



Dom Maklerski BDM S.A.

SEZON WYNIKÓW

Q3 2025

MEDIA/ROZRYWKA/TELEKOMUNIKACJA

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

Analitik:
Maciej Bobrowski

27 PAŹDZIERNIK 2025, 14:13 CET/CEST

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

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu. Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	4
AGORA	6
ARTIFEX MUNDI	9
ATM GRUPA	11
BENEFIT SYSTEMS	13
CYFROWY POLSAT	15
DIGITAL NETWORK	17
IMS	19
KINO POLSKA.....	22
ORANGE POLSKA.....	25
PTWP	28
WIRTUALNA POLSKA	30

Aktualne wyceny BDM dla spółek z obszaru TMT

	Data publikacji rekomendacji	Rekomendacja	Wycena [PLN/akcję]	Kurs [PLN/akcję]	Wycena / Kurs
AGORA	2025-09-10	KUPUJ	11,30	9,36	121%
ARTIFEX MUNDI	2025-04-29	TRZYMAJ	16,55	14,24	116%
ATM GRUPA	2025-10-21	KUPUJ	4,96	4,00	124%
BENEFIT SYSTEMS	---	BRAK	---	3 200	---
CYFROWY POLSAT	2025-08-20	AKUMULUJ	16,69	13,63	122%
DIGITAL NETWORK	---	BRAK	---	91,5	---
IMS	---	BRAK	---	2,95	---
KINO POLSKA	2025-05-29	KUPUJ	25,4	17,0	149%
ORANGE POLSKA	2025-07-14	AKUMULUJ	9,74	9,22	106%
PTWP	---	BRAK	---	144,0	---
WIRTUALNA POLSKA	2025-09-15	KUPUJ	75,9	57,0	133%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA +11% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +0,2% STOPA ZWROTU 12M	ARTIFEX MUNDI -8% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E -22,6% STOPA ZWROTU 12M	ATM GRUPA +9% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E -0,5% STOPA ZWROTU 12M
BENEFIT SYSTEMS +19% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +33,6% STOPA ZWROTU 12M	CYFROWY POLSAT +0% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +11,0% STOPA ZWROTU 12M	DIGITAL NETWORK +39% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +121,4% STOPA ZWROTU 12M
IMS -4% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E -15% STOPA ZWROTU 12M	KINO POLSKA TV -5% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +1,1% STOPA ZWROTU 12M	ORANGE POLSKA +4% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +21,3% STOPA ZWROTU 12M
PTWP +203% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E +137,2% STOPA ZWROTU 12M	WIRTUALNA POLSKA +28% EBITDA LTM Y/Y Q3 2025E -24,8% STOPA ZWROTU 12M	
WIG +38,6% STOPA ZWROTU 12M	STOXX EUROPE 600 MEDIA -9,4% STOPA ZWROTU 12M	

PODSUMOWANIE

Nasza symulacja wskazuje, że sezon wynikowy Q3 2025 dla analizowanych podmiotów mógł być generalnie wymagającym okresem przy porównaniu EBITDA lub EBIT w ujęciu r/r.

W bieżącej edycji kwartalnika **pozytywnie akcentujemy ATM Grupę** (dobre dynamiki wzrostu w działalności audiowizualnej i nasze optymistyczne spojrzenie także na Q4). **Umiarkowanie pozytywnie podchodzimy do naszych projekcji dla Benefit Systems** (m.in. liczymy na wzrost EBITDA r/r w segmencie Polska plus nominalny efekt segmentu Turcja), **Agory** (założyliśmy poprawę r/r skor. EBIT w obszarze kina i erozję łącznie w pozostałych obszarach z ekspozycją na wpływy reklamowe; w kluczowym dla spółki Q4 spodziewamy się poprawy wyników r/r w obszarze kina jak i w dywizjach biznesowych z ekspozycją na reklamę) i **Orange** (spółka podała już dane za Q3 2025; dobry trend wzrostu przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych powinien być utrzymany w kolejnych okresach).

Przypominamy, że w Q3 2025 istotny wpływ na nominalne wzrosty w ujęciu r/r będzie widoczny w Benefit Systems (efekt przejść w segmencie Turcja) oraz w Wirtualnej Polsce (efekt akwizycji w segmencie turystyka).

