

PROGNOZY WYNIKÓW 2Q 2025



Analitycy:

Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Anna Tobiasz
Andrzej Wodecki

31 LIPCA 2025, 15:15 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:

AGORA	7
AMBRA	10
ANSWEAR.COM.....	11
ARTIFEX MUNDI	12
ATAL	14
ATM GRUPA	16
BENEFIT SYSTEMS	18
BIOMAXIMA	20
BUDIMEX.....	21
CELON PHARMA.....	22
CYFROWY POLSAT	23
DECORA.....	25
DEKPOL	26
DIGITAL NETWORK.....	27
DINO POLSKA	29
DOM DEVELOPMENT	30
ELEKTROTIM.....	32
ERBUD	33
ESOTIQ & HENDERSON	34
EUROCASH	35
FERRO.....	36
INSTAL KRAKÓW	37
KĘTY	38
KINO POLSKA.....	39
LPP.....	42
MIRBUD.....	43
MOSTOSTAL ZABRZE	44
NEUCA.....	45
ONDE.....	46
ORANGE POLSKA.....	47
ORLEN	50
PEKABEX.....	52
PTWP.....	53
SELENA FM	55
SYNEKTIK	56
SYNTHAVERSE	57
ŚNIEŻKA.....	58
TORPOL	59
UNIBEP	60
UNIMOT	61
VOXEL.....	63
WIRTUALNA POLSKA.....	64
ZUE	67
ŻABKA.....	68

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		2Q24	2Q'25P	zmiana r/r	2Q24	2Q'25P	zmiana r/r	2Q24	2Q'25P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	14 sie 25	56,9	68,9	21%	13,2	22,7	71%	-12,3	-2,8		-6,7%	-7,7%	-15,2%	-7,2%
AMBRA	b.d.	23,3	19,3	-17%	15,6	11,1	-29%	12,6	7,5	-41%	0,7%	-0,7%	-6,8%	-4,1%
ANSWEAR.COM	16 wrz 25	-10,2	14,8	-	-15,2	8,9	-	-17,6	-0,1	-	-1,2%	-1,6%	4,8%	5,4%
ARTIFEX	10 wrz 25	8,7	6,6	-24%	7,1	5,2	-27%	6,9	5,4	-22%	0,0%	-1,9%	-3,1%	5,8%
ATAL	4 wrz 25	63,9	64,7	1%	62,8	63,6	1%	57,7	41,0	-29%	-14,4%	-9,8%	7,0%	7,2%
ATM GRUPA	29 wrz 25	8,6	15,0	75%	3,8	10,1	162%	3,1	6,5	112%	1,3%	0,0%	-7,5%	-1,5%
BENEFIT SYSTEMS	22 sie 25	243,1	322,0	33%	157,1	205,2	31%	108,9	136,7	26%	7,6%	4,6%	14,4%	17,8%
BIOMAXIMA	30 wrz 25	0,8	1,3	52%	0,0	0,3	-	-0,4	0,1	-	-8,2%	6,7%	9,8%	26,2%
BUDIMEX	28 lip 25	219,9	233,0	6%	180,9	191,0	6%	157,6	156,2	-1%	1,0%	-11,1%	17,8%	20,7%
CELON PHARMA	17 wrz 25	5,6	2,9	-49%	-6,8	-10,0	-	-8,0	-7,8	-	3,0%	-8,0%	-2,1%	-10,4%
CYFROWY POLSAT	20 sie 25	843,9	816,0	-3%	396,0	396,0	0%	146,4	85,8	-41%	-14,7%	-18,6%	-2,7%	6,4%
DECORA	29 sie 25	33,2	37,0	11%	27,5	30,6	11%	22,1	24,8	12%	-8,8%	-1,7%	-12,8%	9,3%
DEKPOL	22 wrz 25	27,2	47,7	76%	22,6	43,4	92%	18,4	30,5	66%	10,5%	28,9%	60,4%	52,3%
DIGITAL NETWORK	30 wrz 25	9,6	11,0	14%	6,6	7,9	20%	6,3	6,9	10%	3,4%	28,5%	33,8%	57,0%
DINO	21 sie 25	520,6	654,9	26%	421,7	532,2	26%	348,1	406,8	17%	-5,5%	-6,8%	9,5%	26,5%
DOM DEVELOPMENT	28 sie 25	120,2	118,3	-2%	114,2	111,8	-2%	93,8	90,3	-4%	-0,8%	7,5%	10,8%	29,5%
ELEKTROTIM	9 wrz 25	9,7	10,3	6%	8,7	9,2	6%	8,0	6,8	-15%	6,1%	-0,8%	18,3%	35,7%
ERBUD	10 wrz 25	7,4	18,6	150%	-3,7	7,6	-	-8,3	-1,9	-	-3,0%	-8,5%	-11,8%	-0,1%
ESOTIQ	26 wrz 25	11,2	10,3	-9%	6,7	5,5	-18%	5,8	3,2	-45%	7,6%	10,5%	9,5%	-8,9%
EUROCASH	28 sie 25	225,7	192,6	-15%	62,6	42,7	-32%	0,1	0,3	134%	-6,5%	-26,9%	-6,1%	13,0%
FERRO	18 wrz 25	25,5	17,5	-31%	21,3	13,0	-39%	16,6	11,0	-34%	-4,2%	-0,9%	-5,7%	-3,9%
INSTAL KRAKÓW	15 wrz 25	4,1	6,9	68%	2,7	5,5	99%	2,7	4,6	71%	0,7%	-0,5%	11,5%	16,6%
KĘTY	30 lip 25	255,8	295,0	15%	205,4	235,0	14%	166,4	169,0	2%	-2,4%	1,1%	14,5%	28,0%
KINO POLSKA	21 sie 25	24,3	24,6	2%	21,5	22,9	7%	17,6	18,6	6%	7,8%	-1,4%	-10,3%	-16,5%
LPP	25 wrz 25	1 018,0	745,6	-27%	611,0	240,5	-61%	443,0	465,4	5%	13,8%	8,4%	1,5%	7,4%
MIRBUD	28 sie 25	37,4	46,6	25%	32,0	39,7	24%	21,1	26,2	24%	1,8%	-1,8%	13,2%	17,0%
MOSTOSTAL ZABRZE	11 wrz 25	11,5	18,0	56%	7,5	12,4	66%	6,7	8,5	27%	8,6%	8,0%	17,6%	19,6%
NEUCA	28 sie 25	92,4	94,9	3%	62,4	62,6	0%	36,5	35,1	-4%	-4,2%	-6,6%	-21,0%	-23,8%
ONDE	10 wrz 25	2,8	13,4	373%	0,6	10,2	1704%	-1,5	6,9	-	1,3%	-6,0%	-12,8%	-5,6%
ORANGE POLSKA	28 lip 25	854,0*	891,0*	4%	360,0	420,0	17%	231,0	274,0	19%	-3,7%	-9,2%	10,4%	19,5%
ORLEN	21 sie 25	4 616,0	6 403,1	39%	1 114,0	2 780,6	150%	20,0	1 916,4	-	2,3%	23,1%	56,1%	77,9%
PEKABEX	4 wrz 25	21,3	18,7	-12%	13,9	10,8	-22%	3,6	5,1	41%	-4,4%	-11,0%	-4,7%	-1,7%
PTWP	30 wrz 25	9,0	16,1	78%	8,7	15,8	82%	7,0	12,3	76%	8,2%	60,6%	92,7%	101,9%
SELENA	16 wrz 25	54,8	53,7	-2%	43,8	42,5	-3%	25,1	23,1	-8%	-3,5%	-6,6%	9,9%	18,4%
SYNEKTIK**	7 sie 25	31,7	40,1	27%	27,8	34,9	25%	16,7	23,1	38%	13,3%	-5,9%	-3,2%	7,3%
SYNTHAVERSE	30 wrz 25	4,4	0,5	-88%	2,8	-4,1	-	1,4	-3,7	-	-6,7%	7,3%	3,9%	8,4%
ŚNIEŻKA	17 wrz 25	41,1	41,3	1%	31,7	32,0	1%	20,1	21,3	6%	-5,6%	-5,6%	-3,4%	-2,9%
TORPOL	5 wrz 25	24,5	25,6	5%	18,3	18,8	3%	15,2	16,4	8%	4,1%	-0,9%	10,6%	20,8%
UNIBEP	8 wrz 25	28,7	23,3	-19%	21,3	15,6	-27%	1,4	5,6	293%	5,2%	3,2%	26,7%	53,2%
UNIMOT	9 wrz 25	92,1	94,7	3%	58,0	57,7	-1%	38,5	30,7	-20%	6,6%	-3,7%	-1,4%	5,7%
VOXEL	28 sie 25	42,1	45,4	8%	30,6	31,8	4%	22,9	23,9	4%	11,6%	24,1%	21,4%	42,1%
WIRTUALNA POLSKA	26 sie 25	98,4	116,0	18%	45,7	30,4	-34%	16,8	1,5	-91%	-7,8%	-17,9%	-4,9%	-6,0%
ZUE	20 sie 25	10,3	19,1	85%	6,6	14,9	127%	6,2	10,5	70%	8,8%	7,0%	-3,5%	20,0%
ŻABKA GROUP	5 sie 25	865,9	998,6	15%	447,1	509,2	14%	157,2	176,1	12%	-3,2%	-2,6%	-10,3%	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * odczyt EBITDAaL dla OPL (EBITDA po uwzględnieniu kosztów leasingu),

**- dane dotyczą 3Q'24 fin. (kwiecień-czerwiec'25) oraz 3Q'23 fin. (kwiecień-czerwiec'24)

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analitik	Komentarz
AGORA	Bobrowski	mocny odczyt w segmencie film i książka i jednocześnie brak impulsów budowy wyników w pozostałych obszarach (łącznie)
AMBRA	Wodecki	marże spółki pod presją rosnących kosztów oraz brakiem mocniejszych impulsów sprzedażowych
ANSWEAR.COM	Tobiasz	ze względu na niską bazę 2Q'24 oraz widoczne efekty premiumizacji spodziewany istotny wzrost wyniku EBITDA
ARTIFEX	Bobrowski	wysokie UA i rozczarowująca dynamika przychodów przełoży się na erozję EBIT
ATAL	Pado	wyraźny spadek liczby przekazania r/r w 2Q'25, wyraźnie lepsza marża
ATM GRUPA	Bobrowski	po względnie 2 słabszych kwartałach zakładamy powrót na ścieżkę wzrostów w obszarze działalności audiowizualnej
BENEFIT SYSTEMS	Bobrowski	liczymy na dobry odczyt w segmencie Polska oraz na impuls wzrostowy w segmencie Turcja
BIOMAXIMA	Tobiasz	stopniowa poprawa wyników, lepsze rezultaty oczekiwane w 2H'25
BUDIMEX	Pado	spółka pokazała wyniki 2Q'25 - przychody pod wpływem przesunięć startów realizacji kontraktów, nadal wysoka marża
CELON PHARMA	Tobiasz	poprawa w segmencie generycznym, wprowadzenie nowego leku; w obszarze innowacyjnym spadek przychodów z tytułu dotacji
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	słabe okienko wynikowe dla obszaru B2C i B2B oraz jednocześnie brak impulsów wzrostu r/r w segmencie zielonej energii
DECORA	Pado	wyraźny wzrost przychodów, wyniki na niższych poziomach pod wpływem wysokiej już bazy na marżach
DEKPOL	Pado	spodziewamy się w 2Q'25 lepszych r/r wyników, spółka w 2Q'25 wyraźnie zwiększyła portfel
DIGITAL NETWORK	Bobrowski	spółka opublikowała już wstępne dane o przychodach za Q2. Jeden z liderów sezonu wynikowego w obszarze media/rozrywka
DINO POLSKA	Wodecki	prognozujemy dobre wyniki za Q2, jednakże chłodny tegoroczny maj obniżył nasze oczekiwania co do sprzedaży LFL
DOM DEVELOPMENT	Pado	nieznaczny spadek liczby przekazania r/r, dobra marżowość
ELEKTROTIM	Pado	Elektrotim w 2Q'25 powinien rozpoznawać nadal przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i pokazać lepsze wyniki r/r na poziomie EBIT
ERBUD	Pado	wyniki nadal pod wpływem strat w MOD21
ESOTIQ	Tobiasz	prześciśowy wzrost kosztów logistycznych w związku z zacieśnianiem współpracy z InPost
EUROCASH	Wodecki	zakładamy dalszą presję na sprzedaż spółki, nowa strategia światłem w tunelu
FERRO	Pado	zakładamy wyraźnie słabsze r/r wyniki w 2Q'25
INSTAL KRAKÓW	Pado	zakładamy lepsze r/r wyniki (prawdopodobnie wyższa liczba przekazanych mieszkań)
KĘTY	Pado	spółka opublikowała pełne wyniki - EBITDA wzrosła o 15% r/r (m.in. efekt konsolidacji Selt)
KINO POLSKA	Bobrowski	przygotowujemy się na płaski odczyt skor. EBITDA w ujęciu r/r
LPP	Tobiasz	chłodna pogoda w maju wpłynęła na przesunięcie popytu; mocny lipiec powinien zmitigować spadek sprzedaży
MIRBUD	Pado	zakładamy poprawę marży w budowlance, jednocześnie w 2Q'25 przekazano wyraźnie mniej mieszkań r/r
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	odbudowa portfela wyraźniej widoczna w 2H'25, w 2Q'25 pozytywny wpływ ugody Polwaxu
NEUCA	Tobiasz	dalsze echa spadku w badaniach klinicznych; wzrost w pozostałych segmentach prawdopodobnie nie zasypie luki
ONDE	Pado	wyniki wsparte przez start sprzedaży energii i zysk na transakcji
ORANGE POLSKA	Bobrowski	spółka już podała wyniki. Odczyt przyjmujemy z umiarkowanym optymizmem
ORLEN	Pado	spodziewamy się 9,0 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (wyraźnie lepiej r/r)
PEKABEX	Pado	wzrost produkcji r/r w 2Q'25, wysoki portfel w GW, jednocześnie presja na marżowość
PTWP	Bobrowski	liczymy na mocny odczyt za Q2 (impuls budowy wyników w obszarze organizacji kongresów jak i w segmencie online)
SELENA FM	Pado	relatywnie wysoka baza w 2Q'25, negatywny wpływ FX na poziomie wyniku brutto
SYNEKTIK	Tobiasz	wzrost liczby zabiegów wykonywanych w asyście da Vinci napędza przychody powtarzalne; kolejne kontrakty w ramach KPO
SYNTHAVERSE	Tobiasz	dalsze oczekiwanie na przetarg z MZ; w 2Q'25 spodziewamy się niższego poziomu zamówień r/r w pozostałych lekach
ŚNIEŻKA	Pado	nadal sprzyjająca sytuacja dla marży, a wymagająca dla przychodów
TORPOL	Pado	wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r przy niższej r/r rentowności
UNIBEP	Pado	zakładamy słabsze wyniki na poziomie EBIT r/r (dużo mniejszy udział deweloperki), w ostatnich m-cach spółka wzmocniła portfel
UNIMOT	Pado	spodziewamy się poprawy skoryg. EBITDA r/r (wzrost gł. w segmencie Paliw)
VOXEL	Tobiasz	dalszy wzrost wolumenów kluczowych badań; coroczna podwyżka wycen świadczeń pozytywnie wpływa na rentowność
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	spodziewamy się względnie słabego odczytu w segmencie reklama i subskrypcje oraz dobrych danych z segmentu turystyka
ZUE	Pado	wysoka marża we wstępnych wynikach
ŻABKA	Wodecki	przewidujemy wzrost sprzedaży, z uwagi na dynamiczny rozwój sieci + średni wzrost LFL pod presją niskiej temp. w maju

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Spodziewamy się, że **Budimex** w 2Q'25 pokaże lekko ujemną dynamikę przychodów, przy utrzymaniu dobrego otoczenia dla rentowności. W **Dekpolu** wyniki powinny być wsparte przez sporą liczbę przekazanych mieszkań oraz wzrost przychodów w segmencie budowlanym. Spółka wyraźnie wzmocniła w 2Q'25 portfel. **Elektrotim** w 2Q'25 powinien rozpoznawać nadal przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i pokazać lepsze wyniki r/r na poziomie EBIT. W **Erbudzie** baza z ubiegłego roku nie jest wysoka, ale wynikiem nadal cięży segment modułowy (obecnie spodziewany break-even w 2026 roku). **Instal Kraków** pokazał już wstępne wyniki jednostkowe (lepsze r/r, słabsze q/q, główny driver to liczba przekazanych mieszkań). W przypadku **Mirbudu** wyniki w górnych liniach rachunku zysków i strat mogą być nieco słabsze lub zbliżone r/r (zakładamy poprawę marży w budowlance, jednocześnie w 2Q'25 przekazano wyraźnie mniej mieszkań r/r). Rok temu spółka miała spore ujemne saldo pozostałej działalności, co może pomóc w pokazaniu dodatniej dynamiki wyniku netto. W przypadku **MS Zabrze** widoczny powinien być wzrost przychodów, ale raczej przy słabszej r/r marży (waży m.in. konsolidacja Polwaxu czy słabe wyniki w segmencie produkcji). Na EBIT pozytywnie powinna wpłynąć uroda Polwaxu z Orlenem. W **Onde** zakładamy dobry wynikowo 2Q'25, ale to efekt rozpoznania sprzedaży energii i wyniku na transakcji. Portfel obecnie nieco się odbudował, ale zwracamy uwagę na malejący w nim udział farm wiatrowych, co może w przyszłości ciężić na marży (duża konkurencja w PV). **Pekabex** odnotował wzrost produkcji r/r w 2Q'25 i posiada duży portfel w GW. Jednocześnie marżowość pozostaje pod presją (mimo niskiej już bazy). W **Torpolu** wysoki portfel powinien owocować wyraźnym wzrostem przychodów r/r. Spodziewamy się wyższej marży niż w 1Q'25, ale niższe r/r. W **Unibepie** zakładamy słabsze wyniki na poziomie EBIT r/r (dużo mniejszy udział deweloperki). Jednocześnie w ostatnich miesiącach spółka wyraźnie wzmocniła portfel. W przypadku ZUE wstępne wyniki pozytywnie zaskoczyły marżę. Spółka nieco wzmocniła ostatnio portfel, ma także szansę na pozyskanie kontraktu na 2,6 mld PLN.

Analitik:
Krzysztof Pado
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Materiały budowlane

Dobre wyniki za 2Q'25 pokazały już **Kęty** – EBITDA wzrosła o 15% r/r, co powinno wspierać scenariusz przekroczenia prognozy na ten rok. Dla **Decory** spodziewamy się dobrej dynamiki przychodów (rozszerzone portfolio produktowe) przy niższych r/r marżach. W przypadku **Ferro** spodziewamy się wyraźnej erozji wyników r/r (przychodom nadal cięży mocny PLN i słaby popyt w Polsce, natomiast po stronie kosztów spółka odczuwa obecnie wyższe ceny zaopatrzenia z 2H'24/1Q'25). W przypadku **Seleny FM** baza z 2Q'24 jest dość wymagająca, dlatego trudno może być o pozytywne zaskoczenia wynikowe. Zakładamy, że spółka utrzyma poziom przychodów i marży r/r (natomiast wynik netto może być obciążony przez różnice FX). Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (zakładamy utrzymanie wysokiej marży z 1Q'25). Jednocześnie 2Q'25 nie był dobry od strony popytowej – w efekcie spodziewamy się płaskich r/r odczytów na dolnych liniach rachunku wyników.

Analitik:
Krzysztof Pado
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Deweloperzy

Atal przekazał w 2Q'25 392 lokale (o 156 lokali mniej r/r). Spodziewamy się w 2Q'24 przychodów na poziomie 248 mln PLN (-20% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 32,0% (vs 25,2% rok temu). EBIT estymujemy na 63,6 mln PLN a wynik netto na 41,0 mln PLN (vs 57,7 mln PLN zysk netto rok temu). Zakładamy, że liczba przekazanych w 2025 roku może być minimalnie niższa r/r (2,4 tys lokali). Spółka ma natomiast bardzo dużą ofertę na 2026 rok (blisko 6,3 tys lokali, na ten moment zakładamy, że przekazania wyniosą wtedy 3,8 tys lokali).

Dom Development przekazał w 2Q'25 611 lokale klientom detalicznym (o 105 mniej r/r). Spodziewamy się w 2Q'25 przychodów na poziomie 556 mln PLN (-16% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 33,8% (vs 33,0% rok temu). EBIT estymujemy na 111,8 mln PLN a wynik netto na 90,3 mln PLN (vs 93,8 mln PLN zysku netto rok temu). W całym 2025 roku pipeline implikuje wyższą r/r liczbę przekazanych lokali (spółka ma bardzo dobrą kontrakcję na tle rynku).

Analitik:
Krzysztof Pado
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

FMCG

Po wymagającym pierwszym kwartale bez świąt kalendarzowych wiele spółek z sektora liczyło na poprawę wyników w drugim kwartale, tak aby w całym pierwszym półroczu nadrobić niższą sprzedaż odnotowaną w Q1. **Ambra**, która w czerwcu zakończyła swój rok obrotowy naszym zdaniem odnotuje płaską dynamikę sprzedaży w Q2 ze względu na wyjątkowo zimny tegoroczny maj, natomiast wyniki operacyjne pod presją wzrostu kosztów działalności odnotują naszym zdaniem ujemną dynamikę r/r. Efekt pogodowy nie bez znaczenia pozostał również w przypadku przychodów **Dino Polska**. Sprzedażowy impuls w kwietniu związany ze świątami wielkanocnymi został w naszej symulacji przyhamowany przez chłodniejsze pozostałe miesiące Q2. W **Eurocash** również zakładamy, że pozytywny impuls świąt wielkanocnych został zanegowany niską temperaturą w maju i w konsekwencji mniejszą sprzedażą produktów impulsowych, w tym głównie napojów alkoholowych i bezalkoholowych. Ponadto, prognozujemy że **Żabka**, będąca najmniej podatna na efekt przesuniętych świąt wielkanocnych, za to najbardziej na niską temperaturę w maju, poprawi swój ubiegłoroczny wynik sprzedaży o ok +1 mld PLN (+ 14% r/r). Dodatkowo, ze względu na systematyczne wygaszanie kampanii marketingowej, zakładamy poprawę skor. marży EBITDA.

Analitik:
Andrzej Wodecki
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

Ochrona zdrowia

2Q'25 w ochronie zdrowia trudno jednoznacznie ocenić dla całej branży. **BioMaxima** w dalszym ciągu stopniowo poprawia wyniki, jednak w naszej ocenie odzwierciedlenie potencjału sprzedażowego w zyskach znacznie być widoczne pod koniec roku. W 2H'25 do sprzedaży wchodzi testy MIC, co powinno pozytywnie wpłynąć na ilość znaczących zamówień. **Celon Pharma** w czerwcu'25 wprowadziła na rynek nowy kardiologiczny lek generyczny. Liczymy na poprawę wyników w segmencie generycznym, jednak dział innowacyjny może odnotować niższe przychody z tytułu dotacji. **Neuca** nadal odczuwa braki w segmencie badań klinicznych, jakie pojawiły pod koniec 2024 r. Szacujemy, że poprawa wyników w pozostałych działach nie będzie na tyle duża, aby zrównoważyć ten spadek. **Synthaverse** również boryka się z przejściowym spadkiem zamówień. Dalej czekamy na ogłoszenie przetargu na szczepionkę przeciwgruźliczą ze strony Ministerstwa Zdrowia, a dodatkowo spodziewamy się, że mocny sprzedażowo 4Q'24 odbije się na zamówieniach w całym 1H'25.

Z drugiej strony mamy dwie spółki, którym otoczenie sprzyja. **Synektik** podpisuje kolejne zamówienia w ramach projektów finansowanych z KPO. Spodziewamy się, że wzrost liczby zabiegów będzie napędzał przychody powtarzalne, co pozytywnie wpłynie na rentowność spółki. **Voxel** powinien notować dalsze wzrosty wolumenów badań. Coroczne podwyżki wycen badań refundowanych w naszej ocenie nadal będą pozytywnie wpływać na rentowność grupy.

Analitik:
Anna Tobiasz
tel. 666 073 972
e-mail: annatobiasz@bdm.pl

Odzież

Analityk:
Anna Tobiasz
tel. 666 073 972
e-mail: annatobiasz@bdm.pl

TMT

Analityk:
Maciej Bobrowski
tel. (032) 208 14 12
e-mail:
maciej.bobrowski@bdm.pl

W 2Q'25 istotnym ograniczeniem dla popytu na odzież i obuwanie była chłodna wiosna. Niskie temperatury w kwietniu i maju spowodowały przesunięcie popytu na kolekcję letnią częściowo na czerwiec, a w większym stopniu na lipiec. Spodziewamy się, że w wynikach **Answer.com** będzie to odczuwalne, jednak ze względu na niską bazę 2Q'24 oraz widoczne efekty premiumizacji, spółka powinna pokazać istotny wzrost zysku EBITDA. W **LPP**, ze względu na przesunięty kwartał (maj-lipiec), mocny lipiec oraz rozbudowa sieci stacjonarnej powinny zmitigować spadki, jakie przyniósł maj, dlatego spodziewamy się niskiego dwucyfrowego wzrostu przychodów. Pożar magazynu w Rumunii w naszej ocenie powinien istotnie obniżyć wynik operacyjny, jednak dzięki wypłacie ubezpieczenia, wpływ na wynik netto powinien pozostać neutralny. **Esotiq & Henderson** w 2Q'25 przeprowadzał integrację magazynu z systemem InPost, aby przyspieszyć dostawy zamówień. Spodziewamy się, że zwiększone koszty logistyczne obniżą wynik, jednak powinna być to sytuacja przejściowa.

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.

AGORA

Kupuj, TP 13,97/akcję

Rekomendacja z dnia 14 maja 2025 r.

(osobny materiał z prognozami dla Agory został po raz pierwszy 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				

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.

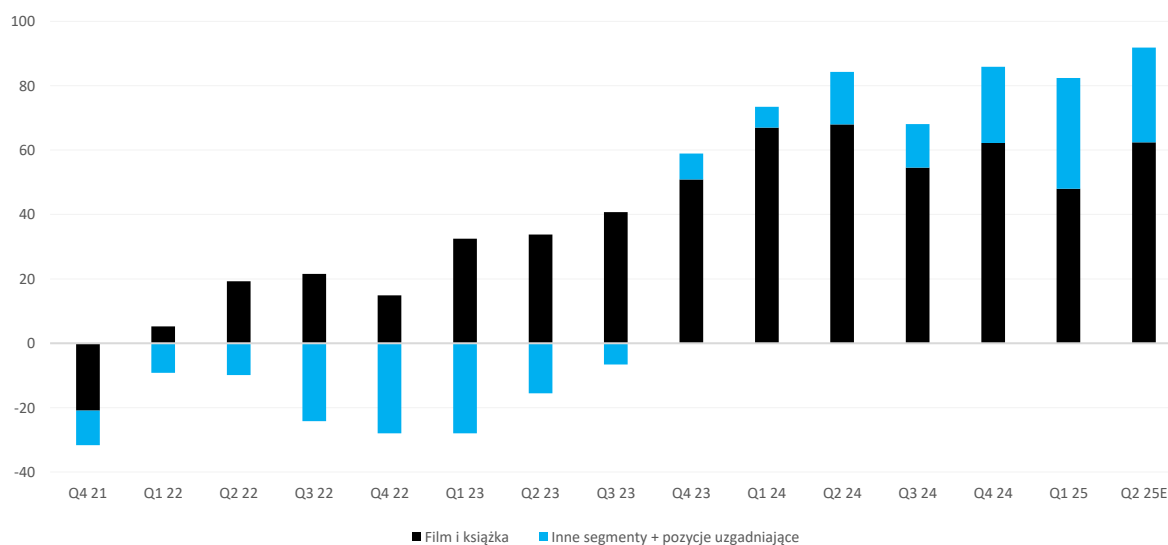
Spodziewamy się, że sieć Helios mogła sprzedać w Q2 2025 blisko 17% więcej biletów niż w Q2 2024. W całym pierwszym półroczu 2025 zakładamy, że Helios sprzedał o ok 5% mniej biletów w relacji r/r.

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 PN (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.

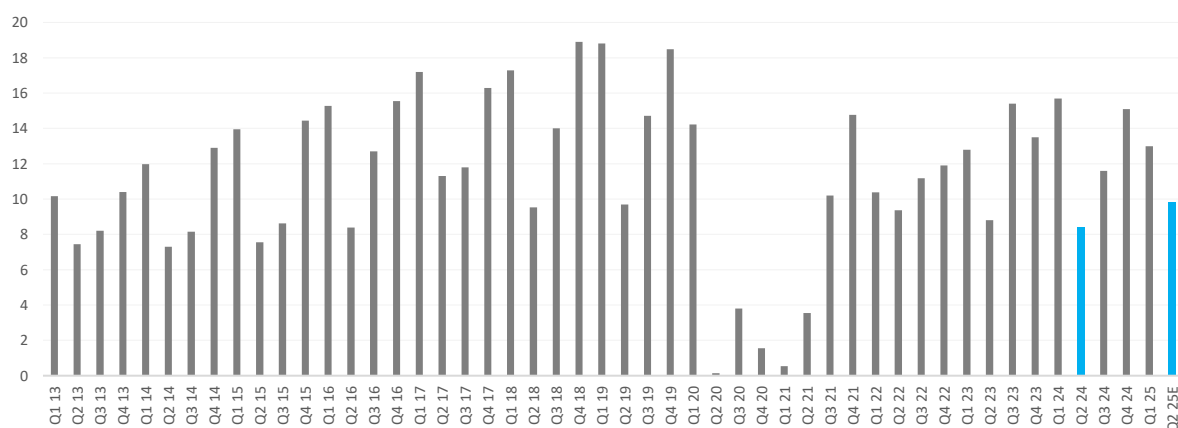
FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

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.

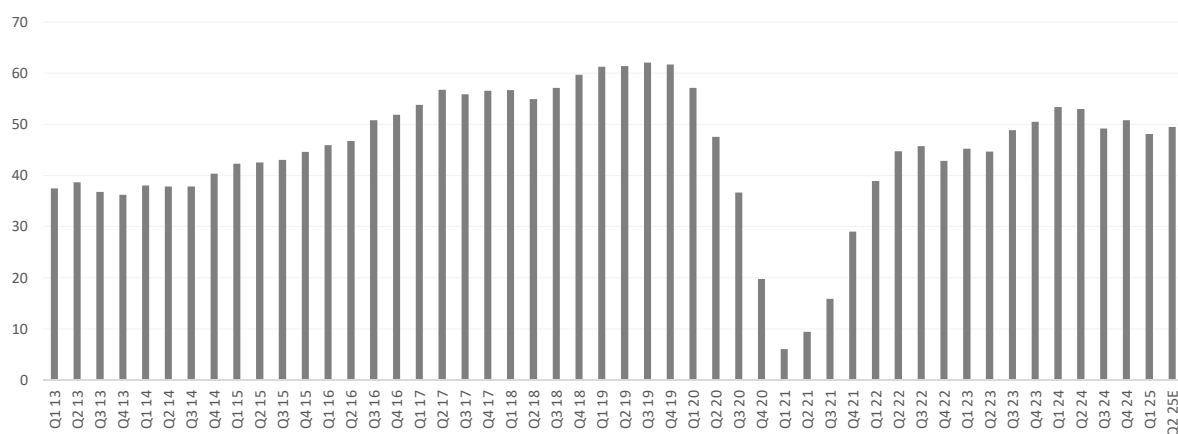
Założyliśmy, że sieć Helios mogła sprzedać w Q2 2025 blisko 17% więcej biletów niż w Q2 2024. Jednocześnie w całym pierwszym półroczu 2025 zakładamy, że Helios sprzedał o ok 5% mniej biletów w relacji r/r.

