



Dom Maklerski BDM S.A.

## ATM GRUPA

### RAPORT ANALITYCZNY

**Decydujemy się na utrzymanie zalecenia Kupuj i podwyższamy cenę docelową do 5,41 PLN/akcję (wobec 5,06 PLN poprzednio). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie notowana przy mnożniku skor. EV/EBITDA na 2026 rok w pobliżu 4,2x.**

W 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 62,1 mln PLN (+13% r/r), co stanowiło rekordowy roczny rezultat w historii ATM Grupy. W raporcie zwracamy uwagę na silny portfel projektowy w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej. W naszych symulacjach na 2026 rok zakładamy, że w tej dywizji biznesowej spółka może wykazać wzrost przychodów oraz wyników względem 2025 roku. Przypominamy przy tym, że w 2025 roku spółka rozpoznała wynikowo jeden z dużych projektów, który operacyjnie, tj. na etapie realizacji zdjęć, w większości był realizowany jeszcze w 2024 roku.

Zakładamy, że ATM Grupa ma za sobą udany początek 2026 roku w obszarze produkcji TV i filmowej. Z drugiej strony nie spodziewamy się impulsów wzrostowych w dywizji biznesowej związanej z zarządzaniem aktywami trwałymi. Łącznie, w naszej symulacji na Q1 2026, przychody z tych dwóch segmentów rosną o 7,5% r/r, a prognozowany odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q1 2026 wynosi około 10,8 mln PLN, co oznacza poprawę o 3,3% r/r. W ujęciu LTM po Q1 2026 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, według naszego modelu, powinna wynieść około 62,2 mln PLN (+14% r/r). Biorąc pod uwagę kalendarz projektowy, spodziewamy się, że kolejne kwartały 2026 roku powinny wykazywać wyższe dynamiki wzrostu w ujęciu r/r.

Utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy, zgodnie z którym spółka w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie zwiększać poziom skor. EBITDA LTM. Realizacja przyjętego scenariusza na rok 2026 dla skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, tj. odczyt na poziomie 70,2 mln PLN, będzie oznaczać dynamikę wzrostu względem 2025 roku na poziomie 13,2%. Na lata 2027–2028 nasz model zakłada, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej będzie wykazywać wzrosty r/r odpowiednio o 8,9% i 11,0%.

Rada Nadzorcza podjęła uchwałę o przedłożeniu ZWZA pozytywnej oceny wniosku Zarządu dotyczącego wypłaty DPS w kwocie 0,27 PLN. Z uwagi na zaplanowany proces inwestycyjny w latach 2026–2027, obejmujący budowę nowej hali produkcyjnej w Warszawie, w najbliższych dwóch latach nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie rocznej dywidendy. Z wyniku za 2026 rok spodziewamy się wypłaty 0,30 PLN na akcję. Przy obecnym kursie rynkowym zakładana przyszła stopa dywidendy mieści się w przedziale 6,4–7,0%.

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody [PLN m]	247	325	346	357	390	413
EBITDA [PLN m]	60,9	103,7	76,1	80,9	90,5	96,2
<b>skor. EBITDA [PLN m]</b>	<b>56,3</b>	<b>69,9</b>	<b>76,1</b>	<b>80,9</b>	<b>90,5</b>	<b>96,2</b>
EBIT [PLN m]	36,7	47,7	52,7	57,0	63,1	68,5
Wynik netto [PLN m]	26,8	37,2	42,4	44,3	49,4	54,0
EPS [PLN]	0,32	0,44	0,50	0,53	0,59	0,64
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	13,2	9,5	8,3	8,0	7,2	6,6
skor. EV/EBITDA	5,6	4,5	4,2	4,2	3,7	3,3
DPS [PLN]	0,26	0,18	0,27	0,30	0,32	0,37
Rentowność dywidendy	6,2%	4,3%	6,4%	7,0%	7,7%	8,9%

**KUPUJ**  
(POPRZEDNIO: KUPUJ)  
**WYCENA 5,41 PLN**  
15 MAJ 2026, 18:28 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	5,41
Potencjał do wzrostu / spadku	+29%

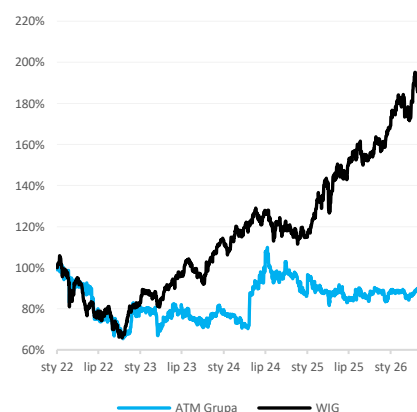
Cena rynkowa [PLN]	4,20
Kapitalizacja [PLN m]	354,1
Ilość akcji [m]	84,3

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	7,4	1,8
6M stopa zwrotu	6,9	-10,9
YTD stopa zwrotu	7,7	-4,5
12M stopa zwrotu	12,7	-14,8

(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.....	5
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO) .....	6
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO) .....	8
WYNIKI ZA Q4 2025.....	9
PROGNOZA Q1 2026 .....	13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	17

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na utrzymanie zalecenia Kupuj i podwyższamy cenę docelową do 5,41 PLN/akcję (wobec 5,06 PLN poprzednio). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie notowana przy mnożniku skor. EV/EBITDA na 2026 rok w pobliżu 4,2x.

Sporządzona wycena opiera się na metodzie SOTP. Bazujemy na wycenie metodą DCF oraz analizie mnożnikowej dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną, tj. produkcji telewizyjnej i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi. Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wyceny dodajemy również skorygowaną wartość rynkową posiadanego pakietu akcji Boombit.

### Podsumowanie wyceny ATM Grupa

A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [PLN m]	379,3
A1	Wycena DCF [PLN m]	370,4
A2	Wycena mnożnikowa [PLN m]	388,2
B	Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]	57,5
C	Pakiet akcji Boombit [PLN m]	19,5
<b>D = A+B+C</b>	<b>Wycena końcowa spółki [PLN m]</b>	<b>456,3</b>
	<b>Wycena na 1 akcję [PLN]</b>	<b>5,41</b>
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	4,20
	<b>Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego</b>	<b>+28,9%</b>

Utrzymujemy dotychczasowe podejście do wyceny aktywów posiadanych w ramach jednostek stowarzyszonych oraz wspólnych przedsięwzięć. Aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual nadal traktujemy na obecnym etapie jako projekty typu „start-up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości pożyczek udzielonych tym podmiotom przez ATM Grupę. Wartość ta jest uwzględniona w pozycji długu netto.

Alokowana wartość wynikająca z posiadanego pakietu akcji Boombit (BBT) opiera się na kursie z 2026-05-15, przy zastosowaniu dodatkowego 20% dyskonta do ceny rynkowej.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**W liście Prezesa do akcjonariuszy (zawartym w raporcie rocznym za 2025 rok) czytamy: „...Perspektywy na rok 2026 oceniam z optymizmem. W minionych miesiącach zawarliśmy nowe umowy produkcyjne i uruchomiliśmy kolejne projekty, wzmacniając naszą pozycję w segmencie produkcji telewizyjnej oraz budując dalszy potencjał wzrostu Grupy. Plan produkcyjny jest bogaty, relacje z globalnymi platformami streamingowymi są trwałe i rozwijające się, a portfel tytułów o ugruntowanej pozycji rynkowej zapewnia wysoką powtarzalność przychodów...”.**

W 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 62,1 mln PLN (+13% r/r), co stanowiło rekordowy roczny rezultat w historii ATM Grupy. W raporcie zwracamy uwagę na silny portfel projektowy w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej. W naszych symulacjach na 2026 rok zakładamy, że w tej dywizji biznesowej spółka może wykazać wzrost przychodów oraz wyników względem 2025 roku. Przypominamy przy tym, że w 2025 roku spółka rozpoznała wynikowo jeden z dużych projektów, który operacyjnie, tj. na etapie realizacji zdjęć, w większości był realizowany jeszcze w 2024 roku.

