



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

W bieżącym raporcie analitycznym podwyższyliśmy cenę docelową ATM Grupa do 5,06 PLN/akcję (poprzednio było 4,96 PLN) i utrzymujemy zalecenie Kupuj. Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA na 2026 rok w pobliżu 4,0x.

W Q3 2025 przychody z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) były na poziomie 110,1 mln PLN (+41,3% r/r). Przypominamy, że istotne znaczenie dla dynamiki wzrostu r/r przychodów miało rozliczenie jednego z istotnych projektów, który był produkcyjnie realizowany w minionym 2024 roku. W Q3 2025 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 26,3 mln PLN (+4% r/r). Spółka wykazała wzrost skor. EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa o 43% r/r, jednocześnie miniony kwartał był relatywnie słabszy dla dywizji biznesowej zarządzanie aktywami trwałymi (-35% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 60,2 mln PLN (+6,3% r/r).

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q4 2025 może być wyższa w ujęciu r/r o 18% (w Q3 2025 wzrost wyniósł blisko 4% r/r). Ogółem za cały 2025 rok skor. EBITDA z działalności audiowizualnej według naszej prognozy może wynieść 61,8 mln PLN (+12,7% względem odczytu z 2024 roku).

Utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy wskazujący, iż spółka w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie budowała odczyt skor. EBITDA LTM. W ujęciu całego 2026 roku spodziewamy się, iż skor. EBITDA powinna zbliżyć się do 70 mln PLN (+13,4% r/r). Dynamika wzrostu r/r skor. EBITDA w 2027 roku w modelu wynosi 5,7%.

W okresie 2026-2027 impulsem poprawy rezultatów powinien być w szczególności obszar produkcji tv i filmowej. Dywizja zarządzanie aktywami trwałymi w kolejnych 2 latach w naszym modelu ma niskie jednocyfrowe dynamiki poprawy r/r (w modelu przyjmujemy, że dla tej dywizji impulsem odczuwalnego wzrostu powinien być rok 2028 – wpływ uruchomienia nowej hali zdjęciowej).

Z uwagi na zaplanowany proces inwestycyjny w okresie 2026-2027 (budowa nowej hali produkcyjnej w Warszawie) w najbliższych dwóch latach nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie wypłacanej rocznej dywidendy (z wyniku za 2025 rok spodziewamy się wypłaty 0,26 PLN/akcję, a z wyniku za 2026 rok spodziewamy się wypłaty 0,3 PLN). Przy obecnym kursie rynkowym zakładana przyszła rentowność dywidendy w 2026-2027 to przedział 7%-8%.

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	236	247	320	337	347	373
EBITDA [PLN m]	61,3	60,9	103,6	74,9	78,1	86,0
skor. EBITDA [PLN m]	55,7	56,3	69,8	74,9	78,1	86,0
EBIT [PLN m]	36,8	36,7	47,8	52,6	55,3	59,7
Wynik netto [PLN m]	27,1	26,8	36,2	42,5	43,2	47,0
EPS [PLN]	0,32	0,32	0,43	0,50	0,51	0,56
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/E	11,6	11,7	8,7	7,4	7,3	6,7
skor. EV/EBITDA	5,0	4,9	4,4	4,0	4,0	3,5
DPS [PLN]	0,26	0,26	0,18	0,26	0,30	0,31
Rentowność dywidendy	7,0%	7,0%	4,8%	7,0%	8,0%	8,4%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 5,06 PLN

17 GRUDZIEŃ 2025, 23:58 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	5,06
Potencjał do wzrostu / spadku	+35,8%

Cena rynkowa [PLN]	3,73
Kapitalizacja [PLN m]	314
Ilość akcji [m]	84,3

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-2,6	-10,9
6M stopa zwrotu	-1,1	-15,3
YTD stopa zwrotu	0,1	-43,7
12M stopa zwrotu	0,3	-43,0

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

Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,0%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%
NN OFE PTE	9,7%
PKO TFI	7,5%

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	4
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	5
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	7
WYNIKI ZA Q3 2025	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącym raporcie analitycznym podwyższyliśmy cenę docelową ATM Grupa do 5,06 PLN/akcję (poprzednio było 4,96 PLN) i utrzymujemy zalecenie Kupuj. Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA na 2026 rok w pobliżu 4,0x.

Sporządzona wycena opiera się na metodzie SOTP. Opieramy się na wycenie DCF i analizie mnożnikowej dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną (produkcji telewizyjnej i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi). Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też skorygowaną wartość rynkową posiadanego pakietu akcji w Boombit.

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [PLN m]	356,1
A1	Wycena DCF [PLN m]	343,4
A2	Wycena mnożnikowa [PLN m]	368,7
B	Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]	52,0
C	Pakiet akcji Boombit [PLN m]	18,9
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [PLN m]	427,0
	Wycena na 1 akcję [PLN]	5,06
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,73
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	35,8%

Utrzymujemy wcześniejsze podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć. Aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości udzielonych im pożyczek przez ATM Grupa - jest to ujęte w pozycji dług netto.

Alokowana wartość wynikająca z posiadanego pakietu w Boombit (BBT) opiera się na kursie z zamknięcia 2025-12-17 z zastosowaniem dodatkowo 20% dyskonta do ceny rynkowej.

