



Dom Maklerski BDM S.A.

## ATM GRUPA

### RAPORT ANALITYCZNY

# KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 5,10 PLN**

20 PAŹDZIERNIK 2026, 23:58 CET/CEST

Utrzymujemy rekomendację Kupuj dla walorów ATM Grupy, obniżając cenę docelową do 5,10 PLN na akcję (poprzednio 5,41 PLN). Według naszych szacunków spółka jest obecnie notowana przy mnożnikach skor. EV/EBITDA na lata 2026–2027 wynoszących odpowiednio około 3,9x i 3,7x. W naszej ocenie akcje ATM Grupy są obecnie wyceniane przy historycznie niskich mnożnikach, szczególnie w kontekście prognozowanego rekordowego poziomu skor. EBITDA z działalności audiowizualnej.

Dostrzegamy silny portfel projektów w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej, dlatego oczekujemy dobrych wyników finansowych w H2 2026. Głównym motorem poprawy rezultatów ATM Grupy powinien być zatem segment produkcji telewizyjnej i filmowej. Szacujemy, że w całym 2026 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniesie około 68,4 mln PLN, co oznacza wzrost o 10,2% r/r. W latach 2027–2028 zakładamy dalszy wzrost skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, odpowiednio o 4,6% i 11,2% r/r.

W bieżącej aktualizacji ograniczyliśmy nasz optymizm co do dynamiki wzrostu przychodów z produkcji telewizyjnej i filmowej w latach 2027–2028. Wynika to bezpośrednio z obserwowanego pogorszenia koniunktury na rynku reklamy w telewizji linearnej w Polsce. Spodziewamy się, że w H2 2026 wartość tego segmentu rynku reklamowego odnotuje spadek w ujęciu r/r. Zakładamy również, że w całym 2026 roku wartość polskiego rynku reklamy telewizyjnej zmniejszy się o blisko 3% w porównaniu z 2025 rokiem. W scenariuszu bazowym na 2027 rok zakładamy utrzymanie negatywnych tendencji i dalszy spadek wartości rynku reklamy telewizyjnej w Polsce o około 3% r/r.

Zwracamy również uwagę na przekaz z konferencji wynikowej za Q2 2026. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że w 2027 roku ATM Grupa zamierza zaangażować się w produkcję dwóch tytułów kinowych. Spółka planuje zwiększyć swoją ekspozycję na rynek kinowy we współpracy z partnerem branżowym. W naszej ocenie w średnim terminie zaangażowanie w produkcję średnio dwóch filmów kinowych rocznie może prowadzić do zwiększenia zmienności rezultatów.

Spółka rozpoczęła pilotażową realizację projektów w formule mikroseriali fabularnych („short drama”). W naszym modelu nie uwzględniamy potencjalnego wpływu rozwoju tej działalności na wyniki finansowe. W H1 2027 spółka zamierza ocenić potencjał tej aktywności jako ewentualnej nowej linii biznesowej.

W 2026 roku spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 0,27 PLN na akcję. Ze względu na planowane nakłady inwestycyjne, związane przede wszystkim z budową nowej hali produkcyjnej w Warszawie, w najbliższych dwóch latach nie oczekujemy istotnych zmian wysokości rocznej dywidendy. Zakładamy, że z zysku za 2026 rok spółka wypłaci dywidendę w wysokości 0,28 PLN na akcję. Przy obecnym kursie akcji prognozowana stopa dywidendy na lata 2027–2028 mieści się w przedziale 7,9–9,0%.

Wycena końcowa [PLN] 5,10  
Potencjał do wzrostu / spadku +43,6%

Cena rynkowa [PLN] 3,55  
Kapitalizacja [PLN m] 299  
Ilość akcji [m] 84,3

Stopa zwrotu [%] (1) (2)  
3M stopa zwrotu -3,0 -14,0  
6M stopa zwrotu -4,1 -22,2  
YTD stopa zwrotu -2,9 -37,9  
12M stopa zwrotu -3,8 -48,3

(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%

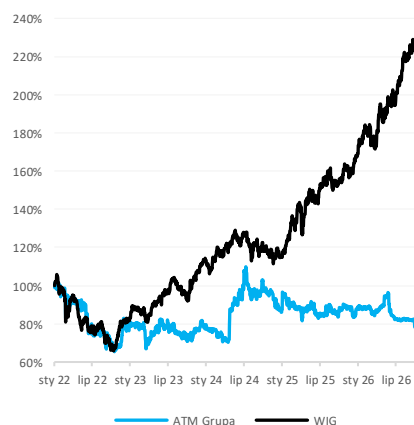
Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

|                             | 2024        | 2025        | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2029E       |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody [PLN m]           | 247         | 325         | 339         | 344         | 374         | 396         |
| EBITDA [PLN m]              | 60,9        | 103,7       | 72,1        | 77,4        | 84,3        | 90,1        |
| <b>skor. EBITDA [PLN m]</b> | <b>56,3</b> | <b>69,9</b> | <b>72,1</b> | <b>77,4</b> | <b>84,3</b> | <b>90,1</b> |
| EBIT [PLN m]                | 36,7        | 47,7        | 48,8        | 53,0        | 58,5        | 61,5        |
| Wynik netto [PLN m]         | 26,8        | 37,2        | 39,6        | 42,9        | 47,5        | 50,1        |
| EPS [PLN]                   | 0,32        | 0,44        | 0,47        | 0,51        | 0,56        | 0,59        |
| P/BV                        | 1,1         | 1,0         | 0,9         | 0,8         | 0,8         | 0,7         |
| P/E                         | 12,7        | 8,8         | 7,6         | 7,0         | 6,3         | 6,0         |
| skor. EV/EBITDA             | 5,3         | 4,1         | 3,9         | 3,7         | 3,3         | 3,0         |
| DPS [PLN]                   | 0,26        | 0,18        | 0,27        | 0,28        | 0,32        | 0,37        |
| Rentowność dywidendy        | 6,5%        | 4,7%        | 7,6%        | 7,9%        | 9,0%        | 10,4%       |



## SPIS TREŚCI

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....                            | 2  |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....                           | 5  |
| WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO).....         | 6  |
| WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO) ..... | 8  |
| WYNIKI ZA Q2 2026 .....                                | 9  |
| PROGNOZA Q3 2026 .....                                 | 13 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....                        | 14 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....                    | 17 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy rekomendację Kupuj dla walorów ATM Grupy, obniżając cenę docelową do 5,10 PLN na akcję (poprzednio 5,41 PLN). Według naszych szacunków spółka jest obecnie notowana przy mnożnikach skor. EV/EBITDA na lata 2026–2027 wynoszących odpowiednio około 3,9x i 3,7x. W naszej ocenie akcje ATM Grupy są obecnie wyceniane przy historycznie niskich mnożnikach, szczególnie w kontekście prognozowanego rekordowego poziomu skor. EBITDA z działalności audiowizualnej.

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] | 359,1         |
| A1                | Wycena DCF [PLN m]                                                     | 351,5         |
| A2                | Wycena mnożnikowa [PLN m]                                              | 366,7         |
| B                 | Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]                                  | 52,0          |
| C                 | Pakiet akcji Boombit [PLN m]                                           | 18,6          |
| <b>D = A+B+C</b>  | <b>Wycena końcowa spółki [PLN m]</b>                                   | <b>429,8</b>  |
|                   | <b>Wycena na 1 akcję [PLN]</b>                                         | <b>5,10</b>   |
|                   | Aktualna cena rynkowa [PLN]                                            | 3,55          |
|                   | <b>Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego</b>                  | <b>+43,6%</b> |

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 2026-10-20 z zastosowaniem dodatkowo 20% dyskonta do ceny rynkowej.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dostrzegamy silny portfel projektów w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej, dlatego oczekujemy dobrych wyników finansowych w H2 2026. Głównym motorem poprawy rezultatów ATM Grupy powinien być zatem segment produkcji telewizyjnej i filmowej. Szacujemy, że w całym 2026 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniesie około 68,4 mln PLN, co oznacza wzrost o 10,2% r/r. W latach 2027–2028 zakładamy dalszy wzrost skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, odpowiednio o 4,6% i 11,2% r/r.

W bieżącej aktualizacji ograniczyliśmy nasz optymizm co do dynamiki wzrostu przychodów z produkcji telewizyjnej i filmowej w latach 2027–2028. Wynika to bezpośrednio z obserwowanego pogorszenia koniunktury na rynku reklamy w telewizji linearnej w Polsce. Spodziewamy się, że w H2 2026 wartość tego segmentu rynku reklamowego odnotuje spadek w ujęciu r/r. Zakładamy również, że w całym 2026 roku wartość polskiego rynku reklamy telewizyjnej zmniejszy się o blisko 3% w porównaniu z 2025 rokiem. W scenariuszu bazowym na 2027 rok zakładamy utrzymanie negatywnych tendencji i dalszy spadek wartości rynku reklamy telewizyjnej w Polsce o około 3% r/r.

ATM Grupa jest beneficjentem wzrostu budżetów produkcyjnych platform streamingowych. W związku z tym oczekujemy, że potencjalne ograniczenie budżetów produkcyjnych nadawców telewizji linearnej będzie neutralizowane przez dalszą ekspansję w obszarze produkcji dla odbiorców ze streamingu.