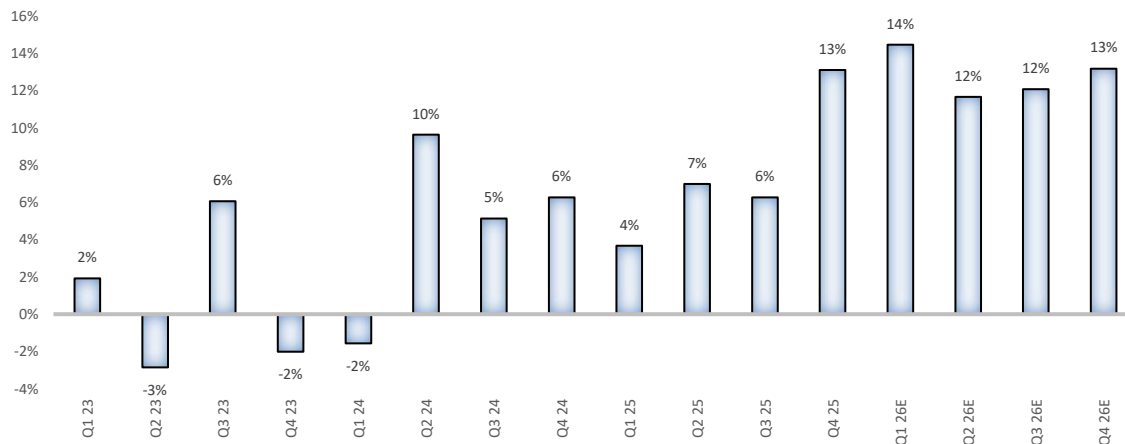
Zakładamy, że ATM Grupa ma za sobą udany początek 2026 roku w obszarze produkcji telewizyjnej i filmowej. Z drugiej strony nie spodziewamy się impulsów wzrostowych w dywizji biznesowej związanej z zarządzaniem aktywami trwałymi. Łącznie, w naszej symulacji na Q1 2026, przychody z tych dwóch segmentów rosną o 7,5% r/r, a prognozowany odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q1 2026 wynosi około 10,8 mln PLN, co oznacza poprawę o 3,3% r/r. W ujęciu LTM po Q1 2026 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, według naszego modelu, powinna wynieść około 62,2 mln PLN (+14% r/r). Biorąc pod uwagę kalendarz projektowy, spodziewamy się, że kolejne kwartały 2026 roku powinny wykazywać wyższe dynamiki wzrostu w ujęciu r/r.

Utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy, zgodnie z którym spółka w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie zwiększać poziom skor. EBITDA LTM. Realizacja przyjętego scenariusza na rok 2026 dla skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, tj. odczyt na poziomie 70,2 mln PLN, będzie oznaczać dynamikę wzrostu względem 2025 roku na poziomie 13,2%. Na lata 2027–2028 nasz model zakłada, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej będzie wykazywać wzrosty r/r odpowiednio o 8,9% i 11,0%.

W porównaniu z założeniami zawartymi w raporcie analitycznym z 2025-12-17 podwyższyliśmy założenia dla skor. EBITDA na lata 2026–2028 odpowiednio o 2%, 4% i 5%. Nasze oczekiwania wobec wyników działalności audiowizualnej na 2026 rok pozostają na poziomie zbliżonym do wcześniejszej symulacji. Z kolei w latach 2027–2028 prognozowana skor. EBITDA z działalności audiowizualnej jest wyższa względem poprzednich prognoz odpowiednio o 3% i 5%.

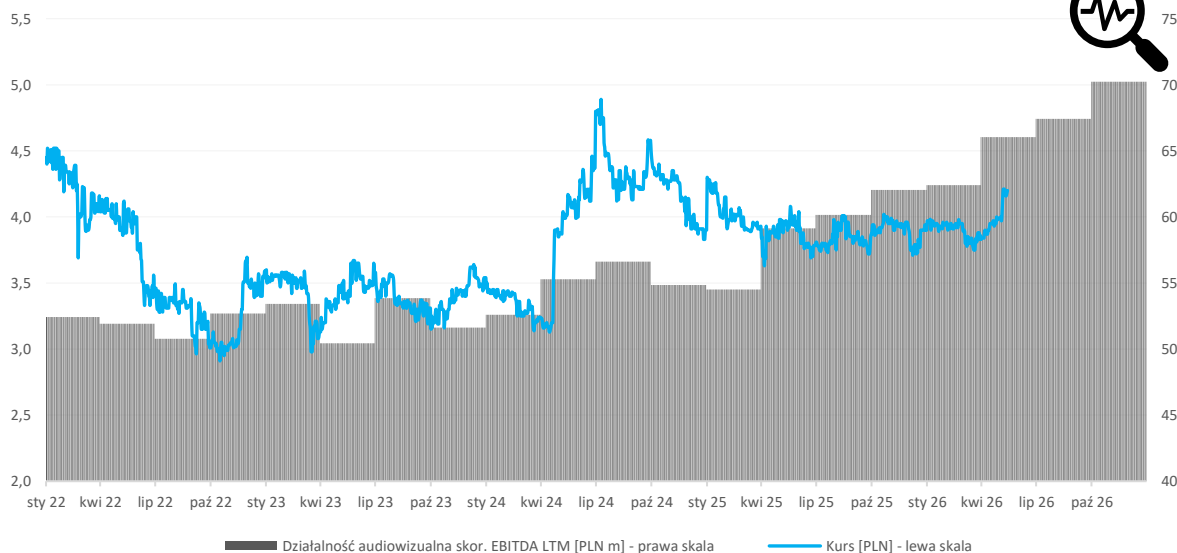
Rada Nadzorcza podjęła uchwałę o przedłożeniu ZWZA pozytywnej oceny wniosku Zarządu dotyczącego wypłaty DPS w kwocie 0,27 PLN. Z uwagi na zaplanowany proces inwestycyjny w latach 2026–2027, obejmujący budowę nowej hali produkcyjnej w Warszawie, w najbliższych dwóch latach nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie rocznej dywidendy. Z wyniku za 2026 rok spodziewamy się wypłaty 0,30 PLN na akcję. Przy obecnym kursie rynkowym zakładana przyszła stopa dywidendy mieści się w przedziale 6,4–7,0%.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

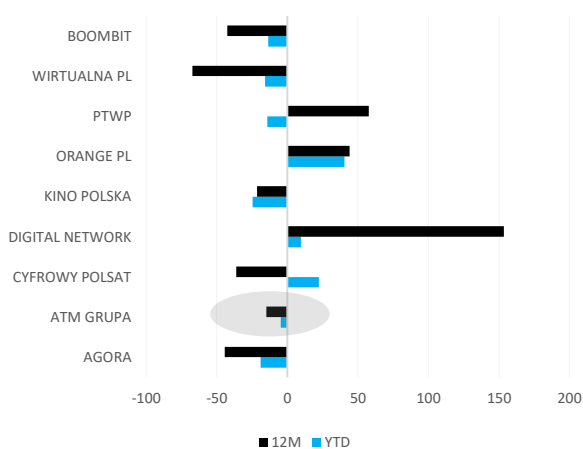
**Historyczne zachowanie kursu ATM Grupa na tle odczytu skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasza prognoza na kolejne kwartały**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %] – stan na koniec sesji 2026-05-15