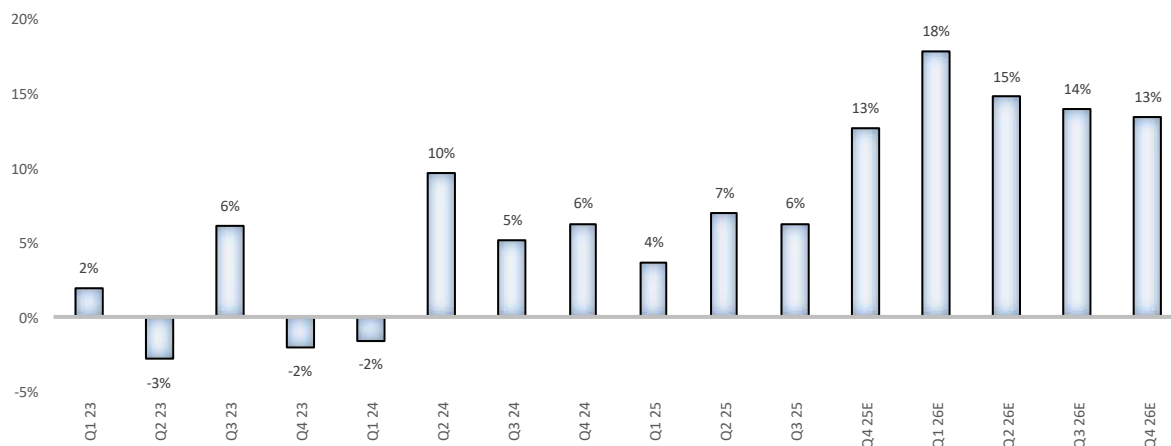
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q4 2025 może być wyższa w ujęciu r/r o 18% (w Q3 2025 wzrost wyniósł blisko 4% r/r). Ogółem za cały 2025 rok skor. EBITDA z działalności audiowizualnej według naszej prognozy może wynieść 61,8 mln PLN (+12,7% względem odczytu z 2024 roku).

Utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy wskazujący, iż spółka w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie budowała odczyt skor. EBITDA LTM. W ujęciu całego 2026 roku spodziewamy się, iż skor. EBITDA powinna zbliżyć się do 70 mln PLN (+13,4% r/r). Dynamika wzrostu r/r skor. EBITDA w 2027 roku w modelu wynosi 5,7%.

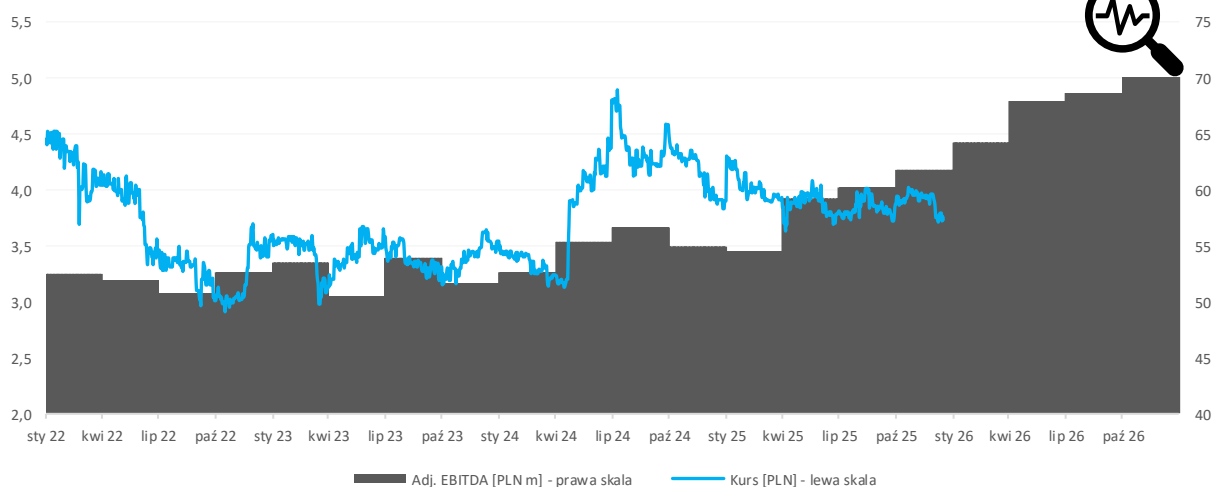
W okresie 2026-2027 impulsem poprawy rezultatów powinien być w szczególności obszar produkcji tv i filmowej. Dywizja zarządzania aktywami trwałymi w kolejnych 2 latach w naszym modelu ma niskie jednocyfrowe dynamiki poprawy r/r (w modelu przyjmujemy, że dla tej dywizji impulsem odczuwalnego wzrostu powinien być rok 2028 – wpływ uruchomienia nowej hali zdjęciowej).

Historyczna dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne zachowanie kursu ATM Grupa na tle odczytu skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasza prognoza na kolejne kwartały

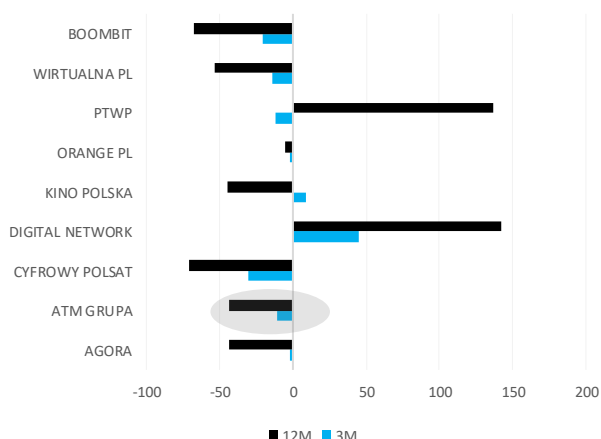


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z uwagi na zaplanowany proces inwestycyjny w okresie 2026-2027 (budowa nowej hali produkcyjnej w Warszawie) w najbliższych dwóch latach nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie wypłacanej rocznej dywidendy (z wyniku za 2025 rok spodziewamy się wypłaty 0,26 PLN/akcję, a z wyniku za 2026 rok spodziewamy się wypłaty 0,3 PLN). Przy obecnym kursie rynkowym zakładana przyszła rentowność dywidendy w 2026-2027 to przedział 7%-8%.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %] – stan na koniec sesji 2025-12-17

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-2,0	-16,3	-49,3	-44,0
ATM GRUPA	-10,9	-15,3	-43,7	-43,0
CYFROWY POLSAT	-30,5	-47,2	-67,5	-71,1
DIGITAL NETWORK	45,3	82,5	140,1	142,6
KINO POLSKA	9,3	7,7	-42,1	-45,0
ORANGE PL	-1,8	-6,6	-5,2	-5,6
PTWP	-11,7	56,0	141,8	136,8
WIRTUALNA PL	-14,1	-36,2	-67,1	-53,9
BOOMBIT	-20,5	-27,5	-69,6	-67,9



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzoną przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,22 PLN i 0,62 PLN na akcję; łącznie 0,8 PLN/akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Również przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizji linearnej oraz platform streamingowych. Zatem ewentualne przyszłe trwałe osłabienie rynku reklamy tv lub zmiany na rynku streamingu mogą negatywnie wpłynąć na docelowe rezultaty ATM Grupa.

