



Dom Maklerski BDM S.A.

SEZON WYNIKÓW

Q2 2025

MEDIA/ROZRYWKA/TELEKOMUNIKACJA

AGORA
ARTIFEX MUNDI
ATM GRUPA
BENEFIT SYSTEMS
CYFROWY POLSAT
DIGITAL NETWORK
KINO POLSKA TV
ORANGE POLSKA
PTWP
WIRTUALNA POLSKA

Analitik:
Maciej Bobrowski

29 LIPIEC 2025, 15:38 CET/CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
AGORA.....	5
ARTIFEX MUNDI.....	8
ATM GRUPA.....	10
BENEFIT SYSTEMS.....	12
CYFROWY POLSAT.....	14
DIGITAL NETWORK.....	16
KINO POLSKA.....	18
ORANGE POLSKA.....	21
PTWP.....	24
WIRTUALNA POLSKA.....	26

AGORA +6% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E -10,3% STOPA ZWROTU 12M	ARTIFEX MUNDI -6% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E -36,6% STOPA ZWROTU 12M	ATM GRUPA +2% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E -7,2% STOPA ZWROTU 12M
BENEFIT SYSTEMS +13,5% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E +40,1% STOPA ZWROTU 12M	CYFROWY POLSAT +7,9% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E +18,9% STOPA ZWROTU 12M	DIGITAL NETWORK +31,5% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E +78,4% STOPA ZWROTU 12M
KINO POLSKA TV +4,7% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E +3,6% STOPA ZWROTU 12M	ORANGE POLSKA +4,2% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E +19,2% STOPA ZWROTU 12M	PTWP +198,5% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E +54,7% STOPA ZWROTU 12M
WIRTUALNA POLSKA +9,4% EBITDA LTM Y/Y Q2 2025E -15,9% STOPA ZWROTU 12M	WIG +27,0% STOPA ZWROTU 12M	STOXX EUROPE 600 MEDIA -4,3% STOPA ZWROTU 12M

PODSUMOWANIE

W ramach sezonu wynikowego Q2 2025 z grupy analizowanych podmiotów z obszaru media/rozrywka, wyróżniamy in plus cztery tematy: PTWP, ATM Grupa, Benefit Systems oraz Digital Network.

We wcześniejszych komentarzach akcentowaliśmy dobre perspektywy **PTWP** na cały 2025 rok. Liczymy, że odczyt za Q2 2025 (kluczowy dla całego roku kalendarzowego) potwierdzi korzystne uwarunkowania biznesowe zarówno w obszarze organizacji kongresów jak i w segmencie online.

Liczymy, że w Q2 2025 pozytywny impuls wynikowy będzie widoczny w **ATM Grupa**. Po dwóch względnie słabszych odczytach kwartalnych spółka, w naszej ocenie, ma szansę powrócić na rosnącą ścieżkę wynikową, co powinno być odzwierciedlone również w H2 2025.

W przypadku **Benefit Systems** założyliśmy poprawę wyniku brutto na sprzedaży w segmencie Polska i dodatkowo będzie to okres z odczuwalnym wpływem ekspansji na rynku tureckim.

Wyróżniamy in plus także **Digital Network**, który korzysta na postępującej transformacji rynku reklamy zewnętrznej (w kierunku DOOH). Jak pokazują ostatnie kwartały spółka wykazuje silny efekt dźwigni operacyjnej i potrafi skutecznie wykorzystywać zdobyte przewagi lidera DOOH w Polsce.

W Q2 2025 **Orange Polska** wykazał wzrost EBITDAaL o ponad 4% r/r i przyjęliśmy te dane z umiarkowanym optymizmem (dane zostały opublikowane w dniu 2025-07-28 po sesji). Na tym tle **Cyfrowy Polsat** pozycjonujemy w kategorii potencjalnych rozczarowań. W rozbiciu na segmenty w Q2 2025 spodziewamy się płaskiego r/r odczytu w segmencie mediowym. Z kolei w segmencie B2C i B2B liczymy się z erozją skor. EBITDA o 3,6% r/r. Przygotowujemy się również na spadek r/r w obszarze zielonej energii.

Neutralnie podchodzimy do perspektyw wynikowych **Kino Polska TV**. W symulacji uwzględniamy płaski odczyt skor. EBITDA w ujęciu r/r. W skali 2025 roku skor. EBITDA wg naszych założeń powinna być w przedziale 90-100 mln PLN (tym samym, spółka handlowana jest przy historycznie niskim mnożniku EV/EBITDA).

Z bieżącej perspektywy (w ramach sezonu Q2 2025) pozycjonujemy **Agorę** w kategorii lekkiego rozczarowania. Spółka powinna być beneficjentem dobrej widowni w kinach w minionym kwartale. Z drugiej strony nasze założenia wskazują na brak impulsów budowy rezultatów w pozostałych dywizjach z ekspozycją na rynek reklamy (choć to z reguły dopiero Q4 w ramach roku kalendarzowego jest kluczowym odczytem dla spółki).

Dla **Wirtualnej Polski** uwzględniliśmy erozję wyników w segmencie reklama i subskrypcje (niskie dynamiki wzrostu przychodów). W segmencie turystyka liczymy na dobre odczyty na dotychczasowej bazie oraz dodatkowo staramy się uwzględnić pierwszy (jeszcze niepełny) efekt konsolidacji Invia.

Z rozczarowaniem przyjęliśmy wstępne dane operacyjne (odczyty miesięczne) **Artifex Mundi** sugerujące erozję EBIT w Q2 2025 w ujęciu r/r. Decyzja o wzmożeniu akcji UA w dwóch miesiącach minionego Q2 była dla nas zaskakująca (kwiecień i maj 2025) i nie dostrzegamy impulsów wzrostu w dotychczasowych kanałach sprzedaży.

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q2 2025

	Data publikacji wyników	skor. EBITDA			EBIT			Wynik netto		
		Q2'24	Q2'25E	y/y	Q2'24	Q2'25E	y/y	Q2'24	Q2'25E	y/y
AGORA	2025-08-14	56,9	68,9	21%	13,2	22,7	71%	-12,3	-2,8	
ARTIFEX MUNDI	2025-09-10	8,7	6,6	-24%	7,1	5,2	-27%	6,9	5,4	-22%
ATM GRUPA	2025-09-29	8,6	15	75%	3,8	10,1	162%	3,1	6,5	112%
BENEFIT SYSTEMS	2025-08-22	243,1	322	33%	157,1	205,2	31%	108,9	136,7	26%
CYFROWY POLSAT	2025-08-20	843,9	816	-3%	396	396	0%	146,4	85,8	-41%
DIGITAL NETWORK	2025-09-30	9,6	11	14%	6,6	7,9	20%	6,3	6,9	10%
KINO POLSKA	2025-08-21	24,3	24,6	2%	21,5	22,9	7%	17,6	18,6	6%
ORANGE POLSKA	2025-07-28	854	891	4%	360	420	17%	231	274	19%
PTWP	2025-09-30	9,0	16,1	78%	8,7	15,8	82%	7,0	12,3	76%
WIRTUALNA POLSKA	2025-08-26	98,4	116	18%	45,7	30,4	-34%	16,8	1,5	-91%

*odczyt EBITDAaL dla OPL (EBITDA po uwzględnieniu kosztów leasingu)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Aktualne wyceny BDM dla spółek z obszaru TMT

	Data publikacji rekomendacji	Rekomendacja	Wycena [PLN/akcję]	Kurs [PLN/akcję]	Wycena / Kurs
AGORA	2025-08-14	KUPIJ	13,97	9,34	150%
ARTIFEX MUNDI	2025-04-29	TRZYMAJ	16,55	15,4	107%
ATM GRUPA	2025-05-19	KUPIJ	4,95	3,80	130%
BENEFIT SYSTEMS	---	BRAK	---	3400	---
CYFROWY POLSAT	2024-10-16	KUPIJ	14,79	15,1	98%
DIGITAL NETWORK	---	BRAK	---	83,0	
KINO POLSKA	2025-05-29	KUPIJ	25,4	18,5	137%
ORANGE POLSKA	2025-07-14	AKUMULUJ	9,74	8,79	111%
PTWP	---	BRAK	---	103,0	---
WIRTUALNA POLSKA	2024-10-21	AKUMULUJ	96,2	76,2	126%

*kursy skorygowane o odcięte dywidendy

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopa zwrotu na walorach wybranych spółek [total return; kursy zamknięcia z 2025-07-28]

		Stopa zwrotu w okresie [%]				Stopa zwrotu względem WIG w okresie [%]			
		3M	6M	YTD	12M	3M	6M	YTD	12M
AGORA		-6,0	-12,0	-4,8	-10,3	-11,9	-35,9	-39,0	-37,3
ARTIFEX MUNDI		-4,5	19,8	5,0	-36,6	-10,4	-4,0	-29,2	-63,5
ATM GRUPA		0,9	-2,1	1,9	-7,2	-5,0	-25,9	-32,2	-34,2
BENEFIT SYSTEMS		4,0	18,9	17,4	40,1	-1,9	-5,0	-16,7	13,2
CYFROWY POLSAT		-18,3	1,5	6,8	18,9	-24,2	-22,4	-27,4	-8,0
DIGITAL NETWORK		27,7	31,9	55,8	78,4	21,8	8,0	21,7	51,4
KINO POLSKA		-1,1	-10,1	-15,6	3,6	-7,0	-34,0	-49,8	-23,4
ORANGE POLSKA		-3,8	18,8	26,4	19,2	-9,7	-5,1	-7,8	-7,7
PTWP		74,0	104,3	112,1	54,7	68,1	80,4	77,9	27,7
WIRTUALNA POLSKA		-13,4	1,7	-0,5	-15,9	-19,3	-22,1	-34,7	-42,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

(osobny materiał z prognozami dla Agory został po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2025-07-24)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	9,34	P/E	29,7x	13,3x	4,9x
Kapitalizacja [PLN m]	435	skor. EV/EBITDA	4,5x	3,9x	3,3x
EV [PLN m]	1 188	EV/Przychody	0,8x	0,8x	0,7x
EV [PLN m] (non IFRS16)	568	P/BV	0,6x	0,6x	0,5x
Data publikacji raportu za Q2 2025	2025-08-14				

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 13,97 PLN; data wydania: 2025-05-14)

Prognozy wyników na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	337,5	358,1	6%	1 525,0	1 487,6	-2%
Reklama	193,3	201,3	4%	748,9	776,5	4%
Bilety do kina	40,1	49,1	23%	258,1	252,5	-2%
Sprzedaż wydawnictw	33,3	31,2	-6%	139,6	129,8	-7%
Bary kinowe	24,6	30,4	24%	148,1	152,0	3%
Sprzedaż gastronomiczna	12,3	0,0	-100%	46,3	0,0	-100%
Działalność filmowa	3,7	15,8	330%	54,0	49,3	-9%
Pozostała sprzedaż	30,2	30,3	0%	130,1	127,5	-2%
skor. EBITDA	56,9	68,9	21%	255,6	270,4	6%
skor. EBIT	13,2	22,7	71%	84,3	91,9	9%
Film i książka	-5,2	9,2		68,0	62,4	-8%
Radio	13,0	16,3	25%	55,2	63,2	15%
Prasa	-1,2	-3,3		-10,9	-1,3	
Reklama zewnętrzna	19,3	18,0	-7%	26,4	34,2	30%
Internet	-1,0	-3,4		-9,4	-6,7	
Segmenty razem	25,0	36,8	47%	129,2	151,9	18%
Pozycje uzgadniające	-11,8	-14,2		-44,9	-60,0	
Saldo finansowe	-14,6	-20,5		-19,5	-61,0	
Wynik brutto	-1,7	2,4		52,3	28,4	-46%
Wynik netto	-8,1	-2,3		33,4	20,8	-38%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-12,3	-2,8		13,0	15,5	19%
skor. EBIT	13,2	22,7	71%	84,3	91,9	9%
Film i książka	-5,2	9,2		68,0	62,4	-8%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	18,4	13,4	-27%	16,3	29,4	80%

Szacowany przez nas odczyt skor. EBITDA oraz skor. EBIT (obliczony przez BDM) może różnić się od odczytów jakie podaje Agora w raportach okresowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka w bieżącym roku wypłaci dywidendę w kwocie 0,25 PLN/akcję. Dniem dywidendy jest 2025-08-27, a dniem wypłaty 2025-09-18.