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-11,2	-24,4	-18,8	-44,3
<b>ATM GRUPA</b>	<b>1,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-14,8</b>
CYFROWY POLSAT	21,4	11,4	22,3	-36,2
DIGITAL NETWORK	22,3	67,0	9,6	153,4
KINO POLSKA	-21,3	-6,3	-24,6	-21,5
ORANGE PL	22,1	53,3	40,6	44,1
PTWP	-11,0	-17,4	-14,1	57,8
WIRTUALNA PL	-4,8	-8,7	-15,9	-67,3
BOOMBIT	-16,9	-25,5	-13,6	-42,5



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowią posiadany pakiet akcji Boombit oraz szacowana przez nas wartość aktywów netto segmentu deweloperskiego. W przeliczeniu na 1 akcję odpowiada to odpowiednio 0,23 PLN oraz 0,68 PLN, tj. łącznie 0,91 PLN/akcję w wycenie końcowej. Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus, jak i in minus względem obecnie przyjętej przez nas wyceny. Również przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może charakteryzować się podwyższoną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji TV i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi są uzależnione od budżetów produkcyjnych poszczególnych nadawców telewizji linearnej oraz platform streamingowych. W konsekwencji ewentualne trwałe osłabienie rynku reklamy telewizyjnej lub niekorzystne zmiany na rynku streamingu mogą negatywnie wpłynąć na docelowe wyniki ATM Grupa.

Skala koprodukcji w Polsce w ostatnich latach rośnie, jednak na tle innych krajów regionu CEE krajowe regulacje dotyczące wspierania działalności filmowej pozostają, w naszej ocenie, przestarzałe. W efekcie Polska nie jest obecnie konkurencyjnym rynkiem względem Węgier, Czech czy krajów bałtyckich. Uważamy, że krajowe regulacje wspierające producentów filmowych, w tym system zachęt administrowany przez PISF, wymagają szeregu zmian, aby utrzymać atrakcyjność Polski względem innych państw regionu 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 5,8% (poprzednio było 5,3%). 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 15%.

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

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 4,39 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2026-08-01.

### 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%
	<b>12,0%</b>	4,60	4,69	4,78	4,88	4,99	5,12	5,26
	<b>13,5%</b>	4,39	4,46	4,53	4,60	4,69	4,78	4,88
	<b>15,0%</b>	4,23	4,28	4,33	<b>4,39</b>	4,46	4,53	4,60
<b>WACC</b>	<b>16,5%</b>	4,10	4,14	4,18	4,23	4,28	4,33	4,39
	<b>18,0%</b>	3,99	4,02	4,06	4,10	4,14	4,18	4,23
	<b>19,5%</b>	3,89	3,92	3,95	3,99	4,02	4,06	4,10
	<b>10,5%</b>	4,88	4,99	5,12	5,26	5,42	5,61	5,82

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) i nasza symulacja sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,60 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]	3,30	3,73	4,17	4,60	5,04	5,47	5,91

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

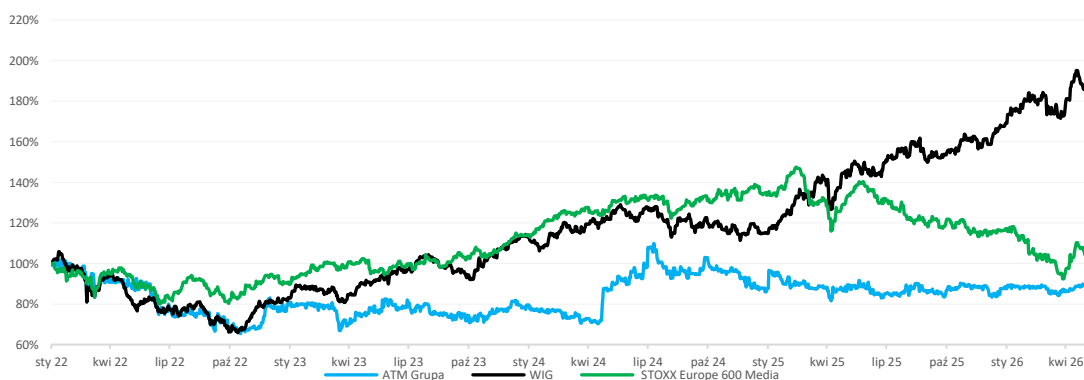
Z uwagi na specyfikę działalności ATM Grupa dobór grupy porównawczej jest, naszym zdaniem, utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych spółek z UE i USA o szerokiej ekspozycji na segment mediów i rozrywki.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2026E	2027E	
M6-METROPOLE TV	5,5	4,7	Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2026 dla wybranych podmiotów wynosi 7,2x
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,3	6,1	
RTL GROUP	6,1	5,8	
CANAL PLUS	4,9	4,4	
ITV	6,5	6,5	
MODERN TIMES GROUP	6,9	6,4	
WARNER BROS DISCOVERY	11,5	11,4	
WARNER MUSIC GROUP	12,6	11,3	
WALT DISNEY	10,4	9,8	
PARAMOUNT SKYDANCE	7,2	7,1	
FOX CORP	8,2	7,8	
NETFLIX	21,8	18,3	
NEWS CORP	10,5	9,4	
LIBERTY GLOBAL	8,6	7,7	
STARZ ENTERTAINM	4,0	4,0	
LIONSGATE STUDIO	22,3	16,1	

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 Q4 2025

Wyniki ATM Grupa w Q4 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q4 24	Q4 25	y/y	2024	2025	y/y	Q4 25E	realizacja
Przychody	55,9	80,8	44%	246,5	325,1	32%	76,1	106,1%
produkcja tv i filmowa	33,9	54,8	62%	153,4	229,1	49%	52,5	104%
zarządzanie aktywami trw.	18,9	22,8	20%	80,4	75,4	-6%	19,5	117%
działalność deweloperska	2,8	2,8	-2%	11,6	19,2	66%	3,8	73%
inne	0,3	0,4	41%	1,2	1,4	23%	0,3	107%
EBITDA	11,1	11,6	4%	60,9	103,7	70%	11,5	101%
<b>EBITDA skor.*</b>	<b>10,3</b>	<b>11,6</b>	<b>13%</b>	<b>56,3</b>	<b>69,9</b>	<b>24%</b>	<b>11,5</b>	<b>101%</b>
produkcja tv i filmowa *	1,6	3,3	109%	21,9	32,9	50%	3,4	97%
zarządzanie aktywami trw.	7,6	7,8	3%	33,0	29,2	-12%	7,4	105%
działalność deweloperska	1,6	0,7	-58%	2,1	6,5	205%	0,9	71%
inne	-0,4	-0,1		-0,7	1,3		-0,2	38%
EBIT	5,1	6,0	18%	36,7	47,7	30%	6,1	98%
Saldo finansowe	-0,3	-0,2		-1,4	-1,0		-0,3	52%
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,2	2,6		-0,4	1,6		1,6	161%
Wynik brutto	4,5	8,5	87%	35,0	48,3	38%	7,5	113%
<b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b>	<b>3,3</b>	<b>6,7</b>	<b>103%</b>	<b>26,8</b>	<b>37,2</b>	<b>39%</b>	<b>5,8</b>	<b>116%</b>
<b>Przychody: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>52,8</b>	<b>77,6</b>	<b>47,0%</b>	<b>233,8</b>	<b>304,5</b>	<b>30,2%</b>	<b>72,0</b>	<b>108%</b>
<b>EBITDA skor.: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>9,1</b>	<b>11,0</b>	<b>20,6%</b>	<b>54,9</b>	<b>62,1</b>	<b>13,1%</b>	<b>10,8</b>	<b>102%</b>