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q3 2025

	Data publikacji wyników	skor. EBITDA			EBIT			Wynik netto		
		Q3'24	Q3'25E	y/y	Q3'24	Q3'25E	y/y	Q3'24	Q3'25E	y/y
AGORA	2025-11-19	43,7	43,7	0%	0,1	0,8	551%	-11,5	-17,5	---
ARTIFEX MUNDI	2025-11-12	8,0	7,1	-11,3%	6,3	5,6	-11,6%	7,5	5,3	-30,0%
ATM GRUPA	2025-11-27	25,0	27,7	11%	20,0	22,2	11%	13,6	17,7	30%
BENEFIT SYSTEMS	2025-11-14	273,0	354,6	29,9%	183,9	221,1	20,2%	134,0	142,4	6,3%
CYFROWY POLSAT	2025-11-19	901,8	774,7	-14,1%	569,5	349,4	-38,7%	248,9	76,7	-69,2%
DIGITAL NETWORK	2025-11-28	11,4	13,0	14,8%	8,3	9,9	19,8%	7,3	8,5	15,9%
IMS	2025-11-26	4,6	3,4	-25,7%	3,1	2,1	-33,5%	2,2	1,5	-35,0%
KINO POLSKA	2025-11-20	22,0	19,8	-10,0%	19,5	17,0	-12,9%	15,3	14,0	-8,3%
ORANGE POLSKA**	2025-10-22	874	899	2,9%	377	371	-1,6%	261	228	-12,6%
PTWP	2025-11-28	-3,3	-1,5	---	-3,8	-1,8	---	-2,8	-1,8	---
WIRTUALNA POLSKA	2025-11-18	153,6	234,6	52,7%	113,5	153,4	35,1%	77,4	80,7	4,2%

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

** Orange opublikował już wyniki za Q3 2025

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q3 2025 LTM

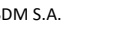
	Data publikacji wyników	skor. EBITDA LTM			EBIT LTM			Wynik netto LTM		
		Q3'24	Q3'25E	y/y	Q3'24	Q3'25E	y/y	Q3'24	Q3'25E	y/y
AGORA	2025-11-19	240,1	267,0	11%	68,1	92,5	36%	15,7	8,6	-45%
ARTIFEX MUNDI	2025-11-12	35,5	32,5	-8%	29,2	26,6	-9%	32,5	25,0	-23%
ATM GRUPA	2025-11-27	61,0	66,8	9%	41,7	45,7	10%	29,9	33,2	11%
BENEFIT SYSTEMS	2025-11-14	959,9	1 140,5	19%	624,1	687,8	10%	477,5	456,6	-4%
CYFROWY POLSAT	2025-11-19	3 195,1	3 188,7	0%	1 590,4	1 492,0	-6%	675,9	407,3	-40%
DIGITAL NETWORK	2025-11-28	36,9	51,2	39%	25,2	38,9	55%	23,0	32,9	43%
IMS	2025-11-26	18,7	18,0	-4%	13,1	12,5	-4%	9,6	8,1	-16%
KINO POLSKA	2025-11-20	97,4	93,1	-5%	87,6	85,9	-2%	71,0	68,1	-4%
ORANGE POLSKA**	2025-10-22	3 280,0	3 423,0	4%	1 195,0	1 450,0	21%	791,0	901,0	14%
PTWP	2025-11-28	7,1	21,4	203%	5,1	19,8	288%	2,3	14,8	542%
WIRTUALNA POLSKA	2025-11-18	449,3	574,2	28%	276,4	291,8	6%	150,3	124,6	-17%

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

** Orange opublikował już wyniki za Q3 2025

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopa zwrotu na walorach wybranych spółek [total return; kursy zamknięcia z 2025-10-24]

		Stopa zwrotu w okresie [%]				Stopa zwrotu względem WIG w okresie [%]			
		3M	6M	YTD	12M	3M	6M	YTD	12M
AGORA		2,9	-1,4	-1,3	0,2	0,3	-12,9	-41,6	-37,8
ARTIFEX MUNDI		-6,3	-10,9	-2,1	-22,6	-9,0	-22,3	-42,3	-60,6
ATM GRUPA		5,3	7,6	7,0	-0,5	2,6	-3,8	-33,2	-38,5
BENEFIT SYSTEMS		-3,2	4,1	14,0	33,6	-5,9	-7,3	-26,2	-4,4
CYFROWY POLSAT		-12,4	-23,2	-1,8	11,0	-15,1	-34,7	-42,0	-27,0
DIGITAL NETWORK		9,1	43,5	75,9	121,4	6,5	32,0	35,7	83,5
IMS		-17,8	-19,4	-28,9	-15,0	-20,5	-30,9	-69,1	-53,0
KINO POLSKA		-4,6	-1,4	-18,4	1,1	-7,3	-12,9	-58,6	-36,8
ORANGE POLSKA		1,6	0,7	31,9	21,3	-1,1	-10,8	-8,3	-16,7
PTWP		35,8	142,8	193,7	137,2	33,2	131,4	153,5	99,2
WIRTUALNA POLSKA		-25,2	-31,5	-24,0	-24,8	-27,8	-42,9	-64,2	-62,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

(osobny materiał z prognozami dla Agory po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2025-10-13)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	9,38	P/E	29,8x	32,2x	6,8x
Kapitalizacja [PLN m]	437	skor. EV/EBITDA	4,5x	4,4x	3,9x
EV [PLN m]	1 207	EV/Przychody	0,8x	0,8x	0,7x
EV [PLN m] (non IFRS16)	621	P/BV	0,6x	0,6x	0,6x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-19				

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 11,3 PLN; data wydania: 2025-09-10)

