBITDA bez MSSF 16/ EBIT/ zysk netto osiągnęły **66,9/ 51,7/ 50,5/ 37,6 mln zł, +53%/ +53%/ +59%/ +50% r/r.** Pomimo spadku marż po konsolidacji BGMO, rentowność Grupy nadal pozostaje bardzo wysoka na tle rynku, a skala poprawy wyników i wzrostu działalności po przejęciu jest imponująca. Jednocześnie pełny wpływ akwizycji na wyniki będzie widoczny dopiero od 2026 r., po uwzględnieniu BGMO w całorocznej konsolidacji.

Bilans. Akwizycja BGMO została częściowo sfinansowana kredytem, co przełożyło się na przejście z pozycji gotówki netto do **52 mln zł długu netto** na koniec 2025 r. Jednocześnie wskaźnik **dług netto/ EBITDA bez MSSF 16 wyniósł jedynie 1,0x**, co wskazuje na nadal bardzo umiarkowany poziom zadłużenia, szczególnie biorąc pod uwagę oczekiwany skokowy wzrost wyników w 2026 r. po pełnorocznej konsolidacji BGMO.

Prognoza na I kw. 2026 r.

Sprzedaż. Spółka opublikowała już szacunkowe przychody za I kw. 2026 r., które wyniosły **42,9 mln zł (+179% r/r)**. Wzrost wynika przede wszystkim z pełnokwartalnej konsolidacji BGMO. Jednocześnie I kwartał pozostaje sezonowo słabym okresem dla Grupy i historycznie odpowiada za relatywnie niewielką część całorocznych wyników.

Rentowność. Oczekujemy EBITDA/ EBIT na poziomie **19,4/ 9,8 mln zł**, co oznacza wzrost o **+127%/ +78% r/r**. Jednocześnie marża EBITDA powinna według naszych prognoz spaść do 45,3% wobec 55,6% rok wcześniej, co odzwierciedla niższą rentowność konsolidowanego biznesu BGMO względem historycznej działalności Digital Network. Zysk netto według naszej prognozy wzrośnie jedynie do **5,2 mln zł (+12% r/r)**, wyraźnie wolniej niż wynik operacyjny.

Słabsza dynamika zysku netto względem EBITDA i EBIT powinna wynikać przede wszystkim ze skokowego wzrostu kosztów odsetkowych po sfinansowaniu części akwizycji długiem oraz z pierwszego pełnego kwartału ujęcia leasingów BGMO zgodnie z MSSF 16, gdzie udział komponentu odsetkowego w płatnościach leasingowych jest relatywnie wysoki.

Tabela 1. *Digital Network; Wyniki IV kw. 2025 r. i całego 2025 r.*

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	r/r	2024	2025	r/r
Sprzedaż	27,3	15,4	20,5	20,9	56,2	106%	74,7	112,9	51%
EBITDA	16,7	8,6	12,9	13,5	31,9	91%	43,7	66,9	53%
Marża EBITDA	*61,3%*	*55,6%*	*63,1%*	*64,7%*	*56,8%*	*-4,4 pp*	*58,6%*	*59,3%*	*+0,7 pp*
EBITDA bez MSSF 16	14,4	6,1	10,4	11,0	24,3	68%	33,8	51,7	53%
Marża EBITDA bez MSSF 16	*53,0%*	*39,5%*	*50,7%*	*52,7%*	*43,2%*	*-9,8 pp*	*45,3%*	*45,8%*	*+0,5 pp*
EBIT	13,7	5,5	9,8	10,5	24,7	81%	31,7	50,5	59%
Marża EBIT	*50,1%*	*35,8%*	*48,0%*	*50,4%*	*43,9%*	*-6,2 pp*	*42,5%*	*44,7%*	*+2,3 pp*
Zysk netto*	11,3	5,0	8,1	8,9	18,1	60%	28,2	40,1	42%
*Marża zysku netto**	*41,6%*	*32,6%*	*39,5%*	*42,5%*	*32,3%*	*-9,3 pp*	*37,8%*	*35,5%*	*-2,3 pp*
Zysk netto**	10,3	4,7	7,5	8,3	17,2	66%	25,2	37,6	50%
*Marża zysku netto***	*37,9%*	*30,4%*	*36,5%*	*39,6%*	*30,6%*	*-7,3 pp*	*33,7%*	*33,3%*	*-0,4 pp*

EBITDA bez MSSF 16 = EBITDA – płatności leasingu.