Zakładamy wzrost przychodów Agory z reklamy w Q2 2025 o blisko 4%. Liczymy na dobry odczyt przychodowy w radio oraz odczuwalne wygaszenie negatywnych tendencji w segmencie internet. Jednocześnie przyjęliśmy ostrożne podejście w segmencie reklama zewnętrzna.

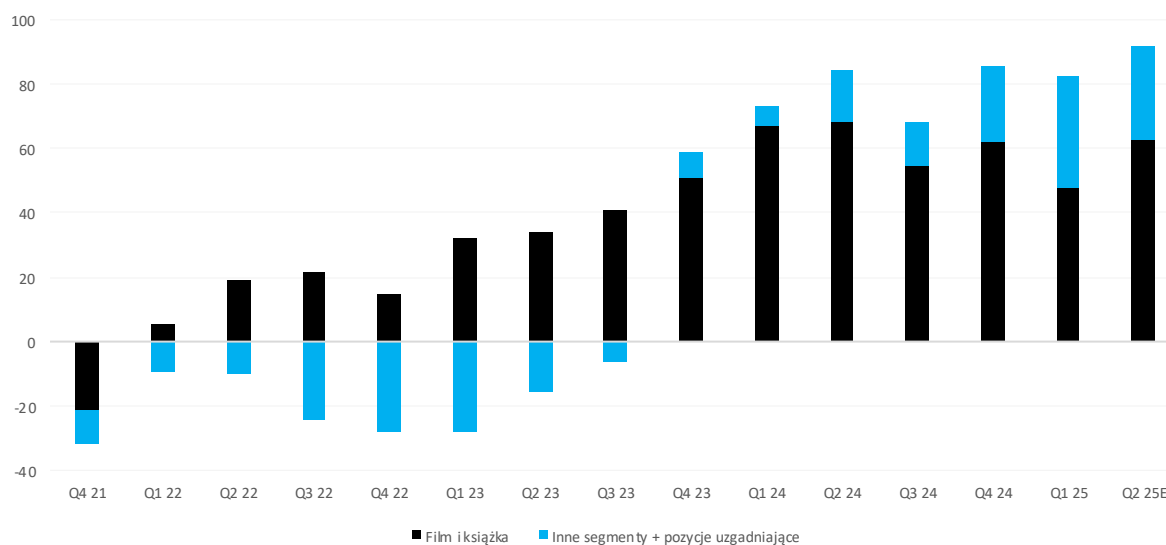
Spodziewamy się, że sieć Helios mogła sprzedać w Q2 2025 blisko 17% więcej biletów niż w Q2 2024. W całym pierwszym półroczu 2025 zakładamy, że Helios sprzedał o ok 5% mniej biletów w relacji r/r.

Tym samym, na Q2 2025 założyliśmy silny wzrost rezultatów w relacji r/r w obszarze film i książka. W pozostałych dywizjach biznesowych (łącznie z pozycjami uzgadniającymi) przyjęliśmy erozję wyników w ujęciu r/r. Liczymy, że segment film i książka w Q2 2025 wykaże wzrost skor. EBIT o 14,4 mln PLN względem Q2 2024. Pozostałe segmenty z ekspozycją na rynek reklamy (z uwzględnieniem pozycji uzgadniających), łącznie w naszej prognozie notują skor. EBIT słabszy o 5 mln PLN r/r.

Ogółem założyliśmy, że skor. EBIT w Q2 2025 roku wyniesie 22,7 mln PLN (vs 13,2 mln PLN w Q2 2024). Na saldzie finansowym staramy się uwzględnić wpływy ujemnych różnic kursowych. Finalnie na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom prognozujemy stratę 2,8 mln PLN (vs strata 12,3 mln PLN w Q2 2024).

Podsumowując, z bieżącej perspektywy (w ramach sezonu Q2 2025) pozycjonujemy **Agorę** w kategorii lekkiego rozczarowania. Spółka powinna być beneficjentem dobrej widowni w kinach w minionym kwartale. Z drugiej strony nasze założenia wskazują na brak impulsów budowy rezultatów w pozostałych dywizjach Agory z ekspozycją na rynek reklamy (choć to z reguły dopiero Q4 w ramach roku kalendarzowego jest kluczowym odczytem dla spółki).

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych składowych Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu zannualizowanym; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

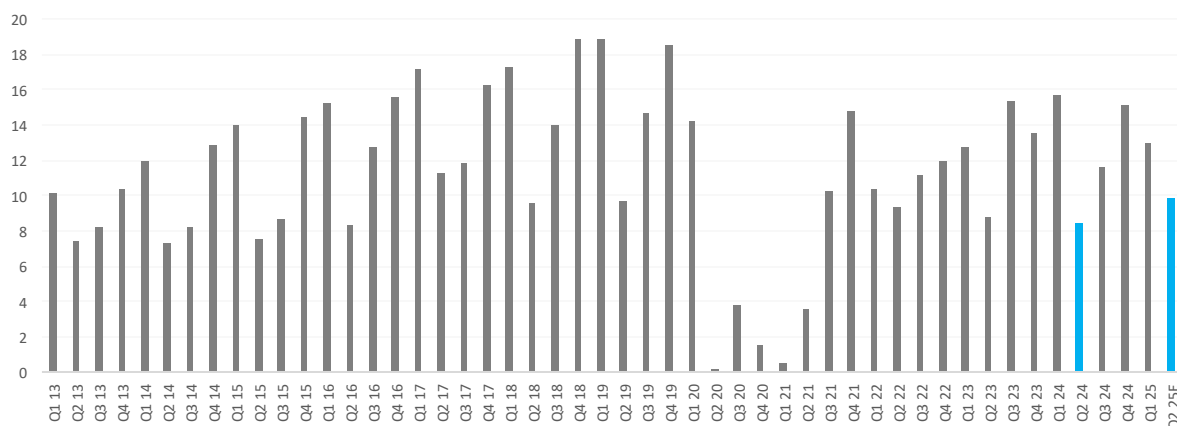
FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

Na podstawie naszych szacunków frekwencja w kinach w minionym Q2 2025 przyniosła silne odbicie w ujęciu r/r. Jednocześnie przypominamy, że poprzedni Q1 2025 wskazał na silną erozję w relacji r/r.

W Q2 2025 zauważamy mocną frekwencję na tytułach zagranicznych. Liczymy, że również H2 2025 pozwoli na budowę frekwencji na tytułach zagranicznych w relacji r/r. Jednocześnie w pierwszym półroczu relatywnie słabiej wyglądała popularność polskich tytułów kinowych (głównie wpływ Akademii Pana Kleksa – wysoka baza z ubiegłego roku). W naszej ocenie ogłoszone już daty premier dla polskich tytułów na najbliższe miesiące pozwalają na utrzymanie naszych dotychczasowych założeń o frekwencji na 2025 rok.

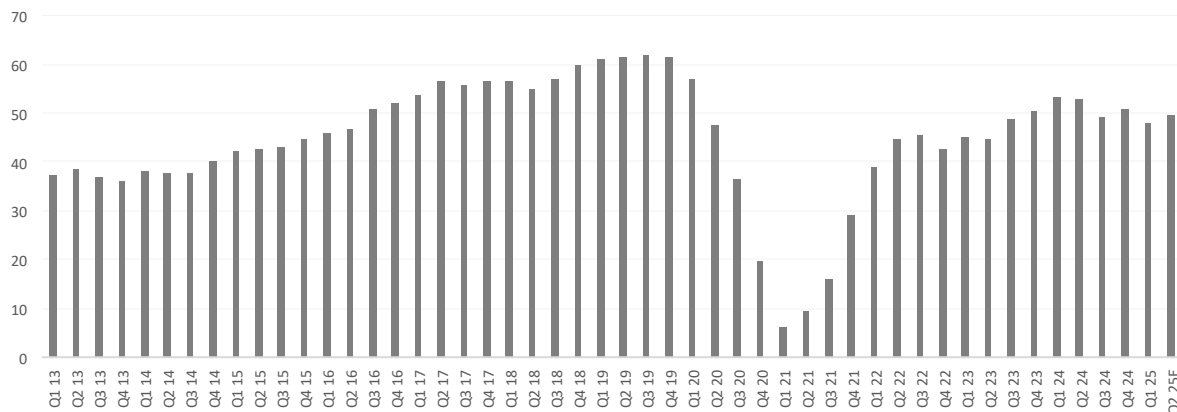
Założyliśmy, że sieć Helios mogła sprzedać w Q2 2025 blisko 17% więcej biletów niż w Q2 2024. Jednocześnie w całym pierwszym półroczu 2025 zakładamy, że Helios sprzedał o ok 5% mniej biletów w relacji r/r.

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q2 2025 [m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu 12 miesięcy) oraz nasza symulacja na Q2 2025 [m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

ARTIFEX MUNDI

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	15,40	P/E	6,7x	6,6x	8,4x
Kapitalizacja [PLN m]	184	EV/EBITDA	4,3x	4,7x	4,7x
EV [PLN m]	158	EV/EBIT	5,2x	5,7x	6,5x
		P/BV	1,7x	1,4x	1,2x
Data publikacji raportu za Q2 2025	2025-09-10				

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

TRZYMAJ (cena docelowa: 16,55 PLN; data wydania: 2025-04-29)

ARTIFEX MUNDI – prognoza na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	24,6	26,1	6,0%	99,1	104,2	5,1%
F2P	22,8	24,9	9,4%	89,9	97,9	8,9%
HOPA	1,8	1,1	-36,5%	9,0	6,1	-32,3%
Koszt własny sprzedaży	3,3	2,5	-22,7%	12,5	11,1	-10,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	21,4	23,6	10,4%	86,6	93,1	7,4%
Koszty sprzedaży	11,9	15,8	32,6%	48,9	56,7	16,1%
Koszty ogólnego zarządu	2,4	2,6	10,2%	8,3	9,1	9,4%
Saldo pozostałe	0,0	0,0		-0,1	0,0	
EBITDA adj.	8,7	6,6	-24,3%	35,3	33,2	-6,0%
EBIT	7,1	5,2	-26,9%	29,4	27,2	-7,5%
F2P	8,3	6,9	-17,2%	31,7	31,3	-1,2%
HOPA	1,1	0,9	-19,9%	5,9	4,8	-18,3%
Inne	-2,4	-2,6		-8,2	-8,9	
Saldo finansowe	0,6	0,8	31,9%	2,7	2,3	-15,8%
EBT	7,7	6,0	-22,4%	32,1	29,5	-8,2%
Podatek dochodowy	0,7	0,5	-24,3%	2,7	2,5	-7,0%
Wynik netto	6,9	5,4	-22,2%	29,4	27,0	-8,3%

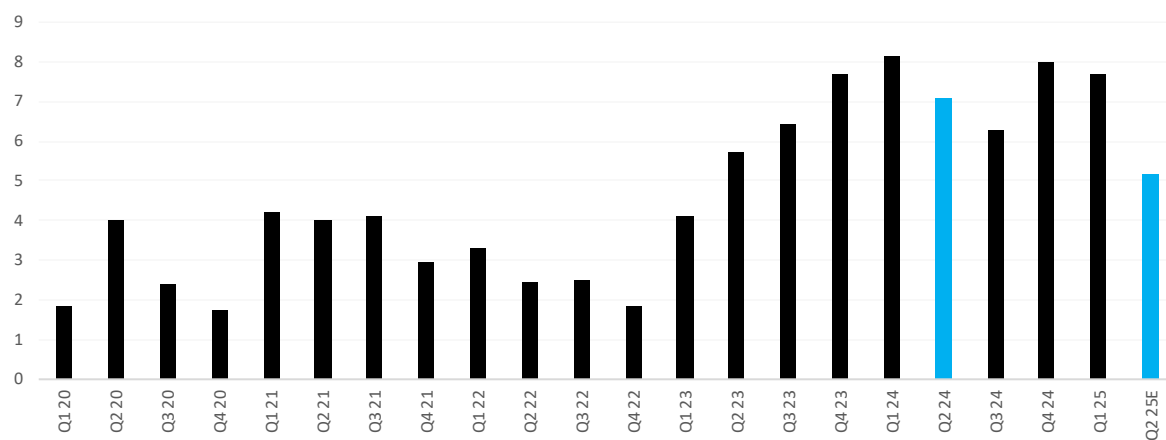
EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ostatnie opublikowane miesięczne dane operacyjne za czerwiec 2025 jak i cały Q2 2025 odebraliśmy z rozczarowaniem. Decyzja o wzmożeniu akcji UA w dwóch miesiącach minionego Q2 była dla nas zaskakująca (kwiecień i maj 2025). Dostrzegamy brak impulsów wzrostu w dotychczasowych kanałach sprzedaży. W Q2 2025 odczyt przychody minus UA wyniósł 10,3 mln PLN, co oznacza erozję o 20,3% względem danych z Q2 2024.