Prognozy wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	334,5	349,6	5%	1 496,0	1 524,2	2%
Reklama	176,3	181,7	3%	757,5	789,2	4%
Bilety do kina	56,3	62,5	11%	242,8	265,8	9%
Sprzedaż wydawnictw	31,0	32,2	4%	137,5	131,7	-4%
Bary kinowe	35,9	39,9	11%	144,1	162,4	13%
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0		34,8	0,0	
Działalność filmowa	2,7	5,0	85%	52,5	47,9	-9%
Pozostała sprzedaż	32,2	28,2	-12%	126,8	127,2	0%
skor. EBITDA	43,7	43,7	0%	240,1	267,0	11%
skor. EBIT	0,1	0,8	551%	68,1	92,5	36%
Film i książka	5,9	12,5	111%	54,6	71,0	30%
Radio	9,3	9,0	-3%	57,4	64,7	13%
Prasa	0,0	-6,3		-11,5	-7,7	
Reklama zewnętrzna	0,8	1,5	94%	22,8	34,3	50%
Internet	-2,5	-2,2		-7,8	-7,1	
Segmenty razem	13,5	14,5	7%	115,5	155,2	34%
Pozycje uzgadniające	-13,4	-13,7		-47,4	-62,7	
Saldo finansowe	-10,6	-15,5		2,5	-67,0	
Wynik brutto	-10,8	-15,0		59,8	21,2	-65%
Wynik netto	-11,5	-16,6		35,2	14,8	-58%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-11,5	-17,5		15,7	8,6	-45%
skor. EBIT	0,1	0,8	551%	68,1	92,5	36%
Film i książka	5,9	12,5	111%	54,6	71,0	30%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-5,8	-11,6		13,5	21,5	59%

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

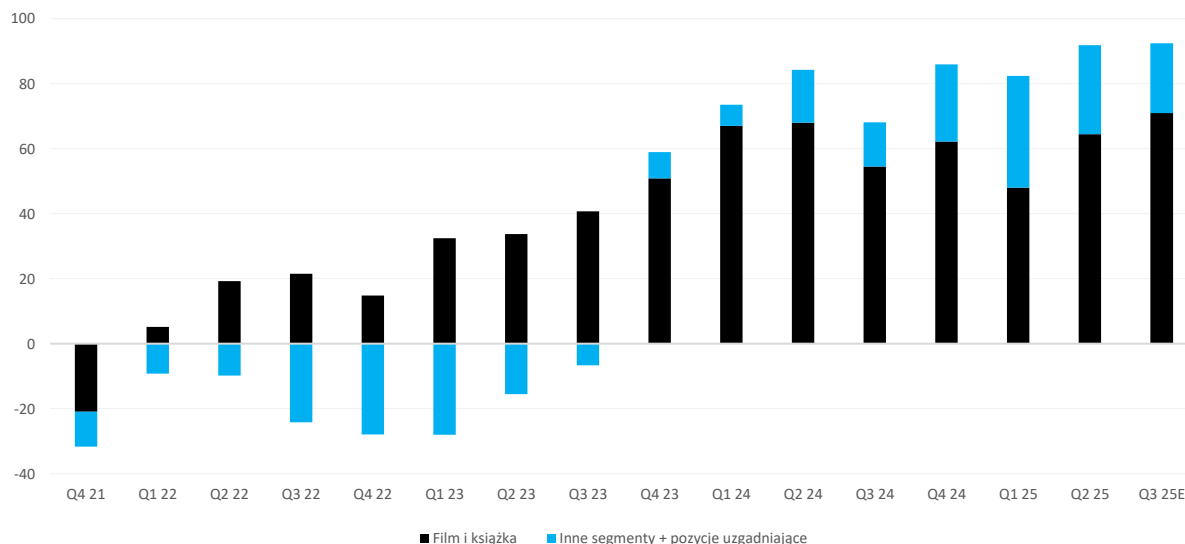
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W Q3 2025 przychody Agory, według naszej symulacji, mogły być wyższe o 5% r/r. Spodziewamy się, że sieć Helios sprzedała w Q3 2025 ponad 7% więcej biletów niż w Q3 2024. W ujęciu LTM założyliśmy, że Helios sprzedał ok 5% więcej biletów w relacji do Q3 2024 LTM. Zakładamy także wzrost przychodów Agory z reklamy w Q3 2025 o ponad 3% r/r. Po stronie przychodowej liczymy m.in. na dobry odczyt w segmencie radio oraz dalsze wygaszenie negatywnych tendencji w segmencie internet.

Szacujemy, iż Agora mogła w Q3 2025 wypracować EBIT skor. bliski 0,8 mln PLN (w Q3 2024 było to 0,1 mln PLN). W modelu założyliśmy wzrost na pozycji EBIT skor. w obszarze film i książka z 5,9 mln PLN do 12,3 mln PLN (nominalnie +6,6 mln PLN). Pozostałe segmenty z ekspozycją na rynek reklamy (z uwzględnieniem pozycji uzgadniających) w naszej prognozie notują stratę na poziomie EBIT skor. 11,6 mln PLN (nominalnie pogorszenie r/r o 5,9 mln PLN; w tej kwocie jest m.in. ponad 2,4 mln PLN kosztów zwolnień grupowych związanych z wygaszeniem drukarni w ramach segmentu prasa).