* Zysk netto przed udziałami mniejszości, ** Zysk netto po udziałach mniejszości

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. *Digital Network; Prognoza na I kw. 2026 r.*

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026P	r/r
Sprzedaż	15,4	20,5	20,9	56,2	42,9	179%
EBITDA	8,6	12,9	13,5	31,9	19,4	127%
Marża EBITDA	*55,6%*	*63,1%*	*64,7%*	*56,8%*	*45,3%*	*-10,3 pp*
EBIT	5,5	9,8	10,5	24,7	9,8	78%
Marża EBIT	*35,8%*	*48,0%*	*50,4%*	*43,9%*	*22,8%*	*-13,0 pp*
Zysk netto	4,7	7,5	8,3	17,2	5,2	12%
Marża zysku netto	*30,4%*	*36,5%*	*39,6%*	*30,6%*	*12,2%*	*-18,2 pp*

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 3. *Digital Network; Zmiany prognoz DM BOŚ*

	2025P			2026P			2027P		
	obecna	poprzednia	zmiana	obecna	poprzednia	zmiana	obecna	poprzednia	zmiana
Sprzedaż	231,5	214,7	8%	247,6	229,6	8%	262,3	243,3	8%
EBITDA	125,8	104,9	20%	134,8	113,7	19%	142,8	122,2	17%
EBIT	87,2	75,6	15%	92,0	80,8	14%	96,1	85,6	12%
Zysk netto	58,2	53,2	9%	62,8	57,7	9%	66,9	62,1	8%
Dług netto	32,5	53,0	-39%	15,0	34,4	-56%	3,2	12,6	-75%

Źródło: DM BOŚ SA

Zmiany prognoz

W związku z lepszymi od naszych pierwotnych założeń wynikami za IV kw. 2025 r. oraz wyższą od oczekiwań sprzedażą w I kw. 2026 r., **podnosimy nasze prognozy na 2026 r. i kolejne lata**. Nasze oczekiwania dotyczące sprzedaży i zysku netto rosną o **8-9%** względem wcześniejszych założeń.

Jednocześnie **lekko obniżamy prognozowane nakłady inwestycyjne**. Wcześniej zakładaliśmy CAPEX przekraczający **20 mln zł** rocznie, natomiast obecnie oczekujemy poziomu bliższego **15 mln zł** rocznie. Nadal oznaczałoby to wyraźny wzrost względem historycznych poziomów inwestycji Digital Network, które w poprzednich latach wynosiły **5 mln zł** średniorocznie.

Wycena

DCF. Na naszą wycenę metodą DCF pozytywnie wpływa wzrost prognoz, przesunięcie horyzontu wyceny, natomiast lekki negatywny wpływ ma wzrost stopy wolnej od ryzyka. **W rezultacie nasza wycena DCF rośnie o 23% do 169 zł na akcję.**

Wycena porównawcza. Na wycenę porównawczą pozytywnie oddziałuje wzrost prognoz, przy czym negatywny wpływ zmian mnożników spółek porównywalnych jest niewielki. **Finalnie nasza wycena porównawcza zwiększa się o 27% do 230 zł na akcję.**

Podsumowując, nasza 12-miesięczna wycena 1 akcji Digital Network – oparta w 50% na metodzie DCF i w 50% na wycenie porównawczej – **wzrasta o 25% do 200 zł.**

Rekomendacja

Po ostatnich spektakularnych wzrostach kursu akcje Digital Network przestały oferować dyskonto względem naszej wyceny, dlatego obniżamy rekomendację fundamentalną do **Trzymaj**, a relatywną do **Neutralnie**.

Tabela 4. *Digital Network; Wycena metodą porównawczą*

		P/E			EV/EBITDA		
Spółka	**Kraj**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Ströer SE SE & CO KGAA	Niemcy	14,1	11,8	10,1	6,1	5,7	5,3
APG SGA SA	Szwajcaria	18,8	16,7	15,3	10,7	9,8	9,3
Clear Channel Outdoor	Stany Zjednoczone	n/a	298,1	35,5	11,4	10,7	9,9
Outfront Media INC	Stany Zjednoczone	26,4	24,7	22,1	15,0	14,4	13,4
Arabian Contracting Services	Arabia Saudyjska	224,0	75,8	39,7	11,5	10,7	n/a
Jcdecaux SE	Francja	14,0	12,9	12,1	7,8	7,4	7,1
Lamar Advertising CO-A	Stany Zjednoczone	26,9	25,2	22,3	17,1	16,3	15,6
Focus Media Information TE-A	Chiny	15,0	14,3	13,8	10,6	10,2	9,8
Mediana		**18,8**	**20,7**	**18,7**	**11,1**	**10,4**	**9,8**
Implikowana wartość akcji Digital Network (zł)		239	285	274	190	197	198
Średnia implikowana wartość akcji Digital Network (zł)				**230**			