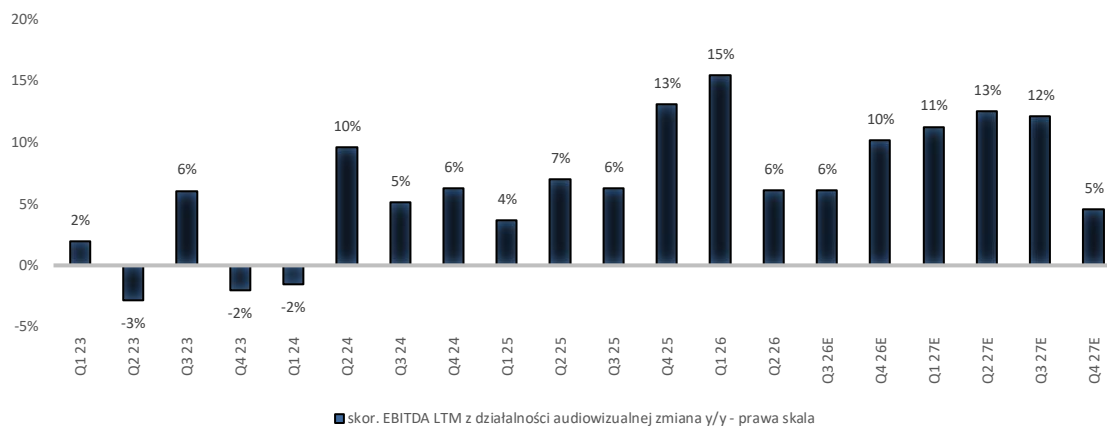
Zwracamy również uwagę na przekaz z konferencji wynikowej za Q2 2026. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że w 2027 roku ATM Grupa zamierza zaangażować się w produkcję dwóch tytułów kinowych. Spółka planuje zwiększyć swoją ekspozycję na rynek kinowy we współpracy z partnerem branżowym. W naszej ocenie w średnim terminie zaangażowanie w produkcję średnio dwóch filmów kinowych rocznie może prowadzić do zwiększenia zmienności rezultatów. Z jednej strony potencjalne sukcesy komercyjne poszczególnych produkcji mogą pozytywnie wpływać na marże spółki, z drugiej natomiast słaba frekwencja kinowa i ograniczone możliwości monetyzacji w pozostałych kanałach dystrybucji mogą stanowić czynniki ryzyka.

Dodatkowo spółka rozpoczęła pilotażową realizację projektów w formule mikroseriali fabularnych („short drama”). W naszym modelu nie uwzględniamy potencjalnego wpływu rozwoju tej działalności na wyniki finansowe. W H1 2027 spółka zamierza ocenić potencjał tego segmentu jako ewentualnej nowej linii biznesowej.

W 2025 roku ATM Grupa poniosła podwyższone na tle historycznych poziomów nakłady inwestycyjne. Wydatki na rzeczowe aktywa trwałe wyniosły blisko 52,6 mln PLN, co było związane m.in. z budową budynku magazynowo-biurowego w Warszawie (pozwalającego na rezygnację z zewnętrznego najmu powierzchni magazynowej) oraz modernizacją posiadanego zaplecza sprzętowego, w tym sprzętu oświetleniowego, zdjęciowego i dźwiękowego. W latach 2027–2028 kluczową pozycją w nakładach inwestycyjnych mogą być wydatki na budowę nowej hali zdjęciowej o powierzchni około 2 500 m<sup>2</sup>. Według ATM Grupy ma to być największy tego typu obiekt w Polsce. Inwestycja powinna wzmocnić pozycję konkurencyjną spółki, szczególnie w obszarze realizacji produkcji międzynarodowych. W naszym modelu zakładamy, że obiekt zacznie generować pierwsze przychody w H2 2028.

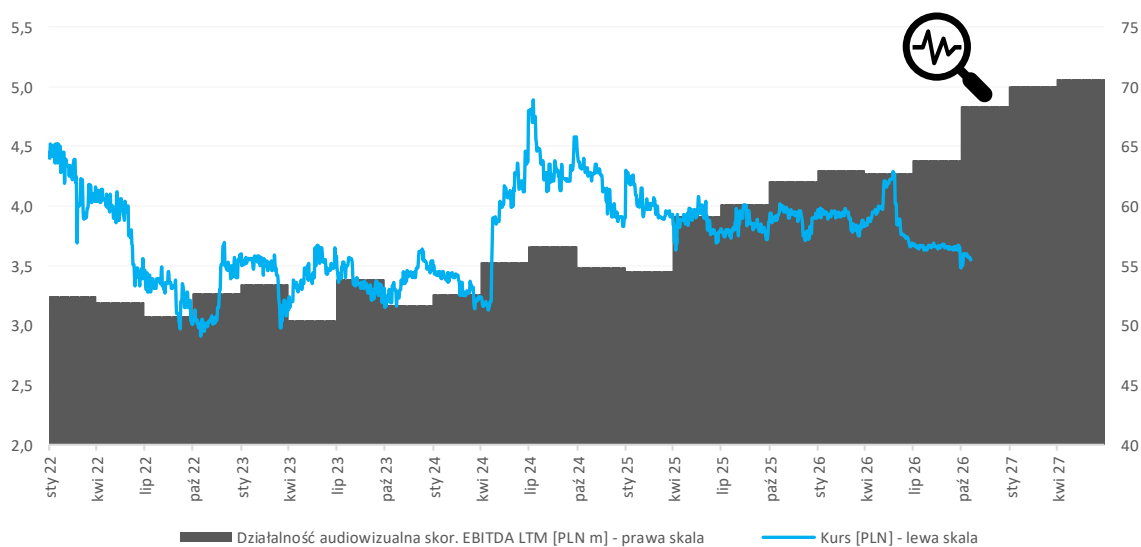
W 2026 roku spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 0,27 PLN na akcję. Ze względu na planowane nakłady inwestycyjne, związane przede wszystkim z budową nowej hali produkcyjnej w Warszawie, w najbliższych dwóch latach nie oczekujemy istotnych zmian wysokości rocznej dywidendy. Zakładamy, że z zysku za 2026 rok spółka wypłaci dywidendę w wysokości 0,28 PLN na akcję. Przy obecnym kursie akcji prognozowana stopa dywidendy na lata 2027–2028 mieści się w przedziale 7,9–9,0%.

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



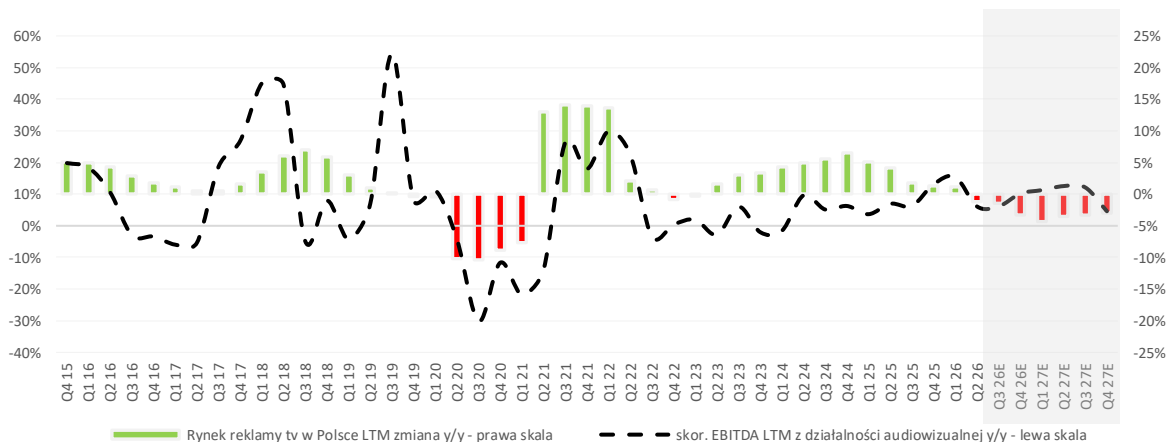
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### 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.

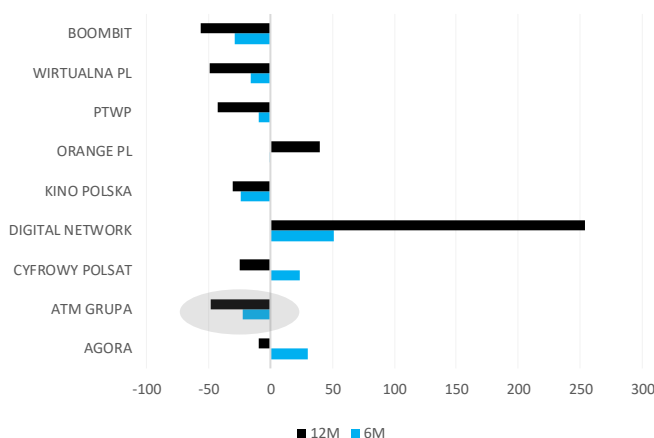
### Dynamika odczytów skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej na tle kondycji rynku reklamy tv w Polsce



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 2026-10-20

|                  | 3M           | 6M           | YTD          | 12M          |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AGORA            | 28,6         | 30,4         | 6,6          | -9,0         |
| <b>ATM GRUPA</b> | <b>-14,0</b> | <b>-22,2</b> | <b>-37,9</b> | <b>-48,3</b> |
| CYFROWY POLSAT   | -10,1        | 23,6         | 5,5          | -24,5        |
| DIGITAL NETWORK  | 10,2         | 50,8         | 82,5         | 253,8        |
| KINO POLSKA      | 2,4          | -23,6        | -50,1        | -30,7        |
| ORANGE PL        | -0,1         | -0,5         | 30,1         | 39,8         |
| PTWP             | -9,6         | -9,5         | -24,4        | -42,2        |
| WIRTUALNA PL     | -13,7        | -16,2        | -38,3        | -49,0        |
| BOOMBIT          | -10,0        | -28,8        | -39,3        | -56,0        |



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej 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 0,84 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. 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 6,2% (poprzednio było 5,8%). 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 15,3%.