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

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AMBRA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	21,0	P/E	7,2	10,0	7,6
Kapitalizacja [PLN m]	529,3	EV/EBITDA	4,6	5,0	4,6
EV [PLN m]	602,2	P/BV	1,1	1,0	0,8
Data publikacji raportu za Q2 2025 (raport roczny)	~połowa września	DPS [PLN]	1,1	1,1	1,1

Drugi kwartał kalendarzowy w spółce charakteryzował się z jednej strony pozytywnym impulsem sprzedażowym związanym ze świętami wielkanocnymi, z drugiej strony wyzwaniem, gdyż długi weekend majowy oraz wspomniane święta dzieliły od siebie w tym roku zaledwie 2 tygodnie. W naszej opinii, takie zagęszczenie okazji do świętowania nie sprzyjało, aby w majówkę klienci równie chętnie spożywali produkty spółki jak w poprzednich latach. Co więcej, maj w tym roku charakteryzował się wyjątkowo niską temperaturą -5 °C vs maj'24 i -2,5 °C vs średnia z lat '21-24, co w naszym odczuciu również miało wpływ na impulsowe decyzje konsumenckie w Q2 2025 w Polsce.

Przyjęliśmy wobec tego założenie, że pozytywny efekt świąt zostanie zanegowany, po pierwsze, krótkim odstępem czasu między Wielkanocą a Majówką, po drugie, kiepskim sprzedażowo majem i po trzecie trwającą nieustannie stagnacją na rynku wina w Polsce.

W naszej symulacji zakładamy płaską dynamikę przychodów netto ze sprzedaży, będącą wypadkową mniejszej ilości sprzedanych butelek oraz wyższej ceny jednostkowej, jak również przyjmujemy płaską marżę brutto i netto ze sprzedaży. Z uwagi, na wzrost kosztów wynagrodzeń w grupie (ok. +4% r/r) oraz powiększoną bazę o jednorazowy zwrot nadpłaty podatku cukrowego (dodatni wpływ na saldo operacyjne +2,4 mln PLN w Q2 2024), uważamy że w tym kwartale marża EBITDA powinna spaść poniżej 10% (-2p.p. r/r).

Przypominamy, że zakończony w czerwcu kwartał jest ostatnim kwartałem roku obrotowego spółki, co oznacza, że w nadchodzących raporcie rocznym za 2024/25, podobnie jak w poprzednich latach padnie deklaracja zarządu co do wielkości dywidendy. W naszych symulacjach zakładamy utrzymanie poziomu z roku ubiegłego, czyli 1,1 PLN na 1 akcję.

Prognozy wyników Ambra Q2 2025 [PLN m]

	Q2 2024	Q2 2025	r/r	Q2 2024 LTM	Q2 2025 LTM	r/r
Sprzedane butelki [mln szt, 0,75L]	20,8	20,4	-2%	96,0	96,5	1%
Przychód/butelkę	9,47	9,65	2%	9,5	9,3	-3%
Przychody netto ze sprzedaży	196,9	196,8	0%	913,8	893,6	-2%
Wynik brutto na sprzedaży	88,1	88,1	0%	377,3	388,0	3%
EBITDA	23,3	19,3	-17%	125,8	118,5	-6%
EBIT	15,6	11,1	-29%	95,8	87,1	-9%
Zysk brutto	14,6	9,2	-37%	89,4	78,3	-12%
Zysk netto	12,6	7,5	-41%	73,5	61,9	-16%
ZN j.d.	10,6	6,3	-41%	51,4	36,0	-30%
EPS	0,42	0,25	-41%	2,04	1,43	-30%
marża brutto na sprzedaży	44,8%	44,8%	0,0%	41,3%	43,4%	2,1%
marża EBITDA	11,8%	9,8%	-2,0%	13,8%	13,3%	-0,5%
marża EBIT	7,9%	5,7%	-2,3%	10,5%	9,7%	-0,7%
marża zysku netto	6,4%	3,8%	-2,6%	8,0%	6,9%	-1,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. rok obrotowy w spółce Ambra kończy się na kalendarzowym Q2. LTM = Dane roczne

Analitik:

Andrzej Wodecki
andrzej.wodecki@bdm.pl

ANSWEAR.COM**Kupuj, TP 37,9/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 lipca 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	29,3	P/E	-55,3	21,6	12,9
MC [mln PLN]	555,2	EV/EBITDA	22,3	9,6	7,5
		EV/EBIT	63,9	13,8	9,7
		P/BV	0,4	0,4	0,5

Według wstępnych danych sprzedażowych opublikowanych przez spółkę, przychody wg MSSF w 2Q'25 wyniosły ok. 394 mln PLN (+15% r/r). Spodziewamy się, że wynik ten może być finalnie lekko wyższy (395,1 mln PLN) ze względu na dosyć konserwatywną politykę spółki w zakresie szacowania zwrotów, których klienci mogą dokonać w ciągu 30 dni od zakupu towaru.

Z uwagi na zakończony proces premiumizacji, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży z 40,9% w 2Q'24 do 42,6% w 2Q'25. Odzież i obuwanie premium cechuje się wyższą rentownością, dlatego ustabilizowanie średniego koszyka w wyższym segmencie i wyższa dynamika sprzedaży PRM niż Answear.com powinny przyczynić się do poprawy tego wskaźnika. Dodatkowo, stopniowe ograniczenie kosztów marketingu w stosunku do przychodów będzie budować marżę EBIT.

Ze względu na poprawę wyników sprzedażowych spółki, spodziewamy się wzrostu kosztów wynagrodzeń. Osiągnięcie założonych celów powinno wiązać się z wypłatą premii dla pracowników, co może być widoczne już w 2Q'25. Mimo to, spodziewamy się istotnej poprawy wyniku operacyjnego. Zakładamy wzrost zysku EBIT do 8,9 mln PLN, wobec -15,2 mln PLN straty rok wcześniej. Przekłada się to na 14,8 mln PLN zysku EBITDA (vs -10,2 mln PLN w 2Q'24).

Wzrost zobowiązań kredytowych, jaki widoczny był w sprawozdaniu za 1Q'25, w naszej ocenie spowoduje zwiększenie kosztów finansowych. Dodatkowo, zmiana kursu EUR/PLN powinna negatywnie wpłynąć na koszt leasingu, co również obniży wynik z działalności finansowej. Na poziomie netto szacujemy stratę w wysokości -0,1 mln PLN wobec -17,6 mln PLN w 2Q'24.

Biorąc pod uwagę przesunięcie nadejścia wiosennej pogody, w szczególności zimny maj, pozytywnie oceniamy poziom przychodów w 2Q'25. Wyniki 2Q'24 stanowią niską bazę ze względu na trwające wtedy prace związane ze zmianami w pozycjonowaniu spółki, co pociągnęło za sobą chwilowy spadek sprzedaży, oraz zwiększone koszty, głównie marketingu. Rozwijająca się marka PRM w naszej ocenie powinna pokazywać wysokie dynamiki sprzedaży, jednak pod względem rentowności trzeba jeszcze poczekać na osiągnięcie docelowych poziomów. Dlatego też, wyniki 2Q'25 wykażą znaczącą poprawę r/r, natomiast dalej jest to okres przejściowy dochodzenia do zakładanej marżowości. Spodziewamy się utrzymania wzrostowego trendu średniej wartości koszyka, co będzie wpływało na obniżenie jednostkowych kosztów sprzedaży i wspierało dalszą poprawę wyników spółki w kolejnych okresach.

Wybrane dane finansowe

	2Q'24	2Q'25P	r/r	1H'24	1H'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	343,4	395,1	15,1%	631,9	747,7	18,3%	1 508,6	1 761,1	16,7%
EBIT	-15,2	8,9	-	-16,9	12,9	-	12,0	55,9	367,5%
EBITDA	-10,2	14,8	-	-6,8	24,8	-	34,4	80,2	133,6%
Zysk netto	-17,6	-0,1	-	-21,9	3,5	-	-10,0	25,7	-
Marża brutto na sprzedaży	40,9%	42,6%							
Marża EBIT	-4,4%	2,3%		-2,7%	1,7%		0,8%	3,2%	
Marża EBITDA	-3,0%	3,8%		-1,1%	3,3%		2,3%	4,6%	
Marża zysku netto	-5,1%	0,0%		-3,5%	0,5%		-0,7%	1,5%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ARTIFEX MUNDI**Trzymaj, TP 16,55/akcję**

Rekomendacja z dnia 29 kwietnia 2025 r.

			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				

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%

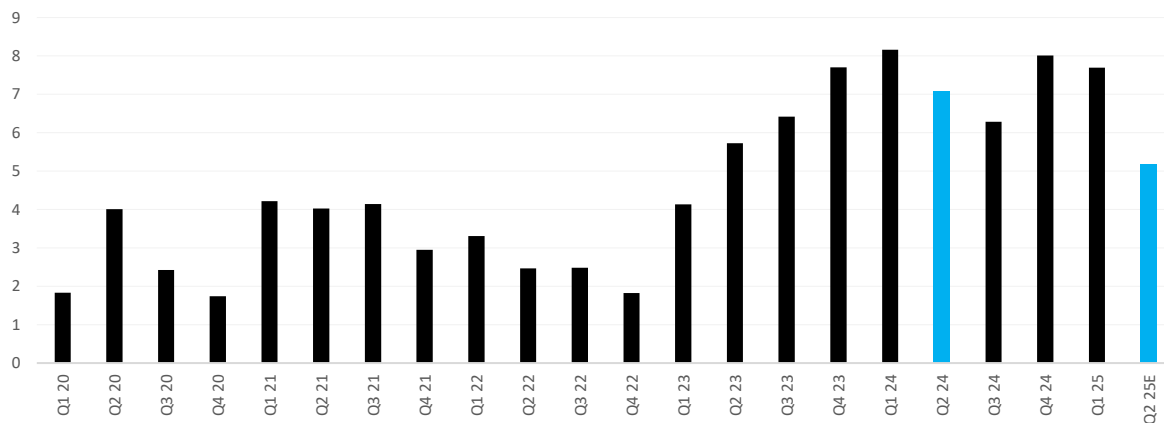
EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

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.

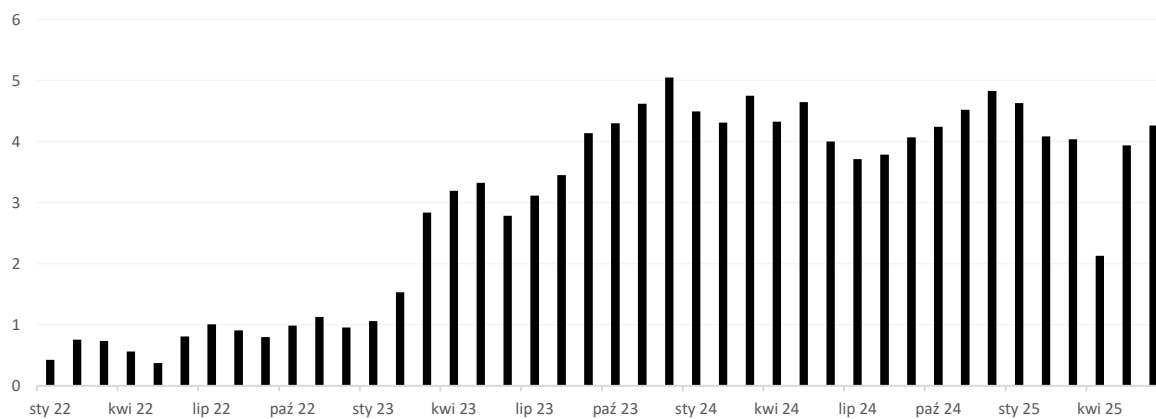
Ogółem w Q2 2025 spodziewamy się spadku EBIT do 5,2 mln PLN (-26,9% r/r). W ujęciu LTM po odczycie za Q2 2025 EBIT wg naszych symulacji może wynieść 27,2 mln PLN (-7,5% r/r). Bezpośredni wpływ na erozję wyników w minionym kwartale ma segment F2P jak i HOPA. Na poziomie wyniku netto założyliśmy 5,4 mln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



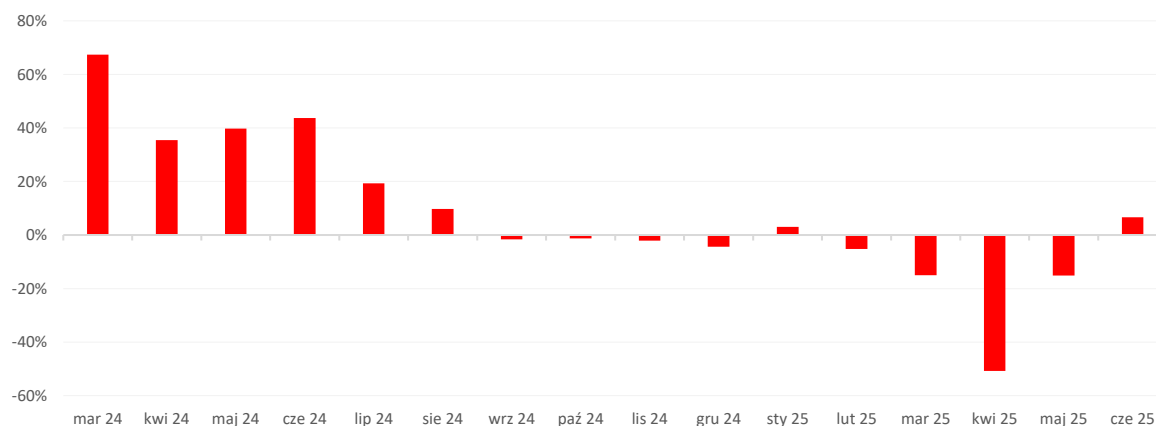
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Analitik:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

ATAL

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	58,6	P/E	7,4	8,6	9,8	5,9
MC [mln PLN]	2 535,1	EV/EBITDA	6,7	10,4	11,4	8,6
		EV/EBIT	6,7	10,5	11,5	8,7
		P/BV	1,5	1,5	1,4	1,3

- W 2Q'25 spółka sprzedała 388 lokali (95 w IV, 113 w V, 180 w VI). Jest to odczyt niższy o blisko 1/3 niż w 2Q'24, ale lepszy o 11% w ujęciu q/q (w 1Q'25: 347 lokali). W całym 2024 roku spółka sprzedała 2 068 lokali (vs 2 833 rok wcześniej). Ostatnim celem na 2025 roku, komunikowanym po konferencji wynikowej po 1Q'25, była sprzedaż 2,2-2,5 tys lokali (aby zrealizować cel z dolnych widełek, spółka musiałaby sprzedawać w 2H'25 po >700 lokali kwartalnie).
- Przekazania w 2Q'25 wyniosły 392 lokale (o 156 lokali mniej r/r; najwięcej we Wrocławiu, Łodzi i Warszawie). Jest to mix raczej lepszych marżowo projektów.
- Spodziewamy się w 2Q'25 przychodów na poziomie 248 mln PLN (-20% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 32,0% (vs 25,2% rok temu i 31,7% w 1Q'25).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 9% wyższym r/r (dynamika w 2024 wynosiła +27% r/r), neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz wyraźnie ujemny wpływ salda finansowego (podobnie jak w 1Q'25, efekt odwrócenia dyskonta długoterminowych zaliczek, które miały pozytywny wpływ na wyniki w latach 2023-24).
- EBIT prognozujemy na poziomie 63,6 mln PLN a wynik netto na 41,0 mln PLN.
- W 2024 roku spółka przekazała 2 460 lokali (vs 2 806 rok wcześniej). W 2025 roku spółka planuje ukończyć 3 193 lokale, dla których kontraktacja po 1Q'25 wynosiła 48%. Zwracamy przy tym uwagę, że część dużych projektów charakteryzuje się dotychczas słabym tempem sprzedaży (np. Poznań Naramowice, Katowice Olimpijska, Gliwice – Andersa), co może wpływać obniżoną relację przekazania/ukończenia. Zakładamy, że spółka przekaze w 2025 roku klientom ok. 2,4 tys lokali. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową.
- W 2026 roku spółka planuje ukończyć 6 323 lokali, z tego po 1Q'25 sprzedane były 982 lokale (po 4Q'24 było to 823). Zakładamy, że przy 2,0 tys sprzedaży w 2025 roku, w tym ok 0,9-1,0 tys będzie dotyczyć inwestycji kończonych w 2026 roku, co implikuje, że na koniec 2025 roku spółka będzie miała kontraktację na 2026 na poziomie ok. 1,8 tys lokali. Przyjmujemy scenariusz, że w 2026 roku sprzedaż wzrośnie do 3,0 tys lokali, z czego 2/3 będzie dotyczyć projektów kończonych w 2026 roku (zakładamy, że spółka obecnie spowolni z nowymi wprowadzzeniami, co będzie „premiować” sprzedaż z projektów kończonych w 2026). Takie założenia implikują, że w 2026 roku spółka przekaze 3,8 tys lokali (kwartał temu zakładaliśmy >4 tys, ale łączna sprzedaż w 2Q'25 była poniżej oczekiwań, co przekłada się na nasze bardziej konserwatywne podejście do kolejnych kwartałów).
- Konsensus Bloomberg na lata 2025/26 na poziomie netto to obecnie 303 / 398 mln PLN (w kwietniu: 326 / 340 mln PLN). Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 260 / 430 mln PLN (poprzednio: 287 / 483 mln PLN).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	1H'24	1H'24	zmiana r/r	2024	2025	zmiana r/r	2026	zmiana r/r
Przychody	311,0	248,2	-20,2%	701,3	384,9	-45,1%	1 486,9	1 443,9	-2,9%	2 296,2	59,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	78,5	79,4	1,2%	200,4	122,7	-38,8%	386,3	404,6	4,7%	597,0	47,6%
Zysk na sprzedaży	63,9	63,6	-0,5%	172,6	93,7	-45,7%	328,0	342,5	4,4%	529,8	54,7%
EBITDA	63,9	64,7	1,3%	175,1	97,0	-44,6%	335,4	348,0	3,8%	534,4	53,6%
EBIT	62,8	63,6	1,2%	173,1	94,8	-45,3%	331,1	343,6	3,8%	529,8	54,2%
Zysk brutto	71,3	50,6	-29,1%	190,7	71,2	-62,6%	365,8	320,4	-12,4%	530,8	65,7%
Zysk netto	57,7	41,0	-29,0%	154,2	58,0	-62,4%	295,4	259,9	-12,0%	429,9	65,4%
Marża brutto ze sprzedaży	25,2%	32,0%		28,6%	31,9%		26,0%	28,0%		26,0%	
Marża na sprzedaży	20,5%	25,6%		24,6%	24,4%		22,1%	23,7%		23,1%	
marża EBITDA	20,5%	26,1%		25,0%	25,2%		22,6%	24,1%		23,3%	
marża EBIT	20,2%	25,6%		24,7%	24,6%		22,3%	23,8%		23,1%	
marża netto	18,6%	16,5%		22,0%	15,1%		19,9%	18,0%		18,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Sprzedaż	842	1 216	1 161	1 039	748	582	376	385	401	735	757	940	717	552	354	445	347	388
Przekazania	794	856	750	1 300	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548	806	439	218	392
Trójmiasto	6	2	104	74	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12	301	25	8	1
Katowice	140	39	17	406	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86	190	44	21	31
Kraków	83	132	101	475	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52	4	144	4	0
Łódź	167	115	144	90	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195	69	44	79	102
Poznań	42	213	135	84	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5	142	155	22	8
Warszawa	281	200	118	63	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83	16	0	0	94
Wrocław	75	155	131	108	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115	84	27	84	156
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 1Q'25 harmonogram przekazania lokali w 2025 i 2026 roku

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOKALI SPRZEDANYCH	DATA ZAKOŃCZENIA
ATAL City Square IV	Wrocław	15 403	326	318	I kw. 2025
Nowe Miasto Polesie IV a	Łódź	12 051	211	164	I kw. 2025
Osiedle Poematu II	Warszawa	7 920	144	95	II kw. 2025
Na Opoczyńskiej	Wrocław	4 949	90	37	II kw. 2025
Ogrody Andersa	Katowice	6 175	114	59	III kw. 2025
Aleja Pokoju V apartotel	Kraków	6 139	148	0	III kw. 2025
Naramowice Odnova	Poznań	32 315	512	110	III kw. 2025
Strefa Cegielnia II	Kraków	7 675	134	104	III kw. 2025
ATAL Strachowicka I	Wrocław	6 332	105	104	III kw. 2025
ATAL Aura II	Łódź	11 676	205	73	III kw. 2025
Kowale Apollina	Gdańsk	3 020	60	33	III kw. 2025
ATAL Olimpijska bud. A, B	Katowice	32 769	507	207	III kw. 2025
Krakowska 35 - Apartamenty inwestycyjne	Wrocław	5 638	131	12	III kw. 2025
Zakątek Harmonia II	Warszawa	5 671	95	71	IV kw. 2025
Niebieski Bursztyn	Gdańsk	11 142	188	96	IV kw. 2025
Ogrody Andersa II	Katowice	13 006	223	52	IV kw. 2025
RAZEM		181 881	3 193	1 535	

Zakończone z PnU w I kwartale

Zakończone z PnU w II kwartale

Projekty w toku

Liczba lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych: 682

Kontrakcja na poziomie 48%

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOKALI SPRZEDANYCH	DATA ZAKOŃCZENIA
ATAL Olimpijska bud. C	Katowice	14 219	220	30	I kw. 2026
ATAL Idea Swarzędz	Poznań	7 115	128	35	I kw. 2026
Francuska Park IX	Katowice	10 334	168	17	I kw. 2026
Przewóz 42	Kraków	7 516	126	82	I kw. 2026
Żerniki Na Novo I	Wrocław	16 717	296	93	I kw. 2026
Galaktyczna	Gdańsk	7 630	144	24	I kw. 2026
Osiedle Przyjemne I	Gdańsk	3 138	72	32	I kw. 2026
ATAL Jasieny	Gdańsk	2 709	48	2	I kw. 2026
Osiedle Poematu III	Warszawa	9 105	166	49	II kw. 2026
ATAL Symbioza IA	Gdańsk	5 836	91	14	II kw. 2026
ATAL Symbioza IB	Gdańsk	9 024	130	3	II kw. 2026
Żerniki Na Novo II	Wrocław	21 370	388	52	II kw. 2026
Nowy Targówek VI	Warszawa	7 042	112	31	III kw. 2026
Nowe Miasto Polesie IV B	Łódź	13 834	246	113	III kw. 2026
ATAL Sky + II	Katowice	42 012	764	112	III kw. 2026
Ogrody Geyera I	Łódź	23 411	409	60	III kw. 2026

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOKALI SPRZEDANYCH	DATA ZAKOŃCZENIA
ATAL Zawisłańska	Gdańsk	4 227	64	3	III kw. 2026
ATAL Strachowicka II	Wrocław	16 400	301	42	III kw. 2026
Naramowice Odnova II	Poznań	29 476	486	23	III kw. 2026
Przewóz 42 II	Kraków	7 581	126	42	III kw. 2026
Osiedle Przyjemne II	Gdańsk	5 012	107	35	III kw. 2026
Osiedle Przyjemne III	Gdańsk	3 626	79	8	III kw. 2026
Osiedle Przyjemne IV	Gdańsk	6 088	111	6	III kw. 2026
Warszawska 58	Warszawa	4 728	82	12	III kw. 2026
Modern Helenów	Łódź	12 327	234	1	III kw. 2026
ATAL Idea Swarzędz II	Poznań	13 042	237	2	IV kw. 2026
Francuska Park VIII A	Katowice	16 231	290	7	IV kw. 2026
ATAL Apollina II	Gdańsk	10 841	181	7	IV kw. 2026
Akacjowa Wita	Kraków	6 015	102	19	IV kw. 2026
Heyki City ATAL	Szczecin	23 042	415	26	IV kw. 2026
RAZEM		359 648	6 323	982	

Analityk:
Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

ATM GRUPA**Kupuj, TP 4,95/akcję**

Rekomendacja z dnia 19 maja 2025 r.

(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				

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.

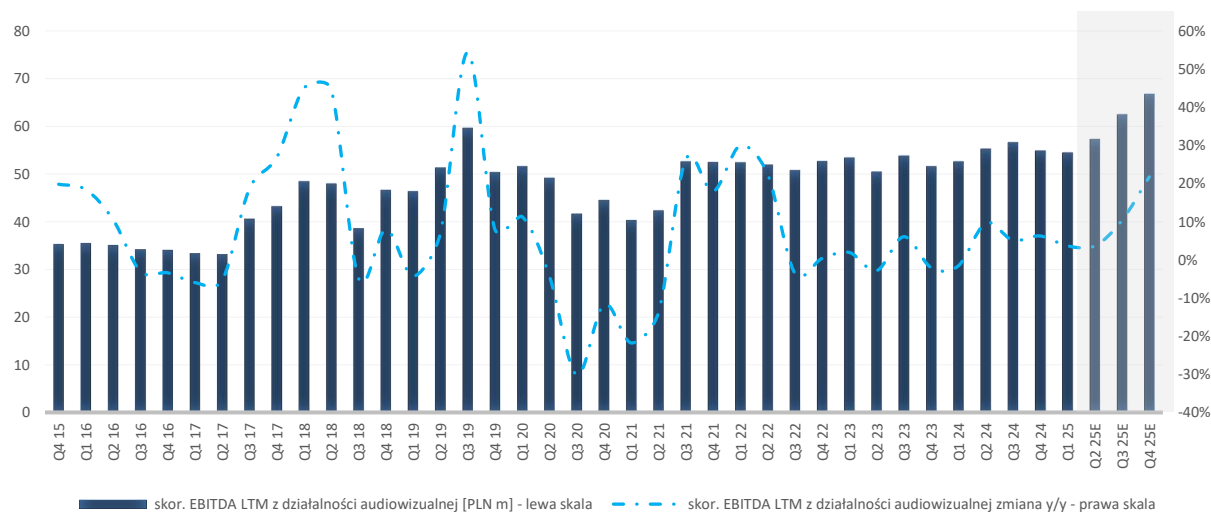
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po dwóch względnie słabszych odczytach kwartalnych spółka, w naszej ocenie, ma szansę powrócić na rosnącą ścieżkę wyników. 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.

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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				

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

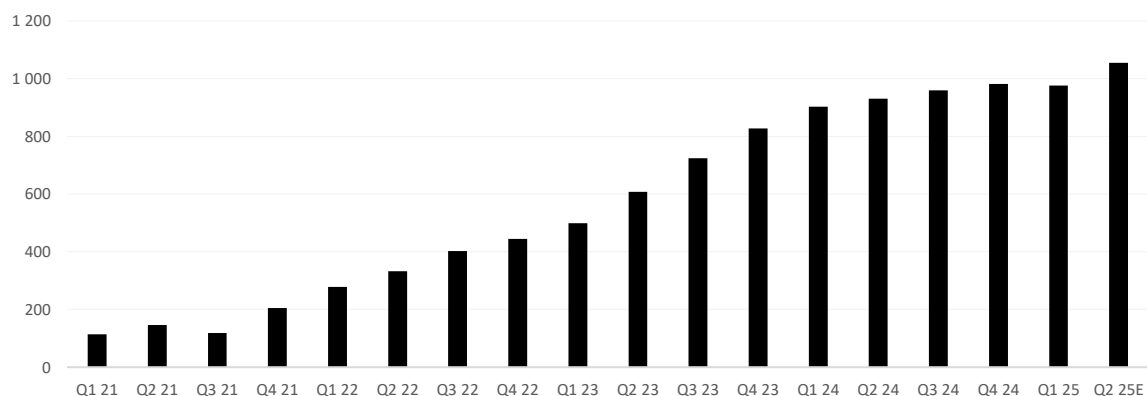
	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody	844,8	1 083,5	28,3%	3 097,2	3 786,9	22,3%
Wynik brutto na sprzedaży	319,6	391,0	22,3%	1 105,6	1 330,3	20,3%
SG&A	-158,2	-174,9	10,5%	-481,5	-655,1	36,1%
Pozostałe saldo operacyjne	-4,3	-11,0		-12,9	-21,4	
EBITDA	243,1	322,0	32,5%	930,1	1 055,2	13,5%
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.

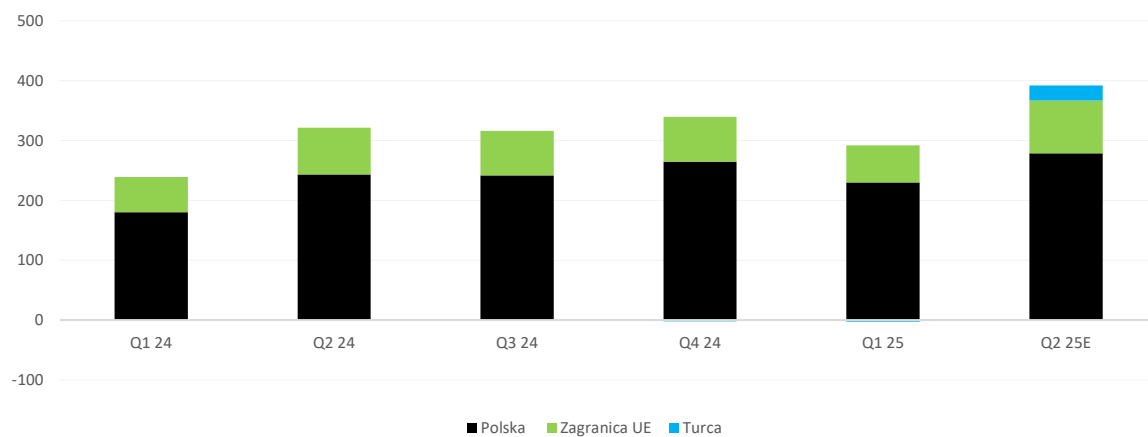
Ogółem spodziewamy się wzrostu EBITDA do 322 mln PLN (+32,5%). W samym segmencie Polska przyjmujemy wzrost EBITDA w ujęciu r/r o ponad 11% do 265 mln PLN. Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q2 2025 może wynieść blisko 137 mln PLN (+25,5% r/r).

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.

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 20,4 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 maja 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,4	P/E	105,0	10,3	7,4
MC [mln PLN]	56,2	EV/EBITDA	15,0	6,2	4,6
		EV/EBIT	53,4	9,3	6,3
		P/BV	1,2	1,1	0,9

W 2Q'25 spółka zrealizowała jedną istotną umowę na dostawę zautomatyzowanego systemu diagnostycznego do identyfikacji bakterii i grzybów metodą analizy metabolicznej. Łącznie, szacujemy przychody tego okresu na 15,4 mln PLN, co oznacza wzrost +23,8% r/r. Wysoka dynamika w naszej ocenie będzie wynikać głównie ze zwiększonego wolumenu sprzedaży, dzięki stopniowemu zapełnianiu mocy produkcyjnych w nowym zakładzie.

W zakresie kosztów operacyjnych zakładamy wzrost wynagrodzeń o ok. +12% r/r oraz dalszy wzrost amortyzacji do poziomu ok. 1 mln PLN. Niższa dynamika wzrostu kosztów niż przychodów implikuje poprawę rentowności. Wysoki udział kosztów stałych powinien spadać wraz ze wzrostem sprzedaży, co stwarza pozytywną perspektywę na przyszłe okresy. W 2Q'25 szacujemy 0,3 mln PLN EBIT oraz 1,3 mln PLN EBITDA wobec odpowiednio 18 tys. PLN i 0,8 mln PLN rok wcześniej.