Skala koprodukcji w Polsce w ostatnich latach rośnie, choć na tle innych krajów CEE ustawodawstwo o wspieraniu działalności filmowej w Polsce jest w naszej ocenie archaiczne i jako kraj nie jesteśmy konkurencyjnym rynkiem na tle Węgier, Czech czy krajów bałtyckich. Oceniamy, że krajowe regulacje wspierające producentów filmowych (w tym system zachęt administrowany przez PISF) wymagają szeregu zmian aby móc utrzymać atrakcyjność względem innych krajów w regionie CEE.

WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

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 5,3% (poprzednio było 5,4%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest ATM Grupa.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 14,5%.

Zacunek długu netto uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 4,07 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2026-04-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	10,0%	4,58	4,70	4,83	4,99	5,16	5,36	5,59
	11,5%	4,29	4,38	4,47	4,58	4,70	4,83	4,99
	13,0%	4,07	4,14	4,21	4,29	4,38	4,47	4,58
	14,5%	3,90	3,96	4,01	4,07	4,14	4,21	4,29
	16,0%	3,77	3,81	3,86	3,90	3,96	4,01	4,07
	17,5%	3,66	3,69	3,73	3,77	3,81	3,86	3,90
	19,0%	3,57	3,59	3,63	3,66	3,69	3,73	3,77

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik skor. EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom skor. EV/EBITDA na lata 2026-2027 w wysokości 5,0x (poprzednio było również 5,0x). Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,37 PLN/akcję. Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2026-2027						
	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	3,09	3,52	3,95	4,37	4,80	5,23	5,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa, dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2025E	2026E	
M6-METROPOLE TV	4,9	5,0	Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2026 dla wybranych podmiotów wynosi 8,0x W porównaniu do poprzedniego raportu istotny wzrost nastąpił na walorach Warner Bros Discovery, czy Paramount Skydance (efekt procesów M&A).
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	7,5	6,5	
RTL GROUP	8,4	7,7	
CANAL PLUS	3,9	3,7	
ITV	6,7	7,0	
MODERN TIMES GROUP	7,7	6,8	
WARNER BROS DISCOVERY	11,8	11,8	
WARNER MUSIC GROUP	11,5	10,5	
WALT DISNEY	11,0	10,3	
PARAMOUNT SKYDANCE	9,2	8,0	
FOX CORP	9,9	9,2	
NETFLIX	31,8	25,6	
NEWS CORP	10,8	9,8	
LIBERTY GLOBAL	9,6	9,1	
STARZ ENTERTAINM	2,5	4,0	
LIONSGATE STUDIO	27,6	19,6	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q3 2025

Wyniki ATM Grupa w Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
Przychody	78,2	118,4	51%	253,5	300,3	18%	119,0	99,5%
produkcja tv i filmowa	49,8	91,4	83%	158,9	208,1	31%	89,5	102%
zarządzanie aktywami trw.	28,1	18,7	-33%	78,4	71,6	-9%	21,0	89%
działalność deweloperska	0,1	8,0		15,1	19,3	28%	8,1	99%
inne	0,3	0,3	25%	1,2	1,3	11%	0,3	94%
EBITDA	27,5	60,3	120%	65,9	103,3	57%	58,2	104%
EBITDA skor. *	25,0	29,5	18%	61,0	68,6	12%	27,7	106%
produkcja tv i filmowa *	12,6	18,1	43%	23,6	31,2	32%	18,0	100%
zarządzanie aktywami trw.	12,7	8,3	-35%	33,0	29,0	-12%	8,0	103%
działalność deweloperska	-0,1	2,4		2,7	7,4	171%	1,9	122%
inne	-0,2	0,9		1,6	0,9	-41%	-0,2	
EBIT	20,0	23,3	16%	41,7	46,8	12%	22,2	105%
Saldo finansowe	-0,4	-0,3		-1,5	-1,2		-0,3	94%
Udział w wyniku jedn. zależnych	-1,3	0,5		-0,7	-1,2		0,4	117%
Wynik brutto	18,3	23,5	28%	39,5	44,3	12%	22,3	105%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	13,6	18,3	34%	29,9	33,7	13%	17,7	103%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	77,9	110,1	41,3%	237,3	279,7	17,9%	110,5	100%
EBITDA skor.: produkcja tv + zarządzanie	25,3	26,3	4,0%	56,6	60,2	6,3%	26,0	101%

* Amortyzacja aktywów programowych w Q1 2025 i Q2 2025 wyniosła odpowiednio 3,03 mln PLN i 0 mln PLN (w Q1 2024 było to 0 mln PLN, natomiast w Q2 2024 ok 1,26 mln PLN). W Q3 2025 amortyzacja aktywów programowych to kwota 30,81 mln PLN (w Q3 2024 było 2,456 mln PLN). Przypominamy, że w całym 2024 roku amortyzacja aktywów programowych to kwota 4,8 mln PLN (w 2023 roku ok 5,6 mln PLN).