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

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 4,17 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2026-11-30.

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 | 10,8% | 4,61                              | 4,71  | 4,82  | 4,95  | 5,09  | 5,25  | 5,44  |
|      | 12,3% | 4,36                              | 4,44  | 4,52  | 4,61  | 4,71  | 4,82  | 4,95  |
|      | 13,8% | 4,17                              | 4,23  | 4,29  | 4,36  | 4,44  | 4,52  | 4,61  |
|      | 15,3% | 4,02                              | 4,07  | 4,12  | 4,17  | 4,23  | 4,29  | 4,36  |
|      | 16,8% | 3,90                              | 3,93  | 3,98  | 4,02  | 4,07  | 4,12  | 4,17  |
|      | 18,3% | 3,80                              | 3,83  | 3,86  | 3,90  | 3,93  | 3,98  | 4,02  |
|      | 19,8% | 3,71                              | 3,74  | 3,77  | 3,80  | 3,83  | 3,86  | 3,90  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

[illegible]

## WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik skor. EV/EBITDA na lata 2026-2027 na poziomie 5,0x (tak jak w ostatnim raporcie analitycznym). Nasza symulacja sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,35 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; EV/EBITDA 2026E-2027E |      |      |      |      |      |      |
|-------------------------------|--------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
|                               | 3,5                                        | 4,0  | 4,5  | 5,0  | 5,5  | 6,0  | 6,5  |
| Sugerowana wycena [PLN/akcję] | 3,11                                       | 3,52 | 3,94 | 4,35 | 4,77 | 5,18 | 5,59 |

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

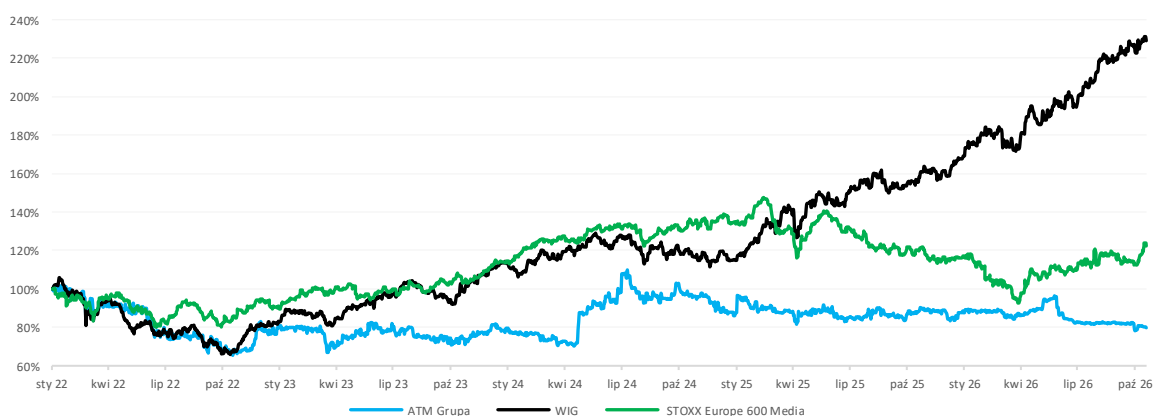
|                      | EV/EBITDA |       |
|----------------------|-----------|-------|
|                      | 2026E     | 2027E |
| M6-METROPOLE TV      | 5,8       | 4,8   |
| PROSIEBENSAT.1 MEDIA | 6,2       | 5,8   |
| RTL GROUP            | 7,5       | 6,6   |
| CANAL PLUS           | 5,1       | 4,6   |
| ITV                  | 5,7       | 5,6   |
| MODERN TIMES GROUP   | 6,5       | 6,1   |
| WALT DISNEY          | 10,7      | 10,0  |
| SKYDANCE             | 13,8      | 10,2  |
| FOX CORP             | 7,4       | 7,8   |
| NETFLIX              | 17,5      | 15,0  |
| NEWS CORP            | 10,3      | 9,4   |
| VERSANT MEDIA        | 3,4       | 3,5   |
| COMCAST              | 4,9       | 4,9   |
| LIBERTY GLOBAL       | 5,5       | 4,3   |
| STARZ ENTERTAINM     | 4,5       | 4,2   |
| LIONSGATE STUDIO     | 20,2      | 19,0  |

Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2026 dla wybranych podmiotów wynosi 6,7x.

Zwracamy m.in. uwagę na akceptowalną wycenę podmiotu Lionsgate Studio, którego mnożniki rynkowe są w górnych przedziałach grupy porównawczej.

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 Q2 2026

Wyniki ATM Grupa w Q2 2026 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

|                                              | Q2 25       | Q2 26       | y/y         | Q2 25 LTM   | Q2 26 LTM   | y/y        | Q2 26E      | realizacja |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|
| Przychody                                    | 64,1        | 66,3        | 3%          | 260,1       | 339,4       | 30%        | 60,5        | 109,5%     |
| produkcja tv i filmowa                       | 35,5        | 44,9        | 26%         | 166,6       | 246,6       | 48%        | 37,8        | 119%       |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 19,8        | 21,0        | 6%          | 81,0        | 75,9        | -6%        | 22,2        | 94%        |
| działalność deweloperska                     | 8,4         | 0,0         | -99%        | 11,3        | 15,4        | 37%        | 0,2         | 23%        |
| inne                                         | 0,3         | 0,4         | 15%         | 1,3         | 1,4         | 14%        | 0,4         | 111%       |
| EBITDA                                       | 18,0        | 13,3        | -26%        | 70,4        | 97,8        | 39%        | 15,9        | 84%        |
| <b>EBITDA skor.*</b>                         | <b>18,0</b> | <b>13,3</b> | <b>-26%</b> | <b>64,0</b> | <b>67,0</b> | <b>5%</b>  | <b>15,9</b> | <b>84%</b> |
| produkcja tv i filmowa *                     | 6,9         | 5,4         | -21%        | 25,7        | 33,3        | 30%        | 7,2         | 76%        |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 7,4         | 8,7         | 18%         | 33,4        | 29,4        | -12%       | 8,9         | 98%        |
| działalność deweloperska                     | 3,6         | -0,3        |             | 5,0         | 4,0         | -20%       | 0,0         |            |
| inne                                         | 0,1         | -0,5        |             | -0,1        | 0,3         |            | -0,1        |            |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>12,7</b> | <b>7,5</b>  | <b>-41%</b> | <b>43,5</b> | <b>43,7</b> | <b>1%</b>  | <b>10,3</b> | <b>73%</b> |
| Saldo finansowe                              | -0,4        | -0,3        |             | -1,4        | -1,0        |            | -0,6        | 52%        |
| Udział w wyniku jedn. zależnych              | -0,9        | -0,8        |             | -3,0        | 3,4         |            | -1,0        | 79%        |
| Wynik brutto                                 | 11,4        | 6,4         | -44%        | 39,1        | 46,2        | 18%        | 8,7         | 73%        |
| <b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b> | <b>8,9</b>  | <b>4,7</b>  | <b>-47%</b> | <b>29,1</b> | <b>36,1</b> | <b>24%</b> | <b>6,6</b>  | <b>72%</b> |
| <br>                                         |             |             |             |             |             |            |             |            |
| Przychody: produkcja tv + zarządzanie        | 55,4        | 65,8        | 19,0%       | 247,5       | 322,5       | 30,3%      | 60,0        | 110%       |
| EBITDA skor.: produkcja tv + zarządzanie     | 14,3        | 14,1        | -1,2%       | 59,1        | 62,8        | 6,1%       | 16,0        | 88%        |

\* Amortyzacja aktywów programowych w Q1 i Q2 2026 wyniosła 0 PLN (w Q1 i Q2 2025 było to odpowiednio 3,03 mln PLN i 0 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

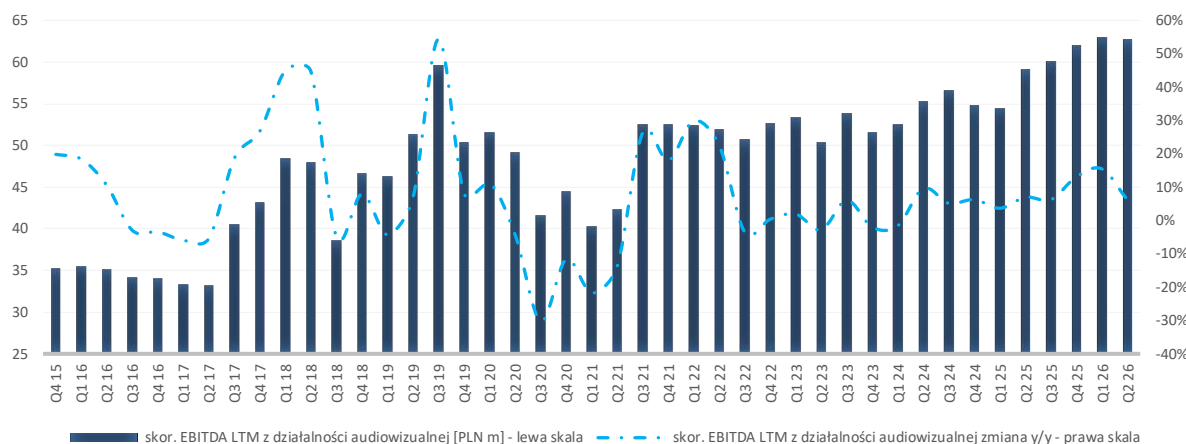
W Q2 2026 przychody z działalności audiowizualnej (obejmującej segment produkcji telewizyjnej i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) wzrosły o 19% r/r, do 65,8 mln PLN (w Q1 2026 dynamika przychodów wyniosła +12,2% r/r).