Spodziewamy się lekkiego spadku kosztów obsługi długu oraz wystąpienie niewielkich przychodów finansowych, dlatego saldo wyniku finansowego powinno poprawić się w stosunku do 2Q'24 (-0,2 mln PLN w omawianym okresie vs -0,4 mln PLN rok wcześniej). Implikuje to zysk netto na poziomie 0,1 mln PLN. Jest to znacząca poprawa względem straty, która w okresie bazowym wyniosła -0,4 mln PLN.

W 2H'25 spodziewamy się rozpoczęcia sprzedaży testów MIC, co w naszej ocenie powinno przyspieszyć dynamikę wzrostu wyników.

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	12,5	15,4	23,8%	52,9	71,5	35,4%
EBITDA	0,8	1,3	51,9%	4,7	11,0	135,9%
EBIT	0,0	0,3	-	1,3	7,3	460,7%
Zysk brutto	-0,4	0,1	-	0,3	6,7	-
Zysk netto	-0,4	0,1	-	0,5	5,5	-
Marża EBITDA	6,8%	8,3%		8,8%	15,4%	
Marża EBIT	0,1%	2,0%		2,5%	10,3%	
Marża zysku netto	-3,5%	0,6%		1,0%	7,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

BUDIMEX**Akumuluj, TP 514,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 grudnia 2024 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	567,0	P/E	19,6	23,5	21,9	20,8
MC [mln PLN]	14 475,6	EV/EBITDA	11,5	12,8	12,4	11,1
		EV/EBIT	13,9	15,5	15,2	13,6
		P/BV	9,5	11,7	11,6	11,2

- **Backlog.** Portfel po 2Q'25 wynosił 17,5 mld PLN (+11% r/r, -3% q/q). W poczekali spółka ma 8,3 mld PLN (w tym 5,2 mld PLN to kontrakty na Rail Baltica). Spółka obniżyła cel kontraktacji na ten rok z 8,5 mld PLN na 6,5 mld PLN (niska wartość ogłoszonych przetargów w GDDKiA, wysoka konkurencja na rynku).
- **Wyniki za 2Q'25.** Spółka pokazała już wybrane dane finansowe za 2Q'25. Przychody wyniosły 2,305 mld PLN (-4% r/r), EBIT 191 mln PLN (+6% r/r) a zysk netto 156 mln PLN (-1% r/r). Wyniki były o 1-2% słabsze od naszych prognoz na poziomie przychodów, EBIT i zysku netto. O ok. 5% natomiast niższy był od naszych założeń zysk na sprzedaży (marża brutto ze sprzedaży wyniosła 12,7% vs 12,8% nasze oczekiwania). Spółka odnotowała dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej: +21,2 mln PLN (zakładaliśmy +15,0 mln PLN). Natomiast w stosunku do konsensusu wyniki były o 1% poniżej na poziomie przychodów, ale o 4% wyższe na poziomie EBIT (zysk netto zgodny z konsensem). Gotówka netto po 2Q'25: 1,85 mld PLN (vs 2,58 mld PLN rok temu dla danych porównywalnych).
- **Segment budowlany.** Rentowność brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym w 2Q'25 na poziomie 12,4% (vs 11,7% rok temu i 11,9% w 1Q'25). Nie znamy na ten moment poziomu rezerw na straty. 19,3 mln PLN wyniosło dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej w tym segmencie.
- **Segment usług.** Segment usługowy miał zdecydowanie wyższą marżę brutto ze sprzedaży r/r i lepszy EBIT.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że w 2H'25 spółka wejdzie na ścieżkę lekko dodatnich r/r odczytów przychodów (wejście do realizacji nowych kontraktów drogowych), przy utrzymaniu się dobrej perspektywy dla marż przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej. Aczkolwiek z dzisiejszej perspektywy oceniamy, że dynamika roczna przychodów będzie słaba, większe pole do ewentualnych pozytywnych zaskoczeń widzimy na marży. W 2026 rozpędzić powinien się segment drogowy, do wyniku powinna kontrybuować też deweloperka (projekt w Poznaniu). Jednocześnie obecny konsensus na poziomie przychodów jest w naszej ocenie dość wyśrubowany. W naszych prognozach ujęty jest nadal FB Serwis (możliwa sprzedaż całości lub części biznesu – decyzji spodziewamy się w 4Q'25).

Wyniki 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25P BDM	odchyl.	2Q'25P kons.	odchyl.	1H'24	1H'25	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 395,3	2 305,2	-3,8%	2 330,3	-1,1%	2 323,3	-0,8%	4 040,2	3 947,3	-2,3%	9 117,8	9 141,9	0,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	282,7	292,0	3,3%	298,5	-2,2%	---	---	478,9	485,2	1,3%	1 162,3	1 210,1	4,1%
Zysk na sprzedaży	176,8	169,9	-4,0%	179,1	-5,2%	---	---	286,5	262,6	-8,4%	716,1	718,4	0,3%
EBITDA	219,9	---	---	236,1	---	---	---	373,6	---	---	903,1	923,4	2,2%
EBIT	180,9	191,0	5,6%	194,1	-1,6%	184,5	3,5%	295,8	301,9	2,0%	743,8	754,9	1,5%
Wynik brutto	210,7	205,0	-2,7%	209,9	-2,3%	---	---	365,8	336,2	-8,1%	839,7	824,6	-1,8%
Wynik netto	157,6	156,2	-0,9%	158,0	-1,2%	156,1	0,0%	276,8	270,5	-2,3%	615,9	662,3	7,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,8%	12,7%		12,8%		---		11,9%	12,3%		12,7%	13,2%	
Marża na sprzedaży	7,4%	7,4%		7,7%		---		7,1%	6,7%		7,9%	7,9%	
Marża EBITDA	9,2%	---		10,1%		---		9,2%	---		9,9%	10,1%	
Marża EBIT	7,6%	8,3%		8,3%		7,9%		7,3%	7,6%		8,2%	8,3%	
Marża zysku netto	6,6%	6,8%		6,8%		6,7%		6,9%	6,9%		6,8%	7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CELON PHARMA

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	23,6	P/E	-42,7	-34,9	-36,7
MC [mln PLN]	1 059,8	EV/EBITDA	52,5	79,2	75,4
		EV/EBIT	-43,9	-32,4	-34,8
		P/BV	2,7	2,7	3,0

W 2Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się lekkiego wzrostu przychodów (+1% r/r). Zwracamy uwagę na wysoką bazę związaną z pierwszymi dostawami do aptek leku Zarixa. W czerwcu'25 do sprzedaży wszedł Tikozeek – lek stosowany w celu zapobiegania zdarzeniom sercowo-naczyniowym u pacjentów z ostrym zapaleniem wieńcowym lub z zawałem mięśnia sercowego. Zakładamy, że sprzedaż tego leku będzie znacznie niższa niż Zarixy, jednak szacujemy pozytywny wpływ poszerzenia portfolio leków o nowy produkt na wyniki segmentu.

W obszarze innowacyjnym spodziewamy się niższych przychodów z tytułu dotacji. Mniejsza liczba projektów w badaniach klinicznych w naszej ocenie powinna implikować niższe poziomy dotacji (4,5 mln PLN vs 12,0 mln PLN rok wcześniej. Na poziomie całej spółki szacujemy spadek przychodów z 65,6 mln PLN w 2Q'24 do 59,8 mln PLN w 2Q'25 (-8,8% r/r).

W zakresie kosztów operacyjnych spodziewamy się poziomów zbliżonych do poprzedniego kwartału. W naszej ocenie ujmował on już wzrost wynagrodzeń, związanych z podniesieniem stawki minimalnej. Implikuje to spadek wyniku operacyjnego do -10,0 mln PLN, wobec -6,6 mln PLN rok wcześniej, oraz EBITDA do 2,9 mln PLN (-49% r/r). Na wynik netto pozytywnie powinno wpłynąć saldo działalności finansowej, które szacujemy na ok. +0,5 mln PLN. Stratę netto prognozujemy na poziomie -7,8 mln PLN, wobec -8,0 mln PLN w 2Q'24.

Patrząc na cały 2025 r., bez uwzględnienia potencjalnej komercjalizacji CPL'36, spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu przychodów, napędzanego głównie segmentem generycznym. Z drugiej strony oczekujemy dosyć stabilnych kosztów operacyjnych, dlatego zakładamy lekką poprawę wyniku EBITDA (+6,9% r/r). Najistotniejszym czynnikiem, który może zmienić obraz sytuacji jest potencjalna komercjalizacja CPL'36. Zarząd spodziewa się finalizacji rozmów partneringowych do końca bieżącego roku.

Prognoza wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	65,6	59,8	-8,8%	207,2	238,2	15,0%
ze sprzedaży leków	53,6	54,1	1,0%	176,6	205,6	16,4%
z tytułu dotacji	12,0	4,5	-62,4%	27,4	28,3	3,0%
pozostałe	0,0	1,2	-	3,1	4,4	39,2%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-6,8	-10,0	-	-36,8	-34,8	-
EBITDA	5,6	2,9	-48,8%	15,0	16,1	6,9%
Wynik netto	-8,0	-7,8	-3,4%	-34,4	-32,8	-
marża EBIT	-10,4%	-16,8%		-17,8%	-14,6%	
marża EBITDA	8,6%	4,8%		7,3%	6,7%	
marża zysku netto	-12,2%	-13,0%		-16,6%	-13,8%	

Źródło: BDM, spółka

* prognozy na 2025 r. nie uwzględniają potencjalnej komercjalizacji CPL'36

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

CYFROWY POLSAT**Kupuj, TP 14,79/akcję**

Rekomendacja z dnia 16 października 2024 r.

			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			

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	-296,4	-311,2	5,0%	-1 207,6	-1 274,8	5,6%
pracownicze						
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%

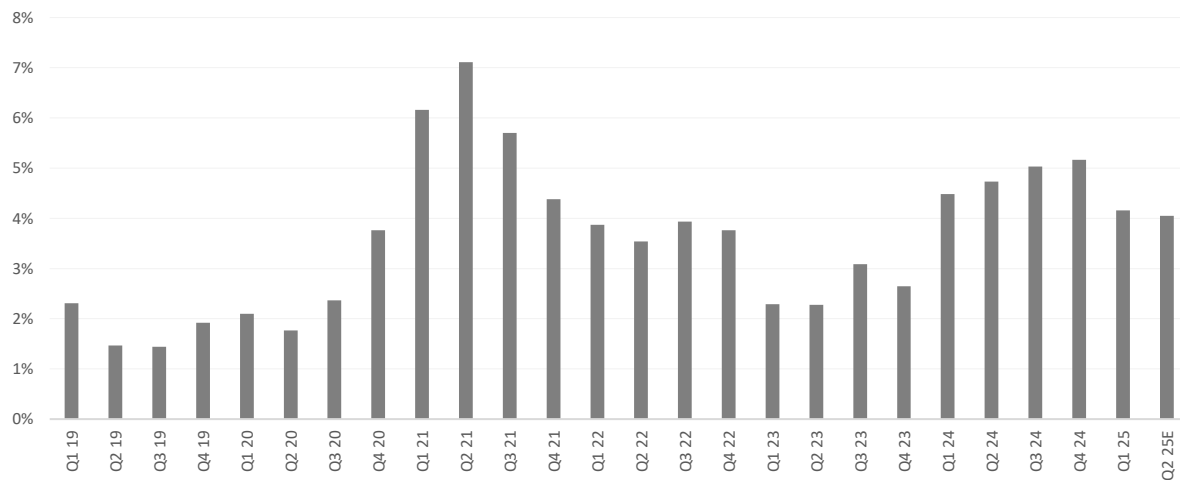
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 biomase).

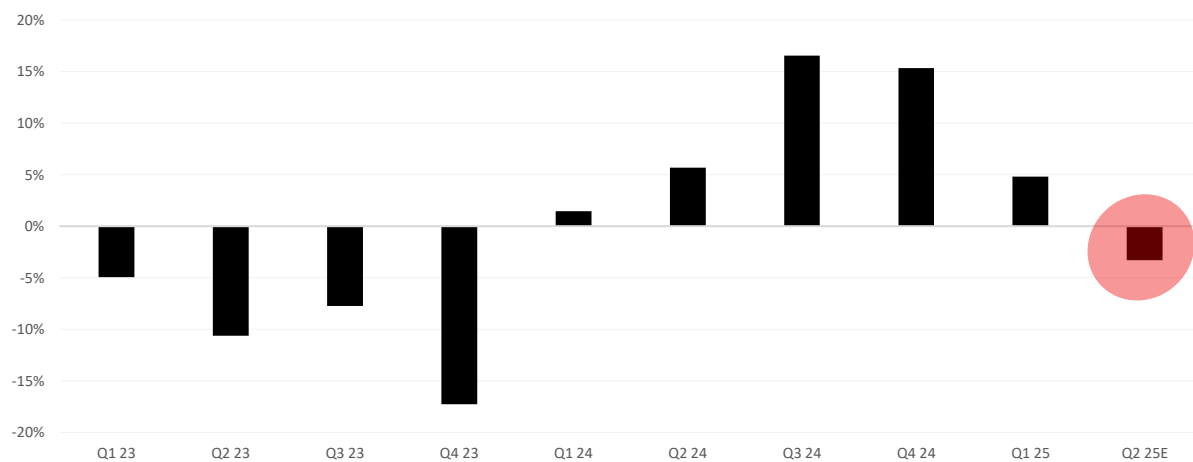
Wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q2 2025 szacujemy na niespełna 86 mln PLN. Po Q2 2025 wynik netto w ujęciu LTM, wg naszych symulacji, będzie w okolicy 552 mln PLN (+0,8% r/r).

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.

Analitik:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DECORA

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	74,6	P/E	11,8	9,7	8,8	7,8
MC [mln PLN]	786,8	EV/EBITDA	8,2	6,5	5,9	5,3
		EV/EBIT	10,1	8,0	7,3	6,4
		P/BV	2,6	2,2	2,0	1,8

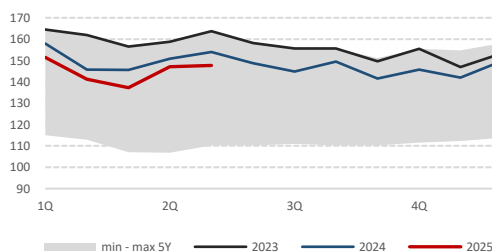
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 2Q'25 (bez danych za VI'25) pokazały nieznaczny spadek r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Ceny PCV stabilizują się na niskich poziomach, natomiast ceny styrenu, po korekcie wzrostowej od 2H'23, od drugiej połowie 2024 zaczęły znów opadać.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Oferta spółki skoncentrowana została na grupie asortymentowej Flooring (76% przychodów ogółem w 2024 roku). Decora w 2023 roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC), co pozwoliło zaoferować pełen asortyment własnej produkcji (podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe). Od 2025 roku asortyment został uzupełniony przez panele ściennie Modee. 2024 rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości, co pozwoliło na wypracowanie rekordowego zysku netto. 1Q'25 przyniósł powrót do dwucyfrowej dynamiki przychodów, ale przy spadku marż r/r (spadek I marży, istotny wzrost kosztów sprzedaży).
- **Prognoza 2Q'25.** W 1H'25 koniunktura na rynku materiałów budowlanych pozostawała nadal słaba, nie sprzyjała także mocny PLN (zarówno do EUR jak i walut koszyka CEE). Spółka broni się jednak rozszerzaniem portfolio produktowego czy bazy klientów. Sezonowość nie jest tak mocna jak u innych producentów mat. budowl. z GPW. Spodziewamy się podobnych tendencji jak w 1Q'25. W 2Q'25 oczekujemy 140 mln PLN przychodów, 28,0 mln PLN EBITDA (+12% r/r) oraz 17,7 mln PLN zysku netto (+7% r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka ma nadal potencjał do budowy udziałów rynkowych (nowe moce produkcyjne) a sam produkt (panele winylowe) zyskuje na popularności (także jako alternatywa dla płytek ściennych). Baza na marżowości na kolejne kwartały jest wymagająca, ale na razie ceny gł. surowców są sprzyjające. Spółka odczuwa wzrost kosztów SG&A (gł. kosztów sprzedaży). Trudno określić finał postępowania UOKiK wyjaśniającego podejrzenie zawarcia porozumienia spółki ze sprzedawcami swoich produktów w kwestii cen i kanałów dystrybucji.

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 1'2017

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	149,0	170,0	14,1%	294,7	340,4	15,5%	588,0	672,6	14,4%	711,2	5,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	64,0	71,8	12,1%	124,7	141,5	13,5%	248,9	281,6	13,1%	300,3	6,6%
Zysk na sprzedaży	29,0	31,1	7,4%	57,7	61,0	5,7%	109,5	118,1	7,9%	127,5	8,0%
EBITDA	33,2	37,0	11,4%	66,1	69,0	4,3%	127,8	139,0	8,8%	153,4	10,4%
EBIT	27,5	30,6	11,1%	55,0	56,3	2,3%	104,0	112,9	8,5%	126,0	11,6%
Zysk brutto	26,9	30,6	13,6%	54,4	55,5	2,2%	102,3	111,0	8,6%	124,0	11,7%
Zysk netto	22,1	24,8	12,3%	44,6	44,9	0,7%	81,0	89,9	11,0%	100,5	11,7%
Marża brutto ze sprzedaży	43,0%	42,2%		42,3%	41,6%		42,3%	41,9%		42,2%	
Marża na sprzedaży	19,4%	18,3%		19,6%	17,9%		18,6%	17,6%		17,9%	
marża EBITDA	22,3%	21,8%		22,4%	20,3%		21,7%	20,7%		21,6%	
marża EBIT	18,5%	18,0%		18,7%	16,5%		17,7%	16,8%		17,7%	
marża netto	14,8%	14,6%		15,1%	13,2%		13,8%	13,4%		14,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	69,8	P/E	6,5	6,0	5,3	6,0
MC [mln PLN]	581,2	EV/EBITDA	4,8	5,6	4,0	4,8
		EV/EBIT	5,5	6,3	4,4	5,5
		P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8

- **Backlog.** Portfel po 1Q'25 w segmencie budowlanym wynosił 711 mln PLN (vs 973 mln PLN po 4Q'24 oraz 687 mln PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji wynosiła 1 528 mld PLN (vs 1 547 mln PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 86% (spółka chce zwiększać udział projektów budynków użyteczności publicznej). W 2Q'25 spółka pozyskała trzy nowe kontrakty komunikowane raportami o wartości ok 766 mln PLN (wraz opcjami), tym samym portfel powinien wyraźnie przekroczyć 1 mld PLN. Zwracamy uwagę na przeskalowanie się w ostatnich latach spółki pod względem średniej wartości komunikowanych kontraktów (do 2022 było to średnio <100 mln PLN/kontrakt – ostatnio istotnie więcej).
- **Budownictwo.** W 2Q'25 zakładamy, że spółka pokaże wyższe r/r przychody. Zakładamy wyższą rentowność r/r i porównywalną q/q. Biorąc pod uwagę portfel, zakładamy, że kolejne kwartały powinny mieć dodatnią dynamikę przychodów.
- **Deweloperka.** W 2Q'25 sprzedano 181 lokale (najwięcej od 1Q'18) oraz przekazano 164 lokale (vs 64 rok temu). Zakładamy niższą średnią cenę r/r i wyższą marżowość. W 2025 roku spółka chce sprzedać 510 lokali a przekazać 570 (za ok 308 mln PLN). Wydaje się, że cel sprzedażowy może zostać przekroczony (69% realizacji po 1H'25).
- **Produkcja.** W ostatnich kwartałach spółka koncentrowała się na poprawie efektywności i pozyskaniu nowych klientów. Baza na marży z 2Q'24 nie jest zbyt wymagająca – oczekujemy nieco lepszych wyników r/r segmentu w 2Q'25.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 2Q'25 zakładamy stratę na poziomie -5 mln PLN (-5 mln PLN w 2Q'24, 0 mln PLN w 1Q'25).
- **Podsumowanie.** Zakładamy w 2Q'25 403,8 mln PLN przychodów, 43,4 mln PLN EBIT (budownictwo: +18 mln PLN, deweloper: +28 mln PLN, produkcja: +3 mln PLN, pozostałe: -5 mln PLN, w 2Q'24 było to odpowiednio: +14 / +11 / +2 / -5 mln PLN) oraz 30,5 mln PLN zysku netto (+66% r/r). W całym 2025 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,62 mld PLN przychodów, 161 mln PLN EBIT (w tym 99 mln PLN deweloper) oraz 109 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	336,0	403,8	20,2%	687,3	746,8	8,7%	1 404,0	1 624,7	15,7%	1 700,8	4,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,9	75,9	43,4%	102,8	152,9	48,7%	249,5	291,4	16,8%	268,9	-7,7%
Zysk na sprzedaży	22,0	43,4	96,7%	46,9	88,5	88,7%	133,7	159,5	19,3%	140,6	-11,8%
EBITDA	27,2	47,7	75,5%	57,2	98,7	72,7%	137,2	178,4	30,0%	158,8	-11,0%
EBIT	22,6	43,4	91,8%	48,9	89,9	83,9%	120,8	161,0	33,3%	140,6	-12,7%
Zysk brutto	22,9	38,1	66,5%	55,4	76,8	38,6%	122,4	136,9	11,9%	120,4	-12,0%
Zysk netto	18,4	30,5	65,8%	42,8	60,9	42,1%	96,2	109,0	13,3%	96,4	-11,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,7%	18,8%		15,0%	20,5%		17,8%	17,9%		15,8%	
Marża na sprzedaży	6,6%	10,7%		6,8%	11,8%		9,5%	9,8%		8,3%	
marża EBITDA	8,1%	11,8%		8,3%	13,2%		9,8%	11,0%		9,3%	
marża EBIT	6,7%	10,7%		7,1%	12,0%		8,6%	9,9%		8,3%	
marża netto	5,5%	7,5%		6,2%	8,2%		6,9%	6,7%		5,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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				

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.

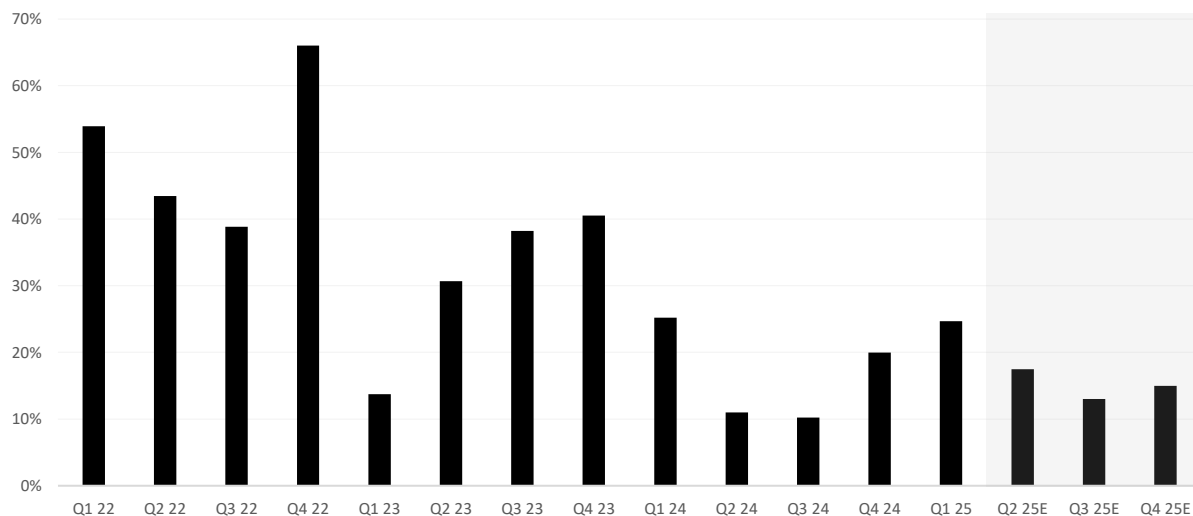
W naszej ocenie miniony Q2 2025 był dobrym okresem dla spółki. W symulacji założyliśmy, że przychody w Q2 2025 były wyższe o 17,5% w relacji r/r i jest to głównie efekt lepszego wykorzystania dotychczasowych nośników DOOH.

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%).

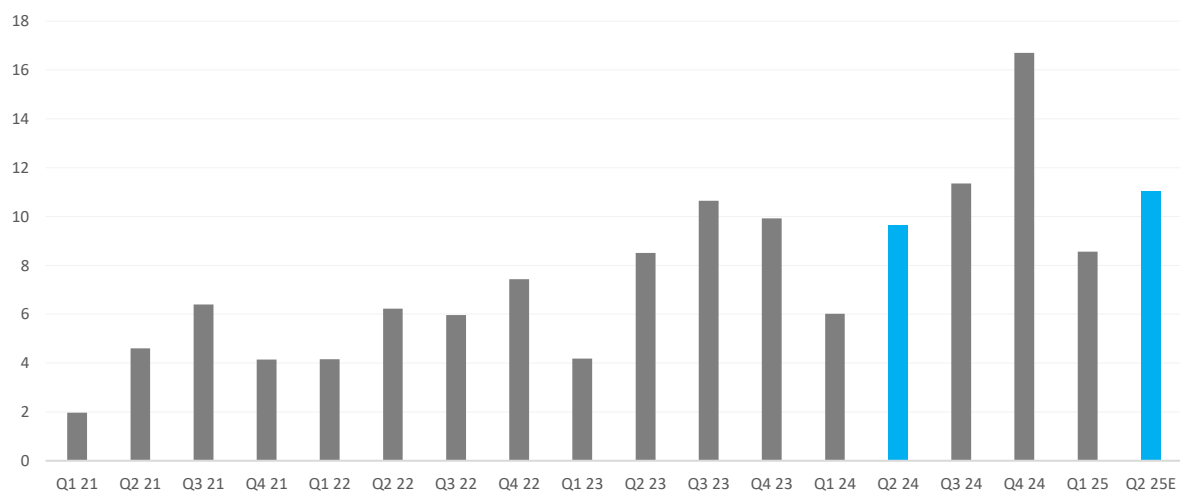
Uwzględniając korzystne trendy dla spółki w DOOH oraz rozbudowę posiadanej bazy nośników reklamowych podwyższyliśmy dynamikę wzrostu przychodów na H2 2025 (względem poprzedniej edycji kwartalnika).

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.

Analitik:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DINO POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	523,4	P/E	34,1x	28,5x	22,1x
Kapitalizacja [PLN m]	51 314	EV/EBITDA	22,5x	18,3x	14,5x
EV [PLN m]	52 050	P/BV	7,2x	5,8x	4,6x
Data publikacji raportu za Q2 2025	21.08.2025	EPS	15,36	18,33	23,72

W naszych założeniach w wynikach dla Dino Polska zakładamy bardzo dobry kwiecień oraz słabszy maj i czerwiec pod kątem przychodów. Sprzedaż detaliczna żywności w kwietniu zanotowała ponad +16% dynamikę r/r, przede wszystkim z uwagi na tegoroczne święta wielkanocne. Jednakże maj, który był wyjątkowo chłodny w tym roku, zwłaszcza w porównaniu z rokiem ubiegłym, kiedy obserwowaliśmy odchylenie w drugą stronę, stanowi w naszej symulacji czynnik spowalniający dynamikę osiągniętą przez spółkę w kwietniu. Co więcej, nie bez znaczenia w naszej opinii pozostaje krótki okres przejściowy pomiędzy świętami a majówką.

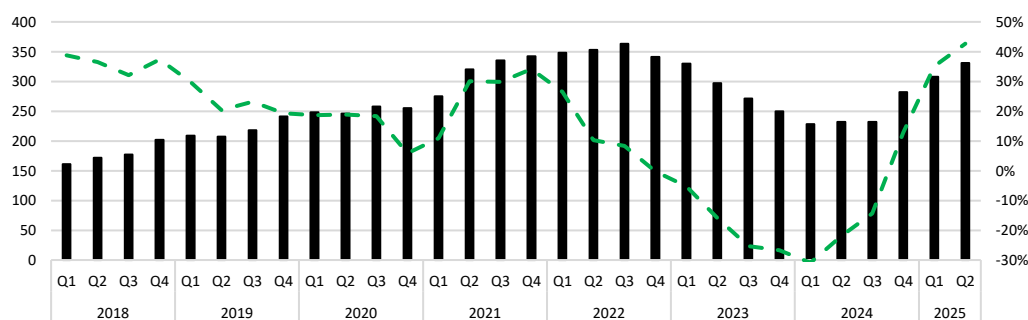
Według naszych obliczeń Dino w Q2 2025 odnotowało ok. +19% dynamikę sprzedaży (8% LFL), która w połączeniu z obserwowaną od ostatnich czterech kwartałów systematyczną poprawą marży brutto, powinna poprawić wynik brutto na sprzedaży spółki o ok. 21% r/r. Zgodnie z naszą symulacją poprawie powinna ulec również marża EBITDA o ok. 40pb, która w naszej ścieżce wynikowej poprawi ubiegłoroczny wynik EBITDA o ok. 26% r/r.