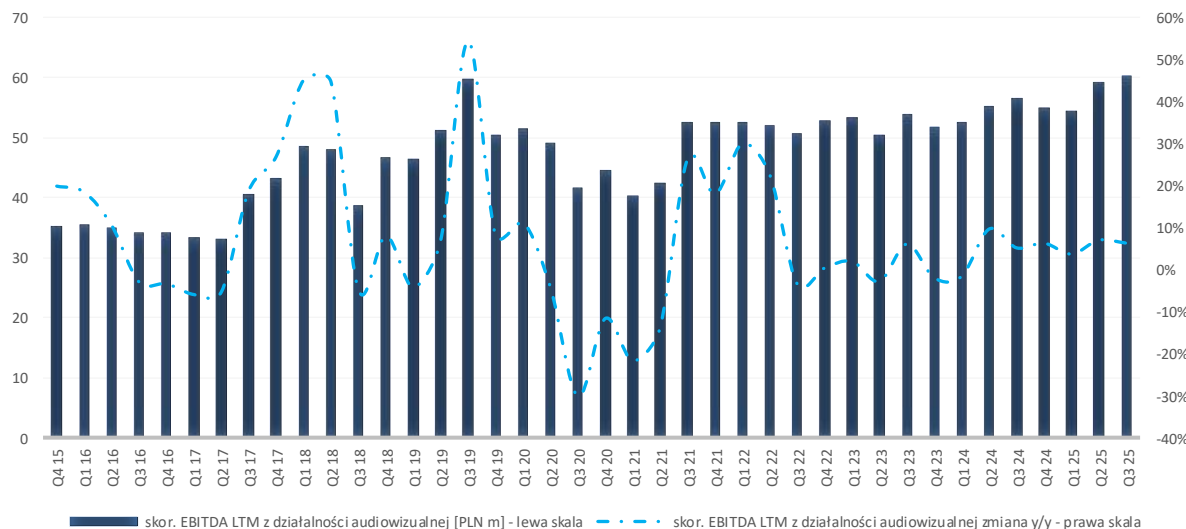
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W Q3 2025 przychody z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) były na poziomie 110,1 mln PLN (+41,3% r/r). Przypominamy, że istotne znaczenie dla dynamiki wzrostu r/r przychodów miało rozliczenie jednego z istotnych projektów, który był produkcyjnie realizowany w minionym 2024 roku.

W Q3 2025 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 26,3 mln PLN (+4% r/r). Spółka wykazała wzrost skor. EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa o 43% r/r, jednocześnie miniony kwartał był relatywnie słabszy dla dywizji biznesowej zarządzanie aktywami trwałymi (-35% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 60,2 mln PLN (+6,3% r/r).

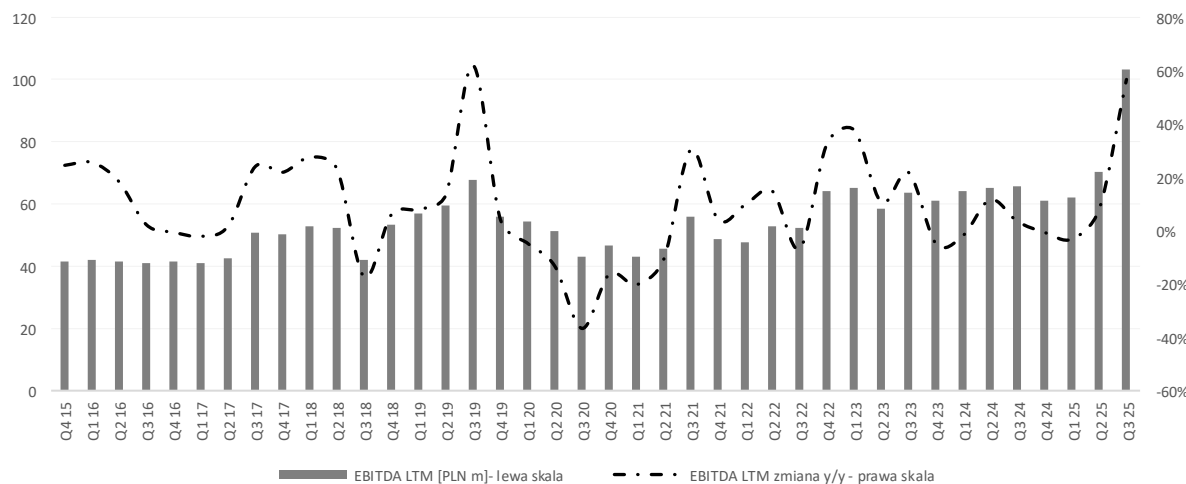
Ogółem na poziomie skonsolidowanym w Q3 2025 skor. EBITDA wyniosła 29,5 mln PLN (w ujęciu LTM to 68,6 mln PLN). Zysk netto przypisany akcjonariuszom w Q3 2025 wzrósł do 18,3 mln PLN (w ujęciu LTM 33,7 mln PLN).

Historyczne odczyty skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej
(suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



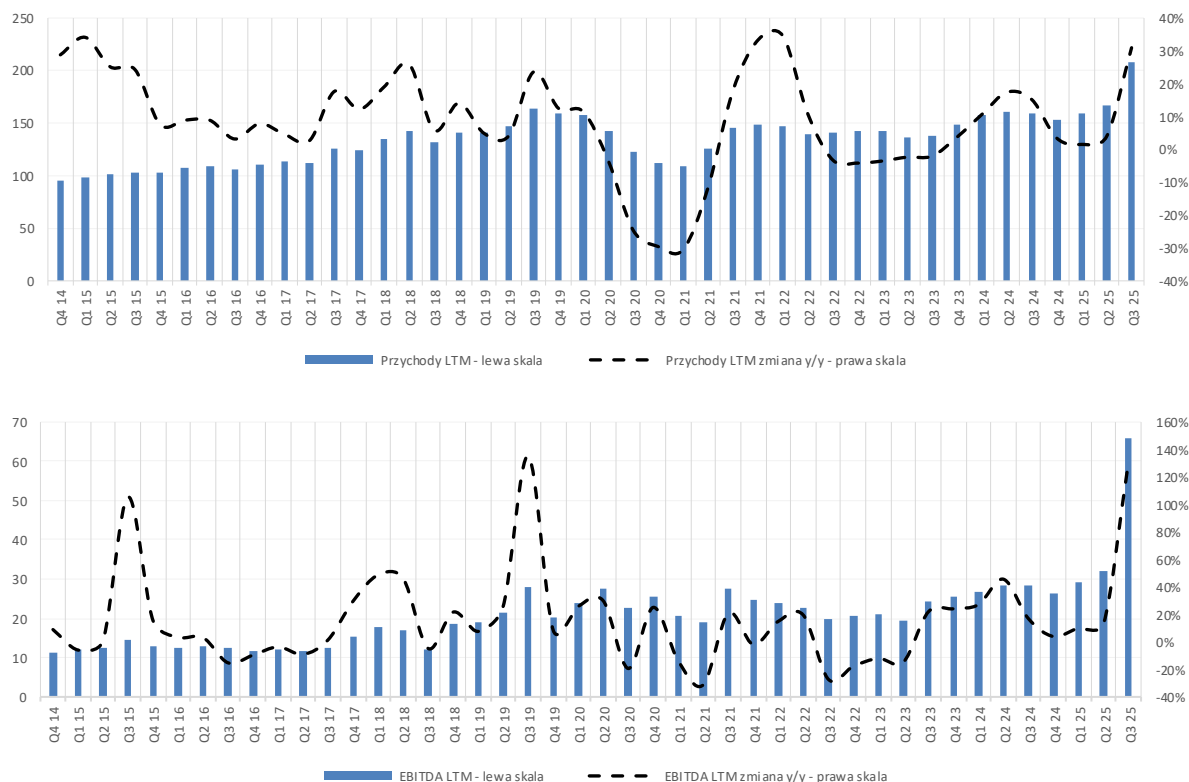
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