W Q2 2026 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 14,1 mln PLN, co oznacza spadek o 1,2% r/r. Wynik ten był o 1,9 mln PLN niższy od naszych dotychczasowych symulacji. W minionym kwartale wzrost skor. EBITDA odnotowano w segmencie zarządzania aktywami trwałymi (+18% r/r), podczas gdy w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej nastąpił spadek o 21% r/r. W ujęciu LTM po Q2 2026 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 62,8 mln PLN, co oznacza wzrost o 6,1% r/r (po Q1 2026: 62,9 mln PLN).

W Q2 2026 w segmencie deweloperskim nie rozpoznano przychodów. Zwracamy uwagę, że skor. EBITDA tej dywizji biznesowej była niższa o 4 mln PLN r/r.

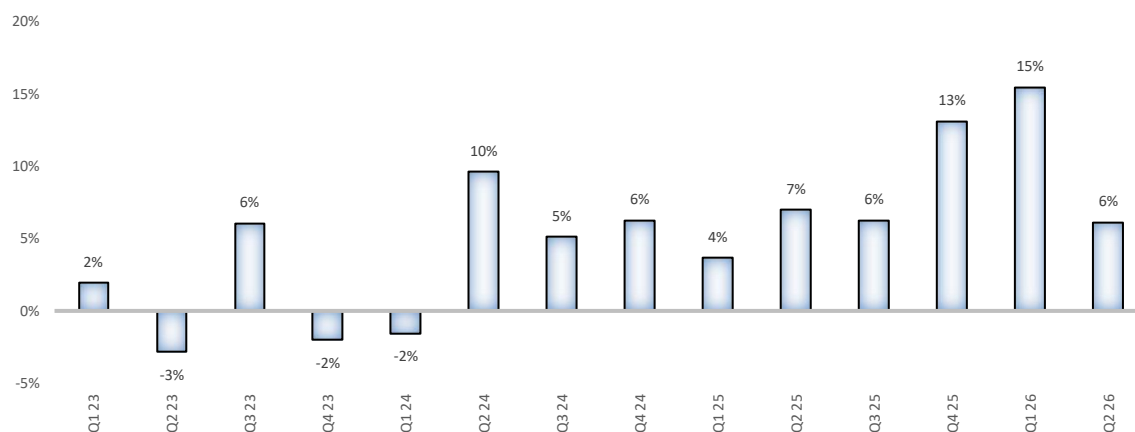
Łącznie na poziomie skonsolidowanym skor. EBITDA w Q2 2026 wyniosła 13,3 mln PLN (-26% r/r), natomiast w ujęciu LTM osiągnęła 67 mln PLN (+5% r/r). Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej spadł w minionym kwartale do 4,7 mln PLN, a w ujęciu LTM wyniósł 36,1 mln PLN.

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



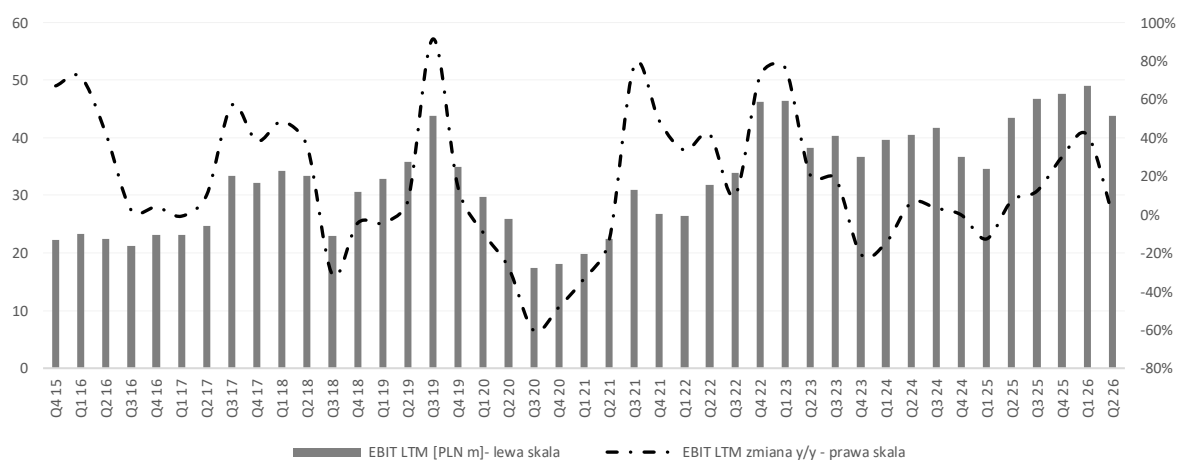
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Historyczna dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej



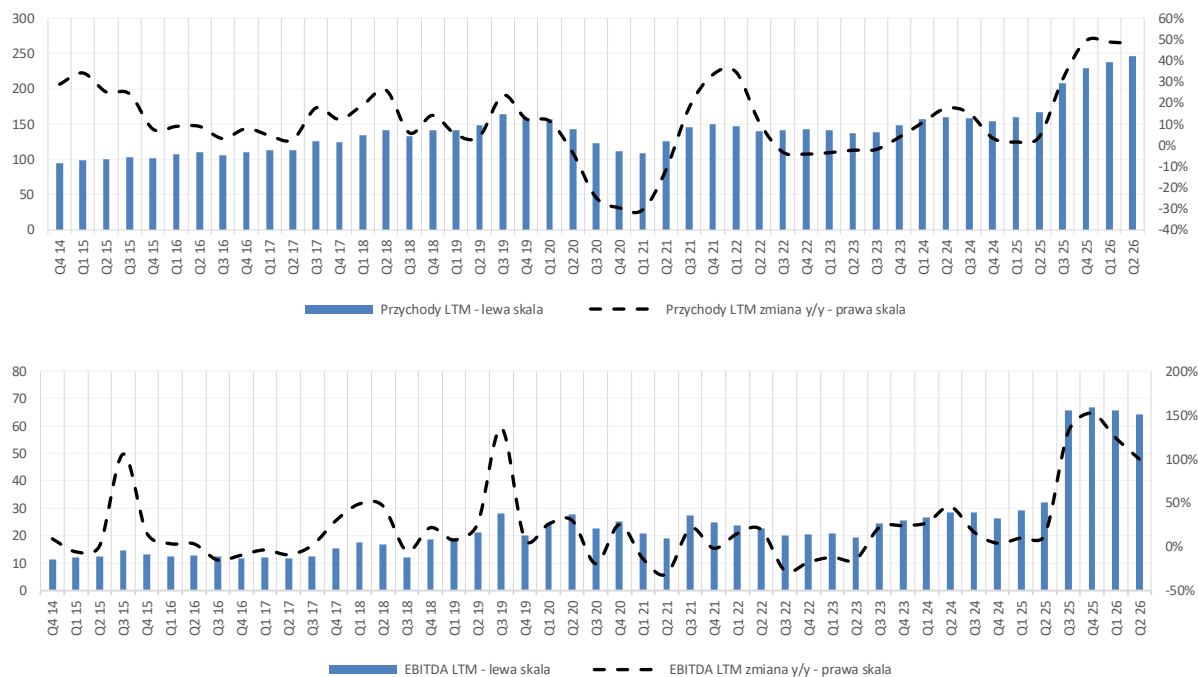
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Historyczne odczyty EBIT LTM [PLN m]