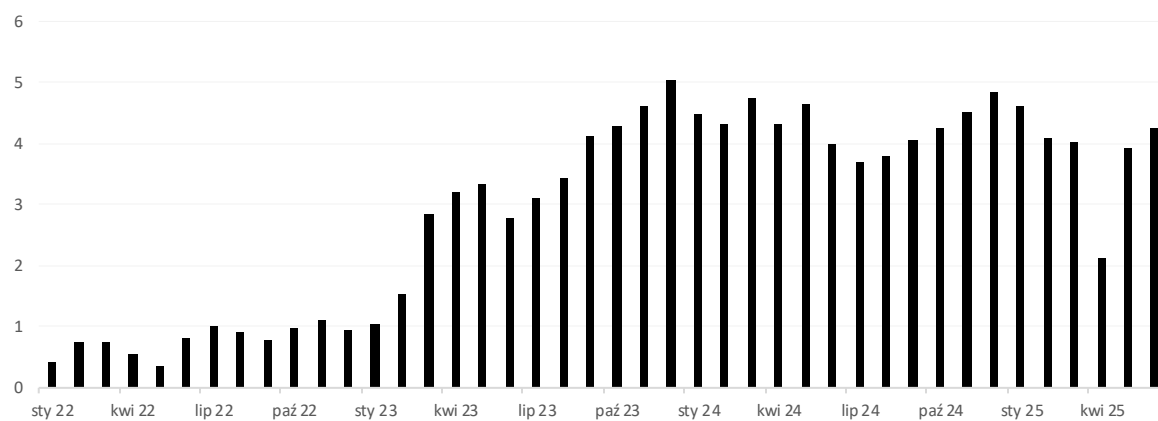
Ogółem w Q2 2025 spodziewamy się spadku EBIT do 5,2 mln PLN (-26,9% r/r). W ujęciu LTM po odczycie za Q2 2025 EBIT wg naszych symulacji może wynieść 27,2 mln PLN (-7,5% r/r). Bezpośredni wpływ na erozję wyników w minionym kwartale ma segment F2P jak i HOPA. Na poziomie wyniku netto założyliśmy 5,4 mln PLN (-22,2% r/r). W ujęciu LTM po odczycie za Q2 2025 zysk netto wg nas może wynieść blisko 27 mln PLN (-8,3% r/r).

Historyczne odczyty EBIT oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA y/y



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ATM GRUPA

(osobny materiał z prognozami dla ATM GRUPA został po raz pierwszy opublikowany w dniu 2025-07-29 o godzinie 13:25)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	3,80	P/E	12,0x	7,7x	7,3x
Kapitalizacja [PLN m]	320	skor. EV/EBITDA	5,0x	4,0x	4,0x
EV [PLN m]	282	P/BV	1,0x	1,0x	0,9x
Data publikacji raportu za Q2 2025	2025-09-29				

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPOJ (cena docelowa: 4,95 PLN; data wydania: 2025-05-19)

Prognoza wyników na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	51,9	62,4	20,1%	250,3	258,4	3%
produkcja tv i filmowa	28,5	32,8	15,0%	160,2	163,8	2%
zarządzanie aktywami trw.	19,2	20,7	8,0%	73,9	81,9	11%
działalność deweloperska	3,9	8,5	119,3%	15,0	11,4	-24%
inne	0,3	0,3	3,9%	1,2	1,3	1%
skor. EBITDA*	8,6	15,0	74,9%	59,6	61,0	2%
produkcja tv i filmowa	2,9	5,0	74,6%	22,9	23,8	4%
zarządzanie aktywami trw.	6,8	7,5	9,6%	32,4	33,5	3%
działalność deweloperska	-0,8	2,8		2,7	4,2	55%
inne	-0,2	-0,2		1,6	-0,5	
EBIT	3,8	10,1	161,9%	40,6	40,8	1%
Saldo finansowe	-0,2	-0,4		-1,2	-1,3	
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,5	-1,2		0,2	-3,3	
Wynik brutto	4,2	8,5	104,6%	39,6	36,2	-9%
Wynik netto dla akcjonariuszy	3,1	6,5	112,4%	30,5	26,8	-12%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	47,7	53,5	12,2%	234,1	245,7	5%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	9,7	12,5	28,7%	55,3	57,3	4%

* 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.

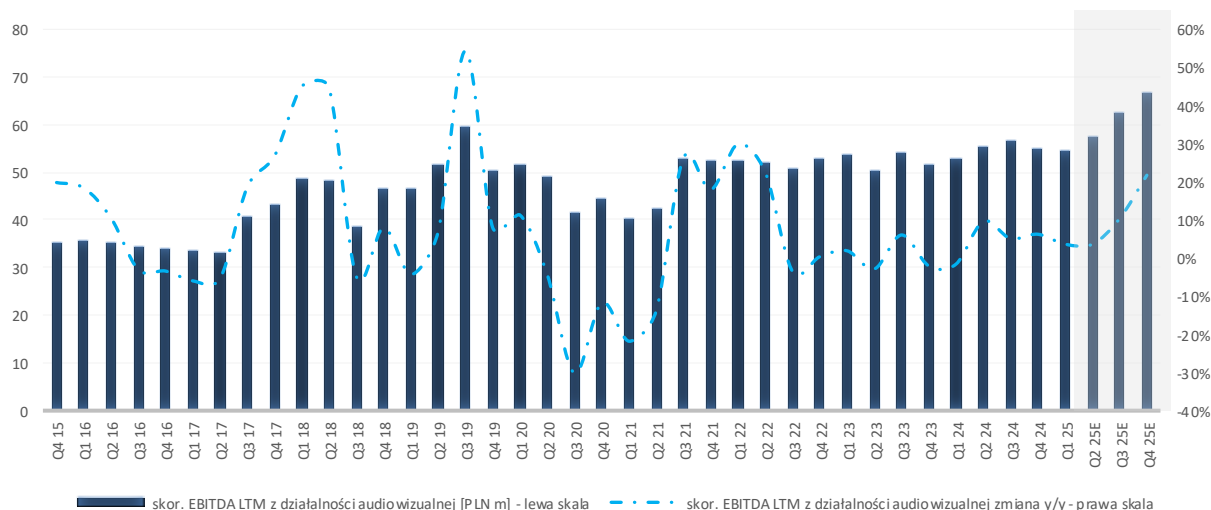
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po dwóch względnie słabszych odczytach kwartalnych spółka, w naszej ocenie, ma szansę powrócić na rosnącą ścieżkę wynikową. W szczególności akcentujemy założenia dotyczące dobrych dynamik wzrostu na działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz segmentu zarządzania aktywami trwałymi). Przychody z podstawowej działalności zakładamy na poziomie 53,5 mln PLN (+12,2% r/r), a odczyt skor. EBITDA (według naszej symulacji) może wynieść 12,5 mln PLN (+28,7% r/r). Po Q2 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna być w okolicy 57,3 mln PLN (+4% r/r).

Przypominamy, że serial "Breslau" będzie miał premierę 2025-09-12 na platformie Disney+. Uwzględniając specyfikę złożonych produkcji przygotowujemy się na scenariusz, że projekt będzie rozliczony przez wynik w Q3 2025 (we wcześniejszych symulacjach uwzględnialiśmy ujęcie w Q2 2025).

Spodziewamy się, że kontraktacja produkcji dla telewizji linearnych (dostrzegamy rosnącą liczbę projektów względem 2024 roku) w horyzoncie kolejnych kwartałów 2025 roku będzie impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych (w naszym odczuciu) mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy raczej dopiero w okresie 2026/2027 roku.

ATM Grupa - historyczne odczyty skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasze założenia na 2025 rok
(suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

BENEFIT SYSTEMS

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	3 400	P/E	22,4	21,9	16,4
Kapitalizacja [PLN m]	11 106	EV/EBITDA	11,5	10,3	8,2
EV [PLN m]	12 788	EV/Przychody	3,3	2,9	2,4
EV [PLN m] (non IFRS16)		P/BV	8,7	4,5	4,0
Data publikacji raportu za Q2 2025		2025-08-22			

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Benefit Systems - prognozy wyników na Q2 2025 [PLN m]

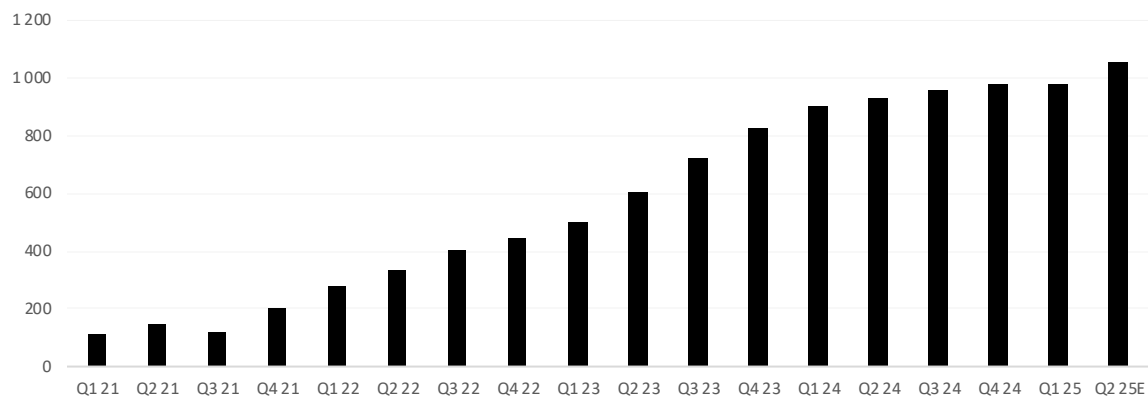
	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	844,8	1 083,5	28,3%	3 097,2	3 786,9	22,3%
Wynik brutto na sprzedaży	319,6	391,0	22,3%	1 105,6	1 330,3	20,3%
SG&A	-158,2	-174,9	10,5%	-481,5	-655,1	36,1%
Pozostałe saldo operacyjne	-4,3	-11,0		-12,9	-21,4	
EBITDA	243,1	322,0	32,5%	930,1	1 055,2	13,5%
EBIT	157,1	205,2	30,6%	611,3	653,8	7,0%
Saldo finansowe	-8,8	-25,9	194,3%	-16,0	-67,1	319,8%
Wynik brutto	148,4	179,3	20,8%	595,9	596,6	0,1%
Podatek	-38,3	-41,2	7,5%	-131,3	-150,4	14,5%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	108,9	136,7	25,5%	458,9	442,0	-3,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że Q2 2025 był dobrym okresem dla Benefit Systems. Spółka podała już wstępne dane operacyjne za Q2 2025 dotyczące liczby kart. W segmencie Polska założyliśmy wzrost wyniku brutto na sprzedaży o 8,6% r/r. Poprawę wyniku brutto na sprzedaży uwzględniamy także w segmencie Zagranica UE. Będzie to też okres wpływu ekspansji na rynku tureckim.

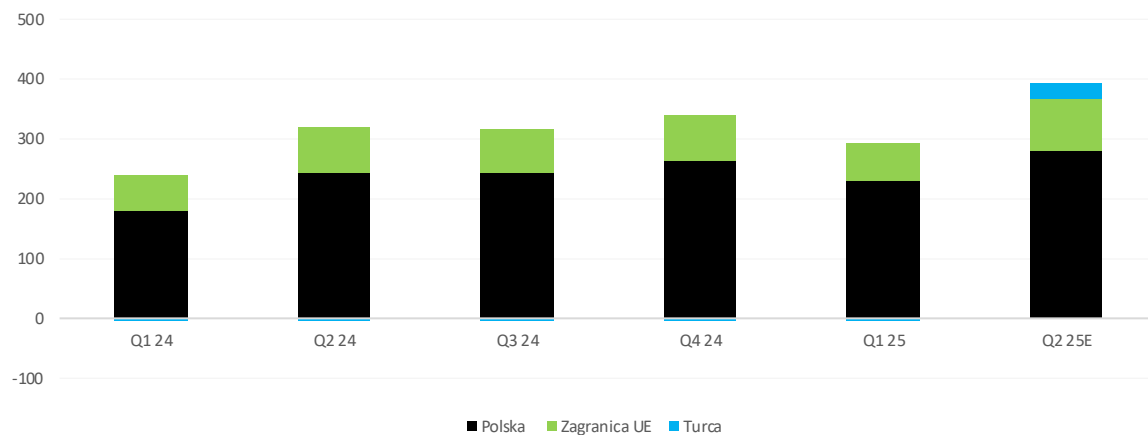
Ogółem spodziewamy się wzrostu EBITDA do 322 mln PLN (+32,5%). W samym segmencie Polska przyjmujemy wzrost EBITDA w ujęciu r/r o ponad 11% do 265 mln PLN. Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q2 2025 może wynieść blisko 137 mln PLN (+25,5% r/r).