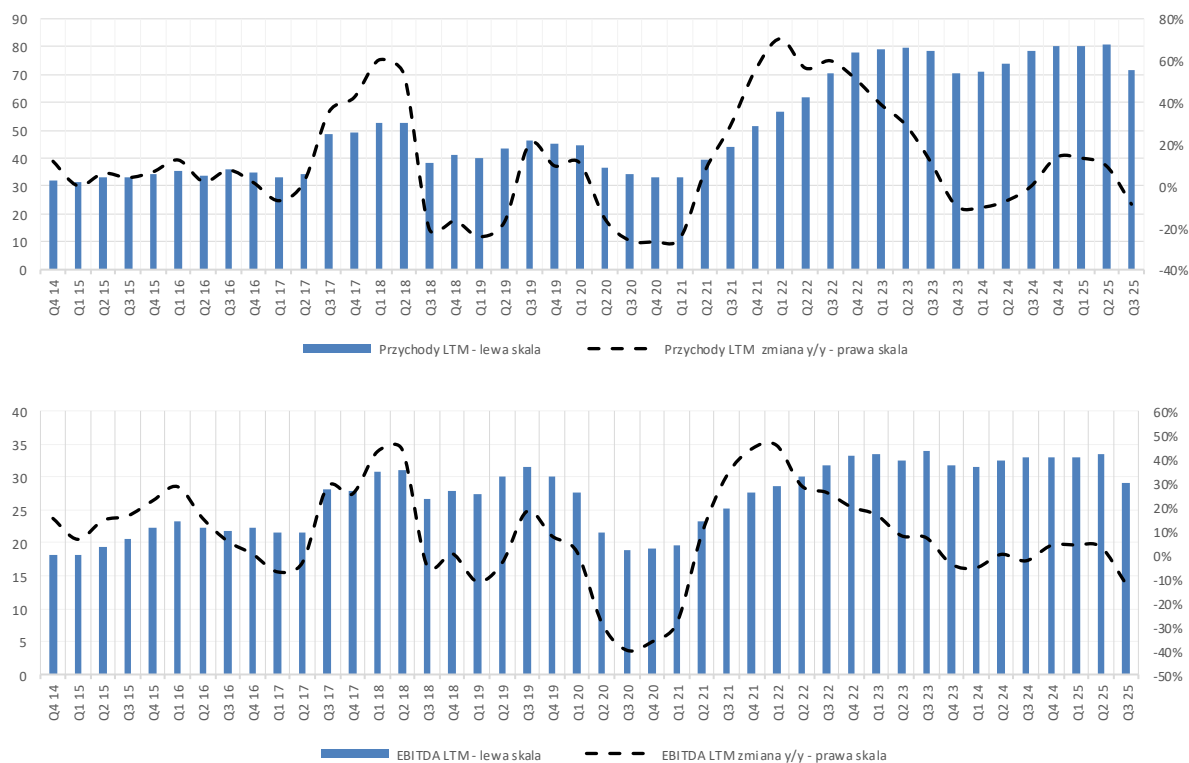
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu produkcji tv i filmowej w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



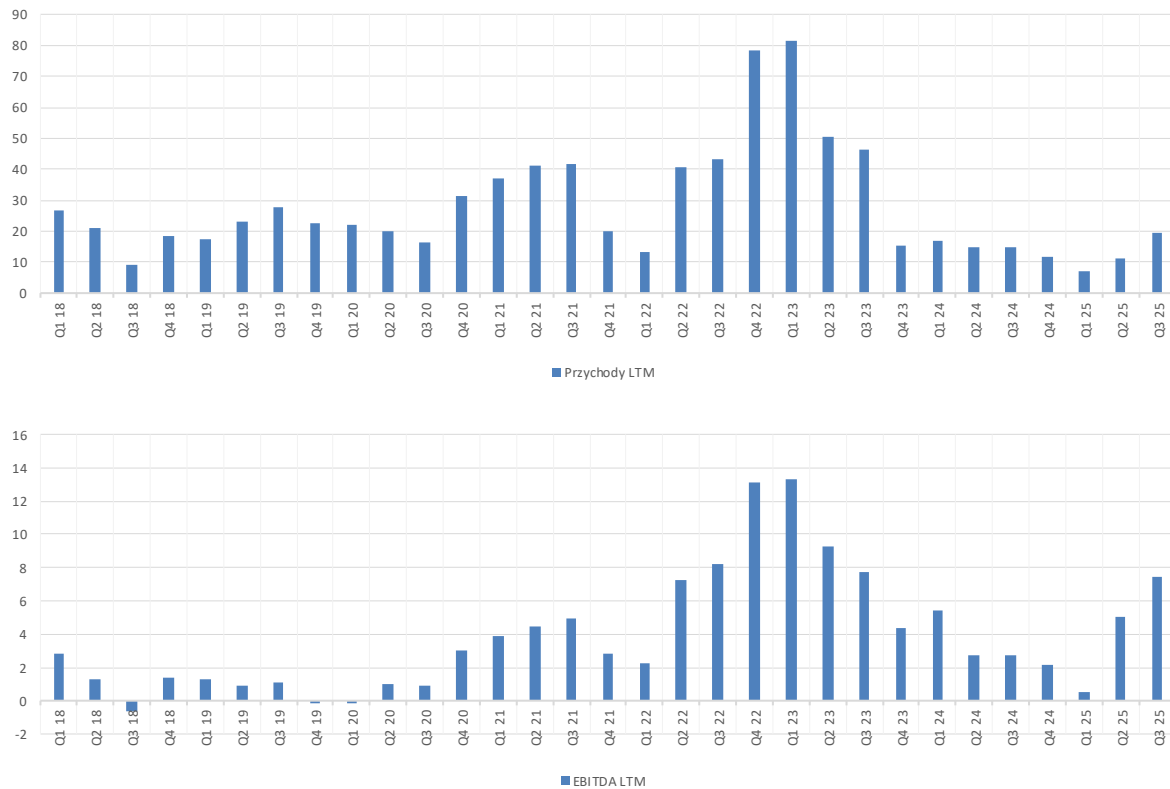
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne przychody oraz EBITDA segmentu zarządzania aktywami trwałymi w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