Z bieżącej perspektywy podchodzimy optymistycznie do sezonu wynikowego Q4 2025, który jest kluczowy dla Agory w ramach roku kalendarzowego. Akcentujemy nadal pozytywne nastawienie wobec potencjału wzrostu frekwencji kinowej (pomimo dotychczasowej widowni na filmie Chopin). Liczymy również na budujące dynamiki przychodów reklamowych.

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

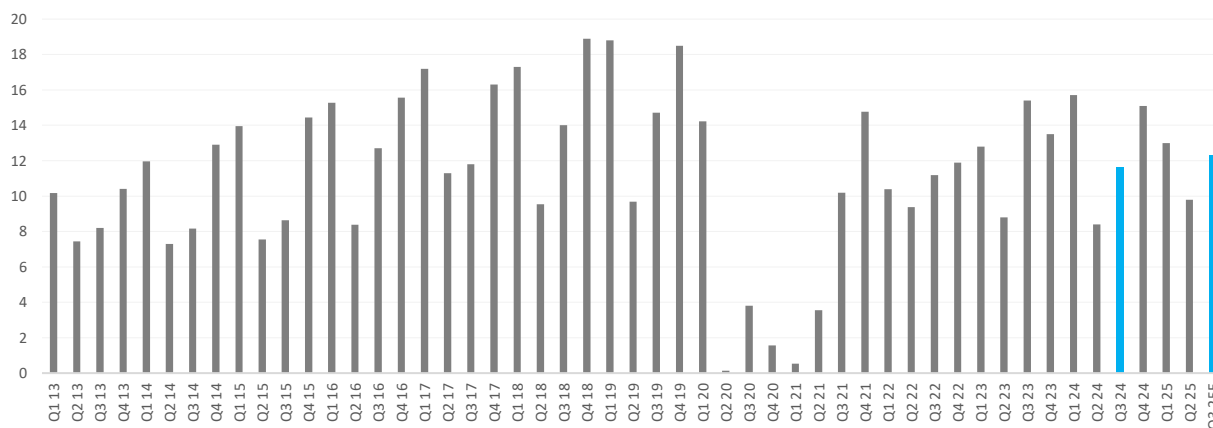


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

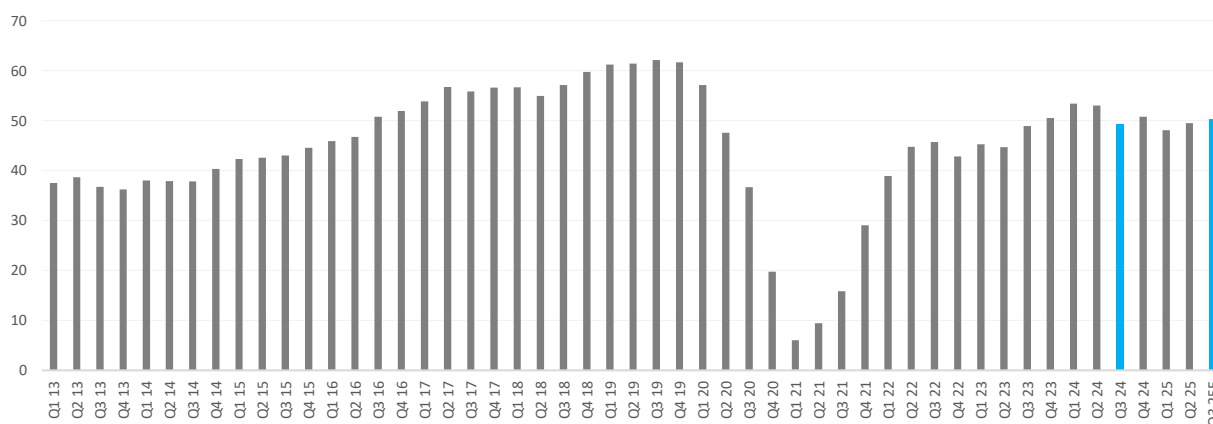
Na podstawie naszych szacunków, frekwencja w kinach w Q3 2025 mogła przynieść odbicie powyżej 6% w ujęciu r/r. Przypominamy, że w Q1 2025 widownia była mniejsza o około 17% r/r, a w Q2 2025 liczba widzów w kinach wzrosła o niemal 17% r/r. W ujęciu LTM na koniec września'25 frekwencja w krajowych multiplexach mogła wynieść blisko 50,2 mln widzów (to ok 81% widowni z 2019 roku).