Benefit Systems - historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Benefit Systems - historyczne odczyty wyniku brutto na sprzedaży według segmentów oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	15,1	P/E	13,6x	26,9x	16,6x
Kapitalizacja [PLN m]	9 657	EV/EBITDA	5,8x	6,1x	5,7x
EV [PLN m]	20 001	EV/EBIT	11,2x	12,2x	10,7x
Data publikacji raportu za Q2 2025			2025-08-20		

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 14,79 PLN; data wydania: 2024-10-16)

Prognozy wyników na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody razem	3 454,3	3 614,6	4,6%	13 996,5	14 551,4	4,0%
detaliczne od klientów indyw. i biznesowych	1 784,4	1 808,0	1,3%	7 073,5	7 233,8	2,3%
hurtowe	848,2	866,9	2,2%	3 326,5	3 297,0	-0,9%
sprzedaż sprzętu	432,8	399,5	-7,7%	1 811,9	1 760,1	-2,9%
pozostałe	388,9	540,3	38,9%	1 784,6	2 260,6	26,7%
Koszty operacyjne	-3 085,8	-3 213,6	4,1%	-12 854,0	-12 746,7	-0,8%
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-455,7	-380,9	-16,4%	-1 905,9	-1 431,9	-24,9%
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-296,4	-311,2	5,0%	-1 207,6	-1 274,8	5,6%
inne koszty	-2 333,7	-2 521,5	8,0%	-9 740,5	-10 040,0	3,1%
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	0,0	0,0		229,7	-0,2	
Pozostałe przychody / koszty	27,5	-5,0		159,6	-80,7	
EBITDA	865,0	797,0	-7,9%	3 482,8	3 232,4	-7,2%
EBITDA skor.	843,9	816,0	-3,3%	3 068,0	3 309,0	7,9%
EBIT	396,0	396,0	0,0%	1 531,8	1 723,8	12,5%
Wynik działalności inwestycyjnej	84,2	0,0	-100,0%	224,0	81,8	-63,5%
Saldo finansowe netto	-267,1	-263,1		-993,9	-953,7	
Wynik brutto	213,2	132,9	-37,7%	781,3	851,1	8,9%
Wynik netto	146,4	85,8	-41,4%	547,8	552,4	0,8%

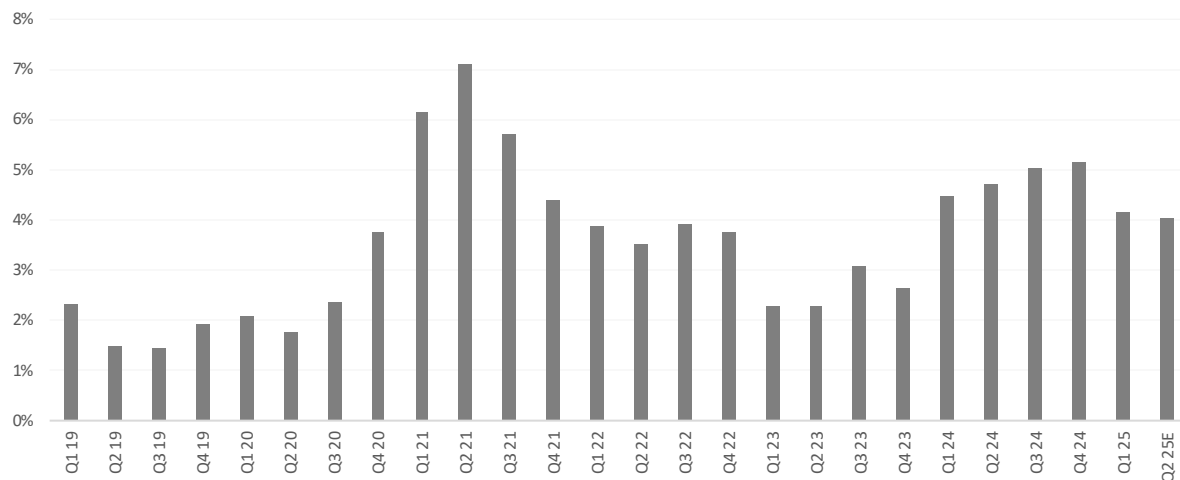
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że w Q2 2025 odczyt skor. EBITDA mógł wynieść blisko 816 mln PLN (-3,3% r/r). Po Q2 2025 EBITDA skor. w ujęciu LTM, wg naszych symulacji, będzie w okolicy 3,31 mld PLN (+7,9% r/r).

W rozbiciu na segmenty w Q2 2025 spodziewamy się płaskiego r/r odczytu w segmencie mediowym. Z kolei w segmencie B2C i B2B liczymy się z erozją skor. EBITDA o 3,6% r/r. Przygotowujemy się również na spadek r/r w obszarze zielonej energii (w ujęciu r/r spadek wynika m.in. z wysokiej bazy na biomasie).

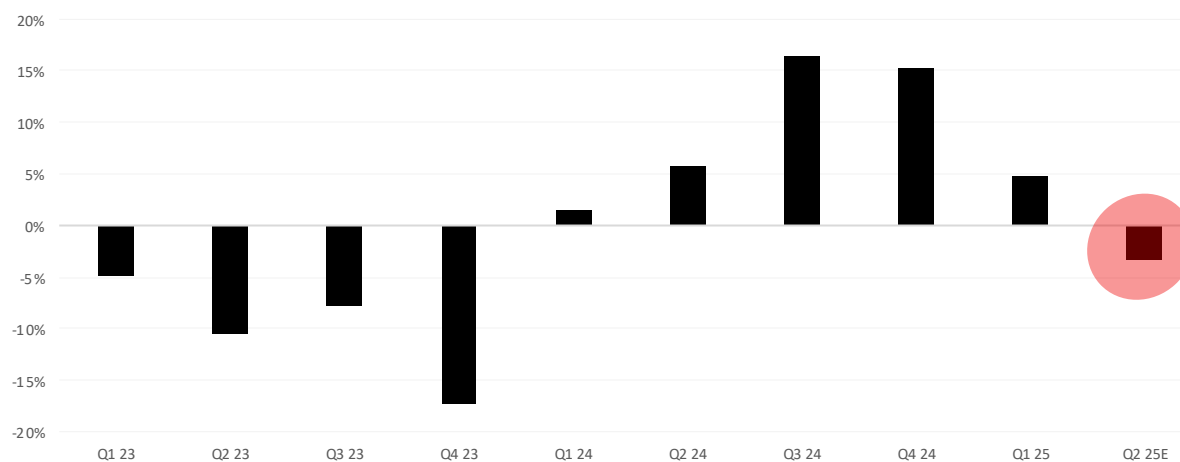
Wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q2 2025 szacujemy na niespełna 86 mln PLN. Po Q2 2025 wynik netto w ujęciu LTM, wg naszych symulacji, będzie w okolicy 552 mln PLN (+0,8% r/r).

Cyfrowy Polsat - historyczne odczyty dynamiki ARPU klienta B2C oraz nasze założenia na Q2 2025 [r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Cyfrowy Polsat - historyczne odczyty skor. EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DIGITAL NETWORK

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	83,0	P/E	13,7x	12,0x	10,9x
Kapitalizacja [PLN m]	345,8	EV/EBITDA	8,2x	6,8x	5,7x
EV [PLN m]	357,7	P/BV	11,3x	9,1x	7,5x
Data publikacji raportu za Q2 2025			2025-09-30		

Analityk:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza wyników na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	16,4	19,3	17,5%	68,4	80,6	17,8%
EBITDA	9,6	11,0	14,2%	36,2	47,6	31,5%
EBIT	6,6	7,9	20,1%	24,9	35,4	41,8%
Saldo finansowe	1,0	0,6	-44,2%	2,4	2,2	-7,9%
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,0	0,0		7,5	0,0	
Wynik brutto	7,6	8,5	11,5%	34,8	37,6	7,9%
Podatek	1,4	1,6	18,7%	7,3	7,0	-4,1%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	6,3	6,9	10,0%	27,5	30,5	11,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

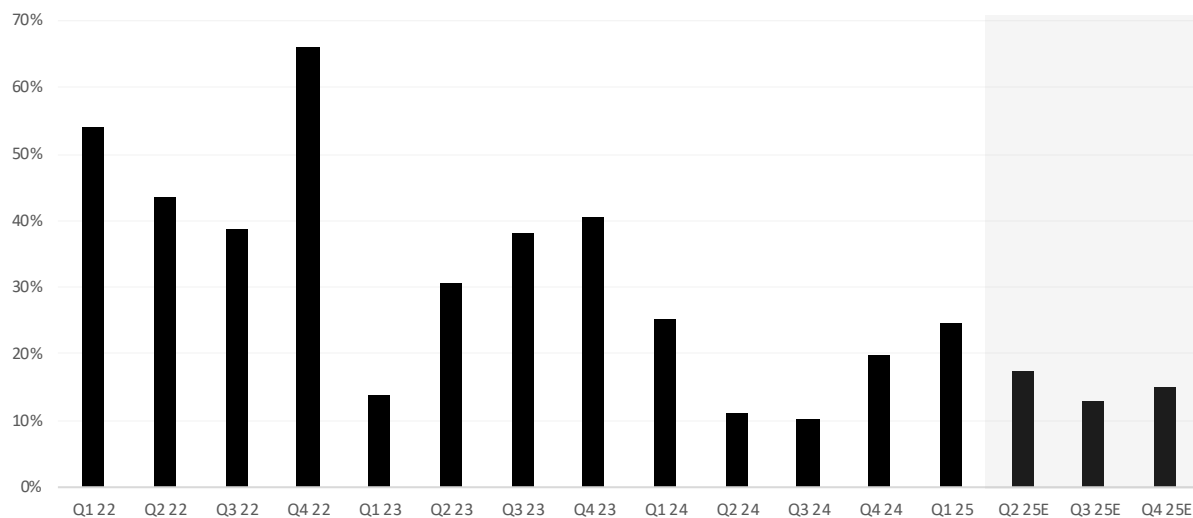
W naszej ocenie miniony Q2 2025 był dobrym okresem dla spółki. W symulacji założyliśmy, że przychody w Q2 2025 były wyższe o 17,5% w relacji r/r i jest to głównie efekt lepszego wykorzystania dotychczasowych nośników DOOH.

Spodziewamy się zatem, że EBITDA za Q2 2025 mogła wynieść ponad 11 mln PLN (+14,2% r/r). W ujęciu LTM, po Q2 2025 EBITDA w naszym modelu wynosi 47,6 mln PLN, czyli jest o 31,5% wyższa niż odczyt po Q2 2024.

Wynik netto (przypisany akcjonariuszom) według naszych założeń w Q2 2025 może wynieść 6,9 mln PLN (+10% r/r). W ujęciu LTM wynik netto szacujemy na 30,5 mln PLN (+11,1%).