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. *Digital Network; Model DCF*

(mln zł)		2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	>2035P
Sprzedaż		112,9	231,5	247,6	262,3	275,4	286,3	294,9	303,7	312,7	322,0	331,7	
	r/r	*51%*	*105%*	*7%*	*6%*	*5%*	*4%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	
EBIT (bez MSSF 16)		47,8	78,4	83,2	87,3	92,1	96,1	99,3	102,5	105,8	109,2	112,8	
	r/r	*58%*	*64%*	*6%*	*5%*	*5%*	*4%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	
Stawka CIT		19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
NOPLAT		38,5	62,7	66,5	69,9	73,7	76,9	79,4	82,0	84,6	87,4	90,2	
	r/r	*56%*	*63%*	*6%*	*5%*	*5%*	*4%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	
Amortyzacja (bez MSSF 16)		4,0	6,5	7,8	9,0	10,0	10,9	11,6	12,3	12,9	13,4	13,8	
Zmiana kapitału pracującego netto		-9,3	-3,6	-3,9	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	
Wydatki inwestycyjne (razem z kupnem udziałów w spółkach zależnych)		-6,1	-20,0	-15,0	-15,2	-15,3	-15,5	-15,6	-15,8	-15,9	-16,1	-16,2	
FCFF		**27,0**	**45,6**	**55,4**	**62,2**	**67,1**	**71,2**	**74,6**	**77,6**	**80,7**	**83,8**	**86,8**	
	r/r	*25%*	*69%*	*22%*	*12%*	*8%*	*6%*	*5%*	*4%*	*4%*	*4%*	*4%*	*2%*
Koszt kapitału własnego													
Stopa wolna od ryzyka		5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Nielewarowana beta		1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego		12,1%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,1%
Koszt długu													
Koszt długu przed opodatkowaniem		7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,0%
Efektywna stopa podatkowa		19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu po opodatkowaniu		6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)													
Waga kapitału akcyjnego		93%	95%	96%	98%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Waga długu		7%	5%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału akcyjnego		12,1%	12,0%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,1%
Koszt długu po opodatkowaniu		6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)		11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,1%
Mnożnik dyskonta		1,00	1,00	1,03	1,15	1,28	1,43	1,60	1,79	2,00	2,24	2,50	
Współczynnik dyskonta		1,00	1,00	0,97	0,87	0,78	0,70	0,62	0,56	0,50	0,45	0,40	
Wartość bieżąca FCFF		**-**	**-**	**53,9**	**54,2**	**52,3**	**49,7**	**46,5**	**43,3**	**40,3**	**37,4**	**34,7**	
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym													2,0%
WACC w okresie rezydualnym													11,1%
Wartość rezydualna													978,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej													391,5
Bieżąca wartość FCFF													412,4
Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych w operacyjnych spółkach zależnych													32,2
Zadłużenie (gotówka) netto, bez leasingów													32,5
Udzielone pożyczki													7,0
Dywidenda płatna między chwilą obecną a końcem roku													25,8
Wartość kapitału akcyjnego													772,1
Liczba akcji (mln)													4,6
Wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy (zł)													**169**

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. *Digital Network; Podsumowanie wyceny*

Wycena DCF (50%)	169
Wycena porównawcza (50%)	230
Ważona wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy	**200**

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. *Digital Network; Rachunek zysków i strat*