Prognozy wyników Dino Polska za Q2 25

	Q2 24	Q2 25P	r/r	H1 24	H1 25P	r/r	Q2 24 LTM	Q2 25P LTM	r/r
Przychody ze sprzedaży	7 243	8 603	19%	13 914	15 957	15%	27 488	31 317	14%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 640	2 009	22%	3 180	3 796	19%	6 307	7 426	18%
EBITDA	521	655	26%	1 013	1 187	17%	2 216	2 492	12%
EBIT	422	532	26%	819	946	16%	1 837	2 035	11%
Zysk brutto	393	504	28%	757	889	17%	1 715	1 925	12%
Zysk netto	348	407	17%	643	718	12%	1 416	1 581	12%
EPS	3,55	4,15	17%	6,56	7,33	12%	14,44	16,13	12%
LFL	1,8%	8,0%	6,2%	6,7%	4,5%	-2,1%	6,0%	4,5%	-1,5%
marża brutto na sprzedaży	22,6%	23,3%	0,7%	22,9%	23,8%	0,9%	22,9%	23,7%	0,8%
marża EBITDA	7,2%	7,6%	0,4%	7,3%	7,4%	0,2%	8,1%	8,0%	-0,1%
marża EBIT	5,8%	6,2%	0,4%	5,9%	5,9%	0,0%	6,7%	6,5%	-0,2%
marża zysku netto	4,8%	4,7%	-0,1%	4,6%	4,5%	-0,1%	5,2%	5,0%	-0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba otwartych sklepów w ciągu ostatnich 12M (lewa oś) oraz dynamika r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analityk:

Andrzej Wodecki
andrzej.wodecki@bdm.pl

DOM DEVELOPMENT

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	240,0	P/E	13,4	10,9	9,3	9,0
MC [mln PLN]	6 191,5	EV/EBITDA	11,1	8,8	7,4	7,0
		EV/EBIT	11,5	9,1	7,6	7,2
		P/BV	4,3	3,6	3,1	2,8

- W 2Q'25 spółka sprzedała 1 000 lokali (437 w Warszawie, 239 w Trójmieście, 208 we Wrocławiu, 116 w Krakowie). Jest to odczyt +6% wyższy niż w 2Q'24 oraz -3% niższy q/q. W całym 2024 roku spółka sprzedała 4 269 lokali (vs 3 906 rok wcześniej). Spółka planuje w 2025 roku sprzedać więcej mieszkań niż w 2024 roku.
- Przekazania w 2Q'25 wyniosły 611 lokali dla klienta detalicznego (-105 lokale r/r; 156 Warszawa, 220 Trójmiasto, 231 Wrocław, 4 Kraków). W Warszawie spółka najwięcej lokali przekazywała w projekcie Przy Różowej. W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projektach Doki i Perspektywa, we Wrocławiu – Braniborska 80. Spółka przekazała także 97 lokali w ramach umowy PRS (bez wpływu na bieżący wynik).
- Spodziewamy się w 2Q'25 przychodów na poziomie 556 mln PLN (-16% r/r, średnia cena lokalu powinna być kilka % wyższa r/r, i wyraźnie wyższa q/q – spory udział segmentu premium w Gdańsku). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 33,8% (vs 30,0% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 5% wyższym r/r (w 2024 dynamika wyniosła +20% r/r) oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 112 mln PLN a wynik netto na 90 mln PLN.
- W 2024 roku spółka przekazała 3 916 lokali dla klienta detalicznego. Zakładamy, że w 2025 spółka przekaże ok 4,2-4,3 tys mieszkań (po 1H'25 przekazano 1,6 tys lokali, na 2H'25 do zakończenia są inwestycje na 3,2 tys lokali, z czego część przejdzie na kolejny rok). Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że wspierać marżę w 2025 roku powinny lokale sprzedane w 2023 w trakcie obowiązywania BK2%.
- Konsensus Bloomberga dla zysku netto na lata 2025/26 kształtuje się na poziomie 661 / 678 mln PLN (poprzednio: 620 / 630 mln PLN). Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 663 / 689 mln PLN (poprzednio: 645 / 696 mln PLN).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'25	2Q'25P	zmiana r/r	1H'25	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	663,7	556,4	-16,2%	1 369,6	1 298,2	-5,2%	3 168,2	3 487,4	10,1%	3 666,1	5,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	198,9	188,3	-5,3%	438,8	441,7	0,7%	1 019,2	1 136,3	11,5%	1 186,4	4,4%
Zysk na sprzedaży	128,1	113,8	-11,1%	300,4	299,5	-0,3%	725,7	832,2	14,7%	863,6	3,8%
EBITDA	120,2	118,3	-1,6%	297,8	306,9	3,1%	723,0	848,6	17,4%	884,3	4,2%
EBIT	114,2	111,8	-2,1%	285,8	293,8	2,8%	698,2	822,5	17,8%	855,6	4,0%
Zysk brutto	116,7	112,8	-3,3%	288,4	296,8	2,9%	706,4	827,6	17,2%	860,8	4,0%
Zysk netto	93,8	90,3	-3,8%	231,0	238,6	3,3%	569,1	663,2	16,5%	688,7	3,8%
Marża brutto ze sprzedaży	30,0%	33,8%		32,0%	34,0%		32,2%	32,6%		32,4%	
Marża na sprzedaży	19,3%	20,5%		21,9%	23,1%		22,9%	23,9%		23,6%	
marża EBITDA	18,1%	21,3%		21,7%	23,6%		22,8%	24,3%		24,1%	
marża EBIT	17,2%	20,1%		20,9%	22,6%		22,0%	23,6%		23,3%	
marża netto	14,1%	16,2%		16,9%	18,4%		18,0%	19,0%		18,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Sprzedaż	1 084	1 032	856	1 094	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	1 033	1 000
Warszawa	600	548	389	628	385	448	414	491	488	345	402	455	422	408	491	470	432	437
Trójmiasto	342	332	304	285	236	203	161	193	180	282	374	275	267	233	242	296	260	239
Wrocław	142	152	116	109	84	92	87	91	119	194	189	145	203	176	274	267	229	208
Kraków	0	0	47	72	53	58	41	56	127	110	116	105	119	126	149	126	112	116
Sprzedaż PRS	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przekazania	1 366	556	599	811	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681	984	830
Warszawa	906	295	141	456	829	465	241	386	907	181	136	704	526	562	263	618	341	908
Trójmiasto	150	127	394	301	179	369	141	389	205	375	272	193	293	63	140	454	172	695
Wrocław	310	134	23	3	1	235	24	130	109	59	119	331	45	3	78	396	393	762
Kraków	0	0	41	51	85	15	14	163	129	33	8	70	57	88	117	213	78	943
Przekazania PRS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0	611
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0	156

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 1Q'25 harmonogram przekazania lokali w 2025

PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ		
II kw.	Braniborska 80 Faza 2	Wroclaw	210	kwi.25	Osiedle Harmonia Mokotów Faza 2	Warszawa	213	paź.25	
	Osiedle przy Ryżowej Faza 1	Warszawa	151	maj.25	Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód 10	Warszawa	145	paź.25	
	Perspektywa	Trójmiasto	102	maj.25	Osiedle przy Alejach Faza 3	Warszawa	105	paź.25	
	DOKI	Trójmiasto	187	cze.25	Osiedle Synteza	Trójmiasto	120	paź.25	
					Osiedle Międzyzleska Faza 2	Wroclaw	248	paź.25	
					Apartamenty Nad Olawką Faza 1	Wroclaw	88	paź.25	
Razem II kwartał			650		Górka Narodowa Etap 5 Faza 1	Kraków	113	paź.25	
III kw.					Osiedle przy Alejach Faza 2	Warszawa	150	lis.25	
	Osiedle przy Ryżowej Faza 2	Warszawa	254	lip.25	IV kw.	Osiedle przy Alejach Faza 4	Warszawa	19	lis.25
	Górka Narodowa Etap 4	Kraków	125	lip.25		Osiedle przy Forcie Faza 1	Warszawa	124	lis.25
	Widoki	Trójmiasto	64	sie.25		Konstelacja	Trójmiasto	84	lis.25
	Lema	Trójmiasto	189	sie.25		Apartamenty Park Matecznego Faza 1	Kraków	33	lis.25
	Osiedle Harmonia Mokotów Faza 1	Warszawa	157	wrz.25		Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 3	Warszawa	208	gru.25
	Osiedle Urbino Etap 2 Faza 2	Warszawa	100	wrz.25		Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 4	Warszawa	249	gru.25
	Osiedle Beauforta 2	Trójmiasto	158	wrz.25		Wzgórze Hoplity	Trójmiasto	58	gru.25
						Górka Narodowa Etap 5 Faza 2	Kraków	111	gru.25
Razem III kwartał			1 047		Górka Narodowa Etap 5 Faza 3	Kraków	105	gru.25	
				Razem IV kwartał			2 173		
				Razem II - IV kw. 2025			3 870		

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Wyniki i prognozy według segmentów [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
Przychody ze sprzedaży	727,0	601,8	320,2	770,3	822,0	452,5	325,9	949,9	705,9	663,7	482,3	1 316,3	749,0	556,4
Warszawa	591,0	267,6	162,9	384,1	576,9	163,2	126,0	617,6	382,4	533,5	260,5	607,2	296,3	145,4
Wrocław	1,1	93,7	12,1	70,2	50,6	29,8	61,9	157,6	29,0	9,2	42,6	258,2	273,7	173,3
Gdańsk	82,3	162,8	58,3	227,5	123,4	241,5	134,0	130,6	261,2	64,4	106,4	287,4	120,4	234,5
Kraków	52,7	77,7	87,0	88,5	71,1	18,0	4,1	44,0	33,2	56,6	72,8	163,5	58,5	3,2
Zysk brutto ze sprzedaży	233,8	171,7	85,2	265,1	257,4	140,1	102,3	315,2	239,9	198,9	150,8	429,6	248,1	188,3
Warszawa	203,5	84,5	56,5	149,7	186,5	47,7	40,2	226,6	114,1	159,5	79,8	179,7	94,8	48,0
Wrocław	2,1	26,5	4,2	14,4	11,7	4,5	9,8	26,0	7,9	2,4	17,1	79,7	87,6	50,2
Gdańsk	29,3	59,8	21,6	92,7	52,3	84,7	52,9	52,5	109,3	21,7	37,9	113,7	48,2	89,1
Kraków	-1,3	0,9	2,8	8,4	7,0	3,3	-0,6	10,1	8,7	15,3	16,0	56,4	17,6	1,0
SG&A	50,2	60,8	56,6	66,2	58,8	60,0	60,5	65,3	67,6	70,8	73,4	81,6	75,3	74,5
Zysk na sprzedaży	183,5	110,9	28,6	198,9	198,7	80,1	41,8	249,9	172,3	128,1	77,4	348,0	172,9	113,8
Saldo PPO/PKO	-9,7	-2,2	-1,1	-7,4	-1,4	-6,4	2,5	-6,9	-0,7	-13,8	1,5	-14,5	0,0	-2,0
EBITDA	178,0	113,0	31,5	195,5	201,7	79,5	49,2	248,5	177,6	120,2	85,2	340,0	179,1	118,3
EBIT	173,9	108,6	27,5	191,5	197,3	73,7	44,2	242,9	171,6	114,2	78,9	333,5	172,9	111,8
Saldo finansowe	-4,1	-6,5	-2,4	1,9	-3,6	-7,2	-3,6	-0,7	-0,1	-2,5	-0,2	-6,4	-1,7	-1,0
Zysk brutto	178,0	115,1	29,9	189,7	200,9	81,0	47,8	243,6	171,7	116,7	79,1	338,9	174,5	112,8
Zysk netto	141,7	94,0	23,6	150,9	158,8	63,8	37,7	200,0	137,2	93,8	64,7	273,3	139,6	90,3
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-319,9	282,9	-10,9	276,9	-72,0	184,6	125,7	78,2
Dług netto	-118,7	-170,9	14,5	85,6	-66,9	-203,2	353,0	257,1	253,8	6,0	192,5	150,9	37,8	178,8
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1298	921	716	598	1 681	984	611
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1081	980	1 011	943	1156	1 159	1 033	1 000
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	28,5%	26,6%	34,4%	31,3%	31,0%	31,4%	33,2%	34,0%	30,0%	31,3%	32,6%	33,1%	33,8%
Warszawa	34,4%	31,6%	34,7%	39,0%	32,3%	29,2%	31,9%	36,7%	29,8%	29,9%	30,6%	29,6%	32,0%	33,0%
Wrocław	197,9%	28,3%	35,0%	20,4%	23,1%	14,9%	15,9%	16,5%	27,3%	25,9%	40,1%	30,9%	32,0%	29,0%
Gdańsk	35,7%	36,8%	37,1%	40,7%	42,4%	35,1%	39,5%	40,2%	41,8%	33,8%	35,6%	39,6%	40,0%	38,0%
Kraków	-2,4%	1,1%	3,3%	9,5%	9,9%	18,1%	-15,0%	23,1%	26,1%	27,0%	22,0%	34,5%	30,0%	30,0%
Marża zysku na sprzedaży	25,2%	18,4%	8,9%	25,8%	24,2%	17,7%	12,8%	26,3%	24,4%	19,3%	16,0%	26,4%	23,1%	20,5%
S&GA/przychody	6,9%	10,1%	17,7%	8,6%	7,2%	13,3%	18,6%	6,9%	9,6%	10,7%	15,2%	6,2%	10,1%	13,4%
Marża EBITDA	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%	15,1%	26,2%	25,2%	18,1%	17,7%	25,8%	23,9%	21,3%
Marża EBIT	23,9%	18,1%	8,6%	24,9%	24,0%	16,3%	13,6%	25,6%	24,3%	17,2%	16,4%	25,3%	23,1%	20,1%
Marża zysku netto	19,5%	15,6%	7,4%	19,6%	19,3%	14,1%	11,6%	21,1%	19,4%	14,1%	13,4%	20,8%	18,6%	16,2%

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 54,3 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 8 maja 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	48,1	P/E	21,5	8,9	12,4	10,0
MC [mln PLN]	480,2	EV/EBITDA	11,7	7,6	7,8	6,5
		EV/EBIT	13,2	8,2	8,5	7,0
		P/BV	4,6	3,6	3,3	2,9

- **Backlog.** Portfel na koniec 1Q'25 wynosił 680 mln PLN (vs 545 mln PLN po 4Q'24 i 648 mln PLN rok temu). Natomiast portfel po kwietniu'25 wynosił rekordowe w historii spółki 748 mln PLN (z tego 507 mln PLN przypadało do realizacji w 2025 roku). Dodatkowo spółka miała wtedy złożone 70 mln PLN w najlepszych ofertach w kolejnych przetargach (które skonwertowały się na umowy w 2Q'25, w całym 2Q'25 spółka podpisała wg komunikatów bieżących umowy za 93 mln PLN + w lipcu umowę za 34 mln PLN).
- **Prognoza na 2Q'25.** Wysoki poziom portfela oraz końcowa faza realizacji kontraktu na perymetrię na rzece Bug, powinny wpływać na poprawę przychodów r/r. Zakładamy wyższy q/q ale niższy r/r poziom rentowności (duży udział kontraktu na perymetrię raczej nie wpływa pozytywnie na średnią marżę, dodatkowo rok temu w 2 i 3Q'25 ponadprzeciętną marżę spółka generowała na jednym z kontraktów przemysłowych). Spodziewamy się w 2Q'25 9,2 mln PLN EBIT vs 8,7 mln PLN rok temu. Zakładamy raportowany zysk netto na poziomie 6,8 mln PLN (vs 8,0 mln PLN rok temu, rok temu spółka miała dodatnie saldo finansowe). Spółka na koniec 1Q'25 miała 14 mln PLN gotówki netto. Spodziewamy się sezonowego wejścia w dług netto w 2Q'25 (wzrost zaangażowania w kapitał obrotowy).
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że spółka w 2025 roku wypracuje 576 mln PLN przychodów (+9% r/r) oraz 38,6 mln PLN zysku netto. Zakładamy istotny wzrost r/r przychodów w 2026 roku (efekt zbudowanego portfela) przy porównywalnej marży brutto ze sprzedaży. Spodziewamy się w końcówce roku publikacji nowej strategii (5-letni horyzont).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	111,6	125,0	12,0%	173,6	215,8	24,3%	524,8	575,6	9,7%	698,0	21,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	18,0	18,7	4,0%	26,1	31,3	20,1%	80,6	86,5	7,3%	104,5	20,9%
Zysk na sprzedaży	9,2	9,2	0,1%	10,9	14,2	29,7%	48,6	50,4	3,6%	61,3	21,6%
EBITDA	9,7	10,3	6,3%	18,7	17,2	-7,7%	58,6	55,7	-5,0%	66,0	18,4%
EBIT	8,7	9,2	5,8%	16,6	14,9	-10,3%	54,2	51,1	-5,8%	61,3	19,9%
Zysk brutto	9,3	8,4	-9,7%	31,6	13,9	-55,9%	64,2	47,8	-25,6%	59,5	24,5%
Zysk netto	8,0	6,8	-14,9%	29,1	11,1	-61,8%	54,1	38,6	-28,6%	48,2	24,9%
Marża brutto ze sprzedaży	16,1%	14,9%		15,0%	14,5%		15,4%	15,0%		15,0%	
Marża na sprzedaży	8,2%	7,3%		6,3%	6,6%		9,3%	8,8%		8,8%	
marża EBITDA	8,7%	8,3%		10,8%	8,0%		11,2%	9,7%		9,5%	
marża EBIT	7,8%	7,3%		9,6%	6,9%		10,3%	8,9%		8,8%	
marża netto	7,2%	5,5%		16,8%	5,2%		10,3%	6,7%		6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *w 1Q'24 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wyniku brutto na poziomie +18,2 mln PLN (w tym +2,5 mln PLN na linii EBIT)

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ERBUD**Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	33,8	P/E	40,3	---	---	14,2
MC [mln PLN]	403,2	EV/EBITDA	6,7	6,5	5,7	3,9
		EV/EBIT	18,9	20,1	13,2	6,6
		P/BV	0,8	0,8	0,9	0,8

- **Backlog.** Portfel grupy po 1Q'25 wynosił 2,93 mld PLN (-3% r/r, +3% q/q). Wzrost portfela w ujęciu r/r odnotował głównie segment modułowy. Natomiast niski był portfel w Ondie (w 2Q'25 wzmocniony przez kontrakt na realizację PV Serby).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki 4Q'24 zostały jednak mocno obciążone przez blisko 40 mln PLN straty MOD21 (problem na jednym z kontraktów w Niemczech). Początek 2025 roku także przyniósł wysoką stratę w tym obszarze. Od 3Q'24 dodatnie wyniki operacyjne notuje segment kubaturowy.
- **Prognoza na 2Q'25.** W 2Q'25 spodziewamy się, że spółka odnotuje wzrost przychodów r/r do 810 mln PLN. Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży powinna być dość porównywalna r/r. Zakładamy uda się wyjść ponad break even na poziomie EBIT, m.in. dzięki dość dobremu wynikowi w Ondie (sprzedaż energii + wynik na transakcjach) i pomimo zakładanej sporej straty w MOD21 (koszty restrukturyzacji w DE). Zakładamy EBIT na poziomie +7,6 mln PLN (vs -3,7 mln PLN straty rok wcześniej): kubatura: +5,3 mln PLN, Ondie: +10,2 mln PLN, przemysł: +5,3 mln PLN, moduły: -13,2 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje -2,2 mln PLN straty. Spodziewamy się podobnej pozycji gotówkowej q/q w 2Q'25 (po 1Q'25 spółka miała 125 mln PLN długu netto).
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2025 nadal jest trudny od strony podaży kontraktów dla kubatury w Polsce, aczkolwiek segmentu odbudował wyniki ostatnich kwartałów (zakończenie słabych kontraktów). Spółka pokładała duże nadzieje w obszarze modułów, ale osiągnięcie break-even napotkało kolejne problemy (z guidance zarządu z ostatniej konferencji wynika, że spółka celuje w wyjście na plus dopiero w 2026 roku). Ondie odbudowało ostatnio portfel (kontrakt na GW na sprzedanym do Energii projekcie), jednak otoczenie konkurencyjne pozostaje trudne (niskie marża na wykonawstwie PV, ożywienie w kontraktach na farmy wiatrowe spodziewane dopiero w 2H'26 roku na bazie poprzedniej liberalizacji ustawy odległościowej).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	689,2	809,8	17,5%	1 333,5	1 542,9	15,7%	2 979,8	3 378,4	13,4%	3 477,8	2,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	58,9	68,6	16,4%	101,6	105,4	3,8%	219,8	268,4	22,1%	304,1	13,3%
Zysk na sprzedaży	3,7	4,8	29,1%	-2,7	-10,3	---	-1,0	25,6	---	64,9	153,7%
EBITDA	7,4	18,6	150,4%	32,3	21,9	-32,4%	63,8	79,4	24,5%	109,0	37,3%
EBIT	-3,7	7,6	---	11,7	-1,6	---	20,7	34,3	66,1%	64,9	89,3%
Zysk brutto	-5,2	1,4	---	6,5	-14,9	---	0,1	9,7	17221,4%	45,1	364,5%
Zysk netto	-8,3	-1,9	---	-5,6	-15,1	---	-28,9	-2,6	---	28,4	---
Marża brutto ze sprzedaży	8,5%	8,5%		7,6%	6,8%		7,4%	7,9%		8,7%	
Marża na sprzedaży	0,5%	0,6%		-0,2%	-0,7%		0,0%	0,8%		1,9%	
marża EBITDA	1,1%	2,3%		2,4%	1,4%		2,1%	2,4%		3,1%	
marża EBIT	-0,5%	0,9%		0,9%	-0,1%		0,7%	1,0%		1,9%	
marża netto	-1,2%	-0,2%		-0,4%	-1,0%		-1,0%	-0,1%		0,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ESOTIQ & HENDERSON

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	38,7	P/E	11,7	7,9	6,8
MC [mln PLN]	86,4	EV/EBITDA	3,4	3,4	3,4
		EV/EBIT	6,6	6,6	6,9
		P/BV	1,4	1,3	1,2

Szacunkowe miesięczne dane sprzedażowe wskazują na wypracowanie w 2Q'25 ok. 74,8 mln PLN przychodów. Biorąc pod uwagę historyczne delikatne różnice między szacunkami a finalnymi wynikami, prognozujemy sprzedaż na 75,8 mln PLN. Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie 71,3%.

W dalszym ciągu dwucyfrowe wzrosty notuje sprzedaż internetowa. W 2Q'25 spółka rozpoczęła współpracę z Ewą Chodakowską, wprowadzając wybrane modele z kolekcji Mission Swim – marka strojów kąpielowych gwiazdy. W naszej ocenie współpraca z kolejnymi celebrytami, którzy promują markę w social mediach, pozwoli na zwiększenie zasięgów i bazy klientów Esotiq.

W ostatnich miesiącach spółka nawiązała bliższą współpracę z firmą InPost. Deklarowany czas dostawy ma się skrócić z 5 dni do 1 dnia dla zamówień przed godziną 20:00. Spodziewamy się, że spowoduje to przejściowe zwiększenie kosztów logistycznych, w związku z dostosowaniem magazynów do nowego modelu współpracy, jednak w dłuższym okresie zakładamy, że klienci docenią szybką obsługę, co poprawi doświadczenia zakupowe i wzmocni wizerunek marki. W połączeniu z utrzymaniem dobrej jakości sprzedawanych produktów, powinno to przyczynić się do zwiększenia przywiązania klientów do brandu, a w rezultacie zwiększenie sprzedaży w długim okresie.

Zwiększone koszty oraz nieco niższa marża zysku brutto na sprzedaży implikują spadek rentowności zysku operacyjnego. W 2Q'25 szacujemy ok. 5,5 mln PLN EBIT, co oznacza spadek -18,3% r/r. W związku z zakupem budynku, w którym spółka ma swoją siedzibę (od 3Q'25 w leasingu), spodziewamy się wzrostu amortyzacji

z 4,6 mln PLN w 2Q'24 do 4,8 mln PLN w 2Q'25. Zmityguje to lekko spadek rentowności EBITDA (13,5% vs 15,5% rok wcześniej). Na poziomie netto szacujemy 3,2 mln PLN zysku (-45,3% r/r).

Wyniki 2Q'25 w naszej ocenie powinny wykazać spadek. Jest to efekt prac nad rozwiązaniami logistycznymi oraz niewielkiego wzrostu przychodów. Zakładamy, że klienci czekali na letnie wyprzedaże, które pojawiają się co roku. W ostatnich dniach rozpoczął się ostatni etap wyprzedaży. Spółka oferuje rabat -70% przy zakupach za min. 599 PLN (w cenach regularnych). Umocnienie PLN powinno ograniczyć wpływ głębokich wyprzedaży na rentowność spółki.

Zakładamy, że w 2H'25 spółka wzmocni sprzedaż, przy czym największy potencjał wzrostów nadal widzimy w sprzedaży internetowej. Nawiązywanie współpracy z celebrytami, którzy mają szerokie grono fanów powinno zwiększać bazę klientów. W ofercie spółki w ostatnim czasie wyraźniej zaznaczają się kolekcje pozabieliźniane – ubrania domowe, ale też komfortowe stroje na podróż. Dobra komunikacja oraz korzystny kurs USD/PLN powinny pozytywnie wpływać na wyniki kolejnych okresów.

Prognoza wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	1H'24	1H'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	72,4	75,8	4,7%	135,6	142,8	5,3%	298,3	328,6	10,1%
Wynik brutto na sprzedaży	52,5	54,0	2,9%	94,2	98,3	4,3%	201,2	219,6	9,1%
EBITDA	11,2	10,3	-8,6%	17,4	14,8	-14,5%	36,0	38,7	7,6%
EBIT	6,7	5,5	-18,3%	8,3	5,9	-29,4%	18,5	19,2	4,2%
Zysk brutto	6,3	3,9	-37,8%	6,8	4,0	-40,9%	13,8	16,0	16,0%
Zysk netto	5,8	3,2	-45,3%	6,1	3,1	-49,4%	11,0	12,8	16,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	72,5%	71,3%		69,5%	68,8%		67,5%	66,8%	
Marża EBITDA	15,5%	13,5%		12,8%	10,4%		12,1%	11,8%	
Marża EBIT	9,2%	7,2%		6,1%	4,1%		6,2%	5,9%	
Marża zysku netto	8,0%	4,2%		4,5%	2,2%		3,7%	3,9%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

EUROCASH

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	8,53	P/E	309,0x	103,7x	17,0x
Kapitalizacja [PLN m]	1 187	EV/EBITDA	4,1x	3,7x	3,6x
EV [PLN m]	3 640	P/BV	1,6x	1,4x	1,3x
Data publikacji raportu za H1 2025	28.08.2025	EPS	0,03	0,08	0,50

W naszej symulacji pozytywne impulsy sprzedażowe związane m.in. z kwietniowymi świętami zostały zneutralizowane przez niską średnią temperaturę powietrza w maju i w konsekwencji niższą sprzedaż napoi chłodzących oraz alkoholi (odczyt sprzedaży hurtowej alkoholi za maj wskazał -16% dynamikę r/r).

Z uwagi na w/w czynniki zakładamy płaską dynamikę przychodów r/r oraz poprawę marży brutto na sprzedaży o ok. 20pb ze względu na mniejszy udział produktów niskomargowych w sprzedaży.

Dodatkowo, wysoki poziom przychodów > 8 mld PLN w naszej opinii spowoduje wzrost kosztów SG&A o ok. 3,5% r/r, co w konsekwencji spowoduje obniżenie marży EBITDA o 40pb do 2,4%. Przy podobnym poziomie przychodów r/r, oznacza to erozję wyniku EBITDA o ok. 30 mln PLN, co przy założeniu kosztów amortyzacji zbliżonych do ubiegłego kwartału oznacza ok. 43 mln PLN wyniku EBIT. W naszej opinii, wynik brutto przed opodatkowaniem oraz wynik netto za Q2 24 i Q2 25 rów powinny być do siebie zbliżone.

Pierwotnie, tzn. przy okazji publikacji naszych prognoz za Q1 zakładaliśmy zneutralizowanie ujemnego wyniku netto na poziomie -82 mln PLN po H1 25 oraz publikację nowej strategii Grupy wraz z terminem publikacji raportu półrocznego. Po weryfikacji naszych założeń nastawiamy się na premierę nowej strategii w późniejszym czasie (raport za Q3-Q4).

Prognoza wyników za Q2 2025 [mln PLN]

	Q2 24	Q2 25	r/r	H1 24	H1 25	r/r	Q2 24 LTM	Q2 25 LTM	r/r
Przychody ze sprzedaży	8 171	8 189	0%	15 796	15 063	-5%	32 281	31 508	-2%
Przychody ze sprzedaży towarów	8 141	8 171	0%	15 737	15 026	-5%	32 177	31 409	-2%
Hurt	5 960	5 845	-2%	11 385	10 826	-5%	23 170	23 060	0%
Detal	1 928	2 049	6%	3 843	3 649	-5%	8 007	7 905	-1%
Projekty	253	277	9%	508	551	8%	1 001	1 109	11%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 067	1 085	2%	2 075	2 025	-2%	4 371	4 260	-3%
EBITDA	226	193	-15%	365	314	-14%	996	882	-11%
EBIT	63	43	-32%	42	14	-67%	351	257	-27%
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	2	0	-81%	-83	-91	10%	90	28	-69%
Zysk (strata) netto	0	0	134%	-87	-82	-6%	57	9	-84%
przypadający akcjon. Jedn. Dominującej	-8	-8	-2%	-95	-93	-2%	18	-25	---
EPS	-0,06	-0,05	-2%	-0,68	-0,67	-2%	0,13	-0,18	---
			różnica			różnica			różnica
Marża brutto na sprzedaży	13,1%	13,3%	0,2%	13,1%	13,4%	0,3%	13,5%	13,5%	0,0%
Marża EBITDA	2,8%	2,4%	-0,4%	2,3%	2,1%	-0,2%	3,1%	2,8%	-0,3%
Marża zysku netto	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%	-0,5%	0,0%	0,2%	0,0%	-0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

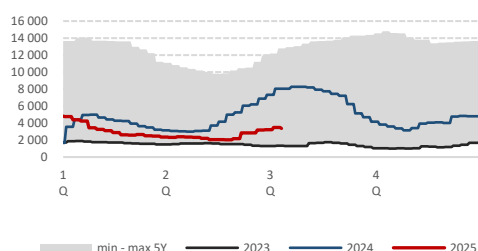
Andrzej Wodecki
andrzej.wodecki@bdom.pl

FERRO

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	37,0	P/E	11,7	10,9	11,5	11,5
MC [mln PLN]	786,0	EV/EBITDA	7,5	7,3	8,3	7,8
		EV/EBIT	8,8	8,5	9,9	9,2
		P/BV	1,7	1,8	1,7	1,7

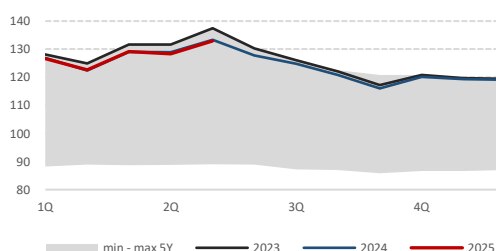
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 2Q'25 (bez VI) nie zmienił się r/r. Koszty frachtu po górze w 3Q'24 w kolejnych miesiącach były w trendzie spadkowym. Ceny miedzi, cynku i aluminium wyrażone w PLN w 2H'24 i 1Q'25 były wyższe r/r (oraz w PLN), dopiero w 2/3Q'25 są korzystniejsze (perspektyw poprawy marży w 2H'25). Relatywnie mocny PLN vs EUR/waluty CEE nie sprzyja przychodom z eksportu.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W okresie 3Q'23-3Q'24 spółka znajdowała się w okresie pozytywnej r/r dynamiki EBITDA na bazie poprawy otoczenia kosztowego. Wyniki 4Q'24 przyniosły już jednak ujemne dynamiki r/r i koszty zakupu towaru na 1H'25 także nie były sprzyjające. Spółka odczuwa nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w CEE w zakresie remontów, niski popyt na pompy ciepła po okresie chwilowego boomu).
- **Prognoza na 2Q'25.** Spodziewamy się, że w 2Q'25 przychody mogą być nadal pod presją słabego popytu (silny PLN nie był korzystny przy dużej ekspozycji na eksport, słabo wygląda bazowy rynek armatury sanitarnej). Na poziomie EBITDA spodziewamy się wyraźnie ujemnej dynamiki r/r (wzrost kosztów zatowarowania, wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny). Zakładamy spadek EBITDA do 17,5 mln PLN (z 25,5 mln PLN w 2Q'24). Na poziomie netto spodziewamy się 11,0 mln PLN (vs 16,6 mln PLN rok temu, wyniki w 2Q'25 powinien być wsparty przez dodatnie różnice FX). Spodziewamy się lekkiego spadku długu netto w 2Q'25.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka w czerwcu zrewidowała w dół swoje poprzednie strategiczne cele finansowe, które już od dłuższego czasu wydawały się nierealistyczne (1,4 mld PLN przychodów i 193 mln PLN EBITDA w 2026 roku). Nowy cel przychodowy na 2028 rok (1,3 mld PLN) także z dzisiejszej perspektywy wydaje się ambitny – spółka zakłada wzrost o >500 mln PLN w 3 lata (z tego za blisko 200 mln PLN wzrostu mają odpowiadać rynki inne niż PL+CZ+SK+RO). Jednocześnie spółka zakłada wyraźny spadek rentowności - lata 2023-24 to ok 15% marży EBITDA, cel na 2028 to <12% (wiążemy to m.in. z zakładanymi inwestycjami w udziały rynkowe).