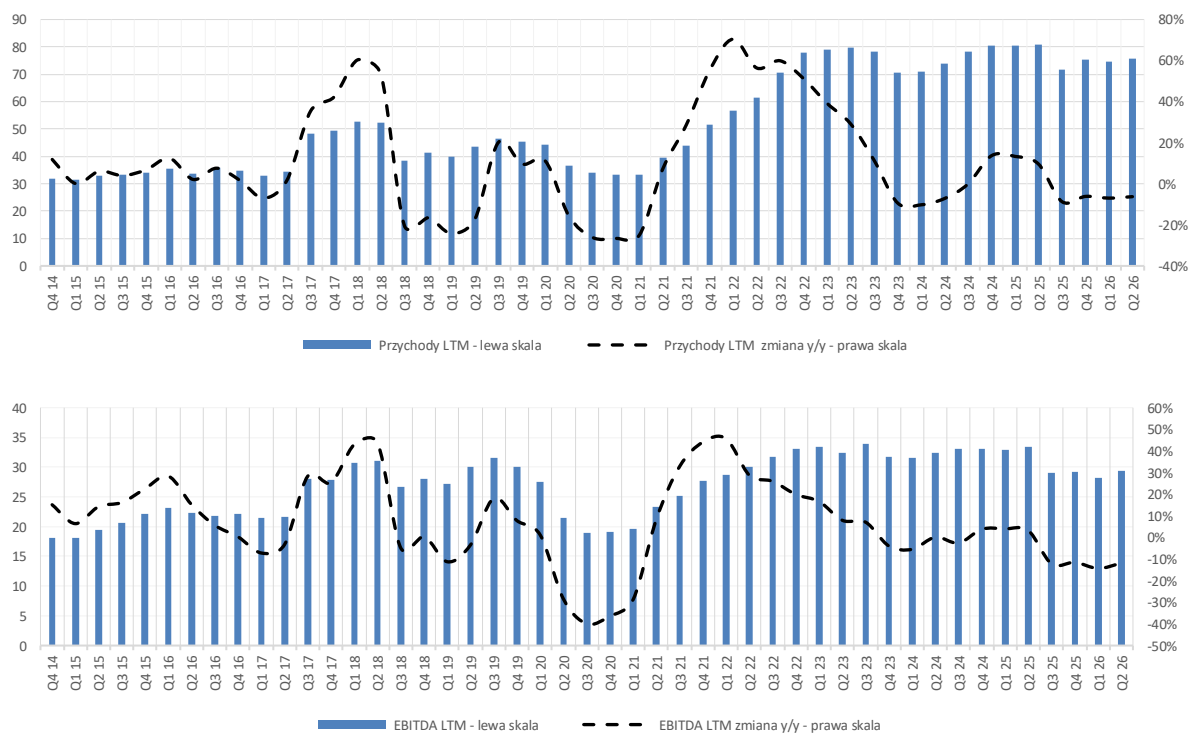
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



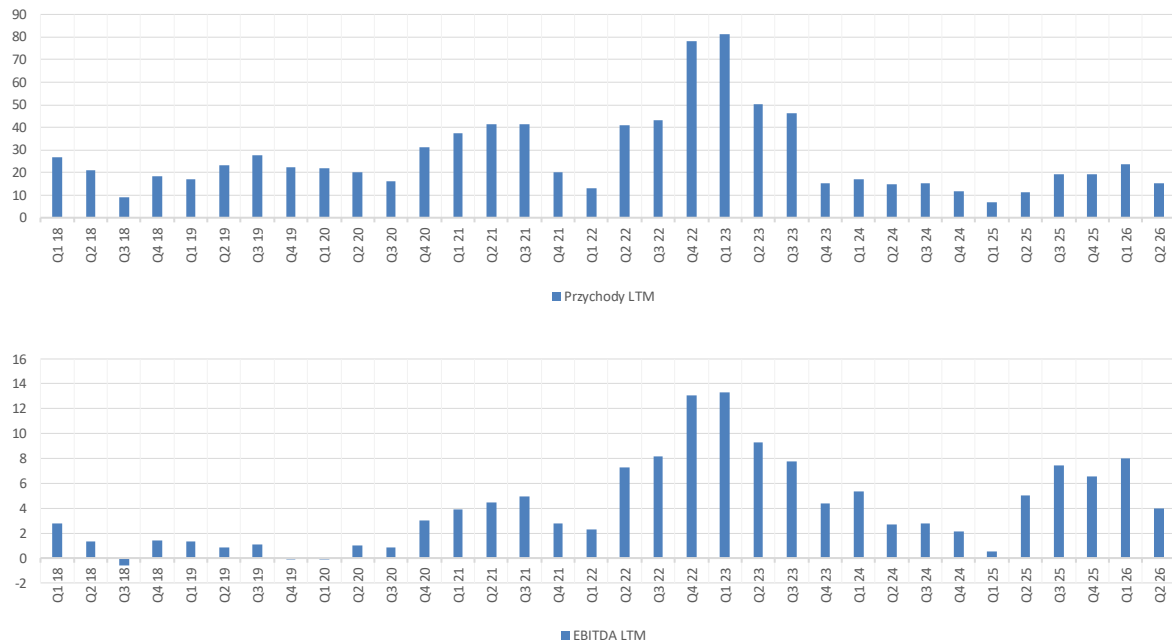
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



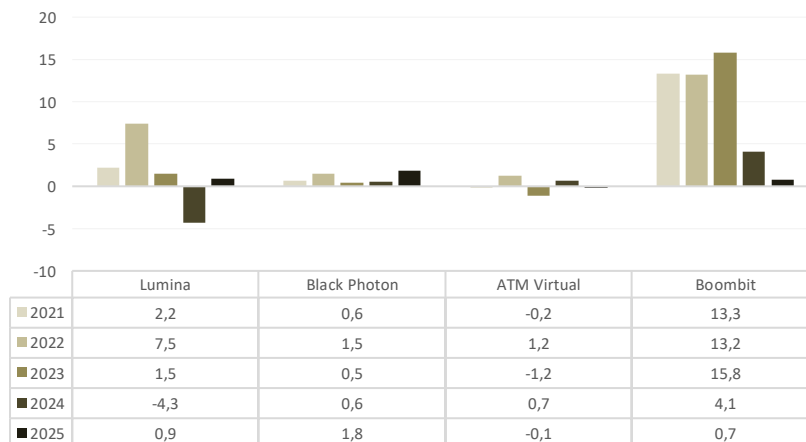
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### 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 Q3 2026

W naszej symulacji na Q3 2026, przychody z dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną są niższe o 8% r/r od raportowanych danych z Q3 2025. Przypominamy jednak, że w Q3 2025 spółka rozpoznała w przychodach realizację istotnego projektu (był realizowany przez kilka wcześniejszych kwartałów).

Zakładany przez nas odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q3 2026 wynosi około 27,4 mln PLN. Oznacza to poprawę o 4% r/r wobec raportowanych danych z Q3 2025 i jednocześnie wzrost o ponad 17% wobec danych znormalizowanych oczyszczając dane z wpływu jednorazowego rozliczenia projektu o którym wspominaliśmy. W ujęciu LTM po Q3 2026 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, według naszego modelu, powinna wynieść blisko 63,8 mln PLN (+6% r/r).

### Prognoza wyników na Q3 2026 [PLN m]

|                                                 | Q3 25       | Q3 26E      | y/y         | Q3 25 LTM   | Q3 26E LTM  | y/y        |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Przychody                                       | 118,4       | 107,3       | -9%         | 300,3       | 328,3       | 9%         |
| produkcja tv i filmowa                          | 91,4        | 80,4        | -12%        | 208,1       | 235,6       | 13%        |
| zarządzanie aktywami trw.                       | 18,7        | 20,6        | 10%         | 71,6        | 77,8        | 9%         |
| działalność deweloperska                        | 8,0         | 6,0         | -25%        | 19,3        | 13,4        | -30%       |
| inne                                            | 0,3         | 0,3         | 6%          | 1,3         | 1,5         | 10%        |
| EBITDA                                          | 60,3        | 28,8        | -52%        | 103,3       | 66,3        | -36%       |
| <b>skor. EBITDA</b>                             | <b>29,5</b> | <b>28,8</b> | <b>-3%</b>  | <b>68,6</b> | <b>66,3</b> | <b>-3%</b> |
| produkcja tv i filmowa                          | 18,1        | 18,3        | 1%          | 31,2        | 33,6        | 8%         |
| zarządzanie aktywami trw.                       | 8,3         | 9,1         | 10%         | 29,0        | 30,3        | 4%         |
| działalność deweloperska                        | 2,4         | 1,5         | -37%        | 7,4         | 3,1         | -58%       |
| inne                                            | 0,9         | -0,1        |             | 0,9         | -0,7        |            |
| EBIT                                            | 23,3        | 22,9        | -2%         | 46,8        | 43,3        | -7%        |
| Saldo finansowe                                 | -0,3        | -0,5        |             | -1,2        | -1,2        |            |
| Udział w wyniku jedn. zależnych                 | 0,5         | -1,7        |             | -1,2        | 1,2         |            |
| Wynik brutto                                    | 23,5        | 20,7        | -12%        | 44,3        | 43,3        | -2%        |
| <b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>            | <b>18,3</b> | <b>16,3</b> | <b>-11%</b> | <b>33,7</b> | <b>34,2</b> | <b>1%</b>  |
|                                                 |             |             |             |             |             |            |
| Przychody: produkcja tv + zarządzanie           | 110,1       | 101,0       | -8%         | 279,7       | 313,4       | 12%        |
| <b>skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b> | <b>26,3</b> | <b>27,4</b> | <b>4%</b>   | <b>60,2</b> | <b>63,8</b> | <b>6%</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