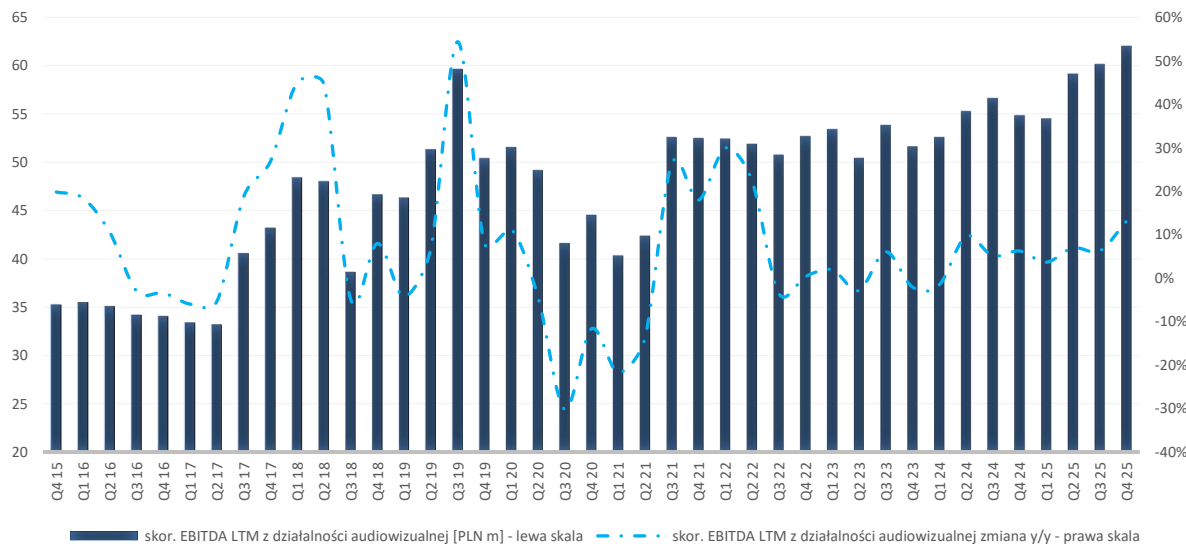
\* Amortyzacja aktywów programowych w Q4 2025 wyniosła 0 PLN (w Q4 2024 było to blisko 1,1 mln PLN). W całym 2025 roku amortyzacja aktywów programowych to kwota 33,8 mln PLN (w 2024 roku było 4,8 mln PLN, a w 2023 roku ok 5,6 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ostatni kwartał 2025 roku był udany dla spółki. W Q4 2025 przychody z działalności audiowizualnej (obejmującej segment produkcji telewizyjnej i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) wyniosły 77,6 mln PLN (+47% r/r). W Q4 2025 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 11,0 mln PLN (+20,6% r/r), tj. ok. 2% powyżej naszych wcześniejszych założeń. ATM Grupa odnotowała wzrost skor. EBITDA w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej o 109% r/r, podczas gdy miniony kwartał był relatywnie stabilny dla segmentu zarządzania aktywami trwałymi (+3% r/r). W ujęciu 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 62,1 mln PLN (+13% r/r) i jest to rekordowy rezultat w historii ATM Grupy.

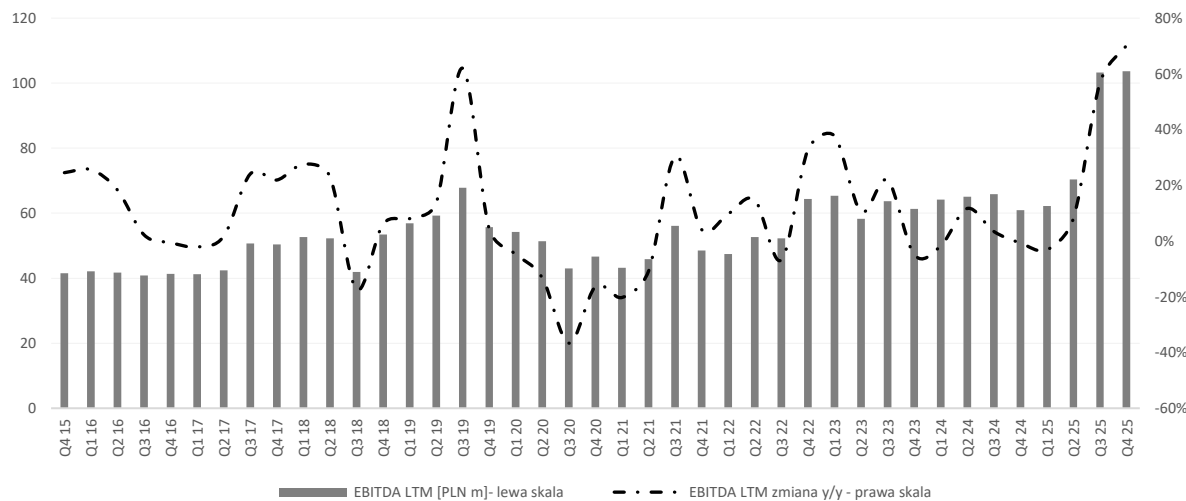
Na poziomie skonsolidowanym w Q4 2025 skor. EBITDA wyniosła 11,6 mln PLN (w 2025 roku: 69,9 mln PLN). Zysk netto przypisany akcjonariuszom w Q4 2025 wzrósł do 6,7 mln PLN (w 2025 roku: 37,2 mln PLN).