Koszt frachtu z Chin do portów ARA [USD/40ft]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen kategorii instalacje/ogrzewanie na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	179,9	172,9	-3,9%	379,3	368,7	-2,8%	783,4	770,3	-1,7%	867,5	12,6%
EBITDA	25,5	17,5	-31,5%	56,0	46,3	-17,4%	119,0	107,5	-9,7%	114,7	6,7%
EBIT	21,3	13,0	-38,9%	47,5	37,4	-21,3%	101,6	89,7	-11,7%	96,8	7,9%
Zysk brutto	19,9	14,0	-29,5%	41,9	39,5	-5,9%	88,8	87,3	-1,7%	88,3	1,1%
Zysk netto	16,6	11,0	-33,7%	33,3	31,0	-6,8%	72,2	68,1	-5,7%	68,5	0,6%
marża EBITDA	14,2%	10,1%		14,8%	12,5%		15,2%	14,0%		13,2%	
marża EBIT	11,9%	7,5%		12,5%	10,1%		13,0%	11,6%		11,2%	
marża netto	9,2%	6,4%		8,8%	8,4%		9,2%	8,8%		7,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

INSTAL KRAKÓW

Kupuj, TP 50,0 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	41,3	P/E	8,5	5,7	8,1	6,9
MC [mln PLN]	300,9	EV/EBITDA	4,9	4,1	5,6	4,4
		EV/EBIT	5,6	4,5	6,3	4,9
		P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7

- **Backlog.** Spółka od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym, co wpływa na istotnie niższe przychody tego segmentu w ostatnich kwartałach w stosunku średniej z poprzednich lat.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku spółka miała 375 mln PLN przychodów (-10% r/r) oraz 52,9 mln PLN zysku netto (+50% r/r). Poprawę r/r wyników odnotowała przede wszystkim deweloperka. Dodatkowo było saldo pozostałej działalności operacyjnej (oparte głównie o zysk z wyceny nieruchomości inwestycyjnych na +8,6 mln PLN). W 1Q'25 wyniki były słabsze r/r ze względu na niższą liczbę przekazanych mieszkań.
- **Deweloperka.** Segment deweloperski to od lat główny filar wynikowy Instal. W 2024 spółka sprzedała 130 lokali (vs 381 rok wcześniej). Natomiast przekazania wyniosły 263 lokale (226 rok wcześniej). W 4Q'24 rozpoczęto przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III (projekt na 200 lokali, z tego 140 było przekazane do 1Q'25). Na koniec 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali, lokale w sprzedaży od przełomu 2024/25). Spółka ukończyła w ostatnim czasie projekt w Zabrze (100 lokali, sprzedaż wystartowała dopiero w 3Q'24, dotychczasowa sprzedaż to kilka lokali). Kilka kwartałów temu spółka rozpoczęła inwestycję w rejonie ul. Golikówka/Albatrosów (projekt Albatrosów I obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów) a w tym roku podpisała umowę z GW na I etap zabudowy wielorodzinnej w tej lokalizacji. Spółka zakłada możliwość finansowania realizacji kolejnych etapów przy ulicy Albatrosów kapitałem obcym.
- **Prognoza na 2Q'25.** Spółka pokazała już jednostkowe, szacunkowe wyniki za 2Q'25. Przychody wyniosły 47,7 mln PLN, a zysk netto 4,3 mln PLN. Spółka kontynuowała przekazania kolejnych mieszkań z inwestycji MW III. Do wyników skonsolidowanych dołoży się jeszcze Frapol, głównie na poziomie przychodów. Zakładamy, że skonsolidowane przychody w 2Q'25 wyniosą 68,4 mln PLN, a zysk netto 4,6 mln PLN. Wyższe r/r wyniki są pochodną przyjęcia wyższej r/r liczby przekazanych mieszkań (w 2Q'24 były to 22 lokale).
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku wyniki powinny być w dalszym ciągu oparte o segment deweloperski (przekazania w projektach Mierzeja Wiślana III i IV oraz Zabrze), przy czym należy brać pod uwagę, że sprzedaż nowych projektów w obecnych warunkach rynkowych jest wolniejsza niż kilka kwartałów temu. Zakładamy obecnie w 2025 roku 329 mln PLN przychodów (-12% r/r) oraz 37,3 mln PLN zysku netto (-29% r/r).

Wyniki jednostkowe [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25W
Przychody	67,4	55,1	71,2	104,1	102,4	35,4	31,5	100,1	57,2	47,7
EBITDA	5,7	1,0	6,8	27,3	26,3	3,0	1,3	31,5	14,0	5,3
Zysk (strata)	5,6	2,0	6,3	27,7	26,8	3,6	1,3	31,2	13,6	5,5
Zysk (strata)	4,4	1,6	5,1	23,4	21,7	3,0	1,0	24,9	11,0	4,3
przekazane	43	36	30	117	151	22	1	89	54	b.d.
Marża	8,4%	1,8%	9,6%	26,3%	25,7%	8,4%	4,1%	31,5%	24,4%	11,2%
Marża zysku	6,6%	2,9%	7,1%	22,5%	21,2%	8,4%	3,3%	24,9%	19,2%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	57,2	68,4	19,6%	184,8	147,5	-20,2%	374,9	329,0	-12,3%	343,2	4,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	17,5	17,7	0,9%	54,6	41,9	-23,3%	102,9	94,4	-8,3%	103,0	9,1%
Zysk na sprzedaży	2,6	5,5	109,4%	28,2	18,4	-34,8%	54,4	45,3	-16,8%	53,4	17,8%
EBITDA	4,1	6,9	67,7%	31,3	21,7	-30,6%	69,9	51,5	-26,3%	58,4	13,4%
EBIT	2,7	5,5	98,8%	28,6	19,0	-33,7%	64,5	45,9	-28,9%	53,4	16,2%
Zysk brutto	3,5	5,7	62,3%	30,2	19,2	-36,4%	66,4	46,4	-30,1%	54,8	18,1%
Zysk netto	2,7	4,6	71,1%	24,3	15,5	-36,1%	52,9	37,3	-29,4%	43,8	17,3%
Marża brutto ze sprzedaży	30,7%	25,9%		29,6%	28,4%		27,5%	28,7%		30,0%	
Marża na sprzedaży	4,6%	8,0%		15,3%	12,5%		14,5%	13,8%		15,5%	
marża EBITDA	7,2%	10,1%		16,9%	14,7%		18,6%	15,7%		17,0%	
marża EBIT	4,8%	8,0%		15,5%	12,9%		17,2%	14,0%		15,5%	
marża netto	4,7%	6,7%		13,1%	10,5%		14,1%	11,3%		12,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY**Akumuluj, TP 746,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r.

		2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	900,5	P/E 16,1	15,7	15,5	14,1
MC [mln PLN]	8 845,4	EV/EBITDA 11,1	11,0	10,1	9,3
		EV/EBIT 14,0	14,2	13,3	12,2
		P/BV 4,6	4,5	4,5	4,3

- **Wyniki za 2Q'25.** W połowie czerwca spółka zaprezentowała wstępne wyniki za 2Q'25, które były lepsze od oczekiwań rynkowych. Finalne wyniki zaprezentowane w końcówce lipca były bardzo zbliżone do szacunków. EBITDA za 2Q'25 wyniosła 295 mln PLN (+15% r/r, +1% vs wyniki wstępne z czerwca). Po 1H'25 spółka wypracowała 523 mln PLN EBITDA. Na poziomie zysku netto wynik wyniósł 169 mln PLN (+2% r/r, w 2Q'24 rozpoznano aktywo podatkowe na 16 mln PLN, stąd niska dynamika r/r). Dług netto na koniec 2Q'25 ma wynieść 1,19 mld PLN (vs 1,35 mld PLN po 1Q'25). Głównym driverem wyników pozostaje obszar SSA. Segment odnotował 30% wzrost sprzedaży r/r w 2Q'25 (13% bez Selt, który w samym 2Q'25 dodał 100 mln PLN i 30 mln PLN EBITDA), przy spadku cen aluminium w PLN.
- **Prognoza na 2025 rok.** Zarząd zakłada stabilizację koniunktury w 2H'25 na poziomach nie gorszych niż w 1H'25. Spodziewa się utrzymania stabilnych cen surowców w kolejnych miesiącach 2025 roku. Realizacja rocznej prognozy zarządu po 1H'25 (0,99 mld PLN EBITDA) wynosi ok 53% co pozwala realistycznie myśleć o co najmniej kilku procentowym przekroczeniu oficjalnej prognozy na cały 2025 rok (10Y historyczna średnia na bazie rzeczywistych wyników rocznych to 50,4%; należy przy tym brać pod uwagę, że przejęty w 2H'24 Selt może mieć sezonowo nieco lepszy okres 1H vs 2H). Obecny konsensus Bloomberg'a to ok. 1,03 mld PLN).
- **Nowa strategia.** Zgodnie z oczekiwaniami Kęty w nowej strategii w 2025 roku wyraźnie zaakcentowały konieczność rozwoju poprzez akwizycje (w najbliższych dwóch latach podejście nadal oportunistyczne, następnie aktywne poszukiwanie celów). Oś strategii stanowi rozwój na rynkach zagranicznych, a centrum długoterminowego wzrostu ma stanowić obszar SSA/SOP (nadal mały udział spółki w rynku europejskim), z oparciem o moce wytwórcze SWW. Obszar SOG ma zostać rozbudowany o III linię BOPP, jednocześnie w przypadku atrakcyjnej oferty, może zostać rozważona jego sprzedaż.

Wyniki za 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25W	odchyl	1H'24	1H'25	zmiana r/r	2025P zarząd	realizacja
Przychody ze sprzedaży	1 300,7	1 442,0	10,9%	1 460,0	-1,2%	2 540,3	2 796,0	10,1%	5 612,0	49,8%
Zysk na sprzedaży	199,0	232,0	16,6%	---	---	372,5	400,0	7,4%	---	---
EBITDA	255,8	295,0	15,3%	293,0	0,7%	478,3	523,0	9,3%	990,0	52,8%
EBIT	205,4	235,0	14,4%	233,0	0,9%	379,7	405,0	6,7%	744,0	54,4%
Wynik brutto	189,9	214,0	12,7%	210,0	---	351,6	366,0	4,1%	652,0	56,1%
Wynik netto	166,4	169,0	1,6%	169,0	0,0%	316,6	290,0	-8,4%	541,0	53,6%
Marża EBITDA	15,3%	16,1%	---	---	---	14,7%	14,3%	---	---	---
Marża EBIT	19,7%	20,5%	---	20,1%	---	18,8%	18,7%	---	17,6%	---
Marża netto	15,8%	16,3%	---	16,0%	---	14,9%	14,5%	---	13,3%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA**Kupuj, TP 25,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 29 maja 2025 r.

			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

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 ujemne 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.

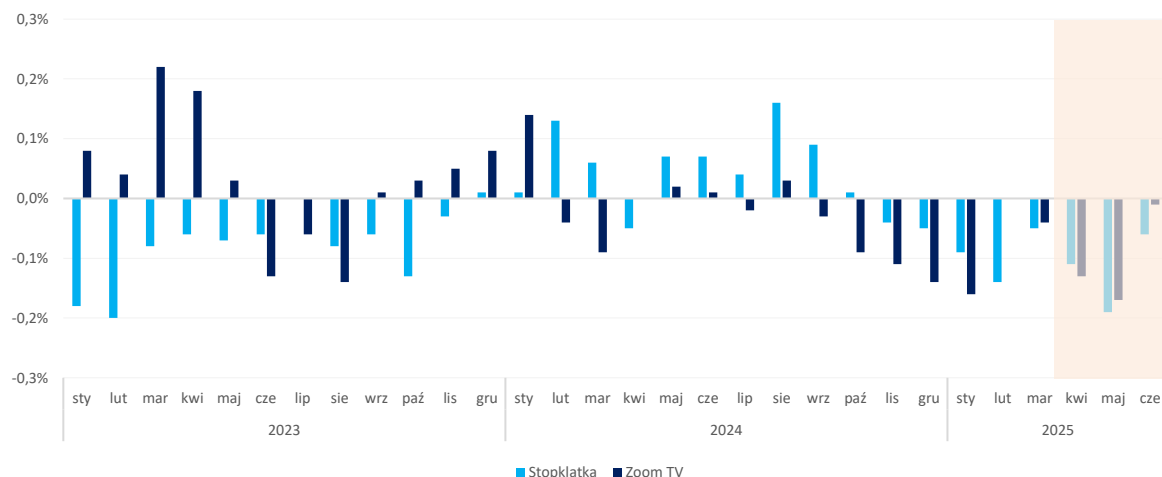
Zakładamy, że w Q2 2025 skor. EBITDA wyniesie 24,6 mln PLN (+1,5% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA (wg nas) może wynieść 94,8 mln PLN(+4,7% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się odczytu rzędu 18,6 mln PLN (+5,6% r/r). Po odczycie za Q2 2025 w ujęciu LTM wynik netto w naszym modelu wynosi 68 mln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



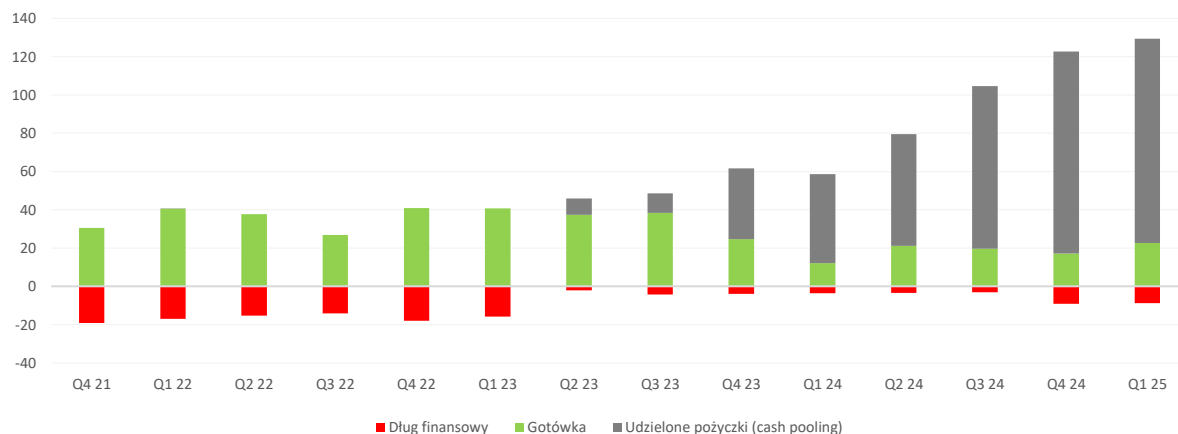
SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczby widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

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 poolingu) 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

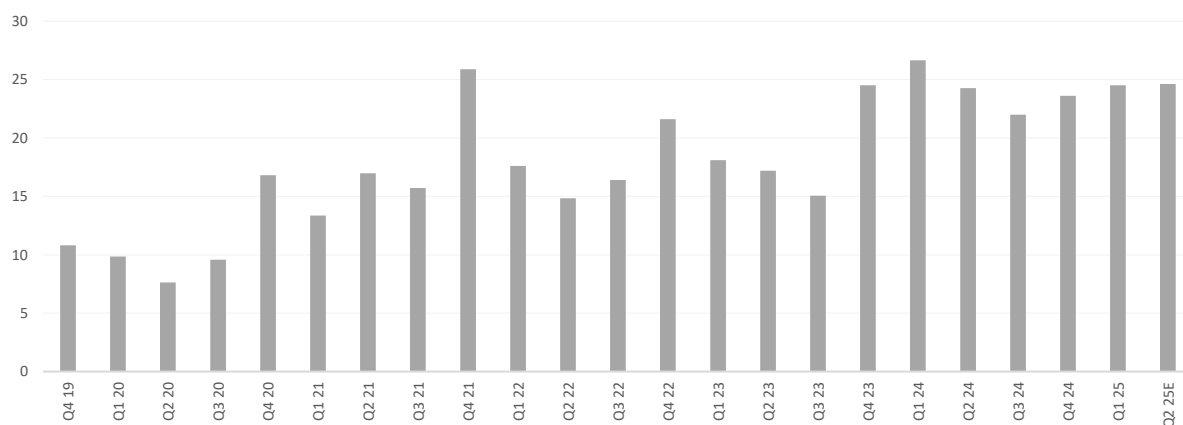
ok 125 mln PLN.

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



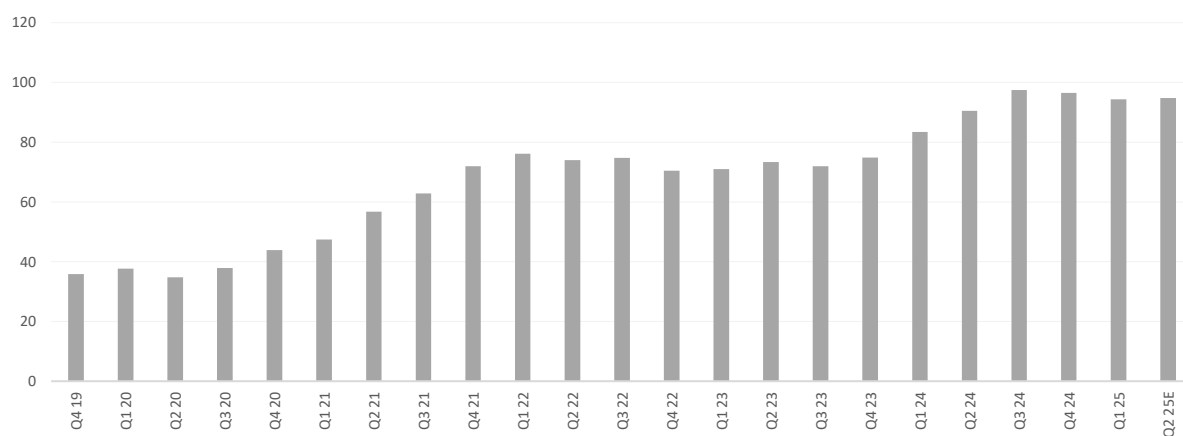
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



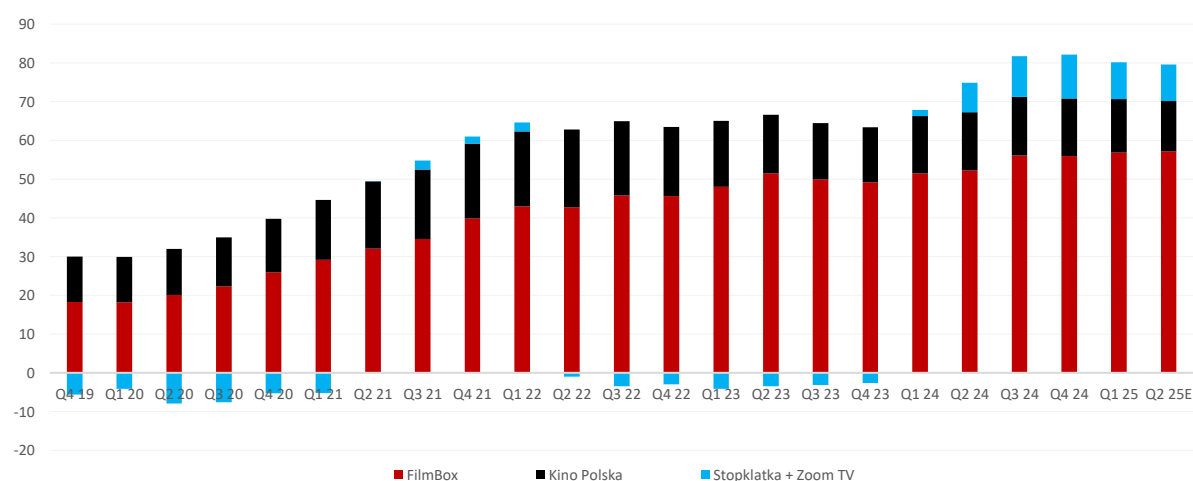
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

LPP

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	16 875	P/E	19,5	17,9	15,5
MC [mln PLN]	31 318	EV/EBITDA	9,5	8,6	8,0
		EV/EBIT	15,2	14,7	14,7
		P/BV	6,6	5,9	5,5

W bieżącym roku spółka realizuje ambitne plany rozwoju sieci stacjonarnej. Spodziewamy się, że w 2Q'25 (kwiecień-lipiec'25) LPP otworzyło ok. 250 sklepów Sinsay oraz po kilka salonów pozostałych marek. Oznacza to funkcjonowanie na koniec 2Q'25 ponad 3,2 tys. sklepów wszystkich brandów (vs 3,0 tys. na koniec 1Q'25). Rozwój sieci w naszej ocenie przyczyni się do wzrostu przychodów na poziomie +11% r/r. Niskie temperatury w maju ograniczały popyt na kolekcję letnią, jednak oczekujemy, że poprawa pogody w czerwcu i lipcu pozwoliła na realizację odroczonego popytu w kolejnych tygodniach. Opóźnione o ok. tydzień wyprzedaże powinny przyczynić się do umocnienia marży brutto na sprzedaży (prognozujemy 53,5% vs 52,5% rok wcześniej).

Szacujemy nieco wyższy udział kosztów operacyjnych w przychodach (42,0% vs 40,7% rok wcześniej). Jest to wynikiem z jednej strony podwyżki płacy minimalnej, a z drugiej wzrostu kosztów logistyki. Po pożarze centrum dystrybucyjnego w Rumunii spodziewamy się zwiększonych kosztów dostaw w związku z koniecznością transportu na tamten rynek z innych, bardziej oddalonych magazynów. Koszty te powinny zostać zwrócone w postaci wypłaty ubezpieczenia (spółka posiada ubezpieczenie utraty zysku), jednak w naszej ocenie może to nastąpić w kolejnych okresach.

Utrata zapasów o wartości ok. 300 mln PLN oraz aktywów trwałych wycenianych na ok. 100 mln PLN, które spłonęły w trakcie ww. pożaru, w naszej ocenie obniży wynik operacyjny w 2Q'25. Implikuje to istotny spadek marży EBIT i EBITDA, jednak spodziewamy się, że ta część ubezpieczenia powinna zostać wypłacona jeszcze w tym samym kwartale, dlatego uwzględniamy kwotę 400 mln PLN w przychodach finansowych. Dodatkowym obciążeniem jest kara finansowa nałożona na spółkę przez KNF za opóźnienie publikacji informacji na temat wyjścia z rynku rosyjskiego w wysokości 1,8 mln PLN. W związku z powyższym spodziewamy się lekkiego spadku marży zysku netto. Pożar magazynu nie powinien mieć wpływu na wynik, który szacujemy na 465 mln PLN (+5,1% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	1H'24	1H'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	5 005	5 556	11,0%	9 311	10 510	12,9%	20 194	23 679	17,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 629	2 974	13,1%	4 872	5 649	15,9%	10 719	12 743	18,9%
EBIT	611	240	-60,6%	1 022	704	-31,1%	2 415	2 441	1,1%
EBITDA	1 018	746	-26,8%	1 813	1 684	-7,1%	4 104	4 464	8,8%
Wynik netto	443	465	5,1%	720	797	10,8%	1 747	2 023	15,8%
Marża brutto ze sprzedaży	52,5%	53,5%		52,3%	53,7%		53,1%	53,8%	
Marża EBIT	12,2%	4,3%		11,0%	6,7%		12,0%	10,3%	
Marża EBITDA	20,3%	13,4%		19,5%	16,0%		20,3%	18,9%	
Marża netto	8,9%	8,4%		7,7%	7,6%		8,7%	8,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

MIRBUD**Redukuj, TP 11,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 września 2024 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	14,1	P/E	9,5	12,8	11,5	9,1
MC [mln PLN]	1 550,1	EV/EBITDA	5,4	7,4	6,3	5,1
		EV/EBIT	5,8	8,3	7,2	5,8
		P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2

- **Backlog.** Portfel spółki po 1Q'25 wynosił 7,82 mld PLN, natomiast po 2Q'25 wzrósł q/q do 8,12 mld PLN (vs 6,09 mld PLN rok temu). W 2Q'25 spółka podpisała umowy o wartości 0,33 mld PLN (komunikowane raportami bieżącymi). Jako portfel spółka prezentuje wartość przyszłych kwot do zafakturowania a nie przychody do rozpoznania.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała dość udany okres dla marży w budowlance w 3Q'23-1Q'24. W 2-4Q'24 rentowność istotnie jednak spadła (spółka podaje, że głównie przez negatywny wpływ kontraktu S1, który obciążył tylko w tym okresie wyniki na ok 70 mln PLN, a także osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części kontraktów drogowych). W 1Q'25 przychody wyraźnie spadły r/r, natomiast poprawiła się marża w budowlance vs 2H'24.
- **Prognoza na 2Q'25.** Zakładamy porównywalne r/r przychody w segmencie budowlanym (w 1Q'25 spadły o -14%, spółka po 1Q'25 sygnalizował pozyskanie pierwszych ZRiD na nowe kontrakty drogowe). Spodziewamy się wyraźnie lepszej marży w budowlance vs poprzednie kwartały (ograniczenie negatywnego wpływu kosztów tunelowych na S1 oraz zaksięgowanie skumulowanej bieżącej waloryzacji, co spółka sygnalizowała na konferencji po 1Q'25). W 2Q'25 przekazano 34 lokale (vs 111 rok temu), co przełoży się na niską kontrybucję segmentu deweloperskiego. Zakładamy, że segment najmu będzie miał neutralny wynik na poziomie brutto ze sprzedaży (vs +5 mln PLN rok temu). Podsumowując w 2Q'25 spodziewamy się 773 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej (-5% r/r). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży oczekujemy wyraźnego wzrostu r/r. Na poziomie EBIT oczekujemy 40,0 mln PLN (+24% r/r, zakładamy neutralne saldo pozostałej działalności, rok temu wynik obciążony przez -9,2 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy 27,0 mln PLN zysku. Zakładamy podobny lub lekko wyższy poziom długu netto jak po 1Q'25 (301 mln PLN).
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2025 roku zakładamy, że spółka wypracuje 2% wzrost sprzedaży (w 2H'25 zaczną kontrybuować nowe kontrakty pozyskane w 2024 roku, co pozwoli odrobić ubytek przychodów z 1H'25). Wyniki w kolejnych okresach nie powinny być obciążone przez koszty na S1. Spółka w najbliższych kwartałach będzie starać się o uznanie jej roszczeń dla tego kontraktu przez GDDKiA (docelowo może to być >400 mln PLN, z czego >100 mln PLN spółka ma ujęte na bilansie). Natomiast istotnie niższa r/r może być w 2025 kontrybucja deweloperki (spadek liczby przekazania). Zwracamy uwagę, że wyniki 4Q'25 mogą być wsparte przez wycenę akcji Torpolu (nie ujmujemy w prognozie; kurs zamknięcia z 2024 to 32,4 PLN). W 2026 roku spółka zakłada już istotną kontrybucję przychodów z segmentu kolejowego. Rozpędzenie się segmentu drogowego powinno przełożyć się na istotny wzrost przychodów r/r w przyszłym roku. Ewentualne kolejne podniesienie limitów waloryzacji przez GDDKiA (na kontraktach sprzed wybuchu wojny w Ukrainie) istotnie pozytywnie wpłynęłoby na raportowane marże.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	815,7	772,7	-5,3%	1 462,3	1 269,4	-13,2%	3 252,1	3 322,6	2,2%	4 150,5	24,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	65,4	63,7	-2,6%	143,7	106,8	-25,6%	291,3	295,6	1,5%	359,6	21,6%
Zysk na sprzedaży	41,2	39,7	-3,6%	95,8	62,2	-35,1%	188,3	192,3	2,1%	230,2	19,7%
EBITDA	37,4	46,6	24,6%	96,5	78,9	-18,2%	204,4	220,3	7,8%	263,0	19,4%
EBIT	32,0	39,7	24,2%	86,1	65,1	-24,4%	182,1	192,6	5,7%	230,2	19,5%
Zysk brutto	27,5	32,7	19,0%	68,4	51,5	-24,7%	151,7	168,1	10,8%	212,3	26,3%
Zysk netto	21,1	26,2	24,2%	54,3	41,2	-24,2%	121,4	134,5	10,8%	169,9	26,3%
Marża brutto ze sprzedaży	8,0%	8,2%		9,8%	8,4%		9,0%	8,9%		8,7%	
Marża na sprzedaży	5,1%	5,1%		6,6%	4,9%		5,8%	5,8%		5,5%	
marża EBITDA	4,6%	6,0%		6,6%	6,2%		6,3%	6,6%		6,3%	
marża EBIT	3,9%	5,1%		5,9%	5,1%		5,6%	5,8%		5,5%	
marża netto	2,6%	3,4%		3,7%	3,2%		3,7%	4,0%		4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE**Kupuj, TP 6,30/akcję**

Rekomendacja z dnia 14 kwietnia 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	6,0	P/E	5,9	6,6	10,0	10,1
MC [mln PLN]	410,6	EV/EBITDA	2,4	2,4	3,1	3,2
		EV/EBIT	2,8	2,9	4,3	4,6
		P/BV	1,5	1,3	1,3	1,3

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

- **Backlog.** Wartość portfela po 1Q'25 (realnie po IV'25) wynosiła ok 1,35 mld PLN (+128% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +115% r/r). W pipeline było 390 mln PLN (+7% r/r, po wyjęciu Polwaxu: -15% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w V'25, kiedy podpisano duży kontrakt z PEC Gliwice za ok 120 mln PLN dla spółki.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Mostostal Zabrze miał serię bardzo mocnych wyników kwartałów w okresie 2022-23. W ostatnich kwartałach wyniki skonsolidowane uległy „normalizacji” (poza dodatnim one-off z 3Q'24 na Polwaxie). Gotówka netto po 1Q'25 wynosiła 141 mln PLN (z uwzględnieniem 90 mln PLN obligacji).
- **Prognoza na 2Q'25.** Konsolidowane będą wyniki Polwaxu, który w 1H ma niski sezon, co będzie oznaczać negatywną kontrybucję do wyników z bazowej działalności. Jednocześnie Polwax powinien uwzględnić efekty księgowe zawarcia umowy z Orlenem (kwota, którą finalnie ma zapłacić Polwax jest o kilka mln PLN niższa niż rezerwy tej spółki z tyt. sporów sądowych, które weszły do skonsolidowanego sprawozdania MSZ, co powinno implikować wykazanie zysku z tego tytułu – zakładamy ok 6 mln PLN). W przypadku „starego” biznesu MSZ oczekujemy nieco niższego r/r wyniku w obszarze Realizacji Przemysłowych, mocniejszego w Budownictwie Ogólnym (niska baza) oraz utrzymania presji na wyniki Produkcji Mechanicznej (niski popyt plus koszty rozwoju w segmencie modułowym). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 276,5 mln PLN przychodów, 12,4 mln PLN EBIT (w tym -3,0 mln PLN straty w PM oraz -4,6 mln PLN straty na podstawowym biznesie w Polwax) oraz 8,5 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka odbudowała w ostatnich miesiącach portfel, co powinno mieć przełożenie na ścieżkę przychodów w kolejnych kwartałach. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń. W 2025 Polwax będzie konsolidowany przez cały rok (przy czym 1H jest sezonowo dużo słabsze niż 2H). Po zamknięciu sprawy spornej z Orlen Projekt, spodziewamy się, że kolejnym krokiem może być decyzja o losach instalacji Future.