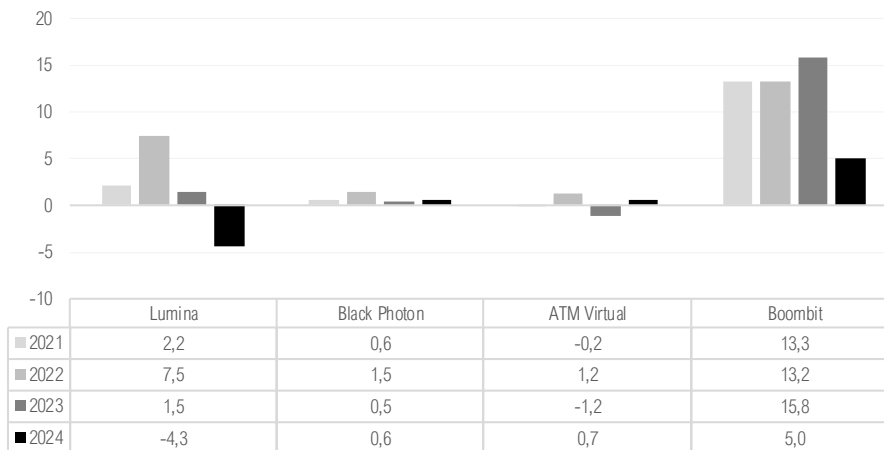
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu deweloperskiego w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku netto wybranych podmiotów, w których jest zaangażowana ATM Grupa [PLN m] (jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Segment produkcji tv i filmowej + segment zarządzania aktywami trwałymi (działalność audiowizualna)

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q4 2025 może być wyższa w ujęciu r/r o 18% (w Q3 2025 wzrost wyniósł blisko 4% r/r). Ogółem za cały 2025 rok skor. EBITDA z działalności audiowizualnej według naszej prognozy może wynieść 61,8 mln PLN (+12,7% względem odczytu z 2024 roku).

Utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy wskazujący, iż spółka w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie budowała odczyt skor. EBITDA LTM. W ujęciu całego 2026 roku spodziewamy się, iż skor. EBITDA powinna zbliżyć się do 70 mln PLN (+13,4% r/r). Dynamika wzrostu r/r skor. EBITDA w 2027 roku w modelu wynosi 5,7%.

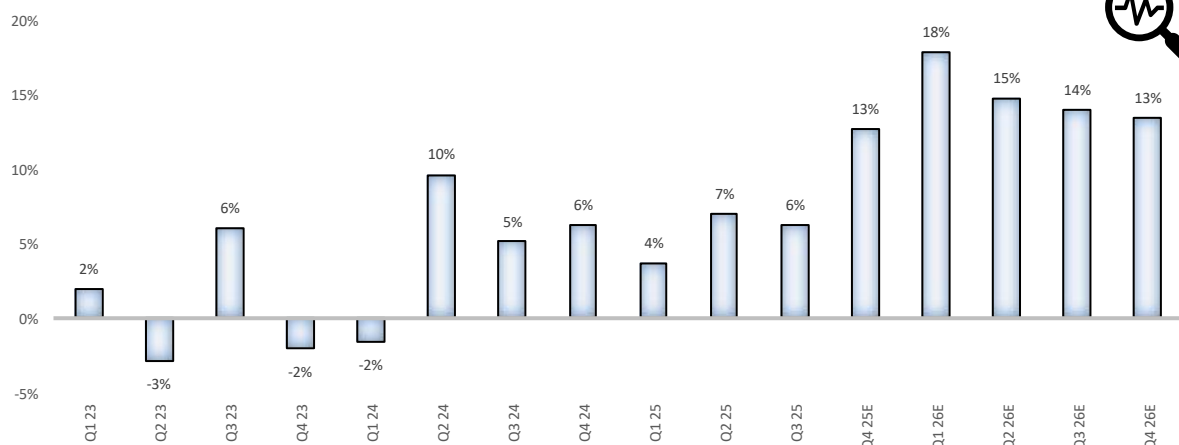
W okresie 2026-2027 impulsem poprawy rezultatów powinien być w szczególności obszar produkcji tv i filmowej. Dywizja zarządzanie aktywami trwałymi w kolejnych 2 latach w naszym modelu ma niskie jednocyfrowe dynamiki poprawy r/r (w modelu przyjmujemy, że dla tej dywizji impulsem odczuwalnego wzrostu powinien być rok 2028 – wpływ uruchomienia nowej hali zdjęciowej).