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



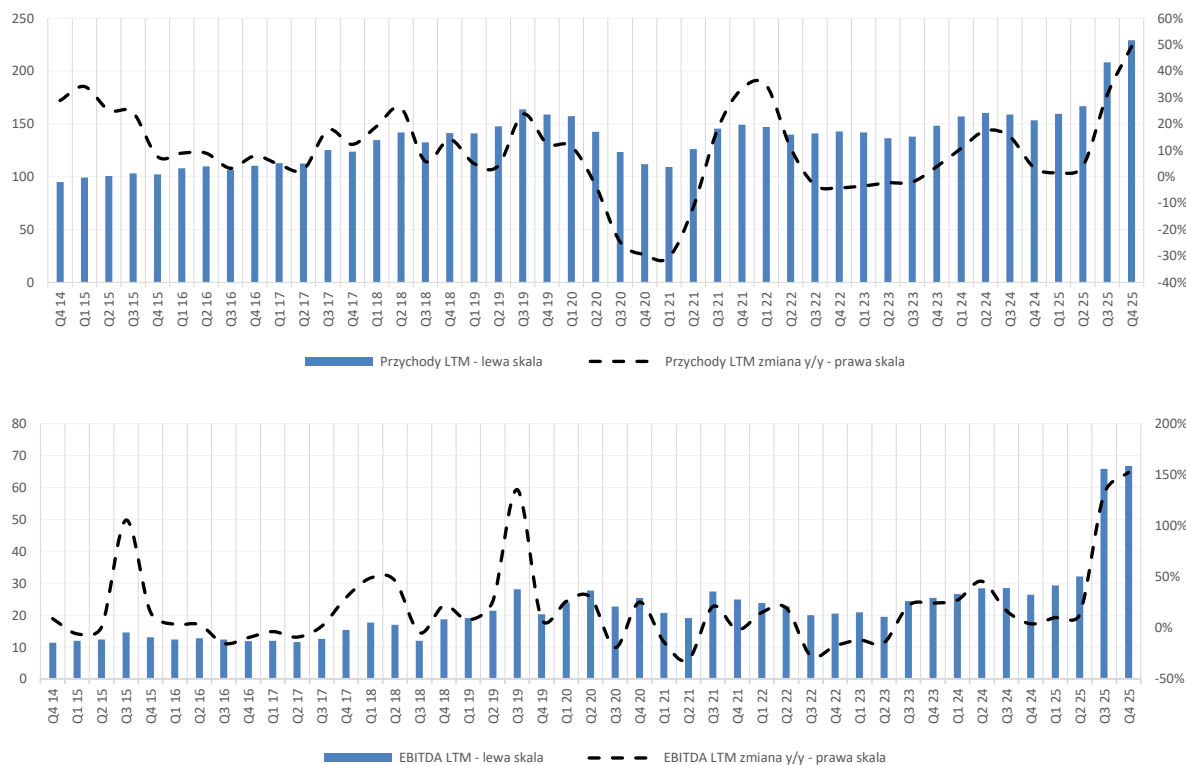
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)**



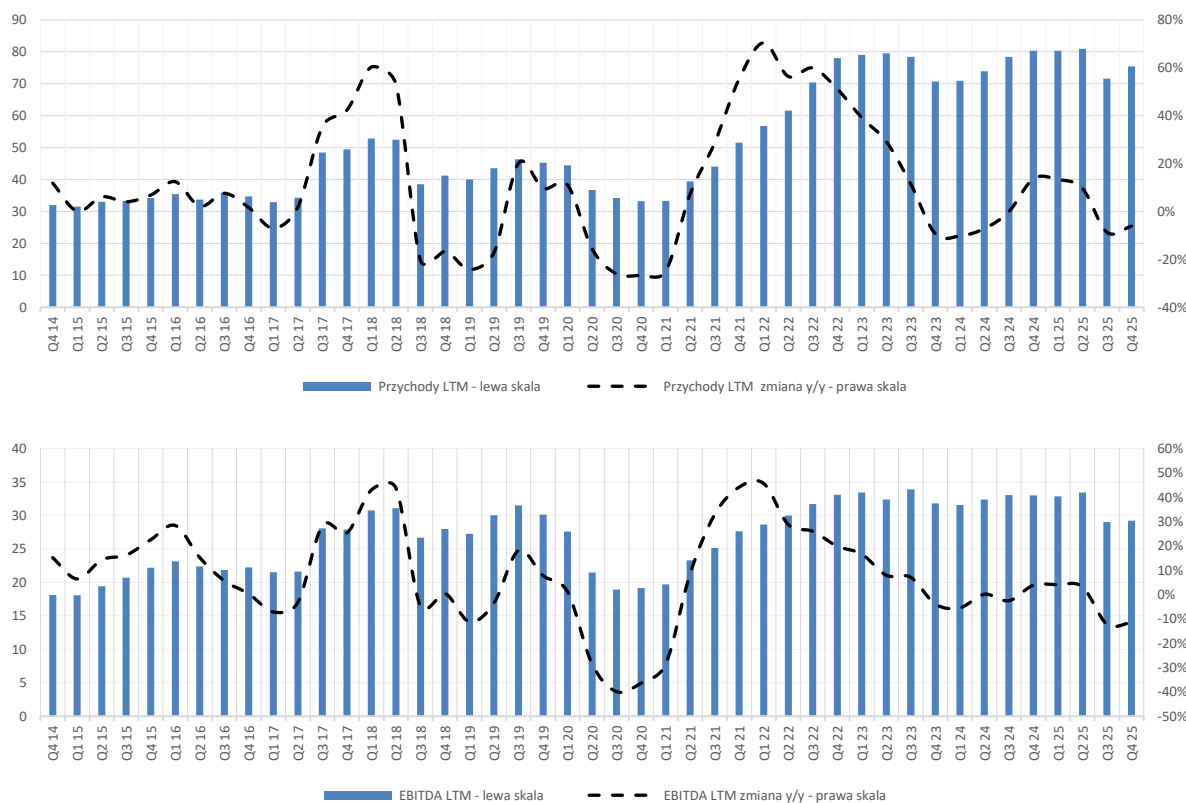
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



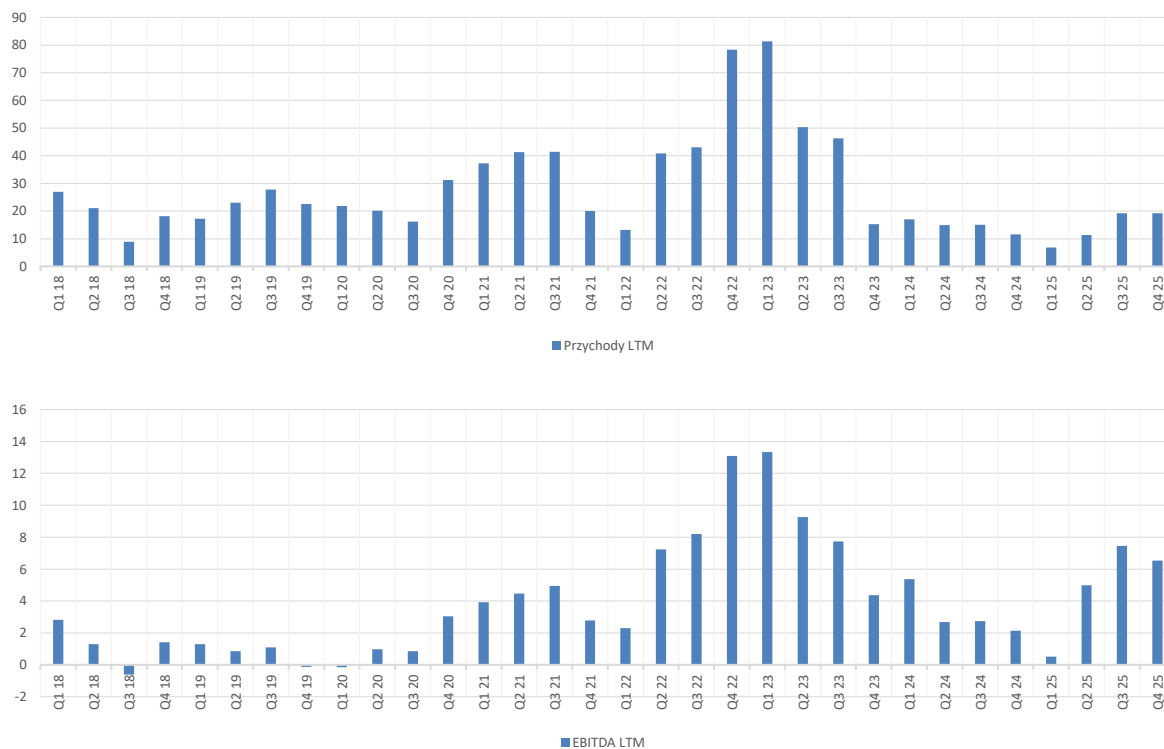
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