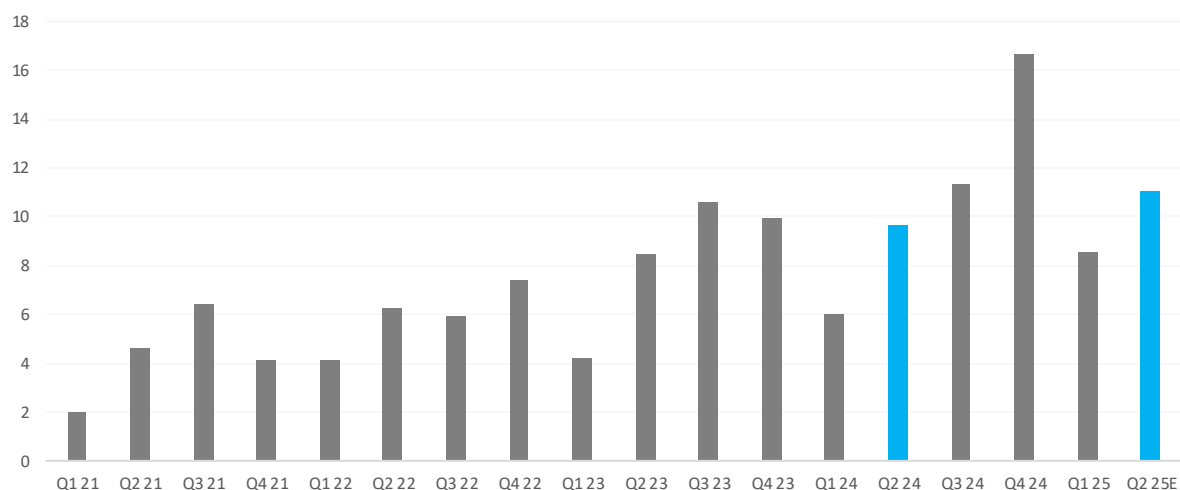
Uwzględniając korzystne trendy dla spółki w DOOH oraz rozbudowę posiadanej bazy nośników reklamowych podwyższyliśmy dynamikę wzrostu przychodów na H2 2025 (względem poprzedniej edycji kwartalnika).

Historyczne dynamiki wzrostu przychodów w Digital Network oraz nasze założenia na kolejne okresy 2025 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	18,5	P/E	5,5x	5,3x	4,7x
Kapitalizacja [PLN m]	367	EV/EBITDA	2,6x	2,5x	1,8x
EV [PLN m]	246	EV/EBIT	3,0x	2,7x	1,9x
Data publikacji raportu za Q2 2025	2025-08-21	DPS [PLN]	0,63	0,63	0,70

Analityk:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 25,4 PLN; data wydania: 2025-05-29)

Prognozy wyników na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	79,8	80,4	0,8%	304,7	317,2	4,1%
Emisja	38,1	38,5	1,1%	150,1	152,1	1,4%
Reklama	36,6	34,8	-4,9%	123,8	134,9	8,9%
Sprzedaż licencji	3,1	2,8	-10,0%	22,9	13,8	-39,8%
Produkcja kanałów	1,5	3,7	143,6%	5,8	13,3	128,0%
Inne	0,6	0,7	26,6%	2,0	3,1	55,3%
Koszty operacyjne	-57,8	-58,2		-225,7	-231,7	
Pozostałe saldo operacyjne	-0,5	0,8		1,4	1,0	-28,3%
skor. EBITDA	24,3	24,6	1,5%	90,5	94,8	4,7%
EBIT	21,5	22,9	6,7%	80,4	86,6	7,7%
Saldo finansowe	0,8	0,9	7,5%	1,0	3,0	197,8%
Wynik brutto	22,3	23,8	6,8%	81,4	89,5	10,0%
Podatek dochodowy	-4,7	-5,2		-17,0	-21,5	
Wynik netto	17,6	18,6	5,6%	64,4	68,0	5,6%

* EBITDA skor. obliczona przez BDM liczona jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż podaje spółka w raportach).

KPL definiuje EBITDA skor. jako zysk z działalności operacyjnej skorygowany o amortyzację i utratę wartości środków trwałych, wartości niematerialnych oraz aktywów programowych. Ponadto w kalkulacji skorygowanego EBITDA eliminuje różnice kursowe, wycenę instrumentów pochodnych i koszty odsetek budżetowych oraz ujmuje przychody z tytułu otrzymanych odsetek.

** w Q2 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 0,56 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

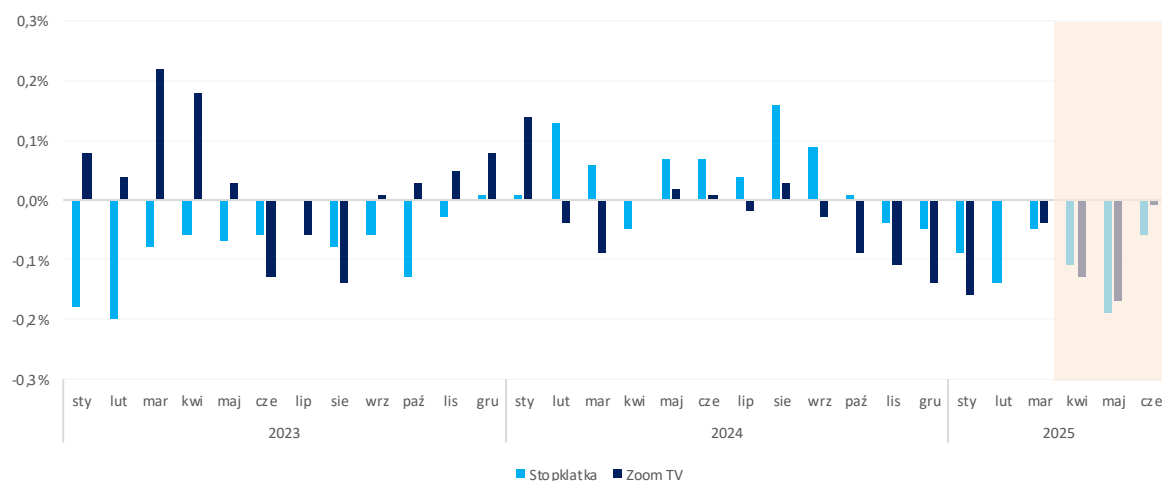
Zakładamy, że w Q2 2025 skor. EBITDA wyniesie 24,6 mln PLN (+1,5% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA (wg nas) może wynieść 94,8 mln PLN(+4,7% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się odczytu rządu 18,6 mln PLN (+5,6% r/r). Po odczycie za Q2 2025 w ujęciu LTM wynik netto w naszym modelu wynosi 68 mln PLN (+5,6% r/r).

W symulacji na Q2 2025 uwzględniamy słabsze odczyty wynikowe dla Stopklatka oraz Zoom TV (łącznie erozja o 0,1 mln PLN r/r) i wyższy rezultat segmentu FilmBox (o 0,3 mln PLN r/r). Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q2 2025 założyliśmy na poziomie 22,2 mln PLN (+1% r/r).

Drugi kwartał według naszych szacunków to nadal okres ze słabą oglądalnością kanałów Stopklatka oraz Zoom TV (choć czerwiec'25 wskazał już na wyraźne wyhamowanie negatywnych tendencji). Spodziewamy się, że w H2 2025 spółka zdecyduje się na wzbogacenie kontentu i będzie chciała wskazać na odbudowę udziałów rynkowych obu kanałów. Przypominamy również, że Zoom TV z końcem bieżącego roku zniknie z MUX8. Przedstawiciele spółki w swoich wypowiedziach medialnych wskazywali na planowane działania marketingowe i inwestycje w kontent Zoom TV w nadchodzących miesiącach.

Dywidenda w 2025 roku wyniesie 0,63 PLN/akcję. Dzień dywidendy to 2025-08-22. Dywidenda zostanie wypłacona w dniu 2025-08-29.

Szacunkowe odczyty oglądalności dla anten spółki Stopklatka oraz Zoom TV (zmiana r/r w pkt%)

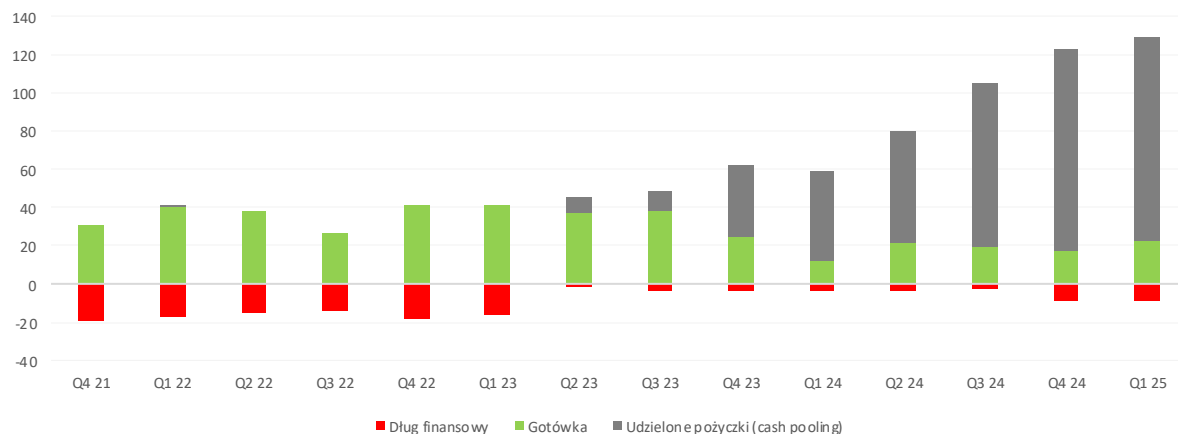


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczby widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

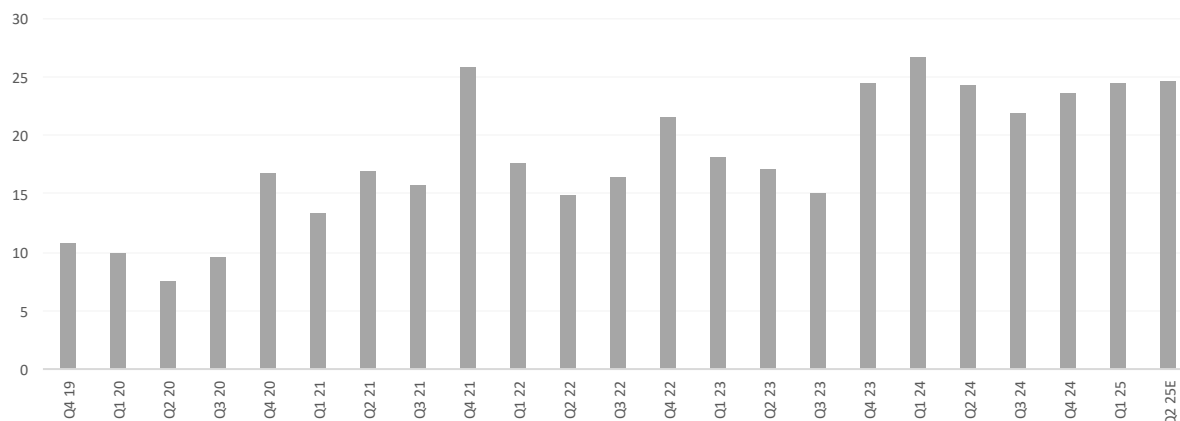
Na koniec marca 2025 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie blisko 8,9 mln PLN. Jednocześnie na bilansie stan gotówki przekraczał 22 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała ponad 106 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec 2024 roku było to blisko 106 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec Q1 2025 to ponad 120 mln PLN (nadwyżka gotówki). Wartość akcji, które nie są w posiadaniu głównego akcjonariusza przy kursie zamknięcia z 2025-07-28 to ok 125 mln PLN.