Prognozy wyników na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty) [PLN m]

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	Q3 26E	Q4 26E	2024	2025E	2026E
Przychody	61,9	64,1	118,4	76,1	75,6	74,3	105,4	82,2	246,5	320,5	337,4
produkcja tv i filmowa	47,3	35,5	91,4	52,5	59,1	50,1	74,9	50,9	153,4	226,7	235,1
zarządzanie aktywami trw.	14,1	19,8	18,7	19,5	14,1	20,8	20,1	20,9	80,4	72,1	76,0
działalność deweloperska	0,1	8,4	8,0	3,8	2,0	3,0	10,0	10,0	11,6	20,2	25,0
inne	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,4	1,4
skor. EBITDA	10,7	18,0	29,5	11,5	12,5	17,7	29,4	15,2	56,3	69,8	74,9
produkcja tv i filmowa	4,6	6,9	18,1	3,4	7,3	10,5	18,1	4,3	21,9	33,0	40,2
zarządzanie aktywami trw.	5,8	7,4	8,3	7,4	5,6	7,4	8,9	8,0	33,0	28,8	29,9
działalność deweloperska	-0,1	3,6	2,4	0,9	-0,2	-0,2	2,5	3,0	2,1	6,8	5,2
inne	0,4	0,1	0,9	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	1,1	-0,4
EBIT	5,7	12,7	23,3	6,1	7,1	12,2	23,8	9,6	36,7	47,8	52,6
Saldo finansowe	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,4	-1,2	-1,2
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,7	-0,9	0,5	1,6	-0,2	-1,0	-2,2	5,8	-0,4	0,6	2,4
Wynik brutto	4,9	11,4	23,5	7,5	6,6	10,9	21,3	15,1	35,0	47,3	53,8
Wynik netto dla akcjonariuszy	3,3	8,9	18,3	5,8	5,1	8,6	16,9	12,0	26,8	36,2	42,5
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	61,5	55,4	110,1	72,0	73,3	70,9	95,0	71,8	233,8	298,8	311,0
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,4	14,3	26,3	10,8	12,8	17,9	27,0	12,3	54,9	61,8	70,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-10-21 [PLN m]

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana %	zmiana %	zmiana %
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	320,5	337,4	346,5	317,3	308,0	328,8	1%	10%	5%
produkcja tv i filmowa	226,7	235,1	246,8	211,5	205,2	217,9	7%	15%	13%
zarządzanie aktywami trw.	72,1	76,0	81,0	83,8	90,1	93,9	-14%	-16%	-14%
działalność deweloperska	20,2	25,0	17,3	20,5	11,3	15,5	-1%	121%	11%
skor. EBITDA	69,8	74,9	78,1	73,7	72,4	76,7	-5%	3%	2%
produkcja tv i filmowa	33,0	40,2	42,1	34,5	35,0	37,0	-4%	15%	14%
zarządzanie aktywami trw.	28,8	29,9	32,0	32,7	35,1	36,3	-12%	-15%	-12%
działalność deweloperska	6,8	5,2	4,2	6,4	2,1	3,2	6%	145%	32%
EBIT	47,8	52,6	55,3	52,2	50,0	54,1	-8%	5%	2%
Saldo finansowe	-1,2	-1,2	-2,2	-1,2	-1,7	-3,0	-2%	-28%	-26%
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,6	2,4	2,9	0,6	3,2	3,6	5%	-24%	-20%
Wynik brutto	47,3	53,8	56,0	51,6	51,5	54,7	-8%	5%	2%
Wynik netto dla akcjonariuszy	36,2	42,5	43,2	40,2	40,1	42,9	-10%	6%	1%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	298,8	311,0	327,8	295,4	295,3	311,8	1%	5%	5%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	61,8	70,1	74,1	67,2	70,1	73,3	-8%	0%	1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z poprzednimi założeniami zawartymi w raporcie analitycznym (z 2025-10-21) podwyższyliśmy założenia dla skor. EBITDA na lata 2026-2027 o odpowiednio 3% i 2%. Nasze oczekiwania wobec wyników z działalności audiowizualnej są na bardzo zbliżonym poziomie (skor. EBITDA na lata 2026-2027 różni się w granicy 1%). Zdecydowaliśmy się jednocześnie podwyższyć oczekiwania wobec działalności deweloperskiej. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom obecnie zakładamy na 2026 rok wyższy odczyt o 6%, a na 2027 rok o blisko 1% (w porównaniu do raportu z 2025-10-21).

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane) [PLN m]

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	300	236	247	320	337	347	373	393	405
EBITDA	64,4	61,3	60,9	103,6	74,9	78,1	86,0	90,9	93,2
skor. EBITDA	63,5	55,7	56,3	69,8	74,9	78,1	86,0	90,9	93,2
segment produkcja tv	19,6	19,8	21,9	33,0	40,2	42,1	44,0	45,7	47,1
segment zarządzanie	33,1	31,8	33,0	28,8	29,9	32,0	36,8	40,1	41,7
segment deweloperka	13,1	4,4	2,1	6,8	5,2	4,2	5,3	5,3	4,6
EBIT	46,2	36,8	36,7	47,8	52,6	55,3	59,7	64,4	66,5
Saldo finansowe	-2,5	-2,3	-1,4	-1,2	-1,2	-2,2	-1,8	-1,4	-0,9
Udział w zyskach jedn. zal.	8,7	2,5	-0,4	0,6	2,4	2,9	3,0	3,2	3,3
Wynik brutto	52,4	37,0	35,0	47,3	53,8	56,0	61,0	66,1	68,9
Wynik netto	44,6	28,1	27,7	37,3	43,5	44,2	48,2	52,2	54,4
Wynik netto dla akcjonariuszy	43,8	27,1	26,8	36,2	42,5	43,2	47,0	51,0	53,1
Przychody y/y	34,0%	-21,5%	4,7%	30,0%	5,3%	2,7%	7,7%	5,2%	3,0%
EBITDA / Przychody	21,5%	26,0%	24,7%	32,3%	22,2%	22,5%	23,0%	23,1%	23,0%
skor. EBITDA / Przychody	21,2%	23,7%	22,8%	21,8%	22,2%	22,5%	23,0%	23,1%	23,0%
EBIT / Przychody	15,4%	15,6%	14,9%	14,9%	15,6%	16,0%	16,0%	16,4%	16,4%
Wynik netto / Przychody	14,9%	11,9%	11,2%	11,6%	12,9%	12,8%	12,9%	13,3%	13,4%
Działalność audiowizualna	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody [PLN m]	220,9	219,0	233,8	298,8	311,0	327,8	350,3	369,8	384,2
Skor. EBITDA [PLN m]	52,7	51,6	54,9	61,8	70,1	74,1	80,9	85,8	88,8
Skor. EBITDA y/y	0,4%	-2,0%	6,3%	12,7%	13,4%	5,7%	9,2%	6,1%	3,5%
Skor. EBITDA / Przychody	23,9%	23,6%	23,5%	20,7%	22,5%	22,6%	23,1%	23,2%	23,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane) [PLN m]