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q3 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 Q3 2025 [m]



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

ARTIFEX MUNDI

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	14,20	P/E	6,2x	6,3x	8,4x
Kapitalizacja [PLN m]	170	EV/EBITDA	3,9x	4,4x	4,5x
EV [PLN m]	143	EV/EBIT	4,7x	5,4x	6,4x
		P/BV	1,6x	1,3x	1,1x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-12				

Analityk:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

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

ARTIFEX MUNDI – prognoza na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	26,2	21,8	-16,6%	101,7	99,8	-1,8%
F2P	24,5	20,7	-15,4%	93,1	94,1	1,1%
HOPA	1,7	1,1	-34,7%	8,3	5,5	-34,2%
Koszt własny sprzedaży	2,7	2,6	-3,3%	12,7	10,8	-14,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	23,5	19,2	-18,1%	88,9	89,0	0,0%
Koszty sprzedaży	14,8	11,3	-23,5%	50,6	53,4	5,5%
Koszty ogólnego zarządu	2,3	2,3	-2,4%	9,0	8,9	-1,5%
Saldo pozostałe	-0,1	-0,1		-0,1	-0,1	
EBITDA adj.	8,0	7,1	-11,3%	35,5	32,5	-8,4%
EBIT	6,3	5,6	-11,6%	29,2	26,6	-8,9%
F2P	7,3	7,0	-4,1%	32,6	31,0	-5,0%
HOPA	1,3	0,9	-35,8%	5,5	4,3	-21,5%
Inne	-2,3	-2,3		-8,9	-8,9	
Saldo finansowe	1,9	0,2	-89,5%	6,1	0,6	-89,5%
EBT	8,2	5,8	-30,0%	35,3	27,3	-22,8%
Podatek dochodowy	0,7	0,5	-30,5%	2,8	2,3	-19,3%
Wynik netto	7,5	5,3	-30,0%	32,5	25,0	-23,1%

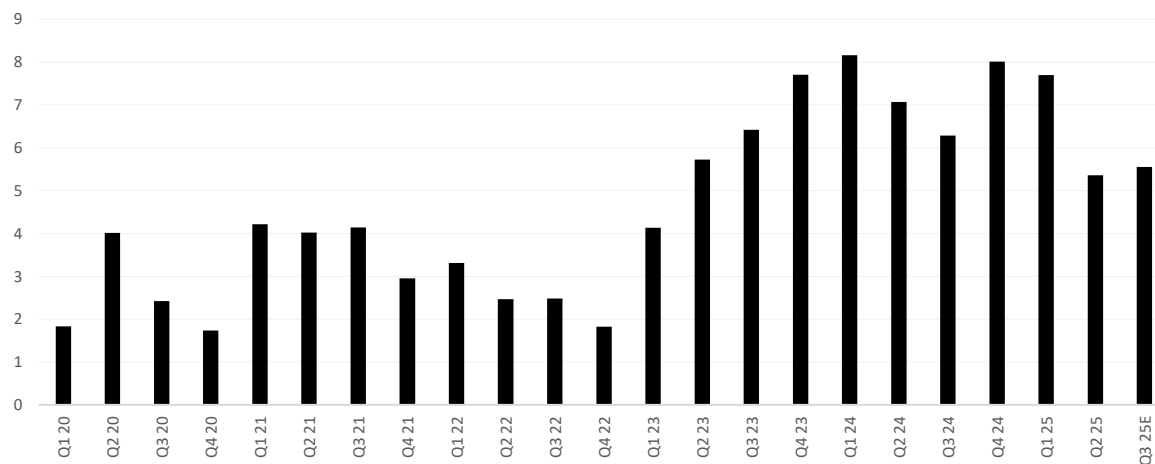
EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka w cyklach miesięcznych raportuje przychody oraz podstawowe informacje o UA. Na bazie tych danych szacujemy, że przychody spółki w Q3 2025 spadły o 16,6% r/r do poziomu 21,8 mln PLN (w F2P spadek o 15,4% r/r i w HOPA erozja o blisko 35% r/r).