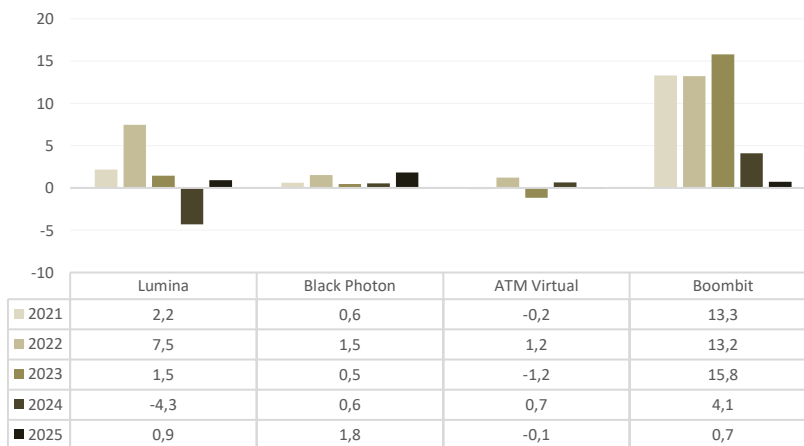
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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 Q1 2026

Zakładamy, że ATM Grupa ma za sobą udany początek 2026 roku w obszarze produkcji telewizyjnej i filmowej. Z drugiej strony nie spodziewamy się impulsów wzrostowych w dywizji biznesowej związanej z zarządzaniem aktywami trwałymi. Łącznie, w naszej symulacji na Q1 2026, przychody z tych dwóch segmentów rosną o 7,5% r/r, a prognozowany odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q1 2026 wynosi około 10,8 mln PLN, co oznacza poprawę o 3,3% r/r. W ujęciu LTM po Q1 2026 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, według naszego modelu, powinna wynieść około 62,2 mln PLN (+14% r/r). Biorąc pod uwagę kalendarz projektowy, spodziewamy się, że kolejne kwartały 2026 roku powinny wykazywać wyższe dynamiki wzrostu w ujęciu r/r.

### Prognoza wyników na Q1 2026 [PLN m]

	Q1 25	Q1 26E	y/y	Q1 25 LTM	Q1 26E LTM	y/y
Przychody	61,9	70,9	14,6%	248,0	329,5	32,9%
produkcja tv i filmowa	47,3	52,1	10,0%	159,5	231,5	45,1%
zarządzanie aktywami trw.	14,1	14,0	-1,0%	80,4	72,0	-10,4%
działalność deweloperska	0,1	4,5		6,8	24,7	262,0%
inne	0,4	0,4	-9,1%	1,3	1,4	9,3%
<b>skor. EBITDA*</b>	<b>10,7</b>	<b>11,6</b>	<b>8,3%</b>	<b>54,6</b>	<b>70,6</b>	<b>29,4%</b>
produkcja tv i filmowa	4,6	5,9	26,9%	21,7	34,2	57,7%
zarządzanie aktywami trw.	5,8	4,9	-15,5%	32,8	27,9	-14,9%
działalność deweloperska	-0,1	0,9		0,5	7,8	
inne	0,4	-0,1		-0,5	0,7	
<b>EBIT</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3%</b>	<b>34,6</b>	<b>48,2</b>	<b>39,4%</b>
Saldo finansowe	-0,2	-0,3		-1,1	-1,3	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,7	-0,2		-1,7	1,1	
Wynik brutto	4,9	5,6	15,2%	31,8	48,0	50,8%
<b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>31,6%</b>	<b>23,3</b>	<b>37,2</b>	<b>59,8%</b>
<b>Działalność audiowizualna:</b>	<b>Q1 25</b>	<b>Q1 26E</b>	<b>y/y</b>	<b>Q1 25 LTM</b>	<b>Q1 26E LTM</b>	<b>y/y</b>
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	61,5	66,1	7,5%	239,9	303,4	26,5%
<b>skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>3,3%</b>	<b>54,5</b>	<b>62,2</b>	<b>14,0%</b>

\* Szacowany wynik skor. EBITDA obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje ATM Grupa w raportach okresowych. Odczyt skor. EBITDA obliczony przez BDM liczony jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż spółka raportuje odczyt EBITDA). Dodatkowo w kalkulacji skor. EBITDA eliminujemy wpływ odpisów utraty wartości aktywów programowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

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

W 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 62,1 mln PLN (+13% r/r), co stanowiło rekordowy roczny rezultat w historii ATM Grupy. W raporcie zwracamy uwagę na silny portfel projektowy w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej. W naszych symulacjach na 2026 rok zakładamy, że w tej dywizji biznesowej spółka może wykazać wzrost przychodów oraz wyników względem 2025 roku. Przypominamy przy tym, że w 2025 roku spółka rozpoznała wynikowo jeden z dużych projektów, który operacyjnie, tj. na etapie realizacji zdjęć, w większości był realizowany jeszcze w 2024 roku.

W okresie 2026–2027 impulsem poprawy rezultatów powinien być przede wszystkim obszar produkcji telewizyjnej i filmowej. Dywizja zarządzania aktywami trwałymi w naszym modelu na 2026 rok wykazuje płaski odczyt r/r. W przypadku tej dywizji impulsem dalszego wzrostu powinien być dopiero 2028 rok, kiedy staramy się uwzględnić wpływ uruchomienia nowej hali zdjęciowej.

W 2025 roku ATM Grupa poniosła podwyższone, na tle historycznych odczytów, nakłady inwestycyjne. Nakłady na rzeczowe aktywa trwałe wyniosły w tym okresie blisko 52,6 mln PLN. Było to związane m.in. z budową budynku magazynowo-biurowego w Warszawie, przy jednoczesnej rezygnacji z zewnętrznego najmu powierzchni magazynowej, a także z wydatkami dotyczącymi modernizacji posiadanej bazy sprzętu oświetleniowego, zdjęciowego i dźwiękowego.

W raporcie rocznym za 2025 rok spółka przedstawiła szacunkowe wartości nakładów inwestycyjnych planowanych na lata 2026–2027. Łącznie ATM Grupa spodziewa się wydatków rzędu 81–96 mln PLN. Największe znaczenie w procesie inwestycyjnym będą miały wydatki w kategorii rzeczowych aktywów trwałych, które według szacunków mają wynieść 66–72 mln PLN. Przypominamy, że spółka już wcześniej sygnalizowała budowę nowej hali produkcyjnej, zaprojektowanej na około 2 500 m kw., która według ATM Grupy ma być największym tego typu obiektem w Polsce. Projekt powinien wzmocnić pozycję spółki, szczególnie w obszarze realizacji projektów międzynarodowych. W naszym modelu uwzględniamy pierwsze przychody generowane przez ten obiekt od 2028 roku.