Prognozy wyników na 2Q'2025 – MS Zabrze skonsolidowane

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	222,5	276,5	24,3%	454,4	515,5	13,4%	1 010,3	1 343,7	33,0%	1 373,9	2,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,0	31,6	17,2%	58,5	62,2	6,2%	136,1	154,8	13,7%	164,2	6,1%
Zysk na sprzedaży	7,7	6,4	-17,0%	22,4	14,0	-37,6%	47,4	50,7	7,0%	56,8	12,1%
EBITDA	11,5	18,0	56,2%	30,3	34,8	14,7%	98,7	83,7	-15,2%	80,8	-3,4%
EBIT	7,5	12,4	66,0%	22,1	24,0	8,3%	79,8	60,7	-24,0%	56,8	-6,4%
Zysk brutto	9,3	12,6	36,0%	25,7	25,7	0,0%	78,9	61,8	-21,6%	56,2	-9,1%
Zysk netto	6,7	8,5	27,4%	18,8	17,7	-6,0%	61,8	41,1	-33,5%	40,6	-1,2%
Marża brutto ze sprzedaży	12,1%	11,4%		12,9%	12,1%		13,5%	11,5%		12,0%	
Marża na sprzedaży	3,5%	2,3%		4,9%	2,7%		4,7%	3,8%		4,1%	
marża EBITDA	5,2%	6,5%		6,7%	6,7%		9,8%	6,2%		5,9%	
marża EBIT	3,4%	4,5%		4,9%	4,7%		7,9%	4,5%		4,1%	
marża netto	3,0%	3,1%		4,1%	3,4%		6,1%	3,1%		3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	665,0	P/E	17,4	18,2	15,2
MC [mln PLN]	3 025,4	EV/EBITDA	9,2	8,9	7,9
		EV/EBIT	13,2	13,0	11,1
		P/BV	2,6	2,7	2,6

Hurt apteczny

Obrót apteczny w 2Q'25, wg danych PEX, wzrósł o +9,9% r/r. Szacujemy, że w segmencie hurtu aptecznego przychody spółki wzrosły o ok. +5% r/r. Niższa dynamika wynika z jednej strony z rozbieżności w rynku hurtowym i detalicznym (wcześniejsze zatowarowanie aptek), a z drugiej strony z szybszym rozwojem sieci aptecznych niż aptek niezależnych, które są głównymi klientami Neuki.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji spodziewamy się dynamiki przychodów podobnej, jak w 1Q'25 (+2% r/r). Spodziewamy się stabilnego rozwoju tej linii biznesowej, wraz ze stopniowym wdrażaniem nowych suplementów diety i medykacją portfela.

Badania kliniczne

Utrata projektu w Kapadi, spowodowana brakiem finansowania po stronie klienta, która odbiła się na wynikach 4Q'24 i 1Q'25, w naszej ocenie będzie widoczna także w wynikach 2Q'25. Ustalone wcześniej harmonogramy badań ograniczają elastyczność spółki w przyspieszaniu rozpoczęcia innych projektów. Dlatego też spodziewamy się niższych r/r przychodów i zysku tego segmentu.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dwucyfrowego wzrostu przychodów w 2Q'25 oraz całym 2025 r. Równolegle do prowadzonych inwestycji w zakresie systemów informatycznych, spółka konsekwentnie pozyskuje nowych pacjentów i rozwija się organicznie. Jednocześnie stopniowo podnoszone są stawki składek ubezpieczeniowych, co wspiera dynamiki sprzedaży. Neuca zwiększyła udział w TU Zdrowie do niemal 100%, dlatego od 2Q'25 powinniśmy widzieć wyższe przychody w tym segmencie, jednak równolegle zwiększą się wyłączenia z powodu kwalifikacji przychodów także w operatorze.

W 2Q'25 w naszej ocenie, największym obciążeniem dla wyników grupy były badania kliniczne. Wysoka baza z 2Q'24 oraz trudna sytuacja związana z problemami z finansowaniem po stronie klientów mogą spowodować istotny spadek wyników tego segmentu r/r. Stabilne wzrosty w działalności podstawowej i dobre perspektywy segmentów pacjenckich w naszej ocenie będą mitygowane spadkami w badaniach klinicznych. Dodatkowo, wynik będą zaniżać podwyżki wynagrodzeń, które corocznie są wprowadzane w maju. Implikuje to płaski r/r wynik operacyjny i lekką poprawę wyniku EBITDA (+2,7% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się spadku do 35,1 mln PLN (-3,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 043,4	3 178,8	4,4%	12 611,8	13 271,4	5,2%
Wynik brutto na sprzedaży	355,4	373,8	5,2%	1 440,5	1 531,6	6,3%
EBITDA	92,4	94,9	2,7%	394,9	401,1	1,6%
EBIT	62,4	62,6	0,5%	274,7	273,6	-0,4%
Zysk brutto	46,8	48,0	2,5%	227,0	216,8	-4,5%
Zysk netto	36,5	35,1	-3,8%	171,6	166,3	-3,1%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,7%	11,8%		11,4%	11,5%	
Marża EBITDA	3,0%	3,0%		3,1%	3,0%	
Marża EBIT	2,0%	2,0%		2,2%	2,1%	
Marża zysku netto	1,2%	1,1%		1,4%	1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ONDE

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	10,1	P/E	16,5	18,2	29,4	34,7
MC [mln PLN]	550,6	EV/EBITDA	8,6	9,3	11,0	11,6
		EV/EBIT	10,2	11,3	16,3	19,7
		P/BV	1,6	1,5	1,5	1,5

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 1Q'25 wynosił 529 mln PLN (-22% r/r, +4% q/q). W 2Q'25 spółka pozyskała wg komunikatów tylko jedną umowę, ale o istotnej wartości 243 mln PLN, na budowę farmy PV Serby, która została sprzedana przez Onde do Energii (kontrakt powinien mieć istotny wpływ na przychody w 2H'25). Obecnie głównym obszarem w Polsce, gdzie można pozyskiwać kontrakty są na farmy PV (przy czym wyraźnie wzrosła konkurencja), natomiast pod względem nowych farm wiatrowych rynek będzie słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2H'26 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m – wpływ na przychody w 2027 roku). Aby zapłacić lukę spółka stara się wrócić z oferowaniem zagranicę, a także rozpoczęła ofertowanie w przetargach PSE.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** 2024 rok stał pod znakiem spadku przychodów. Spółka odnotowała dobre marże w segmencie OZE (sprzyjająca sytuacja kosztowa), natomiast spore straty odnotował segment drogowy. W 1Q'25 po raz pierwszy od dwóch lat odnotowała ujemny kwartalny EBIT.
- **Prognoza na 2Q'25.** Zakładamy, że wyniki 2Q'25 będą wsparte przez dwa pozytywne czynniki: i) rozpoznanie sprzedaży energii z PV Lewała (zaksięgowanie skumulowanych przychodów od XII'24) oraz ii) wynik na sprzedaży projektów (PV Serby oraz earn-out z FW Szybowice). Zakładamy, że oba te czynniki mogą dołożyć łącznie ok 4-5 mln PLN do EBIT. Pod kątem marżowości kontraktów oczekujemy lekkiej poprawy vs 1Q'25. Spodziewamy się w 2Q'25 przychodów na poziomie 225 mln PLN, +10,2 mln PLN EBIT oraz +6,9 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Kontrakt na PV Serby powinien mieć istotny wpływ na przychody w 2H'25. W wynikach uwzględniamy także 4-5 mln PLN EBITDA z produkcji energii przez PV Lewała w 2H'25. Zakładamy, że obecnie spółka stara się mocno ofertować, by odbudować portfel w najbliższych miesiącach. Obawiamy się jednocześnie, że może to odbić się na marżowości w 2026 roku. W obszarze własnych projektów OZE, po sprzedaży PV Serby, kolejnym projektem do transakcji może być inny projekt, w którym spółka posiada jedynie 50%, czyli Kazimierz Biskupi (PV + wiatr). Po wyborach prezydenckich spadły szanse na dalszą liberalizację ustawy odległościowej dla farm wiatrowych.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	186,7	225,0	20,5%	354,7	380,6	7,3%	803,9	871,3	8,4%	835,1	-4,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,4	24,4	19,4%	33,4	36,6	9,4%	90,7	95,8	5,7%	92,6	-3,4%
Zysk na sprzedaży	4,8	7,4	53,3%	4,1	3,6	-12,6%	27,3	28,7	5,3%	25,4	-11,5%
EBITDA	2,8	13,4	373,4%	27,2	12,7	-53,2%	56,0	46,6	-16,7%	43,0	-7,6%
EBIT	0,6	10,2	1704,4%	22,7	6,3	-72,2%	46,1	31,4	-31,9%	25,4	-19,1%
Zysk brutto	-2,3	8,5	---	19,9	2,4	-87,7%	39,9	24,0	-39,8%	19,6	-18,3%
Zysk netto	-1,5	6,9	---	15,9	1,2	-92,2%	30,3	18,7	-38,2%	15,9	-15,0%
Marża brutto ze sprzedaży	10,9%	10,9%		9,4%	9,6%		11,3%	11,0%		11,1%	
Marża na sprzedaży	2,6%	3,3%		1,2%	0,9%		3,4%	3,3%		3,0%	
marża EBITDA	1,5%	6,0%		7,7%	3,3%		7,0%	5,3%		5,2%	
marża EBIT	0,3%	4,5%		6,4%	1,7%		5,7%	3,6%		3,0%	
marża netto	-0,8%	3,0%		4,5%	0,3%		3,8%	2,1%		1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ORANGE POLSKA

Akumuluj, TP 9,74 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 14 lipca 2025 r.

(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

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...”.

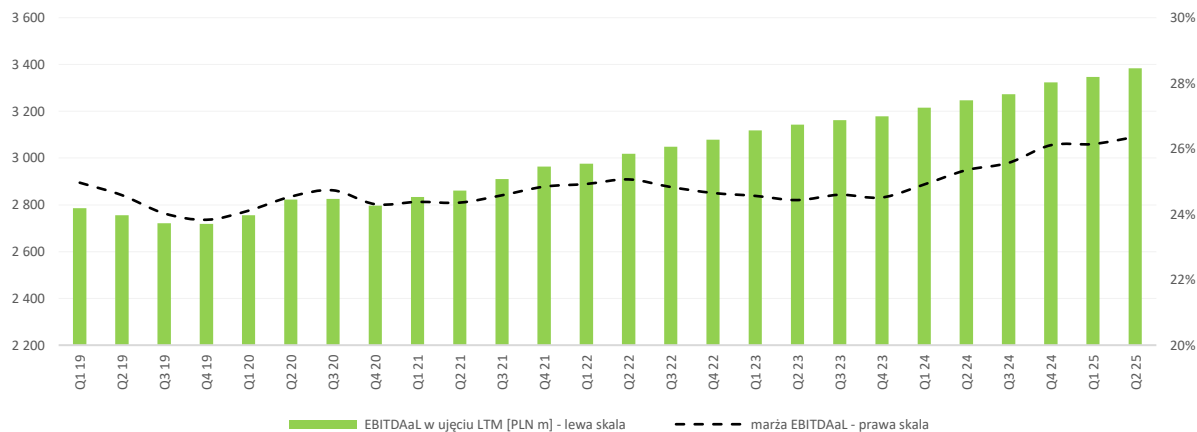
Spółka wykazała dalszą erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu o ponad 8% r/r (w Q1 2025 było to -14%, w Q4 2024 -2,6% r/r, a w Q3 2024 -7%), co Orange tłumaczy słabszym popytem oraz inną strukturą sprzedawanych modeli. W ujęciu LTM sprzedaż sprzętu była niższa o 7,8% r/r.

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 in 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).

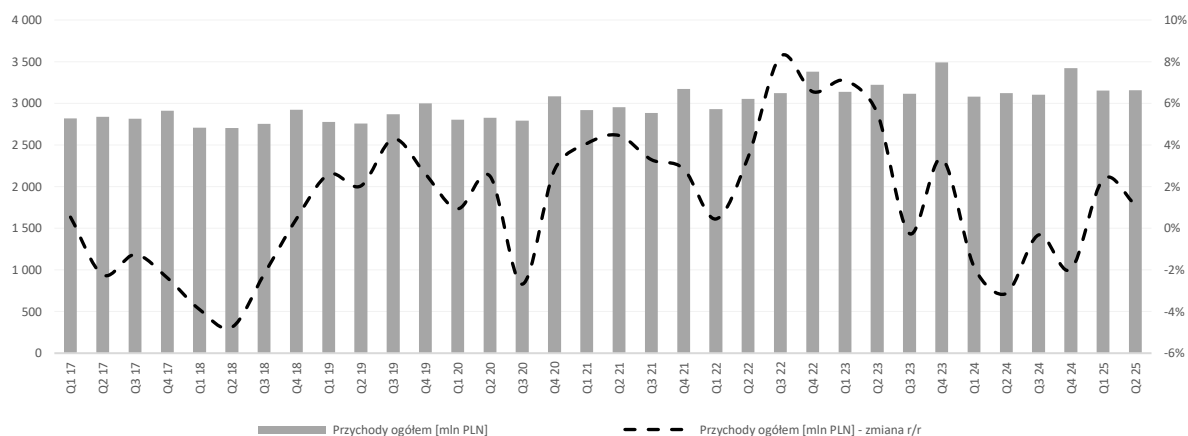
Spółka podtrzymała swoje oczekiwania na 2025 rok. Przychody oraz EBITDAaL według założeń własnych spółki powinny rosnąć w tempie: niski jednocyfrowy wzrost. Oczekiwany poziom eCapex to przedział 1,8 do 1,9 mld PLN.

Historyczne odczyty EBITDAaL LTM Orange Polska



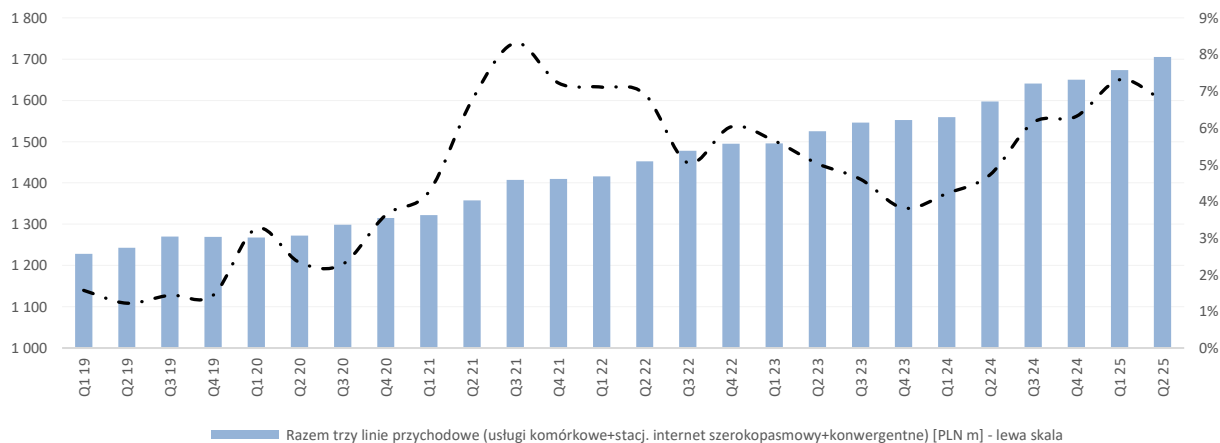
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

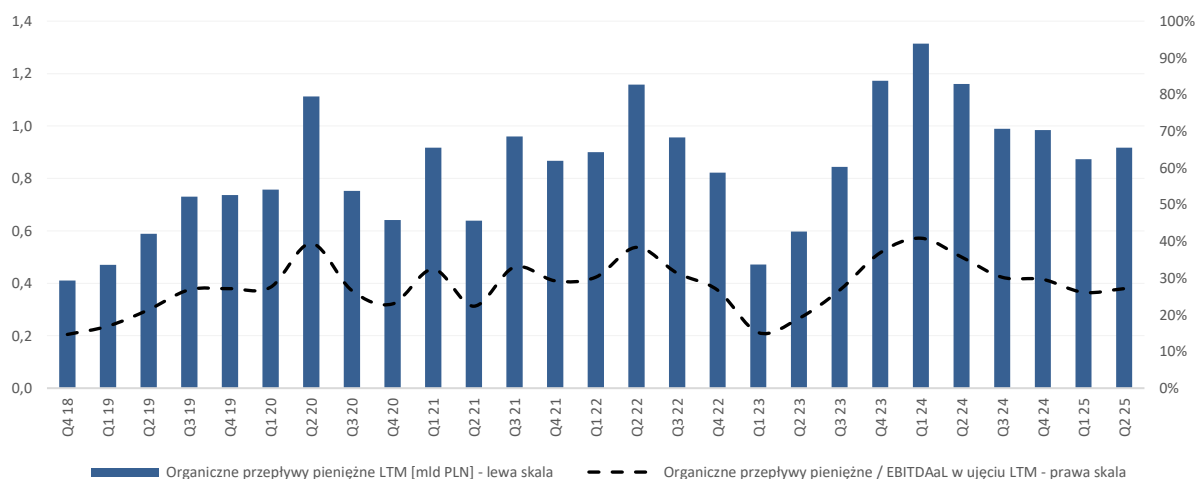
Przychody z kluczowych usług



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

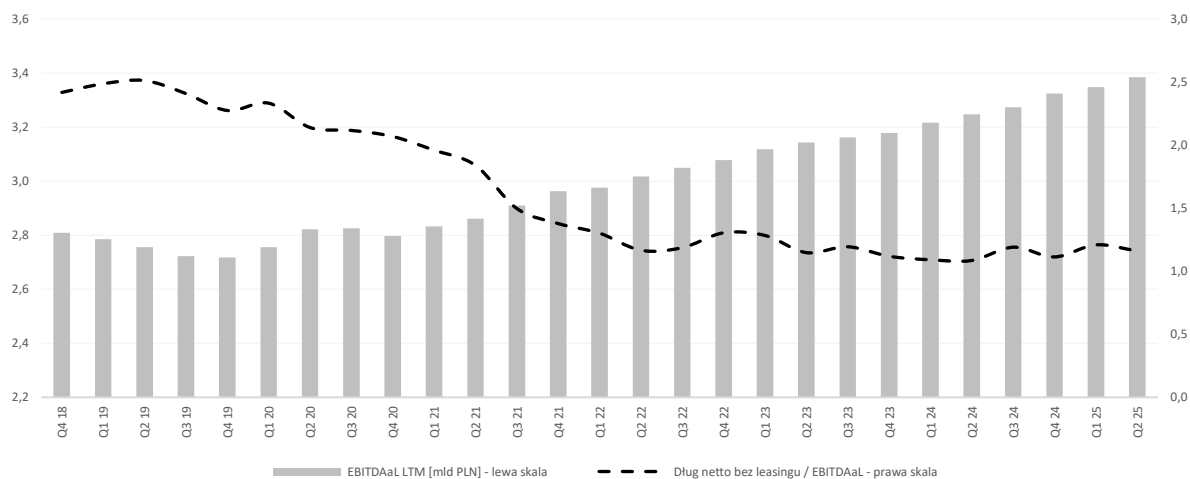
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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.

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

ORLEN

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	84,4	P/E	4,3	63,2	7,5	6,1
MC [mln PLN]	97 984	EV/EBITDA	2,4	5,3	3,8	3,8
		EV/EBIT	3,5	14,7	6,5	6,0
		P/BV	0,6	0,7	0,6	0,6

- Otoczenie makro w segmencie rafineryjnym w 2Q'25 było nieco lepsze na poziomie marży modelowej (z dyferencjałem, 38,0 PLN/bbl) w ujęciu q/q (35,8 PLN/bbl w 1Q'25), ale nadal słabsze r/r (46,3 PLN/bbl w 2Q'24). Porównywalne z 1Q'25 oraz wyższe r/r były wg naszych kalkulacji premie lądowe na paliwach na rynku polskim. Marże w segmencie petrochemicznym były niższe r/r i wyższe q/q.
- W 2Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 9,01 mld PLN (vs 3,83 mld PLN rok temu). Główne źródło poprawy wyników to brak odpisów na FWRC w Upstreamie (7,7 mld PLN negatywnego wpływu rok temu).
- Downstream (rafineria + petrochemia)** – zakładamy w 2Q'25 ok. 2,1 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (w tym -0,1 mld PLN straty w pet-chem, na wyniku raportowanym należy zakładać dalsze odpisy bieżącego CAPEX na Olefiny III oraz negatywny wpływ efektu LIFO)
- Consumers&Products (detal paliw + detal energia + detal gaz)** – zakładamy ok. 1,9 mld PLN skoryg. EBITDA (dobry wynik na detalu paliwowym, ale też korzystna marża w segmencie gazu – taryfa została obniżona dopiero od 3Q'25)
- Upstream&Supply (wydobycie + hurt gaz)** – zakładamy ok. 3,4 mld PLN skoryg. EBITDA (wynik zbudowany gł. w segmencie wydobywczym, na poziomie raportowanym pojawi się rezerwa na roszczenia Gazpromu)
- Energy (energetyka + ciepłownictwo + dystrybucja energia + dystrybucja gaz)** – zakładamy ok. 2,2 mld PLN skoryg. EBITDA (wyniki wyraźnie słabszy niż w 1Q'25 ze względu na sezonowość dystrybucji gazu)
- Funkcje korporacyjne** – zakładamy ok. -0,5 mld PLN skoryg. EBITDA
- Outlook.** W 2025 roku oczekujemy wzrostu r/r EBITDA LIFO skoryg. do ok 39,0 mld PLN (zwracamy uwagę m.in. na wysokie cracki na dieslu w 3Q'25, które powinny wspierać wyniki Downstreamu). W strategii spółka założyła średnią EBITDA w latach 2025-26 na poziomie ok. 36,8 mld PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	69 510	59 062	-15,0%	151 842	132 597	-12,7%	294 976	258 679	-12,3%	239 325	-7,5%
EBITDA	4 616	6 403	38,7%	12 346	16 570	34,2%	21 961	34 811	58,5%	38 767	11,4%
EBITDA LIFO	4 583	7 009	52,9%	12 249	17 210	40,5%	22 232	36 016	62,0%	38 740	7,6%
EBITDA LIFO skorg*	3 833	9 009	135,0%	11 593	20 548	77,2%	33 633	39 014	16,0%	38 740	-0,7%
Upstream & Supply	---	3 367	---	---	8 541	---	---	15 863	---	15 372	-3,1%
Downstream	---	2 099	---	---	3 368	---	---	7 756	---	6 944	-10,5%
Energy	---	2 173	---	---	6 468	---	---	10 783	---	10 858	0,7%
Consumers&Products	---	1 913	---	---	3 209	---	---	6 651	---	7 606	14,3%
Corporate functions	---	-500	---	---	-993	---	---	-1 993	---	-2 040	2,4%
Wyłączenia	---	-44	---	---	-46	---	---	-46	---	0	-100,0%
EBIT	1 114	2 781	149,6%	5 488	9 601	74,9%	7 947	20 289	155,3%	24 485	20,7%
EBIT LIFO	1 081	3 386	213,2%	5 391	10 240	89,9%	8 218	21 494	161,5%	24 458	13,8%
EBIT LIFO skoryg.	331	5 386	1525,4%	4 735	13 578	186,7%	19 619	24 492	24,8%	24 458	-0,1%
Zysk (strata) brutto	1 070	2 881	169,2%	5 598	9 499	69,7%	7 760	19 587	152,4%	23 110	18,0%
Zysk (strata) netto	20	1 916	9482,0%	2 798	6 195	121,4%	1 551	13 057	741,9%	16 177	23,9%
Marża EBITDA	6,6%	10,8%		8,1%	12,5%		7,4%	13,5%		16,2%	
Marża EBITDA LIFO	6,6%	11,9%		8,1%	13,0%		7,5%	13,9%		16,2%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	5,5%	15,3%		7,6%	15,5%		11,4%	15,1%		16,2%	
Marża EBIT	1,6%	4,7%		3,6%	7,2%		2,7%	7,8%		10,2%	
Marża zysku netto	0,0%	3,2%		1,8%	4,7%		0,5%	5,0%		6,8%	

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o całe saldo PPO/PKO (w tym wpływ hedgingu) a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (NRV, rozpoznanie wyniku na „tariszach” warstwach ropy itp)

Dane makro – Orlen

	PKN Orlen				rynek						
	modelowa marża rafineryjna*		modelowa marża petrochemiczna**		Brent	Dyferencjał	USD/PLN	EUR/PLN	gaz TTF 1M	gaz TGEgasDA	energia TGeBase
	[USD/bbl]	[PLN/bbl]	[EUR/t]	[PLN/t]	[USD/bbl]	[USD/bbl]			[PLN/MWh]	[PLN/MWh]	[PLN/MWh]
1Q'17	7,4	30,2			53,8	2,1	4,06	4,32			
2Q'17	8,4	32,3			49,8	1,5	3,84	4,22			
3Q'17	8,9	32,3			52,1	1,0	3,62	4,26			
4Q'17	6,2	22,3			61,4	0,9	3,59	4,23			
1Q'18	5,7	19,4			66,8	1,6	3,40	4,18			
2Q'18	7,4	26,3			74,3	2,2	3,58	4,26			
3Q'18	7,5	27,8			75,3	1,4	3,70	4,31			
4Q'18	5,7	21,4			67,8	0,8	3,77	4,30			
1Q'19	4,6	17,6			63,2	0,2	3,79	4,30			
2Q'19	6,5	24,8			68,8	0,6	3,81	4,29			
3Q'19	8,1	31,6			61,9	1,0	3,89	4,32			
4Q'19	4,6	17,9			63,2	1,5	3,87	4,29			
1Q'20	5,7	22,6			50,2	2,3	3,92	4,32			
2Q'20	3,4	14,2			29,2	0,1	4,10	4,50			
3Q'20	1,1	4,3			43,0	-0,1	3,80	4,44			
4Q'20	1,0	3,9			44,3	0,1	3,78	4,51			
1Q'21	2,0	7,5			60,9	1,4	3,77	4,55			
2Q'21	3,6	13,4			68,8	2,0	3,76	4,53			
3Q'21	5,4	20,9			73,5	2,3	3,87	4,57			
4Q'21	6,3	25,4			79,7	1,7	4,04	4,62			
1Q'22	12,4	52,3			101,4	6,6	4,12	4,62			
2Q'22	38,6	168,5			113,8	12,2	4,36	4,65			
3Q'22	24,0	112,9			100,9	7,5	4,72	4,74			
4Q'22	28,2	131,9			88,7	6,3	4,64	4,73			
1Q'23	23,4	102,6			81,3	5,2	4,39	4,71	251	272	621
2Q'23	15,6	65,0			78,4	2,0	4,18	4,54	160	173	527
3Q'23	20,8	86,2			86,8	-1,0	4,14	4,50	152	169	504
4Q'23	11,9	48,8			84,0	-2,0	4,10	4,41	190	195	401
1Q'24	16,1	64,2	210	912	83,2	0,1	3,99	4,34	119	143	356
2Q'24	11,6	46,3	244	1 048	84,9	-1,0	4,00	4,30	137	151	398
3Q'24	6,6	25,8	201	861	80,2	-1,1	3,90	4,28	153	172	435
4Q'24	8,6	34,6	137	591	74,7	0,9	4,04	4,30	183	212	472
1Q'25	9,0	35,8	146	611	75,7	0,3	3,99	4,20	196	219	492
2Q'25	10,1	38,0	192	818	67,8	-1,2	3,76	4,26	152	169	371

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *z dyferencjałem (od 2022 dyferencjał efektywny do ropy Brent, wcześniej modelowy Brent – Ural), **od 2024 zmiana formuły

Orlen: EBITDA vs CAPEX/M&A – średnie wartości implikowane z założeń strategii do 2035 roku [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka; średnia, jeżeli w danych źródłowych podano przedział

Analitik:
Krzysztof Pado
pado@bdm.pl
tel.: 032 208 14 32

PEKABEX

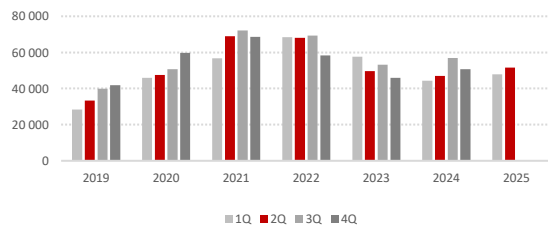
Kupuj, TP 27,3/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

		2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	17,8	P/E 6,4	11,9	22,8	9,5
MC [mln PLN]	440,7	EV/EBITDA 4,6	5,8	7,6	4,7
		EV/EBIT 5,9	8,6	13,6	6,8
		P/BV 0,9	0,8	0,8	0,8

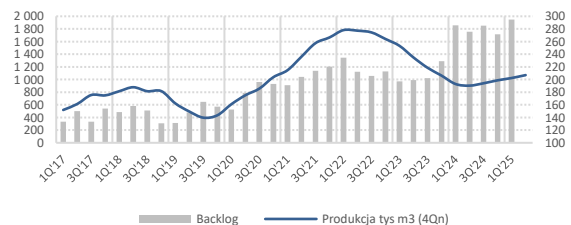
- **Produkcja.** Dane produkcyjne za 2Q'25 wskazują na 10% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 51,6 tys m3).
- **Backlog.** Po 1Q'25 portfel zewn, (bez deweloperki) na 2-4Q'25 wynosił 1,14 mld PLN (+11% r/r). Cały backlog po 1Q'25 wynosił 1,95 mld PLN (+5% r/r, w tym 0,51 mld PLN deweloperka). W 2Q'25 spółka podpisała umowy, ogłoszone raportami, na ok. 0,33 mld PLN (podobnie jak w 1Q'25).
- **Deweloperka.** W końcówce 2024 roku spółka ukończyła projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech. Po 1Q'25 spółka miała zakontraktowane do przekazania m.in. 68 lokali w Częstochowie i 13 w Poznaniu – zakładamy, że większość zostanie wydane w 2Q'25. W 2025 roku spółka rozpoczęła budowę dwóch nowych projektów w Poznaniu, która mają zakończyć się w 2026 roku (Jasielska V i Milczańska – w sumie 248 lokali)
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Od 2Q'24 wyniki spółki są pod presją niskich marż, najpierw w prefabrykacji, później także w GW. Wyniki 4Q'24 zostały wsparte przez segment deweloperski i saldo pozostałej działalności operacyjnej. Wyniki 1Q'25 były poniżej naszych oczekiwań.
- **Prognoza na 2Q'25.** Poziom produkcji w 2Q'25 był na wyższym r/r poziomie, także portfel GW jest wysoki, jednocześnie marże nadal mogą być na niskim poziomie. Zakładamy, że segment prefabrykacji pokaże lepszy EBIT r/r, ale słabszy będzie wynik w GW. Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 2Q'25 może być niższy r/r (projekt w Częstochowie, z w którym obecnie spółka ma największą liczbę lokali do przekazania, sprzedaje się słabo i raczej nie charakteryzuje się wysoką marżą). Zakładamy podobny r/r poziom korekt między segmentowych oraz braku poważniejszych one-off'ów. Na poziomie skonsolidowanym w 2Q'25 estymujemy się 499 mln PLN przychodów (+21% r/r) oraz 10,8 mln PLN EBIT (-22% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 5,1 mln PLN (+41% r/r, rok temu spółka miała wysokie koszty finansowe oraz duże wyłączenia na wyniku mniejszości z jednego z projektów deweloperskich).
- **Prognoza średnioterminowa.** Obecnie zakładamy, że spółce może być jednak trudno poprawić w 2025 roku wyniki (pomimo niskiej już od 2Q'25 bazy w podstawowym biznesie – presja na ceny sprzedaży oraz koszty rozwoju GW konsumują oszczędności na kosztach stałych + zwracamy uwagę na wysoki wynik deweloperki w 4Q'24, który trudno będzie powtórzyć). Oczekiwania odnośnie odbudowy wyników przesuwamy na 2026 rok. Jednocześnie zwracamy uwagę na coraz większe znaczenie kontraktów z obszaru budynków mieszkalnych w Polsce (w tym roku dwie umowy + aparthotel; spółka rozbudowuje moce w tym kierunku).