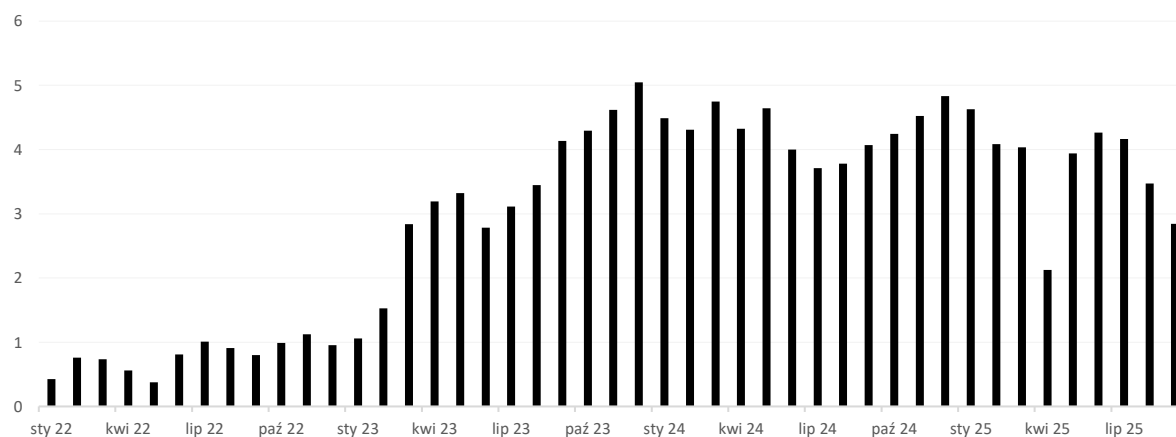
Ogółem w Q3 2025 spodziewamy się spadku EBIT do 5,6 mln PLN (-11,6% r/r). W ujęciu LTM po odczycie za Q3 2025 EBIT wg naszych symulacji może wynieść 26,6 mln PLN (-8,9% r/r). Wpływ na zakładaną erozję wyników w minionym kwartale ma segment F2P jak i HOPA. Na poziomie wyniku netto założyliśmy 5,3 mln PLN (-30% r/r). W ujęciu LTM po odczycie za Q3 2025 zysk netto (wg nas) może wynieść blisko 25 mln PLN (-23% r/r).

Historyczne odczyty EBIT oraz nasze założenia na Q3 2025 [PLN m]



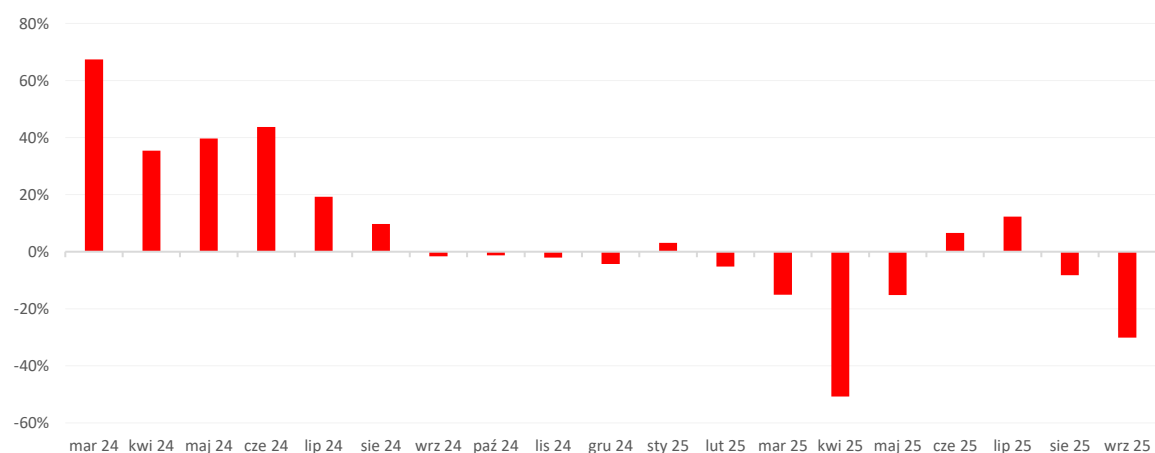
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne miesięczne odczyty: przychody minus UA y/y



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

(materiał z prognozami został po raz pierwszy opublikowany w dniu 2025-10-21 w ramach raportu aktualizującego)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	4,04	P/E	12,7x	8,5x	8,5x
Kapitalizacja [PLN m]	341	skor. EV/EBITDA	5,4x	4,4x	4,8x
EV [PLN m]	302	P/BV	1,1x	1,0x	1,0x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-27	DPS [PLN]	0,26	0,28	0,28

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 4,96 PLN; data wydania: 2025-10-21)

Zakładamy, że po dobrym odczycie wynikowym z działalności audiowizualnej z Q2 2025 (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) również okres Q3 2025 powinien wskazać pozytywne impulsy.

W symulacji przychody z działalności audiowizualnej za Q3 2025 zakładamy na poziomie 110,5 mln PLN (+42% r/r; wysoka dynamika wzrostu związana m.in. z rozliczeniem jednego z projektów zrealizowanych w poprzednich okresach). Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji za Q3 2025 może wynieść 26 mln PLN (+3% r/r). Po Q3 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 59,9 mln PLN (+6% r/r).