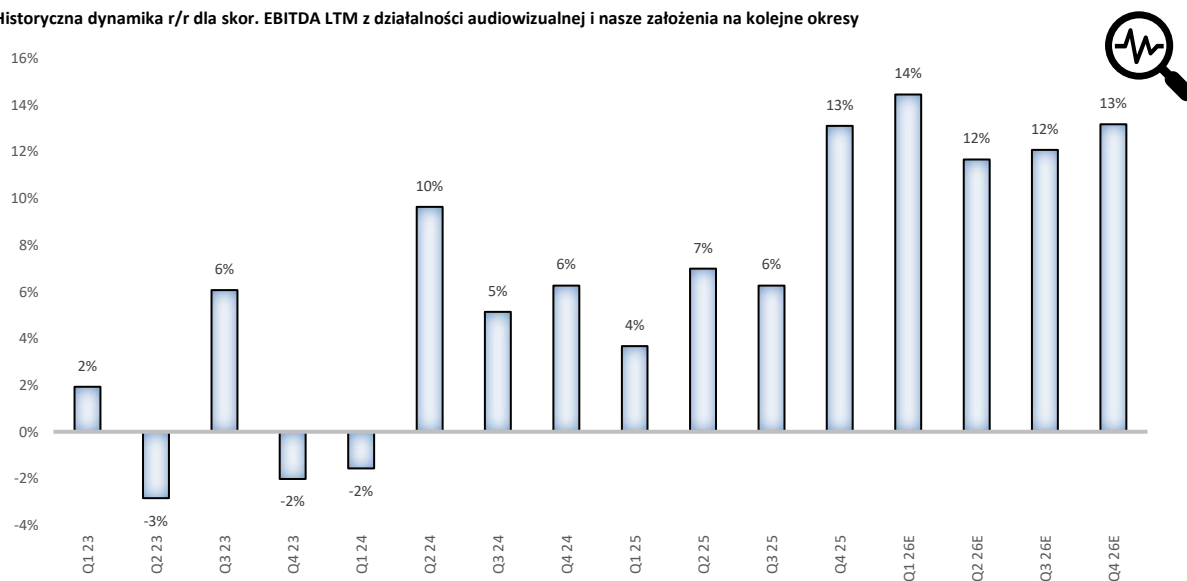
Z bieżącej perspektywy utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy, zgodnie z którym spółka w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie zwiększać poziom skor. EBITDA LTM. Realizacja przyjętego scenariusza na rok 2026 dla skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, tj. odczyt na poziomie 70,2 mln PLN, będzie oznaczać dynamikę wzrostu względem 2025 roku na poziomie 13,2%. Na lata 2027–2028 nasz model zakłada, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej będzie wykazywać wzrosty r/r odpowiednio o 8,9% i 11,0%.

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

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26E	Q2 26E	Q3 26E	Q4 26E	2025	2026E
Przychody	61,9	64,1	118,4	80,8	70,9	74,3	106,8	94,4	325,1	346,3
produkcja tv i filmowa	47,3	35,5	91,4	54,8	52,1	50,1	74,9	59,2	229,1	236,3
zarządzanie aktywami trw.	14,1	19,8	18,7	22,8	14,0	20,8	21,5	24,8	75,4	81,1
działalność deweloperska	0,1	8,4	8,0	2,8	4,5	3,0	10,0	10,0	19,2	27,5
<b>skor. EBITDA</b>	<b>10,7</b>	<b>18,0</b>	<b>29,5</b>	<b>11,6</b>	<b>11,6</b>	<b>17,7</b>	<b>30,1</b>	<b>16,7</b>	<b>69,9</b>	<b>76,1</b>
produkcja tv i filmowa	4,6	6,9	18,1	3,3	5,9	10,5	18,1	5,3	32,9	39,8
zarządzanie aktywami trw.	5,8	7,4	8,3	7,8	4,9	7,4	9,6	8,5	29,2	30,5
działalność deweloperska	-0,1	3,6	2,4	0,7	0,9	-0,2	2,5	3,0	6,5	6,3
EBIT	5,7	12,7	23,3	6,0	5,9	11,9	24,2	10,8	47,7	52,7
<b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>	<b>3,3</b>	<b>8,9</b>	<b>18,3</b>	<b>6,7</b>	<b>4,3</b>	<b>8,2</b>	<b>17,1</b>	<b>12,8</b>	<b>37,2</b>	<b>42,4</b>
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	61,5	55,4	110,1	77,6	66,1	70,9	96,4	84,0	304,5	317,4
<b>skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>10,4</b>	<b>14,3</b>	<b>26,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>	<b>17,9</b>	<b>27,7</b>	<b>13,8</b>	<b>62,1</b>	<b>70,2</b>

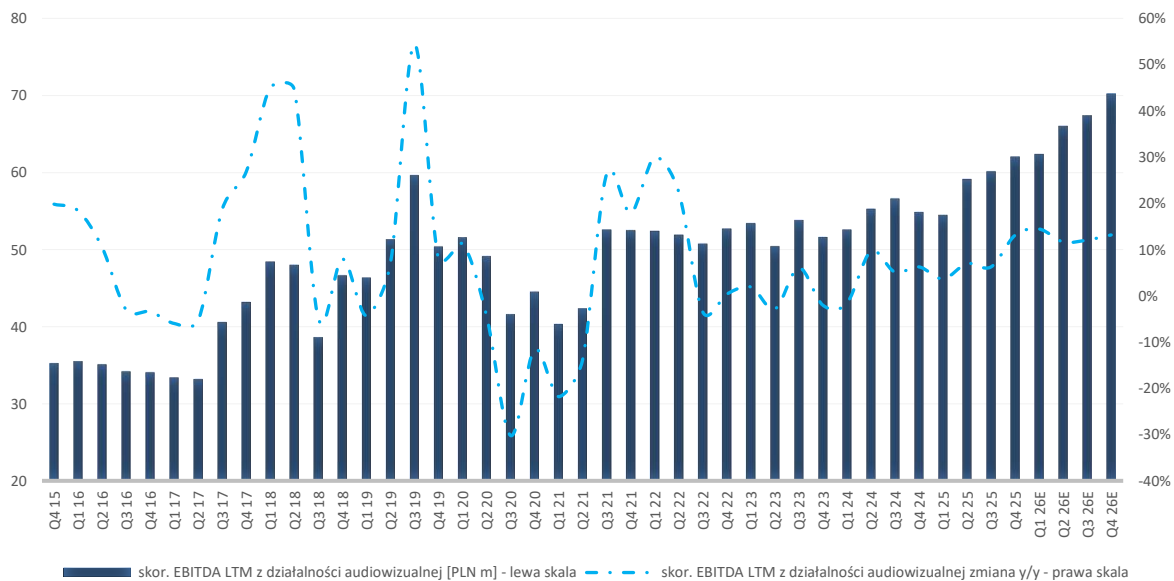
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-12-17 [PLN m]**

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana %	zmiana %	zmiana %
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Przychody	346,3	357,4	390,2	337,0	347,0	373,0	3%	3%	5%
<b>skor. EBITDA</b>	<b>76,1</b>	<b>80,9</b>	<b>90,5</b>	<b>74,9</b>	<b>78,1</b>	<b>86,0</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
produkcja tv i filmowa	39,8	42,3	44,7	40,2	42,1	44,0	-1%	0%	2%
zarządzanie aktywami trw.	30,5	34,2	40,2	29,9	32,0	36,8	2%	7%	9%
działalność deweloperska	6,3	4,6	5,8	5,2	4,2	5,3	20%	11%	10%
EBIT	52,7	57,0	63,1	52,6	55,3	59,7	0%	3%	6%
Saldo finansowe	-1,6	-2,6	-2,3	-1,2	-2,2	-1,8	33%	19%	29%
Udział w wyniku jedn. zależnych	2,4	2,9	3,0	2,4	2,9	3,0	1%	0%	1%
Wynik brutto	53,6	57,2	63,9	53,8	56,0	61,0	0%	2%	5%
<b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>	<b>42,4</b>	<b>44,3</b>	<b>49,4</b>	<b>42,5</b>	<b>43,2</b>	<b>47,0</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	317,4	337,0	365,0	311,0	327,8	350,3	2%	3%	4%
<b>skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>70,2</b>	<b>76,4</b>	<b>84,9</b>	<b>70,1</b>	<b>74,1</b>	<b>80,9</b>	<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z założeniami zawartymi w raporcie analitycznym z 2025-12-17 podwyższyliśmy założenia dla skor. EBITDA na lata 2026–2028 odpowiednio o 2%, 4% i 5%. Nasze oczekiwania wobec wyników działalności audiowizualnej na 2026 rok pozostają na poziomie zbliżonym do wcześniejszej symulacji. Z kolei w latach 2027–2028 prognozowana skor. EBITDA z działalności audiowizualnej jest wyższa względem poprzednich prognoz odpowiednio o 3% i 5%.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