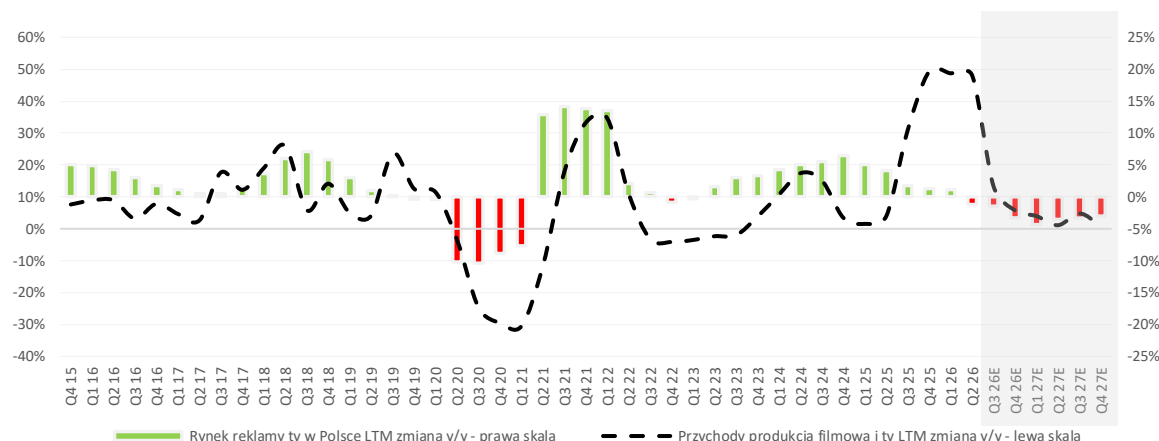
### Segment produkcji tv i filmowej + segment zarządzania aktywami trwałymi (działalność audiowizualna)

Dostrzegamy silny portfel projektów w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej, dlatego oczekujemy dobrych wyników finansowych w H2 2026. Głównym motorem poprawy rezultatów ATM Grupy powinien być zatem segment produkcji telewizyjnej i filmowej. Szacujemy, że w całym 2026 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniesie około 68,4 mln PLN, co oznacza wzrost o 10,2% r/r. W latach 2027–2028 zakładamy dalszy wzrost skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, odpowiednio o 4,6% i 11,2% r/r.

W porównaniu z założeniami przedstawionymi w raporcie analitycznym z 2026-05-15 obniżyliśmy prognozy skor. EBITDA na lata 2026–2028 odpowiednio o 5%, 4% i 7%. W przypadku działalności audiowizualnej nasza aktualna prognoza skor. EBITDA na 2026 rok jest o 3% niższa od poprzedniej, przede wszystkim ze względu na słabsze od oczekiwań wyniki za Q2 2026. Z kolei prognozy skor. EBITDA z działalności audiowizualnej na lata 2027–2028 zostały obniżone o około 6% względem wcześniejszych założeń.

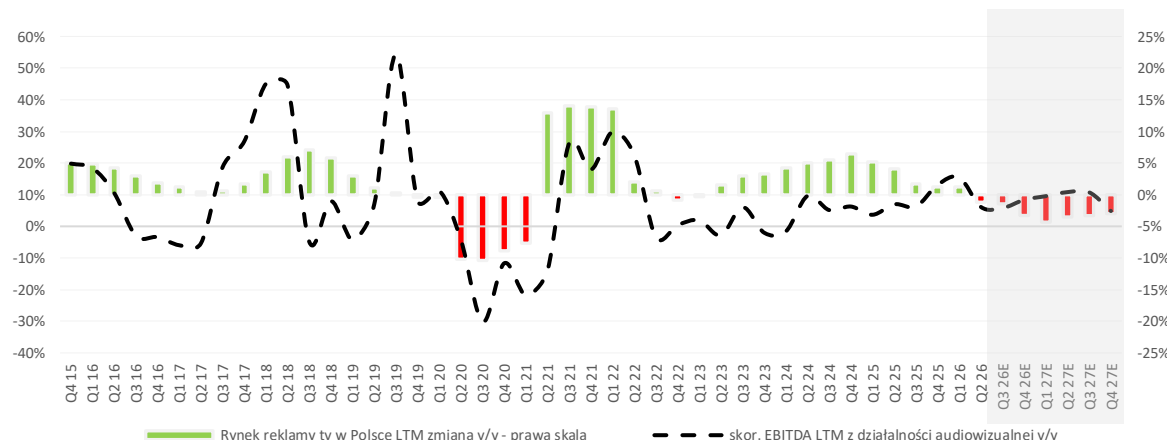
W bieżącej aktualizacji ograniczyliśmy nasz optymizm co do dynamiki wzrostu przychodów z produkcji telewizyjnej i filmowej w latach 2027–2028. Wynika to bezpośrednio z obserwowanego pogorszenia koniunktury na rynku reklamy w telewizji linearnej w Polsce. Spodziewamy się, że w H2 2026 wartość tego segmentu rynku reklamowego odnotuje spadek w ujęciu r/r. Zakładamy również, że w całym 2026 roku wartość polskiego rynku reklamy telewizyjnej zmniejszy się o blisko 3% w porównaniu z 2025 rokiem. W scenariuszu bazowym na 2027 rok zakładamy utrzymanie negatywnych tendencji i dalszy spadek wartości rynku reklamy telewizyjnej w Polsce o około 3% r/r.

**Dynamika przychodów LTM segmentu produkcja tv i filmowa na tle kondycji rynku reklamy tv w Polsce**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Dynamika odczytów skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej na tle kondycji rynku reklamy tv w Polsce**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ATM Grupa jest beneficjentem wzrostu budżetów produkcyjnych platform streamingowych. W związku z tym oczekujemy, że potencjalne ograniczenie budżetów produkcyjnych nadawców telewizji linearnej będzie neutralizowane przez dalszą ekspansję w obszarze produkcji dla odbiorców ze streamingu.

Zwracamy również uwagę na przekaz z konferencji wynikowej za Q2 2026. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że w 2027 roku ATM Grupa zamierza zaangażować się w produkcję dwóch tytułów kinowych. Spółka planuje zwiększyć swoją ekspozycję na rynek kinowy we współpracy z partnerem branżowym. W naszej ocenie w średnim terminie zaangażowanie w produkcję średnio dwóch filmów kinowych rocznie może prowadzić do zwiększenia zmienności rezultatów. Z jednej strony potencjalne sukcesy komercyjne poszczególnych produkcji mogą pozytywnie wpływać na marżę spółki, z drugiej natomiast słaba frekwencja kinowa i ograniczone możliwości monetyzacji w pozostałych kanałach dystrybucji mogą stanowić czynniki ryzyka.

Dodatkowo spółka rozpoczęła pilotażową realizację projektów w formule mikroseriali fabularnych („short drama”). W naszym modelu nie uwzględniamy potencjalnego wpływu rozwoju tej działalności na wyniki finansowe. W H1 2027 spółka zamierza ocenić potencjał tego segmentu jako ewentualnej nowej linii biznesowej.

W 2025 roku ATM Grupa poniosła podwyższone (na tle historycznych odczytów) nakłady inwestycyjne (nakłady na rzeczowe aktywa trwałe w 2025 roku wyniosły blisko 52,6 mln PLN). Było to związane m.in. z budową budynku magazynowo biurowego w Warszawie (jednocześnie zrezygnowano z zewnętrznego najmu magazynu) i wydatkami związanymi z unowocześnieniem posiadanej bazy sprzętu oświetleniowego, zdjęciowego czy dźwiękowego. W okresie 2027-2028 największe znaczenie w procesie inwestycyjnym mogą mieć wydatki związane z budową nowej hali produkcyjnej (zaprojektowanej na ok. 2.500 m kw.), która wg ATM Grupa ma być największym tego typu obiektem w Polsce. Projekt powinien wzmocnić pozycję spółki, szczególnie przy realizacji projektów międzynarodowych. W modelu staramy się uwzględnić pierwsze przychody z tego obiektu od H2 2028 roku.