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	**64,3**	**74,7**	**112,9**	**231,5**	**247,6**	**262,3**
Koszt własny sprzedaży	-26,8	-31,3	-46,8	-113,8	-122,9	-131,6
Zysk brutto na sprzedaży	**37,5**	**43,4**	**66,1**	**117,7**	**124,7**	**130,8**
Koszty sprzedaży	-3,8	-3,7	-3,4	-6,9	-7,4	-7,8
Koszty ogólnego zarządu	-8,5	-8,1	-11,8	-23,6	-25,3	-26,8
Pozostałe przychody operacyjne	0,2	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-0,9	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0
Odpis wartości firmy	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**33,3**	**43,7**	**66,9**	**125,8**	**134,8**	**142,8**
EBITDA bez MSSF16	**24,4**	**33,8**	**51,7**	**84,8**	**91,0**	**96,3**
EBIT	**22,7**	**31,7**	**50,5**	**87,2**	**92,0**	**96,1**
Przychody finansowe	2,6	4,5	2,9	1,3	1,3	1,3
Koszty finansowe	-1,9	-1,8	-3,7	-12,7	-11,5	-10,3
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	**31,0**	**34,5**	**49,8**	**75,7**	**81,7**	**87,1**
Podatek dochodowy	-6,9	-6,3	-9,7	-15,1	-16,3	-17,4
Działalność zaniechana	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udział mniejszości	3,4	3,0	2,5	2,4	2,6	2,8
Zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej	**21,3**	**25,2**	**37,6**	**58,2**	**62,8**	**66,9**

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. *Digital Network; Bilans*

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Majątek trwały	21,3	21,8	146,4	159,9	167,1	173,3
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	22,0	21,6	129,0	129,0	129,0	129,0
Pożyczki udzielone	13,4	11,3	7,0	7,0	7,0	7,0
Należności handlowe	13,7	17,2	41,3	48,6	54,5	57,7
Środki pieniężne	25,4	13,1	24,1	23,3	20,7	12,5
Pozostałe	5,7	7,2	16,5	16,5	16,5	16,5
Aktywa	**101,5**	**92,2**	**364,4**	**384,4**	**394,8**	**396,1**
Kapitały własne	57,3	48,1	105,6	139,9	167,0	185,6
Kapitał mniejszości	3,0	2,0	2,7	4,7	6,1	7,0
Zobowiązania leasingowe	24,2	23,3	129,9	129,9	129,9	129,9
Zadłużenie odsetkowe	0,0	0,0	75,7	55,7	35,7	15,7
Zobowiązania handlowe	7,9	9,2	24,1	27,8	29,7	31,5
Pozostałe	9,1	9,7	26,4	26,4	26,4	26,4
Pasywa	**101,5**	**92,2**	**364,4**	**384,4**	**394,8**	**396,1**

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. *Digital Network; Przepływy pieniężne*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy operacyjne	**31,4**	**34,0**	**53,9**	**109,1**	**116,0**	**124,8**
Zysk netto (łącznie z udziałowcami mniejszościowymi)	24,7	28,2	40,1	60,6	65,4	69,7
Amortyzacja WNIP i RAT	3,2	3,7	4,0	6,5	7,8	9,0
Amortyzacja leasingu	7,4	8,3	12,4	32,2	35,0	37,6
Odsetki, netto	-0,5	-1,6	1,2	11,4	10,2	9,0
Zmiana kapitału obrotowego	-0,7	-2,1	-2,5	-3,6	-3,9	-1,5
Pozostałe	-2,8	-2,5	-1,2	2,0	1,4	0,9
Przepływy inwestycyjne	**-4,4**	**-7,0**	**-91,5**	**-18,7**	**-13,7**	**-13,8**
Nakłady inwestycyjne (bez kupna udziałów w spółkach zależnych)	-3,5	-4,7	-6,1	-20,0	-15,0	-15,2
Odsetki otrzymane	1,2	2,3	3,2	1,3	1,3	1,3
Pozostałe (w tym kupno udziałów w spółkach zależnych)	-2,1	-4,5	-88,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	**-14,9**	**-39,2**	**48,5**	**-91,2**	**-104,9**	**-119,1**
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skup akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu odsetkowego	0,0	0,0	75,5	-20,0	-20,0	-20,0
Płatności leasingu (kapitał)	-7,5	-8,4	-12,3	-32,2	-35,0	-37,6
Płatności leasingu (odsetki)	-1,4	-1,5	-2,7	-8,8	-8,8	-8,8
Odsetki od kredytów	0,0	0,0	-0,2	-3,9	-2,7	-1,5
Wypłata dywidend akcjonariuszom Digital Network	-3,0	-27,1	-10,0	-25,8	-37,1	-49,2
Wypłata dywidend udziałowcom mniejszościowym	-2,9	-2,4	-1,8	-0,5	-1,2	-1,9
Inne	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych za rok	**12,1**	**-12,2**	**11,0**	**-0,9**	**-2,6**	**-8,1**