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



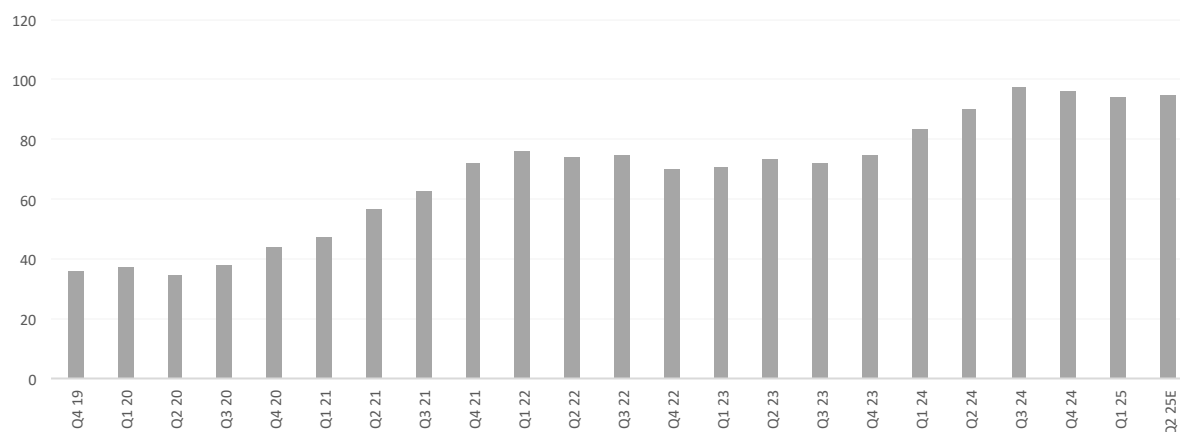
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



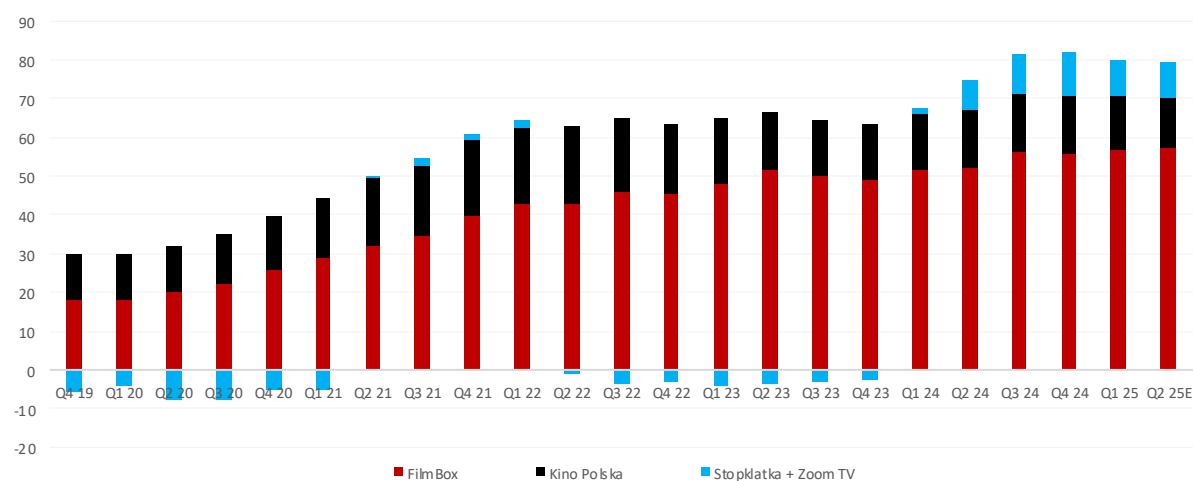
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ORANGE POLSKA

(pierwsza publikacja komentarza z analizą wyników za Q2 2025 nastąpiła w dniu 2025-07-29 08:38 CET/CEST; materiał z prognozami na Q2 2025 dla Orange został opublikowany w dniu 2025-03-28)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	8,79	P/E	12,6x	14,1x	16,0x
Kapitalizacja [PLN m]	11 536	EV/EBITDA	4,7x	4,6x	4,5x
EV [PLN m]	18 945	P/BV	0,8x	0,9x	0,9x
Data publikacji raportu za Q2 2025	2025-07-28	DPS [PLN]	0,48	0,53	0,58

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

AKUMULUJ z ceną docelową 9,74 PLN/akcję (2025-07-14)

Wyniki Orange Polska za Q2 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q2 24	Q2 25	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25 LTM	y/y	Q2 25E	realizacja
Przychody razem	3 123	3 158	1,1%	12 811	12 839	0,2%	3 169	100%
Usługi wyłącznie komórkowe	742	780	5,1%	2 919	3 067	5,1%	781	100%
Usługi wyłącznie stacjonarne	442	435	-1,6%	1 800	1 746	-3,0%	429	101%
Usługi konwergentne B2C	636	697	9,6%	2 451	2 701	10,2%	694	100%
Sprzedaż sprzętu	407	374	-8,1%	1 861	1 715	-7,8%	370	101%
Usługi IT i integracyjne	405	401	-1,0%	1 627	1 645	1,1%	413	97%
Usługi hurtowe	403	405	0,5%	1 707	1 628	-4,6%	407	99%
Pozostałe przychody	88	66	-25,0%	446	337	-24,4%	74	89%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 597	1 705	6,8%	6 254	6 669	6,6%	1 702	100%
Koszty razem	2 269	2 267	-0,1%	9 564	9 455	-1,1%	2 281	99%
Koszty świadczeń pracowniczych	369	388	5,1%	1 465	1 496	2,1%	381	102%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 799	1 819	1,1%	7 586	7 511	-1,0%	1 813	100%
EBITDAaL	854	891	4,3%	3 247	3 384	4,2%	888	100%
Adj. EBITDA	985	1 034	5,0%	3 851	3 906	1,4%	1 035	100%
EBIT	360	420	16,7%	1 195	1 442	20,7%	379	111%
Koszty finansowe, netto	75	88	17,3%	250	315	26,0%	94	94%
Skonsolidowany wynik netto	231	274	18,6%	767	920	20,0%	231	119%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W naszym odczuciu Q2 2025 to sezon wyników, który miał ambitną bazę porównawczą. Dlatego, wyniki za Q2 2025 przyjmujemy z umiarkowanym optymizmem. EBITDAaL w minionym kwartale wzrósł do 891 mln PLN (+4,3% r/r) i był zbliżony do naszych wcześniejszych oczekiwań (888 mln PLN).

Dynamika wzrostu przychodów w Q2 2025 z kluczowych usług telekomunikacyjnych wyniosła 6,8% i jest to strumień przychodowy, który w istotnym stopniu wpływał na poprawę marży bezpośredniej (wpływ ok +32 mln PLN r/r). Liczymy, że również H2 2025 będzie wskazywać na utrzymanie dobrych trendów w tej kategorii przychodowej.

W Q2 2025 wpływ na pozostałe saldo operacyjne miało ujęcie wyższej dodatkowej marży wygenerowanej na kontrakcie budowy sieci dla spółki Światłowod Inwestycje (+32 mln PLN r/r).

W Q2 2025 sprzedaż usług IT i integracji była o 1% niższa r/r. Zauważamy jednocześnie w komentarzu zarządu, iż Orange dostrzega „...lepsze perspektywy dla drugiego półrocza w usługach IT i integracyjnych; jesteśmy również dobrze przygotowani do wykorzystania możliwości w tym obszarze wynikających z przyszłego wzrostu wydatków w przemyśle obronnym...”.

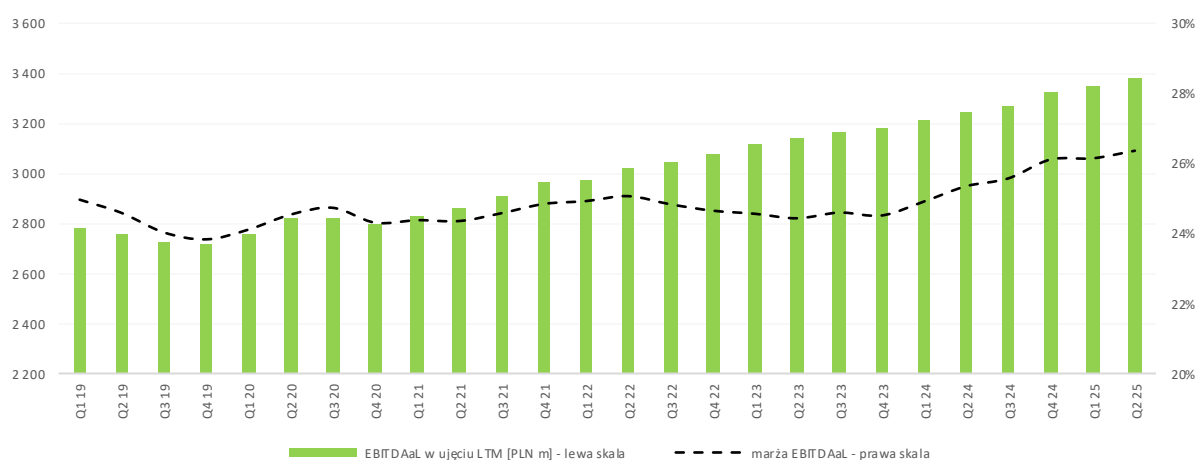
Spółka wykazała dalszą erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu o ponad 8% r/r (w Q1 2025 było to -14%, w Q4 2024 -2,6% r/r, a w Q3 2024 -7%), co Orange tłumaczy słabszym popytem oraz inną strukturę sprzedawanych modeli. W ujęciu LTM sprzedaż sprzętu była niższa o 7,8% r/r.

Zwracamy też uwagę, że w minionym kwartale pozytywny wpływ na odczyt EBIT miał zysk na sprzedaży Orange Energia w kwocie 71 mln PLN. Jest to główny powód odchylenia w plus na poziomie EBIT oraz wyniku netto względem naszej prognozy.

Organiczne przepływy pieniężne w Q2 2025 były na poziomie +433 mln PLN (+11,3% r/r). Jednocześnie w Q2 2025 wolne przepływy pieniężne wyniosły -15 mln PLN, na co wpływ miały głównie płatności za nabycie licencji telekomunikacyjnej (w H1 2025 -458 mln PLN).

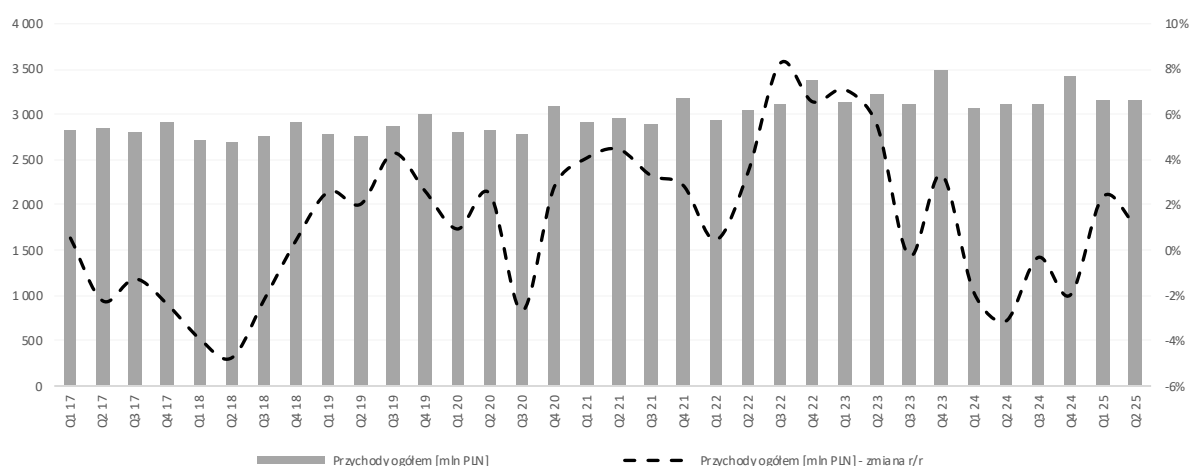
Spółka podtrzymała swoje oczekiwania na 2025 rok. Przychody oraz EBITDAaL według założeń własnych spółki powinny rosnąć w tempie: niski jednocyfrowy wzrost. Oczekiwany poziom eCapex to przedział 1,8 do 1,9 mld PLN.