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

|                                                 | Q1 26       | Q2 26       | Q3 26E      | Q4 26E      | Q1 27E      | Q2 27E      | Q3 27E      | Q4 27E      | 2025        | 2026E       | 2027E       |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                                       | 73,9        | 66,3        | 107,3       | 91,9        | 80,8        | 72,5        | 104,4       | 86,1        | 325,1       | 339,4       | 343,7       |
| produkcja tv i filmowa                          | 55,5        | 44,9        | 80,4        | 61,4        | 60,0        | 47,6        | 78,0        | 58,9        | 229,1       | 242,2       | 244,5       |
| zarządzanie aktywami trw.                       | 13,4        | 21,0        | 20,6        | 22,1        | 15,4        | 21,6        | 23,0        | 22,8        | 75,4        | 77,1        | 82,9        |
| działalność deweloperska                        | 4,6         | 0,0         | 6,0         | 8,0         | 5,0         | 3,0         | 3,0         | 4,0         | 19,2        | 18,6        | 15,0        |
| inne                                            | 0,3         | 0,4         | 0,3         | 0,4         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,3         | 1,4         | 1,4         | 1,4         |
| <b>skor. EBITDA</b>                             | <b>12,6</b> | <b>13,3</b> | <b>28,8</b> | <b>17,5</b> | <b>14,7</b> | <b>16,0</b> | <b>29,6</b> | <b>17,1</b> | <b>69,9</b> | <b>72,1</b> | <b>77,4</b> |
| produkcja tv i filmowa                          | 6,6         | 5,4         | 18,3        | 7,9         | 7,4         | 6,0         | 18,1        | 7,6         | 32,9        | 38,3        | 39,2        |
| zarządzanie aktywami trw.                       | 4,7         | 8,7         | 9,1         | 7,6         | 5,6         | 8,7         | 10,2        | 7,8         | 29,2        | 30,1        | 32,3        |
| działalność deweloperska                        | 1,3         | -0,3        | 1,5         | 2,0         | 1,3         | 0,8         | 0,8         | 1,0         | 6,5         | 4,5         | 3,8         |
| EBIT                                            | 7,0         | 7,5         | 22,9        | 11,5        | 8,7         | 9,9         | 23,5        | 10,9        | 47,7        | 48,8        | 53,0        |
| Saldo finansowe                                 | -0,2        | -0,3        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -1,0        | -1,6        | -2,0        |
| Udział w wyniku jedn. zależnych                 | 1,0         | -0,8        | -1,7        | 4,5         | 0,6         | -0,6        | -0,9        | 4,9         | 1,6         | 3,1         | 4,0         |
| Wynik brutto                                    | 7,8         | 6,4         | 20,7        | 15,5        | 8,8         | 8,8         | 22,1        | 15,2        | 48,3        | 50,4        | 55,0        |
| <b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>            | <b>6,4</b>  | <b>4,7</b>  | <b>16,3</b> | <b>12,2</b> | <b>6,7</b>  | <b>6,7</b>  | <b>17,5</b> | <b>11,9</b> | <b>37,2</b> | <b>39,6</b> | <b>42,9</b> |
| Przychody: produkcja tv + zarządzanie           | 69,0        | 65,8        | 101,0       | 83,5        | 75,4        | 69,2        | 101,0       | 81,7        | 304,5       | 319,3       | 327,3       |
| <b>skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b> | <b>11,3</b> | <b>14,1</b> | <b>27,4</b> | <b>15,5</b> | <b>13,0</b> | <b>14,7</b> | <b>28,3</b> | <b>15,5</b> | <b>62,1</b> | <b>68,4</b> | <b>71,5</b> |

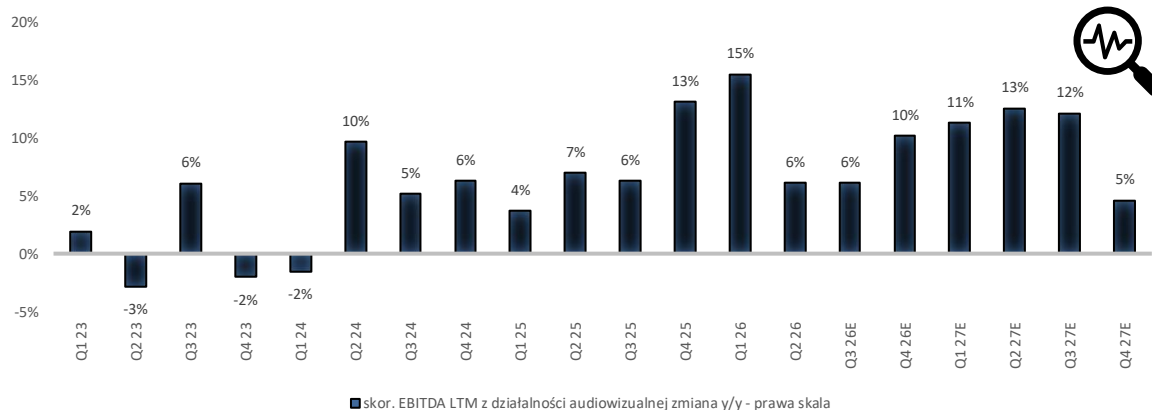
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2026-05-15 [PLN m]

|                                                 | obecnie     | obecnie     | obecnie     | było        | było        | było        | zmiana %   | zmiana %   | zmiana %   |
|-------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|                                                 | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2026E       | 2027E       | 2028E       | 2026E      | 2027E      | 2028E      |
| Przychody                                       | 339,4       | 343,7       | 373,7       | 346,3       | 357,4       | 390,2       | -2%        | -4%        | -4%        |
| <b>skor. EBITDA</b>                             | <b>72,1</b> | <b>77,4</b> | <b>84,3</b> | <b>76,1</b> | <b>80,9</b> | <b>90,5</b> | <b>-5%</b> | <b>-4%</b> | <b>-7%</b> |
| produkcja tv i filmowa                          | 38,3        | 39,2        | 41,0        | 39,8        | 42,3        | 44,7        | -4%        | -7%        | -8%        |
| zarządzanie aktywami trw.                       | 30,1        | 32,3        | 38,5        | 30,5        | 34,2        | 40,2        | -1%        | -6%        | -4%        |
| działalność deweloperska                        | 4,5         | 3,8         | 5,0         | 6,3         | 4,6         | 5,8         | -29%       | -18%       | -14%       |
| EBIT                                            | 48,8        | 53,0        | 58,5        | 52,7        | 57,0        | 63,1        | -7%        | -7%        | -7%        |
| Saldo finansowe                                 | -1,6        | -2,0        | -2,0        | -1,6        | -2,6        | -2,3        | -3%        | -22%       | -11%       |
| Udział w wyniku jedn. zależnych                 | 3,1         | 4,0         | 4,2         | 2,4         | 2,9         | 3,0         | 28%        | 37%        | 41%        |
| Wynik brutto                                    | 50,4        | 55,0        | 60,7        | 53,6        | 57,2        | 63,9        | -6%        | -4%        | -5%        |
| <b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b>            | <b>39,6</b> | <b>42,9</b> | <b>47,5</b> | <b>42,4</b> | <b>44,3</b> | <b>49,4</b> | <b>-7%</b> | <b>-3%</b> | <b>-4%</b> |
| Przychody: produkcja tv + zarządzanie           | 319,3       | 327,3       | 352,0       | 317,4       | 337,0       | 365,0       | 1%         | -3%        | -4%        |
| <b>skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b> | <b>68,4</b> | <b>71,5</b> | <b>79,5</b> | <b>70,2</b> | <b>76,4</b> | <b>84,9</b> | <b>-3%</b> | <b>-6%</b> | <b>-6%</b> |

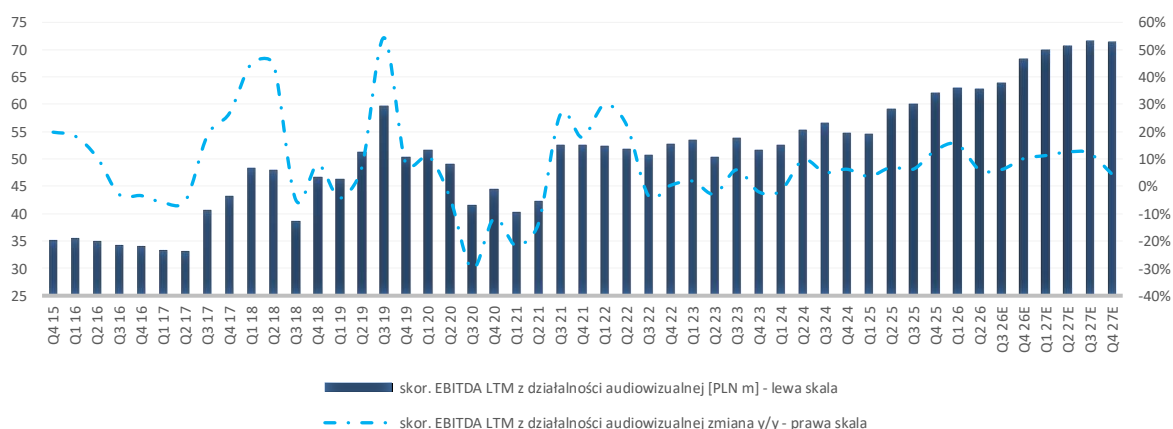
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### 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.