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. *Digital Network; Wskaźniki finansowe*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zadłużenie/ Kapitały własne	0%	0%	72%	40%	21%	8%
Kapitał pracujący netto/ Aktywa ogółem	6%	9%	5%	5%	6%	7%
Wskaźnik bieżący	2,3	2,0	0,8	0,9	1,1	1,1
Wskaźnik szybki	2,3	2,0	0,8	0,9	1,1	1,1
Sprzedaż/ Aktywa ogółem	0,6	0,8	0,3	0,6	0,6	0,7
Capex / Sprzedaż	5%	6%	5%	9%	6%	6%
Kapitał pracujący netto/ Sprzedaż	9%	11%	15%	9%	10%	10%
Rotacja zapasów w dniach	0	0	0	0	0	0
Rotacja należności w dniach	78	84	134	77	80	80
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	107	108	188	89	88	87
Cykl obrotu gotówki w dniach	-29	-24	-54	-12	-8	-7
ROA	19,5%	25,0%	16,4%	15,5%	16,1%	16,9%
ROE	36,3%	45,9%	48,6%	47,4%	40,9%	37,9%
Marże:						
EBITDA	54,6%	58,6%	59,3%	54,3%	54,5%	54,4%
EBITDA bez MSSF 16	40,7%	45,3%	45,8%	36,6%	36,8%	36,7%
EBIT	38,1%	42,5%	44,7%	37,6%	37,1%	36,6%
Zysk netto	27,2%	32,4%	33,1%	25,1%	25,4%	25,5%
Nominalny wzrost						
Sprzedaż	33%	16%	51%	105%	7%	6%
EBITDA	46%	25%	53%	88%	7%	6%
EBITDA bez MSSF 16	70%	29%	53%	64%	7%	6%
EBIT	66%	30%	59%	73%	6%	5%
Zysk netto	102%	38%	54%	56%	8%	7%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. *Digital Network; Wskaźniki*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Skoryg. EPS (zł)	4,13	5,71	8,81	12,74	13,75	14,65
Sprzedaż (mln zł)	64,3	74,7	112,9	231,5	247,6	262,3
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	58%	58%	59%	51%	50%	50%
EBIT (mln zł)	22,7	31,7	50,5	87,2	92,0	96,1
EBITDA (mln zł)	33,3	43,7	66,9	125,8	134,8	142,8
Skoryg. Zysk netto (mln zł)	17,5	24,2	37,4	58,2	62,8	66,9
Dług netto (mln zł)	-25,4	-13,1	51,6	32,5	15,0	3,2
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	13,77	11,54	25,36	31,14	37,17	41,31
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,73	4,10	4,82	2,50	6,50	10,00
ROE	44%	48%	49%	47%	41%	38%
ROA	24%	26%	16%	16%	16%	17%
Amortyzacja (mln zł)	10,6	12,0	16,4	38,6	42,9	46,6
FCF (mln zł)	19,0	10,3	-59,7	44,1	54,4	61,7
CAPEX (mln zł)	3,5	4,7	6,1	20,0	15,0	15,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Przewagi konkurencyjne

1. Osiągnięty efekt skali (największa sieć *DOOH* w Polsce)
2. Wysokie bariery wejścia (długie procedury administracyjne, technologie, ograniczony zasób atrakcyjnych lokalizacji)
3. Duża pojemność pętli emisyjnej w stosunku do obecnego poziomu wykorzystania inventory
4. Know-how dotyczący pozyskiwania nowych lokalizacji
5. Rozwinięta infrastruktura techniczna (cała Polska)
6. Liczne lokalizacje premium
7. Stałe unowocześnianie infrastruktury technicznej

Katalizatory

1. Dalszy dynamiczny rozwój rynku *DOOH*
2. Skuteczna integracja BGMO do struktur grupy
3. Synergie sprzedażowe wynikające z integracji z BGMO
4. Zwiększenie zdolności pozyskiwania lokalizacji premium po przejęciu BGMO
5. Wzrost wykorzystania inventory
6. Podwyżki cen
7. Wzrost skorygowanych zysków r/r
8. Dalsza ekspansja infrastruktury technicznej

Czynniki ryzyka

1. Przyjęcie uchwały krajobrazowej w Warszawie (i/lub innych miastach), która ograniczałaby dalszy rozwój i Spółki
2. Nasilenie presji konkurencyjnej
3. Niska dywersyfikacja klientów
4. Odejście kluczowych pracowników
5. Zmiana technologii
6. Awaria technologii
7. Naruszenia prywatności i wycieki danych
8. Niespłacenie pożyczek przez podmioty spoza Grupy