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	258	258	258	295	312	337	345	348	352
Rzeczowe aktywa trwałe	176	168	167	209	223	246	254	255	256
WNIIP	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	24	34	30	31	31	31	31	31	31
Inwestycje w jedn. stow.	46	43	42	42	44	46	48	49	51
Pozostałe aktywa trwałe	11	12	17	11	11	11	11	11	11
Aktywa obrotowe	133	128	167	142	157	164	175	193	208
Aktywa programowe	7	6	29	12	13	18	19	20	21
Zapasy	32	17	20	19	21	24	26	27	28
Należności handlowe	30	32	39	61	67	62	66	70	72
Pozostałe aktywa finansowe	7	42	52	24	24	24	24	24	24
Środki pieniężne i ekwiwalenty	44	19	14	7	14	18	22	33	45
Inne aktywa obrotowe	13	12	13	18	18	18	18	18	18
Aktywa	391	386	425	437	469	501	521	541	560
Kapitał własny razem	301	307	311	332	353	371	391	413	435
Razem zobowiązania	90	79	115	105	117	130	129	128	125
Zobowiązania długoterminowe	39	40	46	44	44	59	54	49	44
Zobowiązania krótkoterminowe	51	39	69	61	73	71	75	79	81
Kapitał własny + Zobowiązania	391	386	425	437	469	501	521	541	560
Zobowiązania % [PLN m]	29	25	27	25	25	40	35	30	25
Środki pieniężne i inne netto [PLN m]	54	64	66	31	39	43	46	58	69
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-6	-14	-3	-11	-28	-44
Dług % / Kapitał własny	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe / Przychody	0,4	0,5	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa trwałe / Przychody	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9
Aktywa / Przychody	1,3	1,6	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania kr. / Przychody	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania dł. / Przychody	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania / Pasywa	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny / Pasywa	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	94,4	43,5	40,5	41,2	66,6	59,3	68,3	73,2	76,5
CF inwestycyjny	-44,4	-36,7	-18,6	-2,3	-37,0	-45,9	-33,3	-27,7	-28,5
Cf finansowy	-39,4	-31,7	-27,1	-20,0	-21,9	-9,6	-31,5	-33,9	-36,3
CF netto	10,6	-25,0	-5,2	18,9	7,7	3,9	3,5	11,6	11,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cena akcji [PLN]	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73	3,73
Liczba akcji [m]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [PLN m]	314	314	314	314	314	314	314	314	314
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-6	-14	-3	-11	-28	-44
EV [PLN m]	289	276	276	308	300	312	303	287	270
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,32	0,43	0,50	0,51	0,56	0,61	0,63
BVPS [PLN]	3,56	3,63	3,67	3,93	4,17	4,38	4,63	4,89	5,15
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,18	0,26	0,30	0,31	0,34	0,37
Rentowność dywidendy	7,5%	7,0%	7,0%	4,8%	7,0%	8,0%	8,4%	9,2%	10,0%
P/E	7,2	11,6	11,7	8,7	7,4	7,3	6,7	6,2	5,9
EV/EBITDA	4,5	4,5	4,5	3,0	4,0	4,0	3,5	3,2	2,9
skor. EV/EBITDA	4,5	5,0	4,9	4,4	4,0	4,0	3,5	3,2	2,9
EV/EBIT	6,2	7,5	7,5	6,4	5,7	5,6	5,1	4,5	4,1
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
ROA	11%	7%	7%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
ROE	15%	9%	9%	11%	12%	12%	12%	13%	13%
ROIC	16%	13%	14%	17%	15%	16%	15%	16%	16%

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 spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	5,06	kupuj	4,96	2025-12-17	23:58	3,73	114 381
kupuj	4,96	kupuj	4,95	2025-10-21	13:16	3,94	109 934
kupuj	4,95	kupuj	4,95	2025-05-19	10:48	3,92	102 190
kupuj	4,95	kupuj	5,04	2025-04-25	18:03	3,85	100 157
kupuj	5,04	kupuj	4,91	2025-01-03	11:56	4,25	81 686
kupuj	4,91	kupuj	4,51	2024-04-22	10:35	3,20	83 515
kupuj	4,51	kupuj	4,95	2023-09-13	23:37	3,29	66 664
kupuj	4,95	kupuj	4,58	2023-05-22	11:23	3,45	65 398
kupuj	4,58	wznowienie	---	2022-11-28	16:35	3,51	56 008
trzymaj	4,00	kupuj	4,75	16.10.2017	09:25	4,10	65 601
kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17	3,93	48 619
trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288
kupuj	3,92	akumuluj	4,11	26.10.2015		3,3	51 157
akumuluj	4,15	trzymaj	3,62	01.07.2015		3,74	53 200
trzymaj	3,62	kupuj	3,71	24.10.2014		3,66	53 582
kupuj	3,71	kupuj	3,54	11.06.2014		3,10	53 148
kupuj	3,54	akumuluj	2,83	11.03.2014		3,03	51 230
akumuluj	2,83	akumuluj	2,06	21.10.2013		2,59	53 854
akumuluj	2,06	trzymaj	1,44	27.08.2013		1,86	49 410
trzymaj	1,44	kupuj	1,43	08.04.2013		1,46	45 200
kupuj	1,43	kupuj	1,58	14.12.2012		0,93	46 653
kupuj	1,58	trzymaj	2,00	12.09.2012		1,08	43 010
trzymaj	2,00	kupuj	1,59	21.02.2012		2,01	42 047
kupuj	1,59	---	---	28.09.2011		1,16	37 826

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC – średni ważony koszt kapitału
 CAGR – średnioroczny wzrost
 EPS – zysk netto na 1 akcję
 DPS – dywidenda na 1 akcję
 CEPS – suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży – relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA – relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT – relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto – relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q4 2025*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	12	86%	0	0%
Akumuluj	1	7%	0	0%
Trzymaj	1	7%	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.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-12-17

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-17 (23:58 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-17 (23:58 CET/CEST).

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przyniosącej negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednakże nie 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 portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie premialne. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez 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 2025-12-17:

- 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 jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW (PWPA 5.0).

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 świadomy, 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.