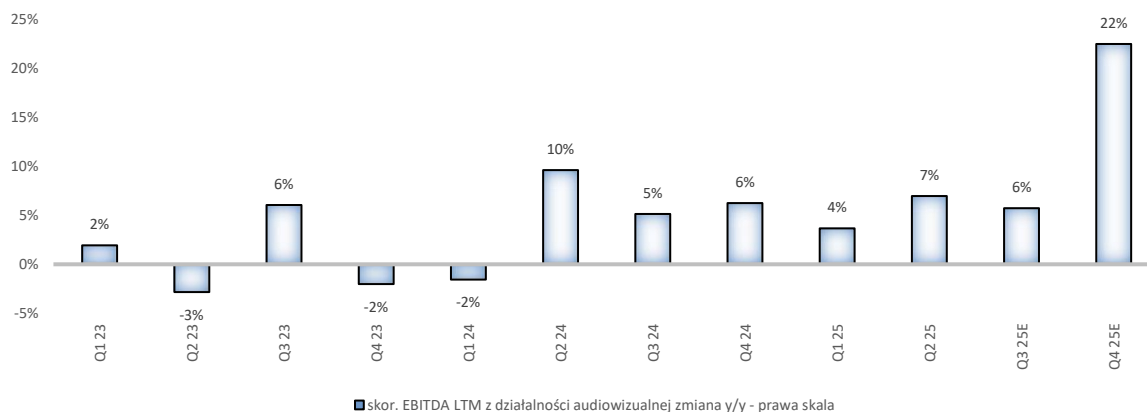
Prognoza wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	78,2	119,0	52%	253,5	300,8	19%
produkcja tv i filmowa	49,8	89,5	80%	158,9	206,3	30%
zarządzanie aktywami trw.	28,1	21,0	-25%	78,4	73,9	-6%
działalność deweloperska	0,1	8,1		15,1	19,3	28%
inne	0,3	0,3	32%	1,2	1,3	13%
skor. EBITDA*	25,0	27,7	11%	61,0	66,8	9%
produkcja tv i filmowa	12,6	18,0	43%	23,6	31,1	32%
zarządzanie aktywami trw.	12,7	8,0	-37%	33,0	28,7	-13%
działalność deweloperska	-0,1	1,9		2,7	7,0	156%
inne	-0,2	-0,2		1,6	-0,1	
EBIT	20,0	22,2	11%	41,7	45,7	10%
Saldo finansowe	-0,4	-0,3		-1,5	-1,2	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-1,3	0,4		-0,7	-1,3	
Wynik brutto	18,3	22,3	22%	39,5	43,1	9%
Wynik netto dla akcjonariuszy	13,6	17,7	30%	29,9	33,2	11%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	77,9	110,5	42%	237,3	280,2	18%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	25,3	26,0	3%	56,6	59,9	6%

* 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.

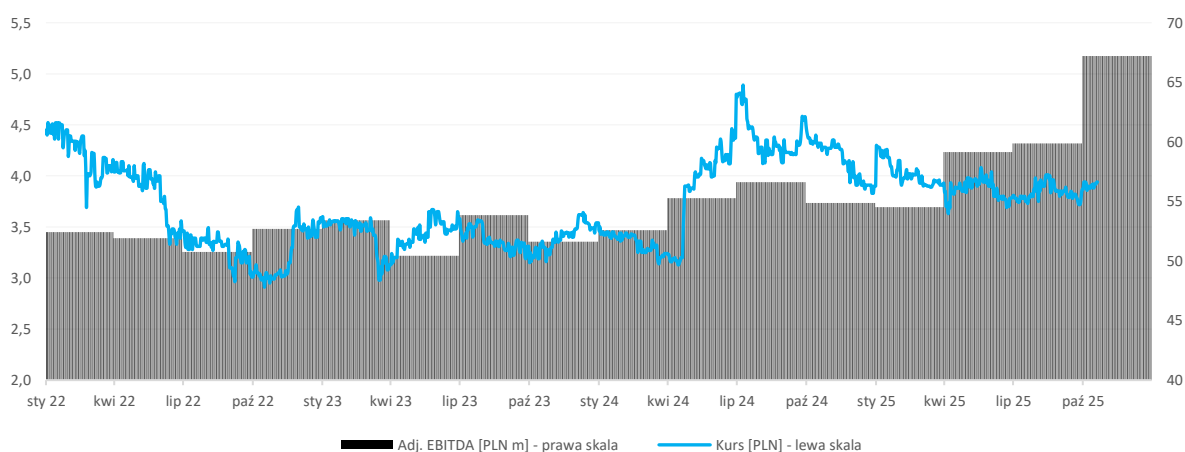
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



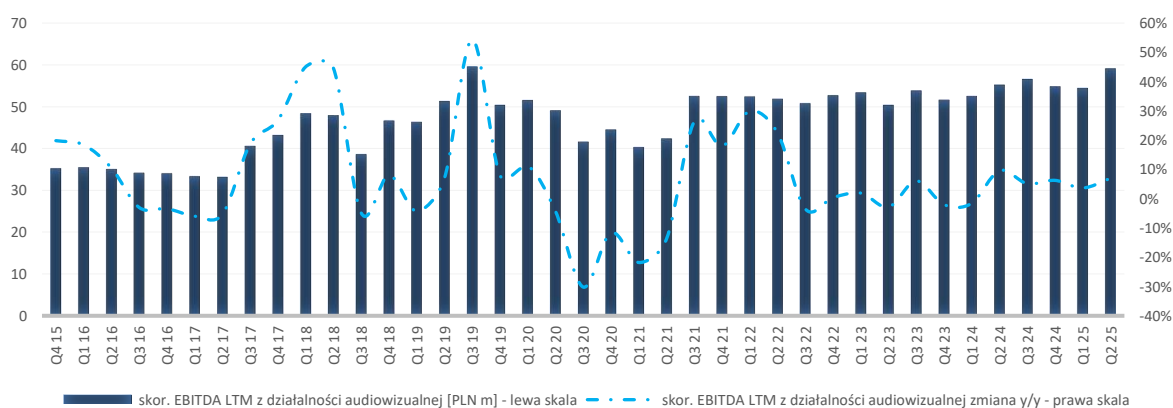
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne zachowanie kursu ATM Grupa na tle odczytu skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz prognoza wyniku na Q3 i Q4 2025