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

[PLN m]	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	300	236	247	325	346	357	390	413	426
EBITDA	64,4	61,3	60,9	103,7	76,1	80,9	90,5	96,2	98,7
<b>skor. EBITDA</b>	<b>63,5</b>	<b>55,7</b>	<b>56,3</b>	<b>69,9</b>	<b>76,1</b>	<b>80,9</b>	<b>90,5</b>	<b>96,2</b>	<b>98,7</b>
segment produkcja tv	19,6	19,8	21,9	32,9	39,8	42,3	44,7	46,8	48,3
segment zarządzanie	33,1	31,8	33,0	29,2	30,5	34,2	40,2	43,8	45,5
segment deweloperka	13,1	4,4	2,1	6,5	6,3	4,6	5,8	5,8	5,1
EBIT	46,2	36,8	36,7	47,7	52,7	57,0	63,1	68,5	70,7
Saldo finansowe	-2,5	-2,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5
Udział w zyskach jedn. zal.	8,7	2,5	-0,4	1,6	2,4	2,9	3,0	3,2	3,3
Wynik brutto	52,4	37,0	35,0	48,3	53,6	57,2	63,9	69,8	72,6
Wynik netto	44,6	28,1	27,7	38,2	43,3	45,2	50,4	55,1	57,3
<b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>	<b>43,8</b>	<b>27,1</b>	<b>26,8</b>	<b>37,2</b>	<b>42,4</b>	<b>44,3</b>	<b>49,4</b>	<b>54,0</b>	<b>56,1</b>
Przychody y/y	34,0%	-21,5%	4,7%	31,9%	6,5%	3,2%	9,2%	6,0%	3,0%
EBITDA / Przychody	21,5%	26,0%	24,7%	31,9%	22,0%	22,6%	23,2%	23,3%	23,2%
skor. EBITDA / Przychody	21,2%	23,7%	22,8%	21,5%	22,0%	22,6%	23,2%	23,3%	23,2%
EBIT / Przychody	15,4%	15,6%	14,9%	14,7%	15,2%	15,9%	16,2%	16,6%	16,6%
Wynik netto / Przychody	14,9%	11,9%	11,2%	11,7%	12,5%	12,7%	12,9%	13,3%	13,5%
<b>Działalność audiowizualna</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
Przychody [PLN m]	220,9	219,0	233,8	304,5	317,4	337,0	365,0	388,2	403,4
Skor. EBITDA [PLN m]	52,7	51,6	54,9	62,1	70,2	76,4	84,9	90,5	93,8
Skor. EBITDA y/y	0,4%	-2,0%	6,3%	13,1%	13,2%	8,9%	11,0%	6,7%	3,6%
Skor. EBITDA / Przychody	23,9%	23,6%	23,5%	20,4%	22,1%	22,7%	23,3%	23,3%	23,2%

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	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	258	258	258	284	301	326	335	338	342
Rzeczowe aktywa trwałe	176	168	167	197	212	235	242	244	246
WNiP	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	43	45	47	49	50	52
Pozostałe aktywa trwałe	11	12	17	11	11	11	11	11	11
Aktywa obrotowe	133	128	167	160	183	191	204	223	236
Aktywa programowe	7	6	29	9	13	16	20	23	24
Zapasy	32	17	20	26	22	24	27	28	29
Należności handlowe	30	32	39	37	57	64	69	74	76
Pozostałe aktywa finansowe	7	42	52	38	38	38	38	38	38
Środki pieniężne i ekwiwalenty	44	19	14	26	30	26	27	37	46
Inne aktywa obrotowe	13	12	13	23	23	23	23	23	23
Aktywa	391	386	425	444	484	517	540	561	578
Kapitał własny razem	301	307	311	333	353	372	395	417	437
Razem zobowiązania	90	79	115	111	131	145	145	144	141
Zobowiązania długoterminowe	39	40	46	42	52	68	63	58	53
Zobowiązania krótkoterminowe	51	39	69	68	79	77	82	86	88
Kapitał własny + Zobowiązania	391	386	425	444	484	517	540	561	578
Zobowiązania % [PLN m]	29	25	27	26	36	52	47	42	37
Środki pieniężne i inne netto [PLN m]	54	64	66	64	68	63	65	74	84
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-37	-31	-12	-18	-32	-47
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	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Aktywa trwałe / Przychody	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
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	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Zobowiązania / Pasywa	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Kapitał własny / Pasywa	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8

[PLN m]	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	94,4	43,5	40,5	58,2	55,1	52,1	68,7	74,7	80,5
CF inwestycyjny	-44,4	-36,7	-18,6	-19,5	-38,3	-47,2	-34,7	-29,1	-30,0
Cf finansowy	-39,4	-31,7	-27,1	-26,3	-12,8	-9,5	-32,1	-36,5	-40,8
CF netto	10,6	-25,0	-5,2	12,3	4,1	-4,5	1,9	9,1	9,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane wskaźniki rynkowe**

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cena akcji [PLN]	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
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]	354	354	354	354	354	354	354	354	354
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-37	-31	-12	-18	-32	-47
EV [PLN m]	328	315	315	317	323	343	336	322	307
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,32	0,44	0,50	0,53	0,59	0,64	0,67
BVPS [PLN]	3,56	3,63	3,67	3,94	4,17	4,40	4,67	4,93	5,17
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,18	0,27	0,30	0,32	0,37	0,42
Rentowność dywidendy	6,7%	6,2%	6,2%	4,3%	6,4%	7,0%	7,7%	8,9%	10,1%
P/E	8,1	13,1	13,2	9,5	8,3	8,0	7,2	6,6	6,3
EV/EBITDA	5,1	5,1	5,2	3,1	4,2	4,2	3,7	3,3	3,1
skor. EV/EBITDA	5,2	5,7	5,6	4,5	4,2	4,2	3,7	3,3	3,1
EV/EBIT	7,1	8,6	8,6	6,6	6,1	6,0	5,3	4,7	4,3
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
ROA	11%	7%	7%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
ROE	15%	9%	9%	11%	12%	12%	13%	13%	13%
ROIC	16%	13%	13%	15%	16%	15%	15%	16%	17%

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/rozwrywka/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)

**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	5,41	kupuj	5,06	2026-05-15	18:28	4,20	131 378
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 Q2 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	3	43%	0	0%
Akumuluj	1	14%	1	100%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	1	14%	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/gpwwpa>). 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: 2026-05-15**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-05-15 (18:28 CET/CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-05-15 (18:28 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 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 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać 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 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 WPLYWAĆ 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.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

#### **Na dzień 2026-05-15:**

- 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 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.