## 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         | 339          | 344          | 374          | 396          | 408          |
| EBITDA                               | 64,4        | 61,3        | 60,9        | 103,7       | 72,1         | 77,4         | 84,3         | 90,1         | 92,5         |
| <b>skor. EBITDA</b>                  | <b>63,5</b> | <b>55,7</b> | <b>56,3</b> | <b>69,9</b> | <b>72,1</b>  | <b>77,4</b>  | <b>84,3</b>  | <b>90,1</b>  | <b>92,5</b>  |
| segment produkcja tv                 | 19,6        | 19,8        | 21,9        | 32,9        | 38,3         | 39,2         | 41,0         | 42,9         | 44,3         |
| segment zarządzanie                  | 33,1        | 31,8        | 33,0        | 29,2        | 30,1         | 32,3         | 38,5         | 42,9         | 44,8         |
| segment deweloperka                  | 13,1        | 4,4         | 2,1         | 6,5         | 4,5          | 3,8          | 5,0          | 4,5          | 3,6          |
| EBIT                                 | 46,2        | 36,8        | 36,7        | 47,7        | 48,8         | 53,0         | 58,5         | 61,5         | 63,6         |
| Saldo finansowe                      | -2,5        | -2,3        | -1,4        | -1,0        | -1,6         | -2,0         | -2,0         | -2,0         | -1,8         |
| Udział w zyskach jedn. zal.          | 8,7         | 2,5         | -0,4        | 1,6         | 3,1          | 4,0          | 4,2          | 4,4          | 4,5          |
| Wynik brutto                         | 52,4        | 37,0        | 35,0        | 48,3        | 50,4         | 55,0         | 60,7         | 63,9         | 66,3         |
| Wynik netto                          | 44,6        | 28,1        | 27,7        | 38,2        | 40,6         | 44,3         | 49,1         | 51,7         | 53,7         |
| <b>Wynik netto dla akcjonariuszy</b> | <b>43,8</b> | <b>27,1</b> | <b>26,8</b> | <b>37,2</b> | <b>39,6</b>  | <b>42,9</b>  | <b>47,5</b>  | <b>50,1</b>  | <b>51,9</b>  |
| Przychody y/y                        | 34,0%       | -21,5%      | 4,7%        | 31,9%       | 4,4%         | 1,3%         | 8,7%         | 6,1%         | 2,8%         |
| EBITDA / Przychody                   | 21,5%       | 26,0%       | 24,7%       | 31,9%       | 21,3%        | 22,5%        | 22,6%        | 22,7%        | 22,7%        |
| skor. EBITDA / Przychody             | 21,2%       | 23,7%       | 22,8%       | 21,5%       | 21,3%        | 22,5%        | 22,6%        | 22,7%        | 22,7%        |
| EBIT / Przychody                     | 15,4%       | 15,6%       | 14,9%       | 14,7%       | 14,4%        | 15,4%        | 15,7%        | 15,5%        | 15,6%        |
| Wynik netto / Przychody              | 14,9%       | 11,9%       | 11,2%       | 11,7%       | 12,0%        | 12,9%        | 13,1%        | 13,1%        | 13,2%        |
| <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       | 319,3        | 327,3        | 352,0        | 376,7        | 391,5        |
| skor. EBITDA [PLN m]                 | 52,7        | 51,6        | 54,9        | 62,1        | 68,4         | 71,5         | 79,5         | 85,8         | 89,1         |
| skor. EBITDA y/y                     | 0,4%        | -2,0%       | 6,3%        | 13,1%       | 10,2%        | 4,6%         | 11,2%        | 7,9%         | 3,8%         |
| skor. EBITDA / Przychody             | 23,9%       | 23,6%       | 23,5%       | 20,4%       | 21,4%        | 21,8%        | 22,6%        | 22,8%        | 22,8%        |

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  | 287   | 308   | 318   | 320   | 319   |
| Rzeczowe aktywa trwałe                | 176  | 168  | 167  | 197  | 205   | 222   | 230   | 229   | 226   |
| WNiP                                  | 2    | 1    | 2    | 2    | 1     | 1     | 1     | 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    | 49    | 51    | 54    | 56    |
| Pozostałe aktywa trwałe               | 11   | 12   | 17   | 11   | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| Aktywa obrotowe                       | 133  | 128  | 167  | 160  | 166   | 165   | 187   | 207   | 227   |
| Aktywa programowe                     | 7    | 6    | 29   | 9    | 13    | 13    | 18    | 21    | 23    |
| Zapasy                                | 32   | 17   | 20   | 26   | 21    | 22    | 26    | 27    | 28    |
| Należności handlowe                   | 30   | 32   | 39   | 37   | 56    | 57    | 67    | 71    | 73    |
| Pozostałe aktywa finansowe            | 7    | 42   | 52   | 38   | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty        | 44   | 19   | 14   | 26   | 31    | 29    | 32    | 44    | 60    |
| Inne aktywa obrotowe                  | 13   | 12   | 13   | 23   | 24    | 24    | 24    | 24    | 24    |
| Aktywa                                | 391  | 386  | 425  | 444  | 453   | 473   | 504   | 526   | 546   |
| Kapitał własny razem                  | 301  | 307  | 311  | 333  | 349   | 369   | 389   | 408   | 426   |
| Razem zobowiązania                    | 90   | 79   | 115  | 111  | 104   | 105   | 115   | 118   | 119   |
| Zobowiązania długoterminowe           | 39   | 40   | 46   | 42   | 43    | 43    | 43    | 42    | 42    |
| Zobowiązania krótkoterminowe          | 51   | 39   | 69   | 68   | 61    | 61    | 72    | 76    | 78    |
| Kapitał własny + Zobowiązania         | 391  | 386  | 425  | 444  | 453   | 473   | 504   | 526   | 546   |
| Zobowiązania % [PLN m]                | 29   | 25   | 27   | 26   | 33    | 33    | 33    | 33    | 32    |
| Środki pieniężne i inne netto [PLN m] | 54   | 64   | 66   | 64   | 51    | 50    | 52    | 64    | 80    |
| Dług netto [PLN m]                    | -26  | -39  | -39  | -37  | -18   | -16   | -19   | -32   | -48   |
| 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  | 0,8   | 0,9   | 0,9   | 0,8   | 0,8   |
| Aktywa / Przychody                    | 1,3  | 1,6  | 1,7  | 1,4  | 1,3   | 1,4   | 1,3   | 1,3   | 1,3   |
| 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   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| Zobowiązania / Pasywa                 | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,2  | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Kapitał własny / Pasywa               | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 0,8  | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,8   |

| [PLN m]         | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CF operacyjny   | 94,4  | 43,5  | 40,5  | 58,2  | 39,6  | 62,6  | 62,9  | 72,2  | 75,7  |
| CF inwestycyjny | -44,4 | -36,7 | -18,6 | -19,5 | -13,7 | -40,9 | -33,4 | -28,3 | -25,4 |
| Cf finansowy    | -39,4 | -31,7 | -27,1 | -26,3 | -20,6 | -23,6 | -26,9 | -31,7 | -34,7 |
| CF netto        | 10,6  | -25,0 | -5,2  | 12,3  | 5,3   | -1,9  | 2,5   | 12,2  | 15,5  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane wskaźniki rynkowe**

| Wskaźniki rynkowe      | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kurs do obliczeń [PLN] | 3,56 | 3,39 | 4,02 | 3,86 | 3,55  | 3,55  | 3,55  | 3,55  | 3,55  |
| 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]        | 300  | 286  | 339  | 326  | 299   | 299   | 299   | 299   | 299   |
| Dług netto [PLN m]     | -26  | -39  | -39  | -37  | -18   | -16   | -19   | -32   | -48   |
| EV [PLN m]             | 274  | 247  | 300  | 288  | 281   | 283   | 281   | 268   | 251   |
| EPS [PLN]              | 0,52 | 0,32 | 0,32 | 0,44 | 0,47  | 0,51  | 0,56  | 0,59  | 0,62  |
| BVPS [PLN]             | 3,56 | 3,63 | 3,67 | 3,94 | 4,14  | 4,37  | 4,61  | 4,84  | 5,05  |
| DPS [PLN]              | 0,28 | 0,26 | 0,26 | 0,18 | 0,27  | 0,28  | 0,32  | 0,37  | 0,40  |
| Rentowność dywidendy   | 7,9% | 7,7% | 6,5% | 4,7% | 7,6%  | 7,9%  | 9,0%  | 10,4% | 11,3% |
| P/E                    | 6,8  | 10,6 | 12,7 | 8,8  | 7,6   | 7,0   | 6,3   | 6,0   | 5,8   |
| EV/EBITDA              | 4,3  | 4,0  | 4,9  | 2,8  | 3,9   | 3,7   | 3,3   | 3,0   | 2,7   |
| skor. EV/EBITDA        | 4,3  | 4,4  | 5,3  | 4,1  | 3,9   | 3,7   | 3,3   | 3,0   | 2,7   |
| EV/EBIT                | 5,9  | 6,7  | 8,2  | 6,0  | 5,8   | 5,3   | 4,8   | 4,3   | 4,0   |
| P/BV                   | 1,0  | 0,9  | 1,1  | 1,0  | 0,9   | 0,8   | 0,8   | 0,7   | 0,7   |
| ROA                    | 11%  | 7%   | 7%   | 9%   | 9%    | 9%    | 10%   | 10%   | 10%   |
| ROE                    | 15%  | 9%   | 9%   | 11%  | 12%   | 12%   | 13%   | 13%   | 13%   |
| ROIC                   | 16%  | 13%  | 13%  | 15%  | 14%   | 14%   | 15%   | 15%   | 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](mailto: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](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

##### Anna Tobiasz

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

##### Jakub Zamorski

Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: [jakub.zamorski@bdm.pl](mailto:jakub.zamorski@bdm.pl)

##### Krzysztof Grzegorzczak

Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.grzegorzczak@bdm.pl](mailto:krzysztof.grzegorzczak@bdm.pl)

#### WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

##### Tomasz Grzeszczyk

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

##### Tomasz Figiel

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [tomasz.figiel@bdm.pl](mailto:tomasz.figiel@bdm.pl)

##### Piotr Komorowski

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

#### Historia rekomendacji spółki:

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | dzień publikacji | godzina publikacji | kurs | WIG     |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------------|--------------------|------|---------|
| kupuj     | 5,10          | kupuj                   | 5,41                     | 2026-10-20       | 23:58              | 3,55 | 158 305 |
| 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 Q4 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                                                        | 2      | 67% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj                                                     | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj                                                      | 1      | 33% | 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/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: 2026-10-20**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-10-20 (23:58 CET/CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-10-20 (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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa 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 (analitik) 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 analitikę) 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 2026-10-20:**

- 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 zaistnieć 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.