Produkcja grupy [m3]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN] vs produkcja [4Qn, tys m3]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	412,3	499,0	21,0%	736,8	907,5	23,2%	1 728,2	1 877,1	8,6%	2 019,5	7,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,6	42,8	5,4%	82,3	75,0	-8,9%	172,2	173,8	0,9%	221,0	27,2%
Zysk na sprzedaży	10,8	10,8	0,4%	25,2	12,0	-52,3%	44,2	35,8	-19,0%	74,4	107,9%
EBITDA	21,3	18,7	-12,0%	44,8	32,1	-28,4%	96,0	72,3	-24,7%	107,4	48,5%
EBIT	13,9	10,8	-22,1%	29,7	16,8	-43,5%	65,1	40,5	-37,8%	74,4	83,8%
Zysk brutto	7,5	6,3	-16,5%	18,7	8,2	-56,0%	46,0	23,2	-49,5%	59,2	155,2%
Zysk netto	3,6	5,1	40,6%	14,1	7,3	-48,4%	37,1	19,3	-48,0%	46,6	141,3%
Marża brutto ze sprzedaży	9,8%	8,6%		11,2%	8,3%		10,0%	9,3%		10,9%	
Marża na sprzedaży	2,6%	2,2%		3,4%	1,3%		2,6%	1,9%		3,7%	
marża EBITDA	5,2%	3,7%		6,1%	3,5%		5,6%	3,9%		5,3%	
marża EBIT	3,4%	2,2%		4,0%	1,8%		3,8%	2,2%		3,7%	
marża netto	0,9%	1,0%		1,9%	0,8%		2,1%	1,0%		2,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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				

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.

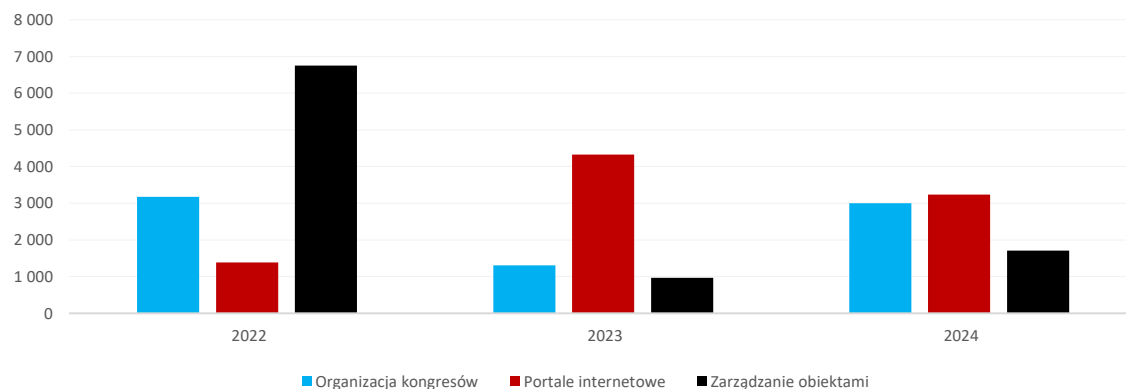
Ogółem w symulacji przyjęliśmy, iż przychody spółki w Q2 wzrosły o ponad 32% r/r. Odczyt EBITDA zakładamy blisko 16,1 mln PLN, czyli o ponad 78% więcej niż w Q2 2024. W ujęciu LTM po Q2 2025 EBITDA może zbliżyć się do 19 mln PLN. Na poziomie wyniku netto w Q2 2025 zakładamy zysk w kwocie 12,3 mln PLN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

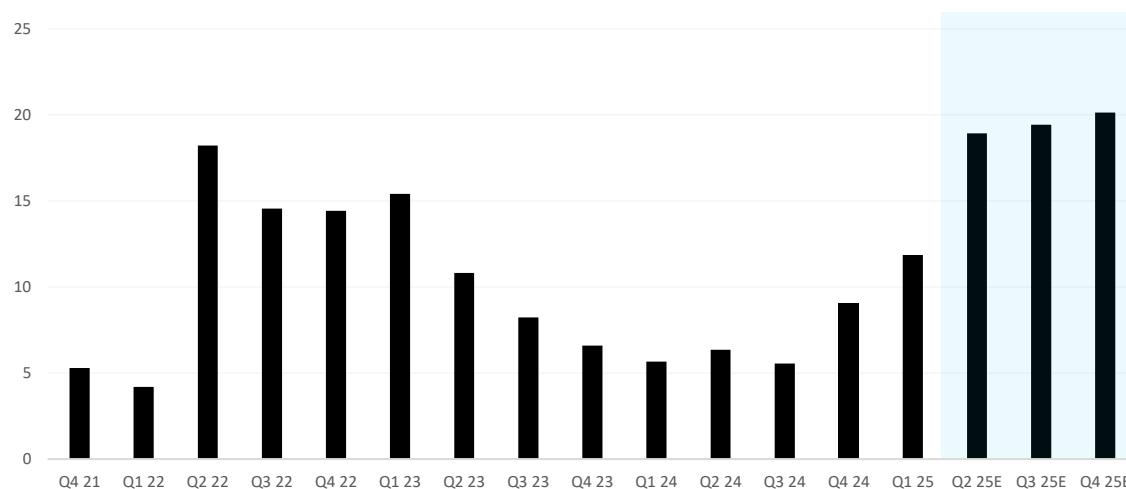
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

SELENA FM

Kupuj, TP 38,9/akcję (rekomendacja zrealizowana)

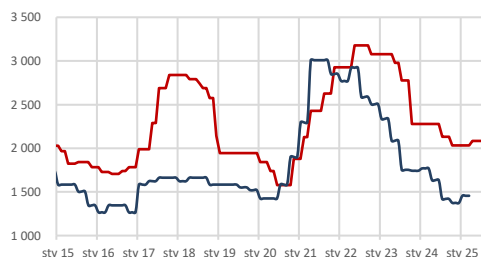
Rekomendacja z dnia 3 lutego 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	35,3	P/E	15,2	8,9	8,9	7,4
MC [mln PLN]*	763,9	EV/EBITDA	6,2	4,8	4,8	4,4
		EV/EBIT	8,6	6,3	6,5	5,8
		P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9

*po skorygowaniu o akcje własne

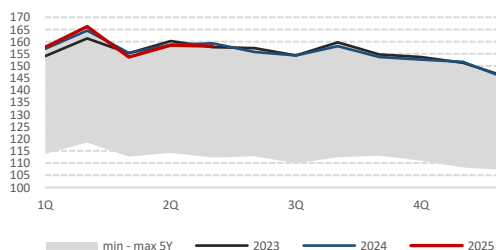
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 2Q'25 (bez czerwca) odnotował lekkie wzrosty (+1% r/r). Od 2022/23 roku do końca 2024 ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, polioli) stopniowo spadały. 1H'25 przyniósł stabilizację na niskich poziomach. Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).
- Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki Seleny FM w 2024 roku były rekordowe na poziomie EBITDA. Przy wymagającej sytuacji popytowej, spółka wykorzystała sprzyjające otoczenie surowcowe, w końcówce roku widoczne były także cięcia kosztów SG&A. 1Q'25 był porównywalny r/r.
- Prognoza na 2Q'25.** Baza z 2Q'24 jest wysoka, więc trudno spodziewać się tak dobrych dynamik wyników r/r. Przy ograniczonym nadal popycie, spółkę broni korzystne otoczenie kosztowe. EBITDA w 2Q'25 prognozujemy na 54 mln PLN vs 55 mln PLN rok temu. Zakładamy wyraźnie ujemny wpływ różnic kursowych netto (m.in. osłabienie KZT i TRY). Na poziomie zysku netto prognozujemy 23,1 mln PLN.
- Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku spodziewamy się 1,80 mld PLN przychodów oraz 184 mln PLN EBITDA i 86 mln PLN. Liczymy na początek stopniowej odbudowy wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją (poprawa koniunktury w Europie przy obniżkach stóp procentowych). Od 2H'25 do wyników powinna kontrybuować fabryka JV na Węgrzech. Spółka stara się rozwijać ofertę w kierunku wyżej marżowych produktów, co powinno „chronić” marżę w przypadku powrotu presji cenowej na surowcach. Największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim.

Ceny MDI oraz Polioli [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg (MDI), Selenia FM, chemanalyst.com (polioli)

Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	474,2	477,8	0,8%	874,5	875,9	0,2%	1 779,6	1 799,2	1,1%	1 910,7	6,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	163,0	164,2	0,8%	298,4	298,8	0,1%	602,5	601,8	-0,1%	640,8	6,5%
Zysk na sprzedaży	42,9	42,5	-0,9%	71,0	68,5	-3,5%	147,4	139,9	-5,1%	150,8	7,8%
EBITDA	54,8	53,7	-2,1%	92,9	93,9	1,1%	189,7	183,9	-3,1%	194,2	5,6%
EBIT	43,8	42,5	-3,1%	71,3	70,8	-0,7%	145,6	137,4	-5,6%	148,3	7,9%
Zysk brutto	33,1	29,0	-12,5%	57,7	53,8	-6,7%	107,0	108,2	1,1%	129,4	19,6%
Zysk netto	25,1	23,1	-7,9%	44,2	42,7	-3,4%	85,9	86,1	0,3%	103,5	20,2%
Marża brutto ze sprzedaży	34,4%	34,4%		34,1%	34,1%		33,9%	33,4%		33,5%	
Marża na sprzedaży	9,0%	8,9%		8,1%	7,8%		8,3%	7,8%		7,9%	
marża EBITDA	11,6%	11,2%		10,6%	10,7%		10,7%	10,2%		10,2%	
marża EBIT	9,2%	8,9%		8,2%	8,1%		8,2%	7,6%		7,8%	
marża netto	5,3%	4,8%		5,1%	4,9%		4,8%	4,8%		5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SYNEKTIK**Kupuj, TP 225,5 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 11 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	214,8	P/E	22,2	18,9	15,1
MC [mln PLN]	1 832,1	EV/EBITDA	12,4	10,8	8,4
		EV/EBIT	14,0	12,3	9,4
		P/BV	9,5	8,5	6,4

Zgodnie z komunikatami publikowanymi przez spółkę, w 3Q'24 fin. (kwiecień-czerwiec'25) Synektik zainstalował 5 systemów robotycznych – 3 w Polsce i 2 w Czechach. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży urządzeń (łącznie z pozostałymi urządzeniami medycznymi) wyniosła ok. 59,2 mln PLN. Prognozujemy, że w omawianym okresie wykonano ok. 8,6 tys. zabiegów przy asyście da Vinci na wszystkich rynkach, które obsługuje spółka. Implikuje to przychody na poziomie ok. 83,4 mln PLN ze sprzedaży usług, instrumentów i materiałów zużywalnych. Spodziewamy się utrzymania rentowności zysku operacyjnego, co oznacza osiągnięcie w ramach segmentu 37,9 mln PLN EBIT (+24,4% r/r) i 40,3 mln PLN EBITDA (+27,2% r/r).

Segment produkcji radiofarmaceutyków w 2Q'24 fin. pokazał spadek wyników. Przyczyną były z jednej strony planowane i nieplanowane serwisy sprzętu, przez co spółka nie mogła wyprodukować wystarczającej ilości farmaceutyków. Dodatkowo, opóźnione zostały dostawy generatorów przez zewnętrznych dostawców, co było niezależne od spółki. Spodziewamy się, że 3Q'24 fin. przyniesie poprawę sprzedaży i wyników. Szacujemy sprzedaż na poziomie ok. 15,1 mln PLN (+47% r/r), przy czym ok. 0,5 mln PLN stanowi sprzedaż wewnętrzną. Lekki wzrost marży EBIT powinien implikować osiągnięcie 4,0 mln PLN zysku operacyjnego (+53,6% r/r) oraz 4,9 mln PLN EBITDA (+41,9% r/r).

W związku z decyzją o wydzieleniu działalności związanej z kardioznacznikiem do oddzielnej spółki, Synektik zmienił prezentację wyników. W segmencie Centrum Badawczo Rozwojowe zakładamy utrzymanie kosztów prac rozwojowych, które skupiają się na udoskonalaniu produktów dostępnych w ramach działalności związanej z produkcją radiofarmaceutyków, na poziomie ok. 1 mln PLN kwartalnie. W zakresie Centrum Badań nad Nowymi Częściami spodziewamy się kosztów rzędu 5,8 mln PLN (vs. 7,1 mln PLN w 3Q'23 fin.)

Na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów do 157,1 mln PLN (+26,7% r/r). Zwracamy uwagę na wzrost udziału przychodów powtarzalnych, co jest naturalną konsekwencją zwiększenia bazy zainstalowanych systemów oraz średniej liczby zabiegów przeprowadzanych przy pomocy jednego systemu. W naszej ocenie, w analizowanym okresie spółka powinna utrzymać rentowność EBITDA z działalności kontynuowanej z 3Q'24 fin. na poziomie 25,5%, co implikuje wynik EBITDA w wysokości 40,1 mln PLN, natomiast biorąc pod uwagę wynik EBITDA łącznie z kardioznacznikiem, szacujemy 34,5 mln PLN. W związku z oczekiwanymi niższymi wydatkami r/r na projekt kardioznacznika, spodziewamy się poprawy marżowości wyniku netto i osiągnięcia 23,1 mln PLN zysku.

Prognoza wyników za 3Q'24 fin. [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	124,0	157,1	26,7%	624,1	699,7	12,1%
EBIT	27,8	34,9	25,4%	126,8	144,9	14,3%
EBITDA z działalności kontynuowanej	31,7	40,1	26,6%	143,1	165,1	15,4%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	31,7	40,3	27,2%	143,6	167,7	16,8%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	3,4	4,9	41,9%	16,3	17,4	6,9%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-0,6	-0,8	-	-2,5	-2,8	-
<i>Centrum Badań nad Nowymi Częściami - część wydzielana</i>	-4,3	-4,1	-	-19,6	-20,4	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-2,8	-4,5	-	-14,3	-17,4	-
EBITDA razem	27,4	36,0	31,7%	145,6	168,0	15,4%
Wynik netto z dział. kont.	22,5	27,8	23,7%			
Działalność wydzielana	-5,7	-4,7	-18,6%			
Wynik netto	16,7	23,1	38,1%	82,6	97,2	17,7%
Marża EBIT	22,4%	22,2%		20,3%	20,7%	
Marża EBITDA	25,5%	25,5%		22,9%	23,6%	
Marża zysku netto	13,5%	14,7%		13,2%	13,9%	

Źródło: BDM, spółka

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,6 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 maja 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,9	P/E	46,2	66,5	10,2
MC [mln PLN]	346,4	EV/EBITDA	22,5	15,3	6,0
		EV/EBIT	34,5	41,5	8,1
		P/BV	2,9	2,8	2,2

Segment BCG

W dalszym ciągu Ministerstwo Zdrowia nie opublikowało przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej. Patrząc na niski poziom urodzeń od początku roku, spodziewamy się, że jeżeli zamówienie pojawi się w 3Q'25 będzie ono albo mniejsze, albo będzie uwzględniało zapas szczepionki na dużą część 2026 r. W związku z powyższym, zakładamy śladową ilość w sprzedaży tego produktu w omawianym okresie. Z uwagi na dosyć wysoką sprzedaż Onko BCG w 1Q'25, zakładamy, że w 2Q'25 przychody z tego leku będą niższe. W całym segmencie szacujemy ok. 4,6 mln PLN sprzedaży vs 8,1 mln PLN rok wcześniej.

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym również zakładamy istotny spadek przychodów. Spodziewamy się, że niższa sprzedaż Distreptazy, jaka była widoczna w poprzednim kwartale, może utrzymać się w całej pierwszej połowie roku. Sprzedaż Gammy Anty D, zaburzona wysokimi wolumenami w 4Q'24, również może nadal wykazywać znacznie mniejsze wartości. W 1H'25 do sprzedaży wszedł lek Davoster, jednak w pierwszych miesiącach spodziewamy się pomijalnej wartości w tym obszarze.

Istotny spadek przychodów ze sprzedaży na poziomie całej spółki (-42% r/r), przy utrzymaniu rentowności brutto na sprzedaży oraz wysokim udziale kosztów stałych, implikuje znaczny spadek wyniku operacyjnego. Spodziewamy się lekkiego wzrostu kosztów SG&A oraz ujemnego salda pozostałej działalności (-0,3 mln PLN). Istotnym czynnikiem obniżenia wyników jest wzrost amortyzacji, w związku z użytkowaniem nowych budynków. Szacujemy wzrost tej pozycji z 1,6 mln PLN w 2Q'24 do 4,6 mln PLN w 2Q'25. Implikuje to wynik EBIT na poziomie -4,2 mln PLN oraz 0,4 mln PLN EBITDA. Stratę netto szacujemy na -3,8 mln PLN. Zakładamy, że w 2H'25 pojawi się przetarg na szczepionkę, a niezrealizowana sprzedaż zostanie przesunięta na kolejne kwartały, co powinno pomóc poprawić wynik EBITDA, jednak zwiększona amortyzacja będzie istotnie zaniżać wynik operacyjny i netto.

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	15,2	8,8	-42,0%	71,8	72,3	0,8%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	2,6	0,2	-92,7%	9,8	12,7	28,9%
<i>Onko BCG</i>	5,5	4,4	-20,0%	26,8	29,6	10,5%
<i>Distreptaza</i>	6,1	3,8	-37,9%	24,5	21,6	-11,8%
<i>Gamma Anty D</i>	0,8	0,2	-81,3%	6,2	3,8	-39,0%
<i>Lakcid</i>	0,0	0,0	-	0,5	0,0	-
<i>Inne</i>	0,2	0,2	5,0%	3,9	4,0	3,6%
Wynik brutto na sprzedaży	9,4	5,5	-42,0%	44,3	46,2	4,4%
EBIT	2,8	-4,2	-	12,4	10,0	-19,7%
EBITDA	4,4	0,4	-90,1%	19,1	27,3	43,3%
Zysk netto	1,4	-3,8	-	7,6	5,2	-31,0%
Marża zysku brutto na sprzedaży	62,1%	62,1%	-	61,7%	63,9%	-
Marża EBIT	18,2%	-47,6%	-	17,3%	13,8%	-
Marża EBITDA	28,8%	4,9%	-	26,5%	37,7%	-
Marża zysku netto	9,3%	-42,7%	-	10,5%	7,2%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ŚNIEŻKA

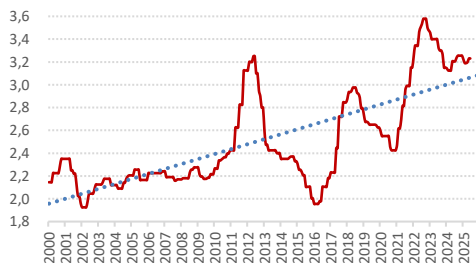
Trzymaj, TP 80,9/akcję

Rekomendacja z dnia 6 lutego 2025 r.

		2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	80,6	P/E 13,1	14,7	14,8	12,8
MC [mln PLN]	1 017,0	EV/EBITDA 8,0	8,8	8,6	7,6
		EV/EBIT 10,5	11,9	11,6	10,2
		P/BV 2,9	2,7	2,5	2,3

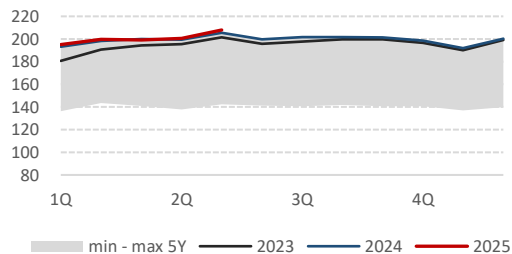
- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 2Q'25 (bez czerwca) wg PSB nie zmieniły się r/r. Lekko wyższe r/r były ceny bieli tytanowej (jednak efekt był niwelowany przez nieznacznie mocniejszy kurs PLN vs EUR). Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 2Q'25 wyniósł średnio +1,9 pkt (vs -1,6 pkt w 1Q'25 i +2,8 pkt w 2Q'24), na Węgrzech w 2Q'25 było to średnio -28,4 pkt (vs -27,4 pkt w 1Q'25 oraz -25,7 pkt rok temu).
- Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku sprzedaż spółki spadła na każdym z głównych rynków (w tym w Polsce częściowo przez zmianę modelu dystrybucyjnego spółki w kanale tradycyjnym). W 1Q'25 przychody były porównywalne r/r (ale z niskiej bazy). Bardzo dobrze natomiast wyglądała w ostatnich kwartałach marża brutto ze sprzedaży, która pozwalała niwelować presję ze strony kosztów SG&A.
- Prognoza na 2Q'25.** Na konferencji wynikowej w połowie 2Q'25 spółka komunikowała, że nie jest zadowolona ze sprzedaży w tym okresie. Wskazywano także na utrzymujące się trudności na rynku węgierskim (rebranding ma przynieść efekty dopiero w '26). Spodziewamy się, że przychody w 2Q'25 mogą spaść o -4% r/r. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że trochę wyższe r/r będą koszty SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 41,3 mln PLN (vs 41,1 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 21,3 mln PLN vs 20,1 mln PLN w 2Q'24).
- Prognoza średnioterminowa.** W marcu'24 spółka przedstawiła cele strategiczne na rok 2028, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN oraz marży EBITDA na poziomie 18%. Po 2025 roku cel przychodowy może w naszym odczuciu zostać zrewidowany w dół. Rynek farb w 2024 w Polsce wolumenowo spadał już czwarty rok z rzędu. Scenariusz bazowy na 2025 rok miał przynieść co najmniej stabilizację (rynek to głównie popyt remontowy). Zakładamy, że Śnieżka w 2025 roku wypracuje 799 mln PLN przychodów (+0% r/r), 141 mln PLN EBITDA oraz 69 mln PLN zysku netto.

Biel tytanowa [EUR/kg]



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Indeks cen farb na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	230,4	222,3	-3,5%	402,6	394,6	-2,0%	798,4	798,6	0,0%	861,1	7,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	111,4	111,1	-0,3%	194,7	196,4	0,9%	393,8	399,2	1,4%	430,9	7,9%
Zysk na sprzedaży	33,6	32,0	-4,8%	51,2	50,0	-2,3%	107,3	105,6	-1,5%	115,8	9,7%
EBITDA	41,1	41,3	0,6%	67,4	68,0	0,9%	142,8	141,4	-1,0%	152,6	7,9%
EBIT	31,7	32,0	0,9%	48,7	49,1	0,9%	105,2	104,1	-1,1%	114,6	10,1%
Zysk brutto	26,7	27,3	2,3%	39,5	40,6	2,8%	87,3	87,0	-0,4%	100,1	15,0%
Zysk netto	20,1	21,3	6,1%	30,0	31,9	6,3%	69,4	68,9	-0,7%	79,4	15,2%
Marża brutto ze sprzedaży	48,3%	50,0%		48,4%	49,8%		49,3%	50,0%		50,0%	
Marża na sprzedaży	14,6%	14,4%		12,7%	12,7%		13,4%	13,2%		13,5%	
marża EBITDA	17,8%	18,6%		16,7%	17,2%		17,9%	17,7%		17,7%	
marża EBIT	13,8%	14,4%		12,1%	12,5%		13,2%	13,0%		13,3%	
marża netto	8,7%	9,6%		7,5%	8,1%		8,7%	8,6%		9,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TORPOL**Kupuj, TP 45,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 19 lutego 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	39,9	P/E	9,0	13,5	13,1	11,2
MC [mln PLN]	915,4	EV/EBITDA	3,5	7,7	5,4	4,3
		EV/EBIT	4,2	10,4	7,3	5,7
		P/BV	1,8	1,7	1,6	1,5

- **Backlog.** Po 1Q'25 portfel Torpolu wynosił 3,35 mld PLN (vs 4,74 mld PLN rok wcześniej i 3,53 mld PLN po 4Q'24). Ponad połowę portfela stanowi kontrakt w Katowicach, na którym w końcu 3Q'24 rozpoczęły się prace budowlane.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W 2024 roku marża brutto wróciła do poziomów jednocyfrowych. Rozpoczęcie nowych kontraktów przełożyło się w 2024 roku na istotny wzrost zaangażowanego kapitału obrotowego, który w sporej części udało się skonwertować na gotówkę w 1Q'25. Początek roku przyniósł wyraźny wzrost przychodów i spadek marży brutto ze sprzedaży do 6% (zarząd sygnalizował na konferencji wynikowej, że nie musi to być poziom bazowy na cały rok).
- **Prognoza na 2Q'25.** Spodziewamy się w 2Q'25 istotnie wyższych przychodów r/r (400 mln PLN, +34% r/r), przy niższych r/r marżach (7,7% vs 9,8% rok temu). Duże znaczenie dla przerobu będzie miał już obecnie kontrakt w Katowicach, którego marża raczej będzie jeszcze dłuższy czas rozpoznawana konserwatywnie. Zakładamy, że w 2Q'25 EBIT będzie podobny r/r (18,8 mln PLN vs 18,3 mln PLN rok temu). Zysk netto prognozujemy na poziomie 16,4 mln PLN. Oczekujemy zbliżonej pozycji gotówkowej vs 1Q'25 (267 mln PLN gotówki netto).
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy w całym 2025 roku wypracowanie 1,77 mld PLN przychodów (+21% r/r, przy marży w okolicy 7,4%) oraz 69,7 mln PLN zysku netto (+3% r/r). W marcu'25 spółka przedstawiła strategię na lata 2025-30, w której zakłada wypracowania narastająco: 14,5 mld PLN przychodów, 840 mln PLN EBITDA oraz 500 mln PLN zysku netto (średniorocznie odpowiednio: 2,4 mld PLN oraz 140 / 83 mln PLN (marża EBITDA: 5,8%, marża netto 3,4%). Oceniamy, że założenia spółki od strony przychodów mogą być z rodzaju tych optymistycznych (programy rządowe niestety, mają to do siebie, że się przesuwają w czasie), natomiast od strony marżowości zbyt konserwatywne (zwracamy uwagę, że w poprzedniej strategii zrealizowana marża były ponad 2x wyższa od zakładanej przez spółkę).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	298,0	400,0	34,2%	558,5	785,0	40,6%	1 458,2	1 765,0	21,0%	1 917,5	8,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,1	30,9	5,9%	49,2	54,3	10,4%	126,2	129,9	2,9%	149,4	15,0%
Zysk na sprzedaży	18,2	19,3	6,4%	28,1	30,1	7,2%	82,2	81,3	-1,1%	97,5	20,0%
EBITDA	24,5	25,6	4,5%	38,1	43,4	13,9%	100,4	108,7	8,3%	128,3	18,1%
EBIT	18,3	18,8	2,9%	25,8	30,1	16,7%	74,5	80,7	8,3%	96,5	19,6%
Zysk brutto	19,6	20,3	3,6%	32,1	33,2	3,6%	82,6	86,6	4,8%	100,5	16,1%
Zysk netto	15,2	16,4	7,9%	26,0	26,6	2,3%	67,9	69,7	2,6%	81,4	16,8%
Marża brutto ze sprzedaży	9,8%	7,7%		8,8%	6,9%		8,7%	7,4%		7,8%	
Marża na sprzedaży	6,1%	4,8%		5,0%	3,8%		5,6%	4,6%		5,1%	
marża EBITDA	8,2%	6,4%		6,8%	5,5%		6,9%	6,2%		6,7%	
marża EBIT	6,1%	4,7%		4,6%	3,8%		5,1%	4,6%		5,0%	
marża netto	5,1%	4,1%		4,6%	3,4%		4,7%	3,9%		4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	11,5	P/E	---	9,0	11,7	9,2
MC [mln PLN]	403,3	EV/EBITDA	---	2,7	4,6	4,2
		EV/EBIT	---	3,2	6,3	5,7
		P/BV	2,9	2,2	1,9	1,7

- **Backlog.** Portfel po 1Q'25 wynosił 3,08 mld PLN (-22% r/r, -2% q/q). Po 2Q'25 powinien jednak wyraźnie wzrosnąć po tym jak spółka pozyskała szereg zdywersyfikowanych kontraktów (również 3Q'25 spółka rozpoczęła mocno pod tym kątem, podpisano duży kontrakt w energetyce oraz kontrakt na drogę wzdłuż bariery na granicy z Białorusią do realizacji w 2H'25).
- **Deweloperka.** W 2Q'25 spółka sprzedała 60 lokali (-6% r/r, +20% q/q) i przekazała 39 lokali (-75% r/r, -33% q/q).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku wynik by wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, jednocześnie spółka pokazała jeszcze spore straty w segmencie energetyczno-przemysłowym. Na przestrzeni ubiegłego roku wyraźnie poprawiała się marża w kubaturze (skończenie starych umów plus wysoko marżowy kontrakt na ambasadę w Mińsku). W 1Q'25 spółka miała stratę netto (kwestia głównie sezonowości).
- **Prognoza na 2Q'25.** Spodziewamy się w 2Q'25 593 mln PLN przychodów (-16% r/r, ubytek podyktowany głównie deweloperką). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy 7,4% (vs 5,9% rok temu – 2Q'24 był obciążony przez sporą stratę na kontraktach przemysłowych, z drugiej strony dużo do wyniku dołożyła wtedy deweloperka). Zakładamy EBIT na poziomie 15,6 mln PLN (vs 21,3 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje 5,6 mln PLN zysku (po wyłączeniu zysków mniejszości). Spodziewamy się, że spadku zadłużenia netto vs 1Q'25.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka jest nadal na etapie porządkowania biznesu. Segment modułowy pozostał na ten moment w grupie, spółka chce zwiększyć jego automatyzację. Nowego otwarcia wymaga segment deweloperski (m.in. patowa kwestia dalszych etapów projektu JV w Poznaniu sprawia, że bank ziemi pod przyszłe projekty opiera się obecnie o Radom i punktowe inwestycje w Warszawie/Trójmieście). W obszarze budowlanym spółka chce opierać wzrost głównie na infrastrukturze (także wejście w segment kolejowy w konsorcjach) i energetyce. W kubaturze priorytetem raczej nie będzie wzrost a rentowność i dywersyfikacja portfela. W 2025 roku zakładamy na poziomie EBIT poprawę łącznych wyników w segmentach budowlanych, a z kolei słabszy rezultat w deweloperce (spadek liczby przekazanych mieszkań, przy czym w 2024 największa liczba przekazania dotyczyła projektu JV, którego połowa wyniku jest wyłączana na poziomie zysku netto).