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).
Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).
Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.
Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.
Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.
Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.
Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.
Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.
Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.
Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.
ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.
ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.
EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).
EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.
CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.
Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.
Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.
Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonych.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona uniezależniona od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.
Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.
Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.
Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.
ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.
ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.
Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3".
Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.
Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona uniezależniona od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;
Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;
Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.
Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.
Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	35	3	5	0	3
Procenty	45%	42%	4%	6%	0%	4%

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczał usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	3	6	0	1	0	1
Procenty	27%	55%	0%	9%	0%	9%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	30	34	12	5	0	3
Procenty	36%	40%	14%	6%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczał usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	2	7	0	1	0	1
Procenty	18%	64%	0%	9%	0%	9%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Cloud Technologies											
Mikołaj Stępień	Bez rekomendacji	–	27.11.2024	-	27.11.2024	30.11.2025	170%	91%	48,90	81,00	–
Mikołaj Stępień	-	–	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	49,00	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	56,80	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	63,00	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	18.02.2025	18.02.2025	-	-	-	72,00	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	69,80	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	63,60	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	57,60	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	11.04.2025	11.04.2025	-	-	-	59,30	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	-	69,90	81,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	13.05.2025	13.05.2025	-	-	-	69,00	94,00	↑
Mikołaj Stępień	-	–	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	-	80,50	94,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	-	80,20	94,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	-	81,90	94,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	-	97,80	94,00	→
Mikołaj Stępień	-	–	-	26.09.2025	26.09.2025	-	-	-	97,40	112,00	↑
Mikołaj Stępień	-	–	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	90,50	112,00	→
Mikołaj Stępień	Kupuj	–	30.11.2025	-	01.12.2025	13.05.2026	54%	30%	132,20	160,00	↑
Mikołaj Stępień	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-	-	163,80	160,00	→
Mikołaj Stępień	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-	-	158,00	160,00	→
Mikołaj Stępień	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-	-	157,80	160,00	→
Mikołaj Stępień	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-	-	169,40	160,00	→
Mikołaj Stępień	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-	-	204,60	160,00	→
Mikołaj Stępień	Trzymaj	↓	13.05.2026	-	13.05.2026	Nie później niż 13.05.2027	-	-	203,40	200,00	↑

** ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji*

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Cloud Technologies								
Mikołaj Stępień	Bez rekomendacji	–	27.11.2024	-	27.11.2024	30.11.2025	48,90	91%
Mikołaj Stępień	-	–	-	01.12.2024	02.12.2024	-	49,00	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	07.01.2025	07.01.2025	-	56,80	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	30.01.2025	30.01.2025	-	63,00	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	18.02.2025	18.02.2025	-	72,00	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	19.02.2025	19.02.2025	-	69,80	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	14.03.2025	14.03.2025	-	63,60	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	10.04.2025	10.04.2025	-	57,60	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	11.04.2025	11.04.2025	-	59,30	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	05.05.2025	05.05.2025	-	69,90	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	13.05.2025	13.05.2025	-	69,00	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	29.05.2025	29.05.2025	-	80,50	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	25.06.2025	25.06.2025	-	80,20	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	21.07.2025	21.07.2025	-	81,90	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	22.08.2025	22.08.2025	-	97,80	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	26.09.2025	26.09.2025	-	97,40	-
Mikołaj Stępień	-	–	-	09.10.2025	09.10.2025	-	90,50	-
Mikołaj Stępień	Przeważaj	–	30.11.2025	-	01.12.2025	13.05.2026	132,20	30%
Mikołaj Stępień	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	163,80	-
Mikołaj Stępień	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	158,00	-
Mikołaj Stępień	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	157,80	-
Mikołaj Stępień	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	169,40	-
Mikołaj Stępień	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	204,60	-
Mikołaj Stępień	Neutralnie	↓	13.05.2026	-	13.05.2026	Nie później niż 13.05.2027	203,40	-

** ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji*

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW") na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0" opisanego na stronie GPW https://www.gpw.pl/gpwpa, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa"), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 13 maja 2026 r., godz. 18:05.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 13 maja 2026 r., godz. 18:15.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.
Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów" i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.
Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie"), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.
Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.
Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#digitanet.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#digitanet.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów", czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury" również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.
Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Digital Network S.A. i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiekolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiejkolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: https://bossa.pl/analizy/rekomendacje

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane, dobra konsumpcyjne, ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne, dystrybutorzy IT, telekomunikacja)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne, media & rozrywka)

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104