Historyczne odczyty EBITDAaL LTM Orange Polska



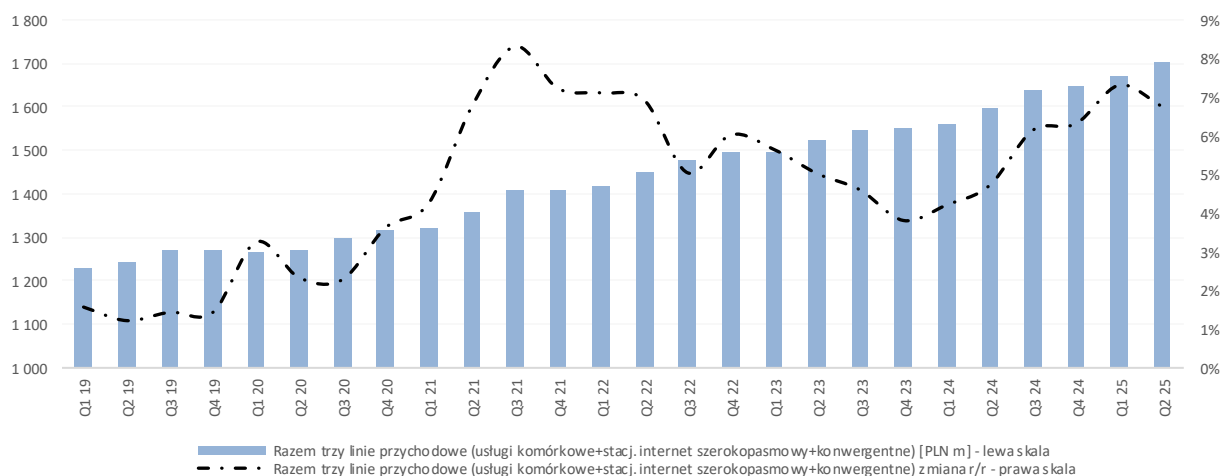
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

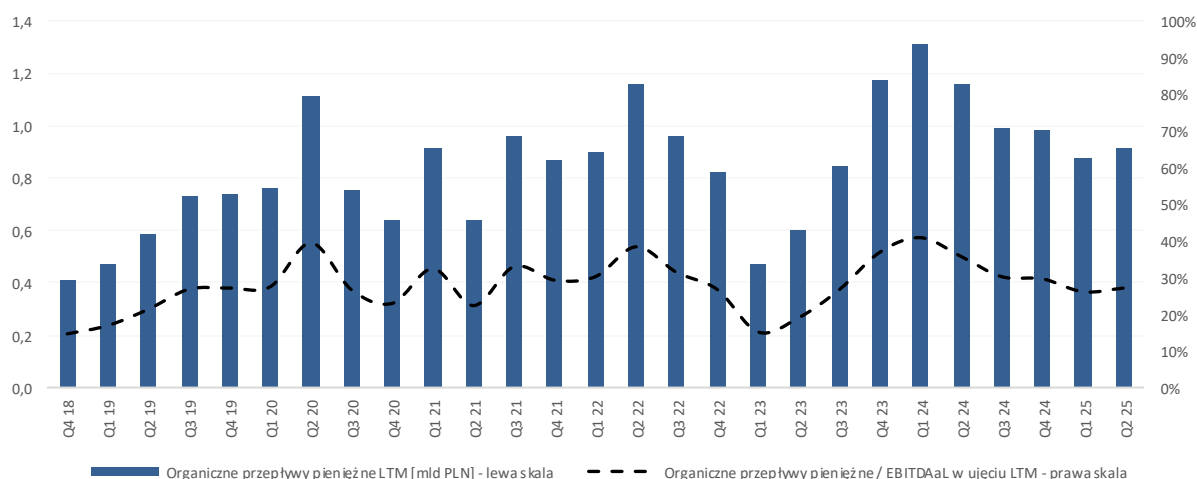
Przychody z kluczowych usług



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

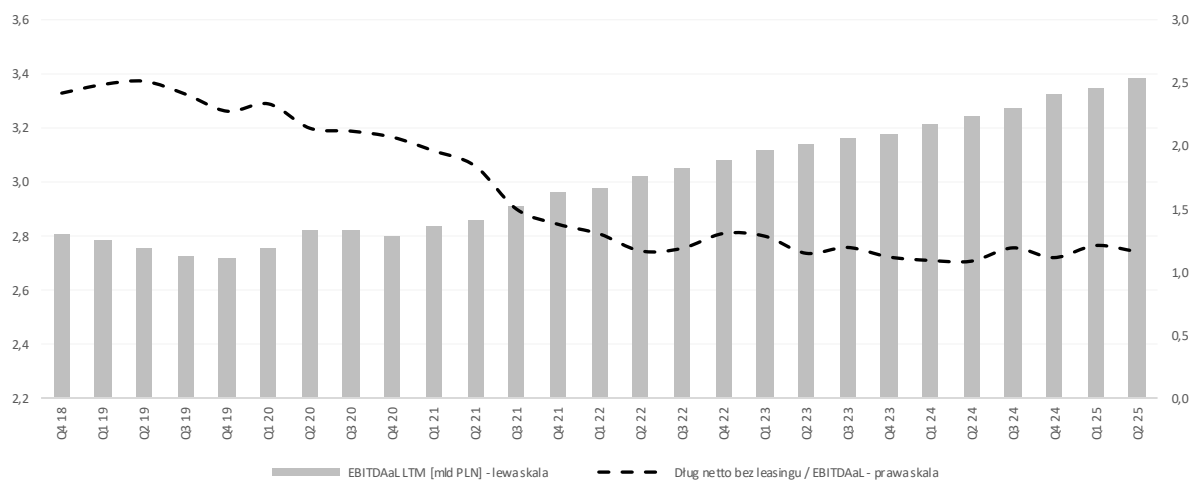
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	103,0	P/E	21,8x	9,1x	7,8x
Kapitalizacja [PLN m]	127,4	EV/EBITDA	11,7x	5,0x	4,2x
EV [PLN m]	105,5	P/BV	5,9x	5,1x	4,5x
		DPS [PLN]	4,69	7,28	8,0
Data publikacji raportu za Q2 2025		2025-09-30			

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Podtrzymujemy nasze wcześniejsze optymistyczne spojrzenie i oceniamy, iż PTWP może być w gronie liderów pod względem dynamiki r/r wzrostu organicznego EBITDA w 2025 roku.

Wyniki za Q1 2025 pozytywnie nas zaskoczyły i liczymy, że są one dobrą wskazówką dla kolejnych odczytów kwartalnych. Spodziewamy się, że w Q2 2025 roku konferencje organizowane przez PTWP zanotowały (łącznie) rekordową frekwencję. Realizacja takiego scenariusza dla segmentu organizacja kongresów, który cechuje się dużym efektem dźwigni operacyjnej, może wskazać na odczuwalny wzrost EBITDA w ujęciu r/r. Jesteśmy również optymistycznie nastawieni do segmentu online, gdzie liczymy na dwucyfrowe dynamiki wzrostu w relacji r/r.

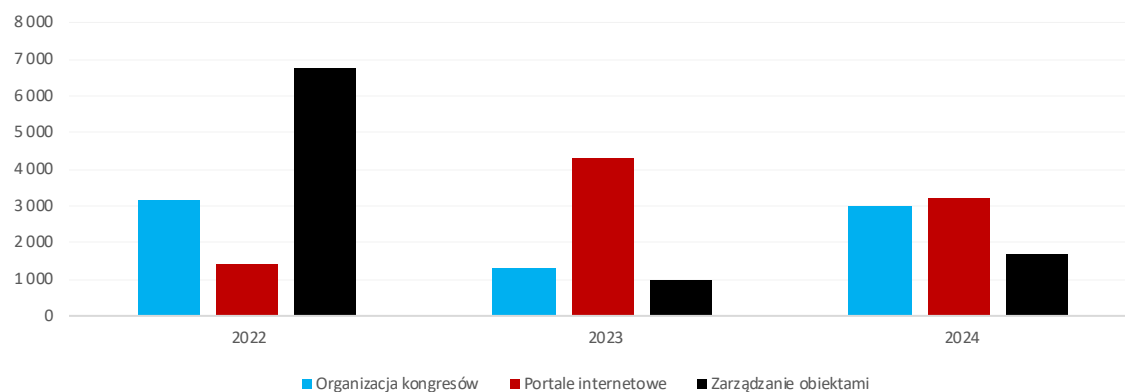
Ogółem w symulacji przyjęliśmy, iż przychody spółki w Q2 wzrosły o ponad 32% r/r. Odczyt EBITDA zakładamy blisko 16,1 mln PLN, czyli o ponad 78% więcej niż w Q2 2024. W ujęciu LTM po Q2 2025 EBITDA może zbliżyć się do 19 mln PLN. Na poziomie wyniku netto w Q2 2025 zakładamy zysk w kwocie 12,3 mln PLN (+75,6% r/r). W ujęciu LTM wynik netto może wynieść 11,3 mln PLN.

Prognoza wyników na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	38,5	51,1	32,7%	96,9	119,4	23,2%
EBITDA	9,0	16,1	78,3%	6,3	18,9	198,5%
EBIT	8,7	15,8	82,3%	4,6	17,4	279,2%
Przychody finansowe	0,1	0,1	-21,9%	0,6	0,8	21,8%
Koszty finansowe	-0,1	-0,1		-0,6	-0,3	
Wynik brutto	8,7	15,8	82,4%	4,6	17,8	287,6%
Wynik netto	6,9	12,3	78,5%	2,2	11,2	402,5%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	7,0	12,3	75,6%	3,0	11,3	278,3%

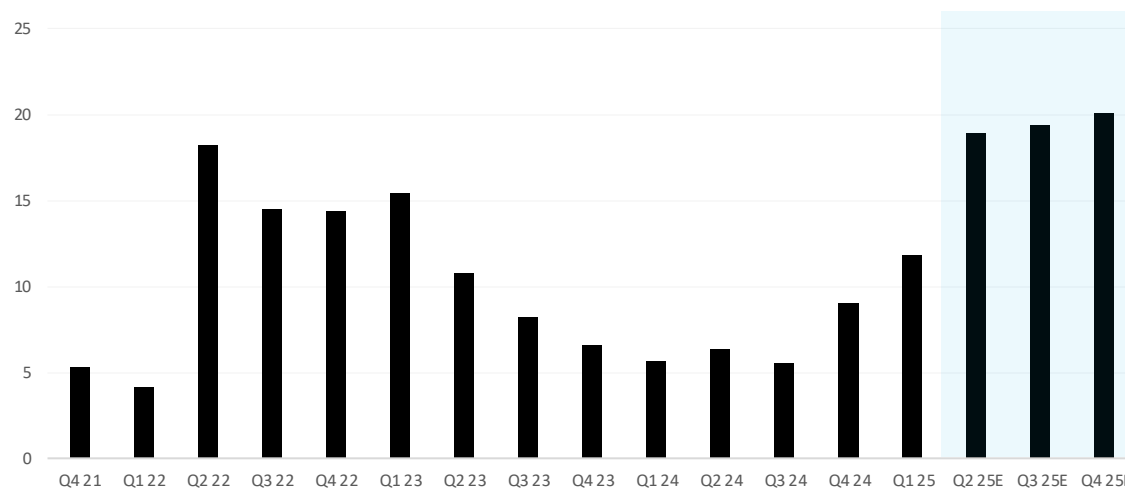
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP - historyczne odczyty EBITDA w podziale na segmenty [PLN tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP - historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenie dla ścieżki wynikowej w 2025 roku [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WIRTUALNA POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	76,2	P/E	14,5x	16,5x	12,6x
Kapitalizacja [PLN m]	2 257	EV/EBITDA	6,2x	6,4x	5,0x
EV [PLN m]	3 606	EV/EBIT	9,8x	11,8x	9,1x
Data publikacji raportu za Q2 2025	2025-08-26	DPS [PLN]	2,0	2,9	3,0

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

AKUMULUJ (cena docelowa: 96,2 PLN; data wydania: 2024-10-21)

Założenia dla WPL na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	380,8	512,6	34,6%	1 497,4	1 722,3	15,0%
Reklama i subskrypcje	167,0**	168,7	1,0%	681,1	684,8	0,6%
Turystyka	144,5	276,1	91,1%	550,2	748,8	36,1%
Finanse konsumenckie	49,2	55,6	13,0%	191,0	209,5	9,7%
skor. EBITDA	98,4	116,0	17,9%	445,5	487,4	9,4%
Reklama i subskrypcje	58,1	56,6	-2,7%	262,2	270,3	3,1%
Turystyka	31,4	50,0	59,3%	152,9	181,5	18,7%
Finanse konsumenckie	8,4	9,0	6,4%	27,1	33,0	21,9%
EBITDA	85,4	90,6	6,2%	421,3	442,1	4,9%
Amortyzacja	39,6	60,3	52,1%	148,8	185,9	24,9%
EBIT	45,7	30,4	-33,6%	272,4	256,2	-6,0%
Saldo finansowe	-13,9	-22,0	---	-60,7	-65,0	---
Wynik brutto	30,5	10,3	-66,3%	204,0	196,1	-3,9%
Wynik netto	19,1	3,9	-79,7%	152,2	144,1	-5,3%
wynik przypisany akcjonariuszom	16,8	1,5	-91,2%	143,0	133,9	-6,4%
EBITDA skor. marża %	25,8%	22,6%	-3,2%	29,8%	28,3%	-1,5%
Reklama i subskrypcje	34,8%	33,5%	-1,3%	38,5%	39,5%	1,0%
Turystyka	21,7%	18,1%	-3,6%	27,8%	24,2%	-3,5%
Finanse konsumenckie	17,2%	16,2%	-1,0%	14,2%	15,8%	1,6%

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje WPL w raportach okresowych

** dla segmentu reklama i subskrypcje uwzględniono dane pro forma przedstawione w Q1 2025

Główny wpływ na różnicę pomiędzy skor. EBITDA a EBITDA raportowana mają uwzględnione koszty transakcyjne związane z działaniami w obszarze fuzji i przejęć (spółka w raporcie za Q1 2025 zasugerowała, że może to być około 25 mln PLN).