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	703,5	593,4	-15,7%	1 159,4	1 023,2	-11,7%	2 606,9	2 611,9	0,2%	2 715,5	4,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	41,7	43,7	4,8%	58,0	73,7	27,1%	176,6	209,3	18,5%	221,1	5,6%
Zysk na sprzedaży	18,6	15,6	-16,0%	10,9	19,2	76,3%	67,7	82,7	22,1%	89,1	7,7%
EBITDA	28,7	23,3	-18,6%	134,5	35,5	-73,6%	198,9	114,2	-42,6%	120,9	5,8%
EBIT	21,3	15,6	-26,7%	120,2	20,0	-83,4%	168,6	83,5	-50,5%	89,1	6,7%
Zysk brutto	12,9	7,3	-43,2%	105,9	2,9	-97,2%	134,8	48,6	-63,9%	66,8	37,4%
Zysk netto	1,4	5,6	293,3%	39,7	0,0	---	44,9	34,3	-23,5%	53,4	55,7%
Marża brutto ze sprzedaży	5,9%	7,4%		5,0%	7,2%		6,8%	8,0%		8,1%	
Marża na sprzedaży	2,6%	2,6%		0,9%	1,9%		2,6%	3,2%		3,3%	
marża EBITDA	4,1%	3,9%		11,6%	3,5%		7,6%	4,4%		4,5%	
marża EBIT	3,0%	2,6%		10,4%	2,0%		6,5%	3,2%		3,3%	
marża netto	0,2%	0,9%		3,4%	0,0%		1,7%	1,3%		2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	151,0	P/E	2,5	8,9	19,3	9,8
MC [mln PLN]	1237,9	EV/EBITDA	7,6	6,5	6,5	5,2
		EV/EBIT	2,8	5,4	6,6	5,2
		P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0

- **Paliwa.** W 2Q'25 premie lądowe (liczone dla wyrobów ARA) były wg naszych kalkulacji porównywalne do 1Q'25 i wyższe r/r. Zakładamy, że wynik 2Q'25 powinien być istotnie lepszy w ujęciu r/r i także lepszy q/q (wolumeny). Zakładamy ok. 30 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs 8 mln PLN w 2Q'24).
- **LPG.** Spodziewamy się kolejnego słabego kwartału, wyraźnie poniżej wcześniejszych oczekiwań – brakuje szczelności sankcji na rosyjski produkt (luka dla n-butanu), co dla spółki oznacza brak możliwości pokrycia wcześniej zakontraktowanych inwestycji w logistykę. Zakładamy EBITDA na poziomie -2 mln PLN (vs +5 mln PLN rok temu i +4 mln PLN w 1Q'25).
- **Stacje paliw.** W 2Q'25 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r. Spodziewamy się 5 mln PLN EBITDA vs niecałe 4 mln PLN rok temu.
- **Bitumeny.** 2-3Q to szczyt sezonu. Obecnie marżowość jest nieco niższa niż rok temu (także m.in. kwestia importu podejmowanego przez samą spółkę). Spodziewamy się +42 mln PLN EBITDA (vs +45 mln PLN rok temu).
- **Infrastruktura.** Biznes obecnie generuje w miarę powtarzalne wyniki na terminalach, spadły natomiast marże w logistyce. W 2Q'25 spodziewamy się 23 mln PLN EBITDA (vs 24 mln PLN rok temu).
- **Pozostałe segmenty.** W segmentach gazu ziemnego i energii 2Q'25 według naszych szacunków powinien być porównywalny r/r. W przypadku innych segmentów (PV, paliwa stałe) w 2Q'25 spodziewamy neutralnej kontrybucji do wyników. Przyjmujemy ok 11 mln PLN kosztów korporacyjnych.
- **Podsumowując** spodziewamy się 94,7 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy 30,7 mln PLN zysku.
- **Outlook.** W całym 2025 spodziewamy się lepszego r/r wyniku w segmencie Paliw (m.in. dobre warunki zakupowe w rocznych kontraktach, ale sam okres 2H'25 może przynieść bardziej wymagające warunki pod kątem krzywej terminowej). Raczej zawiedzie segment LPG (nadal brak działań, by ograniczyć lukę w sankcjach). Liczymy na nieco lepszy r/r wynik Infrastruktury, jednocześnie słabszy może być wynik Bitumenów. Zakładamy poprawę wyniku z 2024 w Detalu.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'25	2Q'25P	zmiana r/r	1H'25	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	3 474	3 394	-2,3%	6 483	6 874	6,0%	14 085	14 283	1,4%	13 938	-2,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	222,7	190,0	-14,7%	399,4	366,5	-8,2%	880,5	752,4	-14,6%	820,9	9,1%
Zysk na sprzedaży	61,7	25,5	-58,7%	103,7	35,8	-65,5%	239,4	72,2	-69,8%	105,8	46,5%
EBITDA skoryg	80,4	94,7	17,8%	127,8	142,0	11,0%	307,7	305,8	-0,6%	364,8	19,3%
Paliwa	7,6	29,8	294,7%	17,8	54,2	203,7%	80,4	107,4	33,6%	137,2	27,7%
LPG	5,4	-2,1	---	11,2	1,5	-86,8%	12,2	-2,6	---	7,3	---
Stacje paliw	3,7	5,2	42,3%	5,1	8,8	71,6%	17,4	19,6	12,4%	15,6	-20,2%
Bitumeny	44,6	42,0	-5,8%	41,7	34,9	-16,3%	113,8	102,1	-10,3%	110,9	8,6%
Infrastruktura	23,9	22,8	-4,4%	43,6	49,1	12,5%	85,1	92,5	8,7%	92,8	0,3%
pozostałe	-4,7	-3,1	---	8,3	-6,5	---	-1,3	-13,2	---	1,0	---
EBITDA	92,1	94,7	2,8%	165,6	136,5	-17,6%	370,1	300,4	-18,8%	364,8	21,4%
EBIT	58,0	57,7	-0,6%	98,9	62,7	-36,6%	233,5	151,4	-35,2%	214,7	41,9%
Zysk brutto	51,0	37,9	-25,7%	76,0	27,7	-63,6%	187,2	81,4	-56,5%	155,7	91,4%
Zysk netto	38,5	30,7	-20,3%	55,7	20,6	-63,1%	139,3	64,1	-54,0%	126,2	96,7%
Marża brutto ze sprzedaży	6,4%	5,6%		6,2%	5,3%		6,3%	5,3%		5,9%	
Marża na sprzedaży	1,8%	0,8%		1,6%	0,5%		1,7%	0,5%		0,8%	
marża EBITDA	2,3%	2,8%		2,0%	2,1%		2,2%	2,1%		2,6%	
marża EBIT	1,7%	1,7%		1,5%	0,9%		1,7%	1,1%		1,5%	
marża netto	1,1%	0,9%		0,9%	0,3%		1,0%	0,4%		0,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników wg segmentów [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
Przychody	1 579,1	1 685,8	2 088,2	2 839,8	2 325,0	3 587,3	3 797,5	3 659,5	3 272,2	3 228,1	3 387,6	3 025,3	3 009,4	3 473,7	3 651,8	3 949,7	3 480,3	3 393,8
Zysk brutto ze sprzedaży	90,7	83,0	68,9	123,6	210,6	180,5	178,2	384,9	248,9	201,7	156,2	116,8	176,7	222,7	170,9	310,1	176,5	190,0
Zysk na sprzedaży	39,3	23,3	8,2	34,8	146,0	60,0	59,7	223,7	110,9	61,0	-2,7	-41,9	42,0	61,7	9,9	125,8	10,3	25,5
EBITDA skoryg.	28,3	17,2	12,0	13,1	85,1	74,3	120,7	233,5	104,9	61,9	29,2	46,6	47,5	80,4	105,3	74,5	47,3	94,7
ON+BIO	22,1	24,5	13,9	22,8	48,3	61,9	115,8	209,9	87,1	32,3	-32,0	-44,3	10,3	7,6	31,0	31,6	24,4	29,8
LPG	3,3	1,4	7,1	5,0	17,4	24,0	16,1	11,7	18,0	11,5	11,7	8,7	5,9	5,4	7,6	-6,6	3,6	-2,1
Gaz ziemny	5,4	-0,1	-0,3	-2,7	4,2	6,6	1,4	18,2	5,1	8,7	4,2	21,8	13,7	5,7	-1,0	20,8	2,2	5,6
Energia	1,4	0,3	-2,8	-6,4	24,2	0,8	4,8	17,1	8,3	2,0	0,2	0,8	6,9	3,4	5,0	3,9	0,6	2,7
PV	-1,8	-4,2	-0,8	-2,0	-0,5	5,0	-0,4	-2,7	-0,7	-0,9	-3,0	-2,5	0,1	-1,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Stacje paliw	-0,3	1,2	1,4	-0,9	1,4	0,4	1,1	1,5	-0,5	2,0	1,7	3,6	1,5	3,7	6,7	5,5	3,6	5,2
Bitumeny	-0,2	-0,3	-0,9	0,1	0,2	0,9	0,8	0,1	0,3	29,4	35,9	7,7	-2,9	44,6	53,1	19,0	-7,1	42,0
Infrastruktura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	8,3	3,0	36,1	19,8	23,9	19,9	21,6	26,3	22,8
Paliwa stałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	8,9	-1,6	-1,7	1,1	1,5	-0,2	1,4	-0,4
Pozostałe	-1,6	-5,7	-5,6	-2,7	-10,2	-25,3	-18,8	-22,3	-15,7	-31,5	-1,6	16,2	-6,1	-13,9	-18,3	-21,1	-7,6	-11,0
EBITDA	42,6	27,1	11,3	36,1	147,3	68,1	62,0	224,4	114,6	82,2	11,7	460,5	73,5	92,1	42,2	162,3	41,8	94,7
ON+BIO	36,4	35,9	12,2	27,7	128,7	57,0	57,9	195,1	97,6	52,5	-62,9	-50,1	5,3	10,6	17,3	54,1	1,6	29,8
LPG	3,3	1,4	7,6	4,5	17,5	24,0	16,5	11,2	18,4	11,5	11,7	8,7	5,9	5,7	8,8	-6,4	5,1	-2,1
Gaz ziemny	5,4	-2,2	-0,1	-4,0	4,2	2,5	5,0	10,4	5,2	8,7	-2,1	28,1	11,7	5,0	6,5	14,4	9,9	5,6
Energia	1,8	0,8	-3,7	17,6	2,9	0,9	5,7	14,6	8,2	2,0	0,2	0,8	6,9	3,4	5,0	3,9	0,6	2,7
PV	-1,7	-3,9	-0,7	-0,8	-0,4	5,9	-1,5	-5,6	-0,7	-0,9	-3,0	-2,5	0,1	-1,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Stacje paliw	-0,3	0,3	1,9	-1,9	1,4	0,5	0,8	1,1	-1,6	1,2	1,1	2,5	0,6	2,7	5,8	4,6	2,6	5,2
Bitumeny	-0,4	-0,1	-0,9	0,0	0,3	2,5	0,4	0,2	0,3	29,4	59,3	194,2	31,1	56,5	-8,3	73,1	-3,2	42,0
Infrastruktura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	8,3	0,0	264,1	19,8	22,0	23,9	29,8	25,1	22,8
Paliwa stałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	8,9	-1,4	-1,7	1,1	1,5	-9,6	1,5	-0,4
Pozostałe	-1,9	-5,1	-5,0	-7,0	-7,1	-25,2	-22,8	-2,5	-15,7	-30,5	-1,6	16,1	-6,1	-13,9	-18,3	-1,5	-1,3	-11,0
EBIT	39,4	23,6	8,3	33,1	144,2	64,6	58,4	218,3	109,0	63,8	-9,6	411,7	40,9	58,0	8,7	125,9	5,1	57,7
Zysk brutto	38,0	22,1	6,1	30,1	140,3	59,3	51,3	213,3	104,3	43,4	-25,7	386,8	25,0	51,0	-24,3	135,5	-10,3	37,9
Zysk netto	30,1	16,9	4,0	25,3	114,7	45,0	41,1	173,1	81,8	31,9	-22,2	395,8	17,2	38,5	-20,6	104,7	-10,1	30,7
Dług netto	175,1	223,7	336,5	331,4	302,0	245,4	228,2	1,9	149,0	538,1	556,3	607,5	637,7	945,2	847,1	759,3	980,4	970,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

VOXEL**Kupuj, TP 134,3 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 grudnia 2024 r.

			2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	177,2	P/E	19,0	17,5	15,9
MC [mln PLN]	1 861,1	EV/EBITDA	11,6	10,0	9,1
		EV/EBIT	16,3	14,0	12,6
		P/BV	5,2	4,4	4,1

Diagnostyka

W 2Q'25 spodziewamy się wzrostu wolumenów badań wykonywanych przez grupę. Szacujemy 35,3 tys. TK (+2,3% r/r), 76,7 tys. MR (+8,2% r/r), 4,6 tys. PET (-1,1% r/r) oraz 11,7 tys. SPECT (+0,3% r/r). Implikuje to wzrost łącznej liczby badań o +5,7% r/r. Dynamika przychodów powinna być znacznie wyższa ze względu na podwyżki wycen badań refundowanych, jakie miały miejsce w lipcu'24, dlatego szacujemy wzrost sprzedaży z tego tytułu na +12,8% r/r. Ze względu na podwyżki dla personelu medycznego, dynamikę zysku EBITDA segmentu szacujemy na +8,6% r/r (47,3 mln PLN). Przypominamy, że od lipca'25 obowiązują nowe, wyższe stawki wycen, które będą miały pozytywny wpływ na wyniki od 3Q'25. Dodatkowo, spółka w lipcu przejęła spółkę posiadającą jedną pracownię MR w Malborku, która będzie kontrybuowała do wyniku grupy od 3Q'25.

IT i wyposażenie pracowni

Po bardzo mocnym 1Q'25 spodziewamy się nieco spokojniejszego 2Q'25 pod kątem przychodowym. Sprzedaż segmentu szacujemy na ok. 25,1 mln PLN (-14% r/r). Podtrzymujemy jednak założenie mocnej drugiej połowy roku i przekroczenie backlogu, który w ostatnim raporcie szacowany był na 125 mln PLN.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 2Q'25 zakładamy wykonanie 147 (płasko r/r). Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (-3,8% r/r).

Na poziomie grupy szacujemy 132,1 mln PLN przychodów (+6,6% r/r) oraz 47,3 mln PLN EBITDA (+8,6% r/r). Spodziewamy się znaczącej poprawy w segmencie IT, chociaż wynik powinien być niższy niż q 1Q'25 ze względu na wysoką bazę. W segmencie Diagnostyka podkreślamy oczekiwany wzrost wolumenów, co powinno przybliżyć spółkę do realizacji zapowiadanego dwucyfrowego wzrostu liczby wykonywanych badań w całym 2025 r. Powyższe założenia implikują wzrost zysku netto do 23,9 mln PLN (+4,3% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	123,9	132,1	6,6%	507,8	611,5	20,4%
Wynik brutto na sprzedaży	38,0	40,8	7,3%	154,6	176,8	14,4%
EBITDA	42,1	45,4	7,8%	166,5	196,7	18,1%
Diagnostyka	43,5	47,3	8,6%	175,1	200,9	14,8%
Neurochirurgia	2,0	2,0	-0,2%	7,5	8,2	9,4%
IT i wyposażenie pracowni	3,4	4,5	35,2%	16,9	21,6	28,2%
Wyłączenia	-6,8	-8,5		-32,9	-34,0	
EBIT	30,6	31,8	4,1%	118,8	140,4	18,2%
Zysk brutto	28,4	29,5	4,1%	119,6	132,2	10,5%
Zysk netto	22,9	23,9	4,3%	97,7	106,0	8,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,7%	30,9%		30,4%	28,9%	
Marża EBITDA	33,9%	34,3%		32,8%	32,2%	
Marża EBIT	24,7%	24,1%		23,4%	23,0%	
Marża zysku netto	18,5%	18,1%		19,2%	17,3%	

Źródło: BDM, spółka

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

WIRTUALNA POLSKA**Akumuluj, TP 96,2 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 października 2024 r.

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

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).

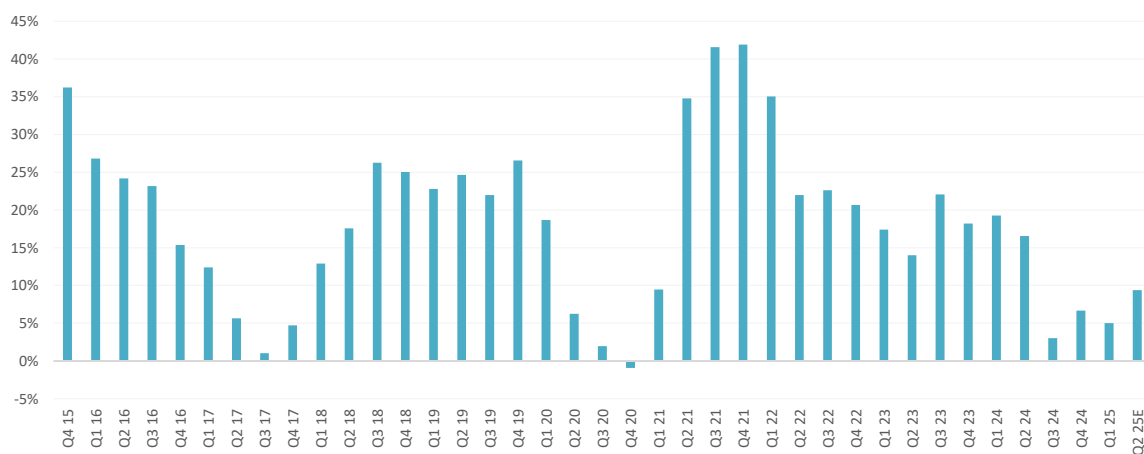
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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).

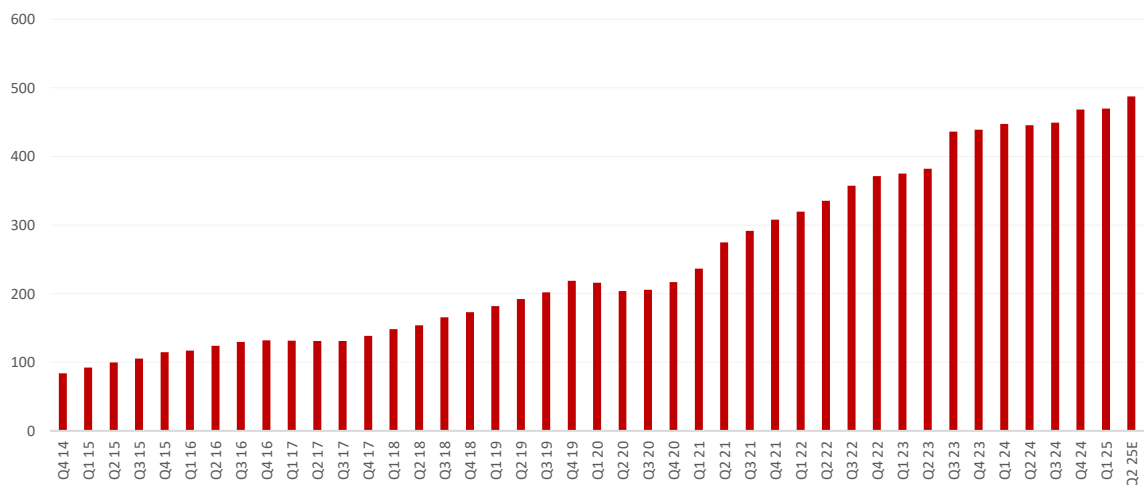
W segmencie turystyka staramy się uwzględnić pierwszy (niepełny w ramach kwartału) efekt konsolidacji Invia. Tym samym Q2 2025 prawdopodobnie wykaże istotny nominalny przyrost rezultatów w ujęciu r/r. W segmencie turystyka przyjęliśmy, że w Q2 2025 skor. EBITDA wyniesie 50 mln PLN (+59,3% r/r). W części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



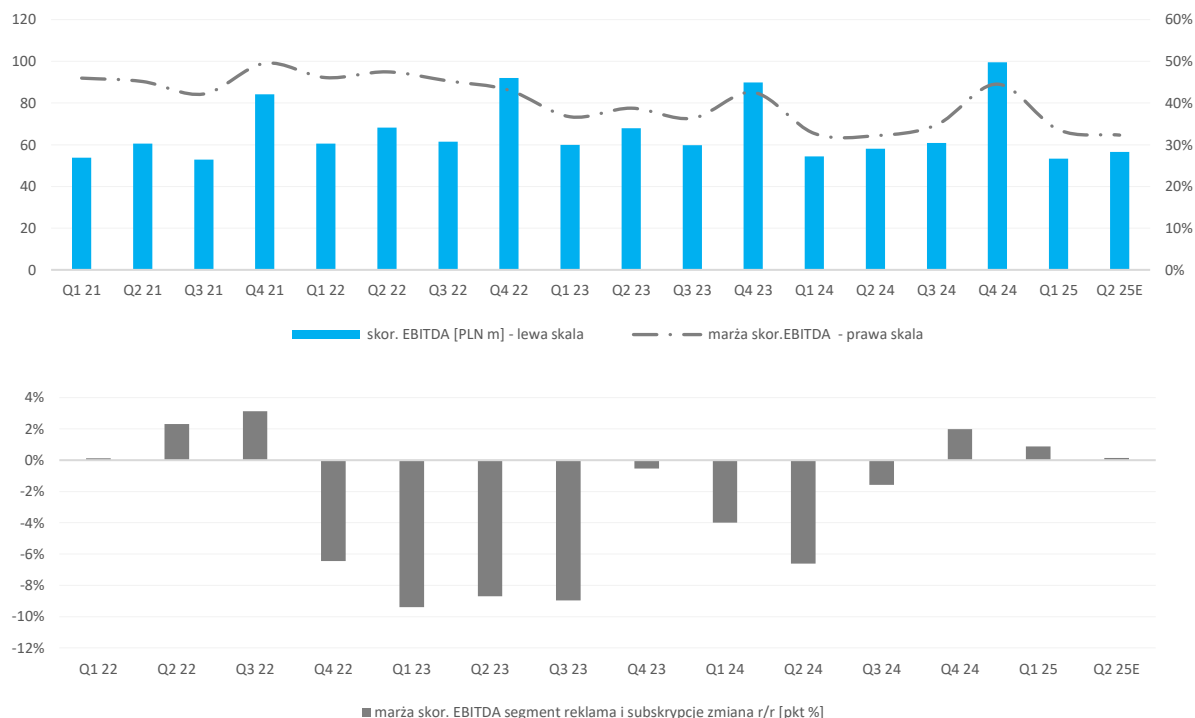
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

ZUE

Trzymaj, TP 8,70/akcję

Rekomendacja z dnia 19 maja 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	10,0	P/E	10,9	21,4	21,2	17,0
MC [mln PLN]	229,4	EV/EBITDA	2,1	7,4	6,0	5,1
		EV/EBIT	3,1	13,4	11,7	9,8
		P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0

- **Backlog.** Portfel wynosił po 1Q'25 1,32 mld PLN (-20% r/r, +22% q/q), zaliczał się już do niego kontrakt pozyskany w końcu kwietnia'25 (łomża – Śniadowo – Łapy za 0,33 mld PLN na okres 4 lat, pierwszy istotny nowy kontrakt od ponad roku). Na początku lipca spółka złożyła najniższą cenę w przetargu PKP PLK na 2,6 mld PLN (ze względu na dużą wartość należy spodziewać się odwołań konkurencji).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała rekordowy 2023 rok (głównie dzięki stronie przychodowej). W okresie 1-3Q'24 miała jeszcze lekko dodatnią dynamikę przychodów, jednak w 4Q'24 i 1Q'25 spadek był już istotny, co było pochodną niskiego portfela.
- **Wstępne jednostkowe wyniki 2Q'25.** W lipcu spółka opublikowała wstępne wyniki. W 2Q'25 na poziomie przychodów ZUE jednostkowo miało 205 mln PLN (-25% r/r), rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 9,7% (vs 2,4% w 1Q'25 i 4,8% rok temu). EBIT wyniósł 14,6 mln PLN (vs 6,1 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 10,5 mln PLN (vs 6,1 mln PLN w 2Q'24 i -4,4 mln PLN w 1Q'25). Szacunki pozytywnie zaskoczyły nas poziomem marży brutto ze sprzedaży. Przypuszczamy, że może chodzić o pozytywne rozwiązanie ryzyk na kończonych kontraktach, które wcześniej były konserwatywnie ujęte.
- **Prognoza na 2Q'25.** Do wyników skonsolidowanych należy jeszcze doliczyć spółkę handlową Railway gft Polska i spółkę drogową Energopol. Zakładamy, że dołożą one do pełnych wyników prawie 30 mln PLN przychodów w 2Q'25 i nie będą miały większego wpływu na finalny wynik netto. Zakładamy w sumie 232 mln PLN przychodów (-23% r/r) oraz zysk netto na poziomie 10,5 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** Portfel spółki spadł o ok. połowę pomiędzy 3Q'23 a 4Q'24. Po podpisaniu w kwietniu kontraktu z PLK nieco się poprawił (ale zakładamy, że w 2H'25 dynamika przychodów będzie nadal ujemna). W kontekście outlooku na 2H'25 wyznacznikiem nie powinna być marża 2Q'25 a raczej marża za cały okres 1H'25 (6,5% jednostkowo), chociaż nawet taki poziom uznałibyśmy za sukces. Spółka wyznacza sobie cel osiągnięcia marży 6% w średnim terminie, średnia za 2020-24 to 4,0%. W przypadku pozyskania kontraktu na 2,6 mld PLN istotnie wzmocniłby on bazę przychodową na okres 2026(7)-30, aczkolwiek nie spodziewamy się po nim „wybitnej” marży (86% budżetu; spółka nie ma tym rejonie obecnie innych kontraktów kolejowych, z którymi można „zbudować” synergie). Bieżący pipeline przetargowy PKP PLK powoli się wyczerpuje (pozostały cztery istotne przetargi, ale o dużej wartości), zakładamy, że dopiero 2026 rok przyniesie kolejną falę przetargów. Strategia spółki zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (np. Rumunia, kraje bałtyckie, Niemcy, Słowacja), aby ograniczyć ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 2Q'2025

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	1H'24	1H'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	301,0	232,2	-22,9%	617,2	412,4	-33,2%	1 219,4	877,9	-28,0%	967,3	10,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,9	21,8	46,3%	27,5	27,2	-0,9%	50,5	52,1	3,2%	54,9	5,4%
Zysk na sprzedaży	6,8	13,6	99,6%	11,5	9,9	-13,9%	16,6	17,1	2,9%	18,1	5,8%
EBITDA	10,3	19,1	85,2%	19,8	18,7	-5,7%	34,7	34,4	-0,9%	35,3	2,7%
EBIT	6,6	14,9	126,9%	12,3	10,3	-15,7%	19,1	17,5	-8,2%	18,1	3,3%
Zysk brutto	6,3	13,6	117,5%	9,3	7,6	-18,4%	12,1	14,1	16,1%	16,3	15,8%
Zysk netto	6,2	10,5	70,0%	7,1	5,7	-20,1%	10,7	10,8	0,7%	13,0	20,5%
Marża brutto ze sprzedaży	5,0%	9,4%		4,5%	6,6%		4,1%	5,9%		5,7%	
Marża na sprzedaży	2,3%	5,9%		1,9%	2,4%		1,4%	1,9%		1,9%	
marża EBITDA	3,4%	8,2%		3,2%	4,5%		2,8%	3,9%		3,7%	
marża EBIT	2,2%	6,4%		2,0%	2,5%		1,6%	2,0%		1,9%	
marża netto	2,0%	4,5%		1,2%	1,4%		0,9%	1,2%		1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ŻABKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	21,73	P/E	38,1x	32,0x	21,5x
Kapitalizacja [PLN m]	21 730	EV/EBITDA	9,2x	8,0x	6,9x
EV [PLN m]	30 940	P/BV	15,6x	10,0x	6,6x
Data publikacji raportu za Q2 2025	05.08.2025	EPS	0,6x	0,7x	1,0x

W nadchodzących wynikach za Q2 zakładamy średni jednocyfrowy wzrost sprzedaży porównywalnej LFL, z uwagi na wyjątkowo zimny maj zwłaszcza w porównaniu z rokiem ubiegłym. Lepszy pod tym względem czerwiec pozwoli spółce naszym zdaniem uplasować wynik LFL w granicach 5%.

W naszej opinii, dynamiczny organiczny rozwój sieci sprzedaży i nowych silników rozwoju doprowadzi łącznie wraz ze wzrostem sprzedaży w obecnej sieci do ok. 14% poprawy wyniku sprzedaży r/r. Przy utrzymaniu marży brutto na porównywalnym poziomie r/r, oznacza to wynik brutto na sprzedaży w okolicy 1,3 mld PLN.

Zakładamy również spowolnienia tempa wzrostu kosztów SG&A, co pozwoli spółce poprawić skor. marżę EBITDA o ok. 50pb i zgodnie z naszymi symulacjami, zaowocować wynikiem powyżej 1 mld PLN.

Wynik salda operacyjnego oraz finansowego w nadchodzącym raporcie będzie obciążony niepieniężnym kosztem związanym z *i)* Nagrodą IPO, gdzie szacujemy koszt na poziomie 18 mln PLN ; *ii)* Programem motywacyjnym w wys. 30 mln PLN oraz *iii)* rolowaniem długu i zamianą obligacji jako instrumentu dłużnego w miejsce dotychczasowych kredytów -50 mln PLN. Wyniki skorygowane są teoretycznymi wynikami spółki oczyszczonymi o wymienione powyżej koszty.

Prognozy na Q2 25 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25P	r/r	Q2 24 LTM	Q2 25P LTM	r/r
Sprzedaż do klienta końcowego	7 127	8 150	14%	25 136	29 151	16%
Przychody	6 133	7 149	17%	21 777	25 464	17%
Zysk brutto na sprzedaży	1 110	1 304	17%	3 978	4 680	18%
EBITDA skor.	881	1 052	19%	3 185	3 754	18%
EBITDA	866	999	15%	3 119	3 528	13%
EBIT	447	509	14%	1 591	1 700	7%
Zysk brutto	196	229	17%	644	821	27%
Zysk netto	157	176	12%	495	585	18%
Zysk netto skor.	172	279	63%	495	736	49%
EPS	0,16	0,18	12%	0,50	0,59	18%
Nowe sklepy	271	283	4%	974	1 103	13%
LFL	9,3%	5,0%	-4,3%	11,0%	6,0%	-5,0%
Marża brutto na sprzedaży	15,6%	16,0%	0,4%	15,8%	16,1%	0,2%
Marża EBITDA skor.	12,4%	12,9%	0,5%	18,3%	18,4%	0,1%
Marża EBIT	7,3%	7,1%	-0,2%	12,7%	12,9%	0,2%
Marża zysku netto	2,6%	2,5%	-0,1%	14,3%	13,9%	-0,5%
Sklepy sop	10 369	11 460	11%	9 666	10 640	10%
otwarcia w okresie	271	283	4%	974	1 103	13%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Andrzej Wodecki
andrzej.wodecki@bdm.pl

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

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).

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

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: 2025-07-31.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-31 (15:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-01.

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) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uzasadnić, że struktura portfelową 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 portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto 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 sprzedażowych 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.

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

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

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

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

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.” Zaznaczamy, że na dzień 31.07.2025 roku:

	ATAL	BUDIMEX	DECORA	DEKPOL	DOM DEVELOPMENT	ELEKTROTIM	FERBUD	FERRO	INSTAL KRAKÓW	KETY	MIRBUD	MOSTOSTAL ZABRZE	ONDE	PKN ORLEN	PEKABEX	SELENA FM	ŚNIEŻKA	TORPOL	UNIBEP	UNIMOT	ZUE	AGORA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	N	T	N	N	T	T	N	N	N	T	T	T	N	T	T	T	T	T	T	T	T	T
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
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	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	N	N	N	N	T	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	T	N	N	T
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
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	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
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)	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	N	N	N	N	T	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	T	T
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	N	N	N	N	T	N	N	N	N	T	T	T	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
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.	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
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.	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T
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	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N

	ARTIFEX	ATM GRUPA	BENEFIT SYSTEMS	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PTWP	WIRTUALNA POLSKA	ANSWEAR.COM	BIOMAXIMA	CELON PHARMA	ESOTIQ & HENDERSON	LPP	NEUCA	SYNTEK	SYNTHAVERSE	VOXEL	AMERA	DINO POLSKA	EUROCASH	ŻABKA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	N I E	T A K	N I E	T A K	N I E	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	N I E	T A K	N I E	N I E	T A K	T A K
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K	N I E	T A K	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K	N I E	N I E	N I E	T A K
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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)	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	N I E	T A K *	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K *	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K *	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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.	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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.	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K	T A K
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	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E

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

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM, ZUE, KĘTY, MOSTOSTAL ZABRZE