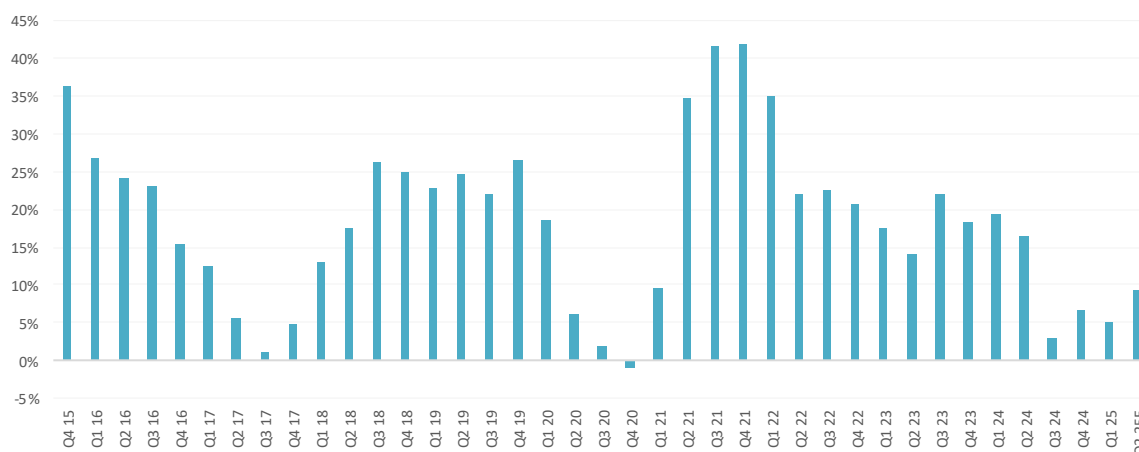
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W Q2 2025 skor. EBITDA może (wg nas) wynieść 116 mln PLN (+17,9% r/r). EBIT w Q2 2025 oczekujemy na poziomie 30,4 mln PLN (-33,6% r/r; zwracamy uwagę, iż od Q2 2025 może wzrosnąć poziom amortyzacji). Na poziomie salda finansowego staramy się uwzględnić koszty związane z zakupem Invia. Dlatego, wg naszej symulacji wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q2 2025 może być bliski 1,5 mln PLN.

Przygotowujemy się na scenariusz, że Q2 2025 mógł być wymagającym okresem dla segmentu reklama i subskrypcje. W symulacji uwzględniamy wzrost przychodów o 1% r/r. Uwzględniając szereg inicjatyw, które mają w średnim horyzoncie wspomóc wyniki segmentu, na Q2 2025 założyliśmy erozję skor. EBITDA o 2,7% r/r (do 56,6 mln PLN). Po odczycie za Q2 2025 skor. EBITDA w ujęciu LTM w segmencie może wynieść 270,3 mln PLN (+3,1% r/r).

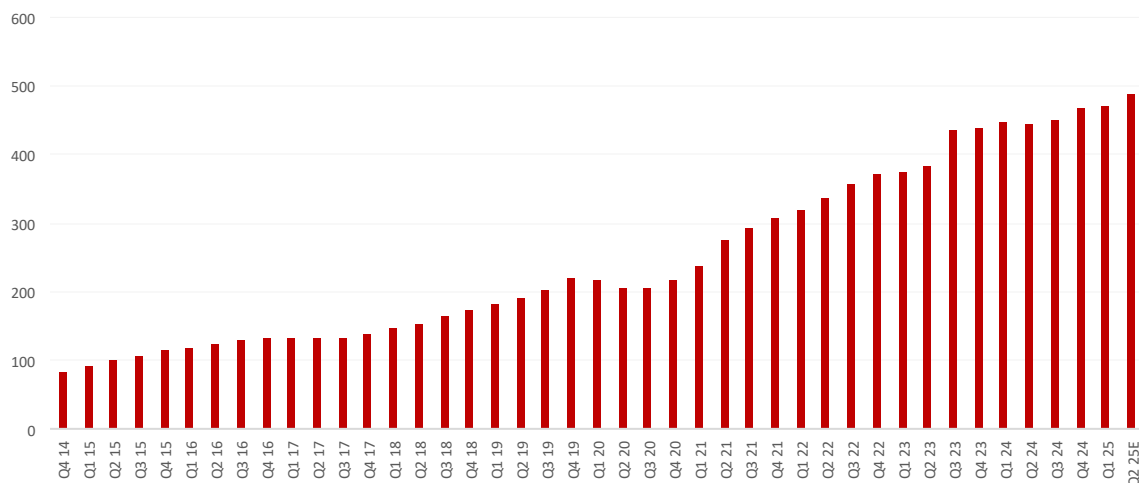
W segmencie turystyka staramy się uwzględnić pierwszy (niepełny w ramach kwartału) efekt konsolidacji Invia. Tym samym Q2 2025 prawdopodobnie wykaże istotny nominalny przyrost rezultatów w ujęciu r/r. W segmencie turystyka przyjęliśmy, że w Q2 2025 skor. EBITDA wyniesie 50 mln PLN (+59,3% r/r). W części segmentu bez efektu uwzględnienia konsolidacji Invia założyliśmy wzrost skor. EBITDA o niespełna 9% r/r.

Historyczne odczyty dynamiki r/r dla skor. EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q2 2025



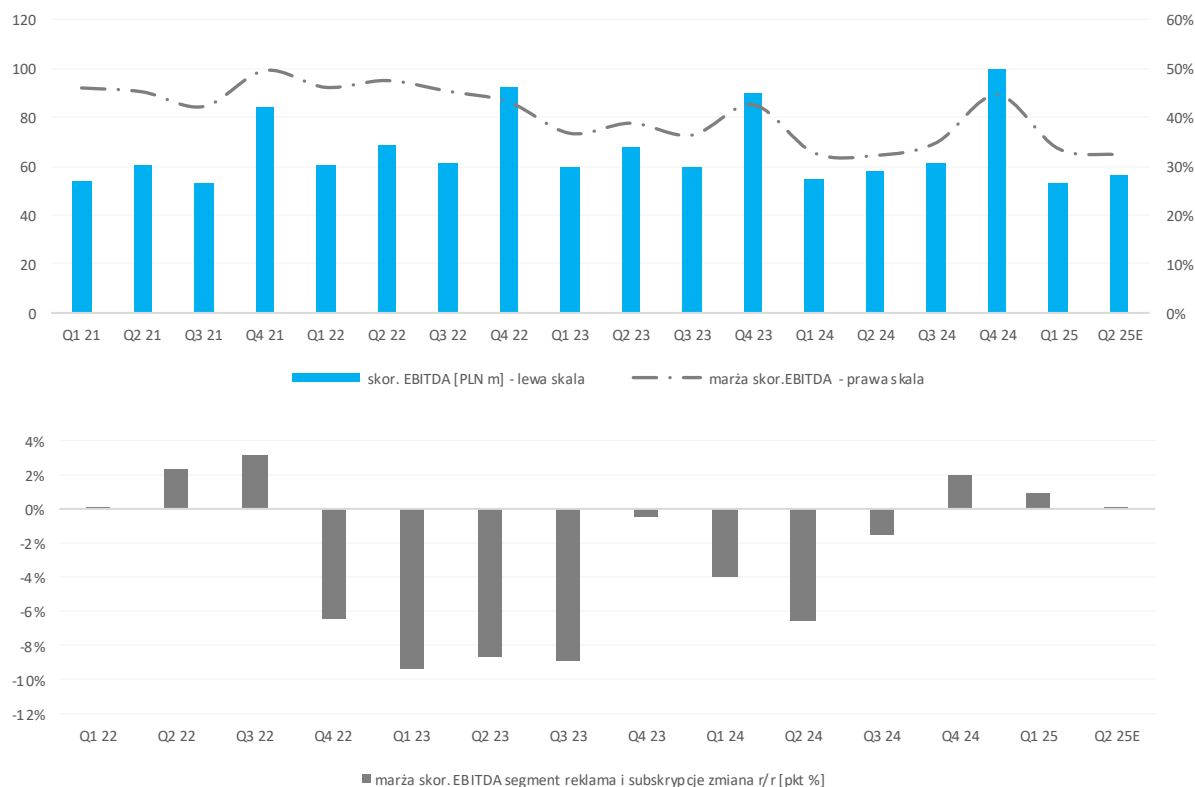
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty dla skor. EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q2 2025 [PLN m]



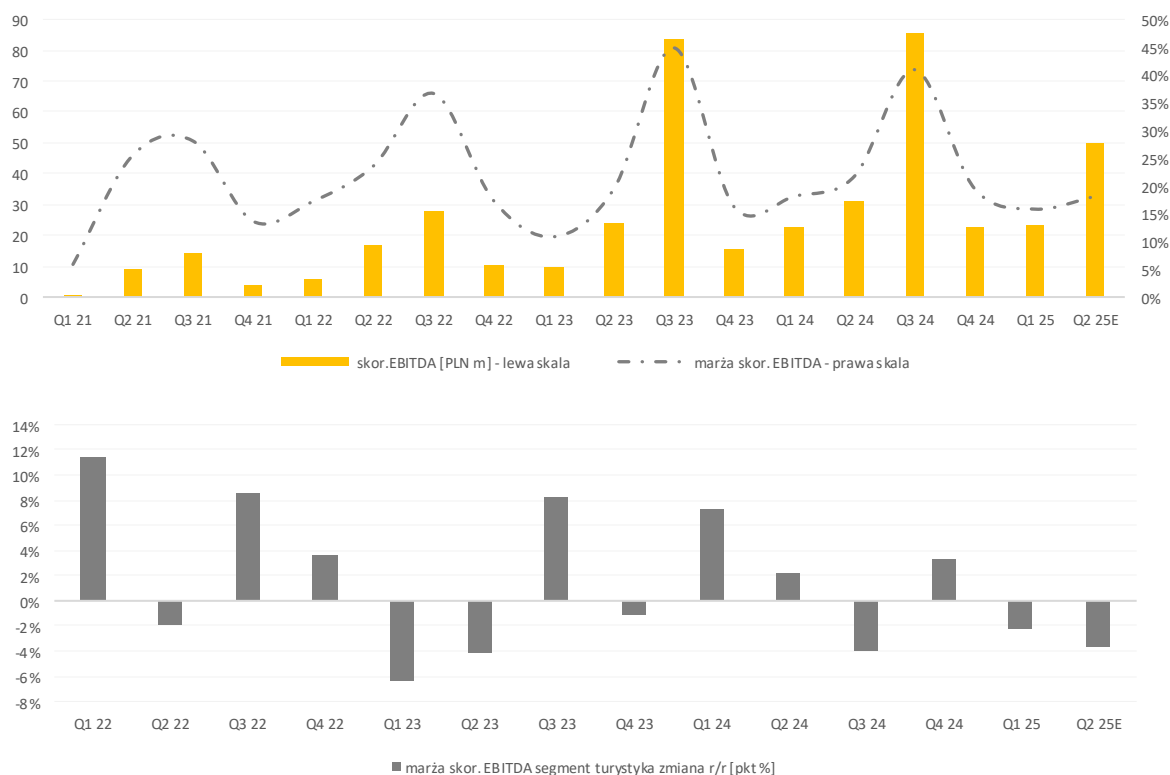
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

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

Andrzej Wodecki

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW
INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

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

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).

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.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-07-29.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-29 (15:38 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-08-15.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać 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) u względniac 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 o charakterze 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być

w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie 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 sprężających BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitik) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie 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 analitik) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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

Na dzień 2025-07-29:

	AGORA	ARTIFEX MUNDI	ATM GRUPA	BENEFIT SYSTEMS	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PWP	WIRTUALNA POLSKA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	TAK*	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy 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.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.