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

BENEFIT SYSTEMS

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	3 400	P/E	22,4	21,0	14,9
Kapitalizacja [PLN m]	10 775	EV/EBITDA	11,5	10,0	7,8
EV [PLN m]	12 770	EV/Przychody	3,3	2,9	2,3
		P/BV	8,7	4,6	3,9
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-14				

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Benefit Systems - prognozy wyników na Q3 2025 [PLN m]

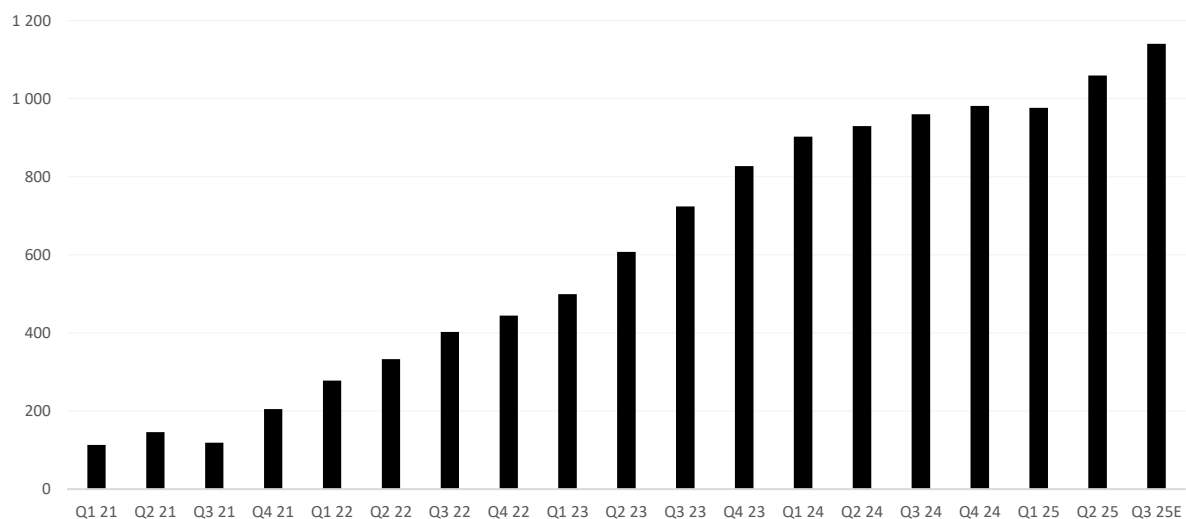
	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	835,9	1 144,2	36,9%	3 239,3	4 105,6	26,7%
Wynik brutto na sprzedaży	314,1	425,5	35,5%	1 163,0	1 443,4	24,1%
SG&A	-128,0	-179,3	40,0%	-525,5	-715,1	36,1%
Pozostałe saldo operacyjne	-2,1	-25,1		-13,4	-40,4	
EBITDA	273,0	354,6	29,9%	959,9	1 140,5	18,8%
EBIT	183,9	221,1	20,2%	624,1	687,8	10,2%
Saldo finansowe	-6,5	-57,0		4,0	-147,7	
Efekt hiperinflacji netto	0,0	24,0		0,0	64,5	
Wynik brutto	177,7	188,1	5,8%	628,8	604,6	-3,9%
Podatek	-41,8	-44,2	5,7%	-145,9	-145,7	-0,1%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	134,0	142,4	6,3%	477,5	456,6	-4,4%
EBITDA segmentów	Q3 24	Q3 25E	y/y			
Polska	240,4	272,1	13,2%			
Zagranica	54,1	56,7	4,7%			
Turcja	-6,0	55,7				
Uzgodnienia	-15,4	-29,9				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka podała już wstępne dane operacyjne za Q3 2025 dotyczące liczby kart. Liczymy zatem, iż był to dobry okres dla Benefit. W segmencie Polska założyliśmy wzrost wyniku EBITDA do ok 272 mln PLN (+13,2% r/r). Poprawy EBITDA spodziewamy się także w segmencie zagranica (56,7 mln PLN; +4,7% r/r). Będzie to też okres z dużym wpływem pełnego ujęcia obszaru Turcja (w tym segmencie liczymy na odczyt EBITDA w okolicy 55,7 mln PLN).

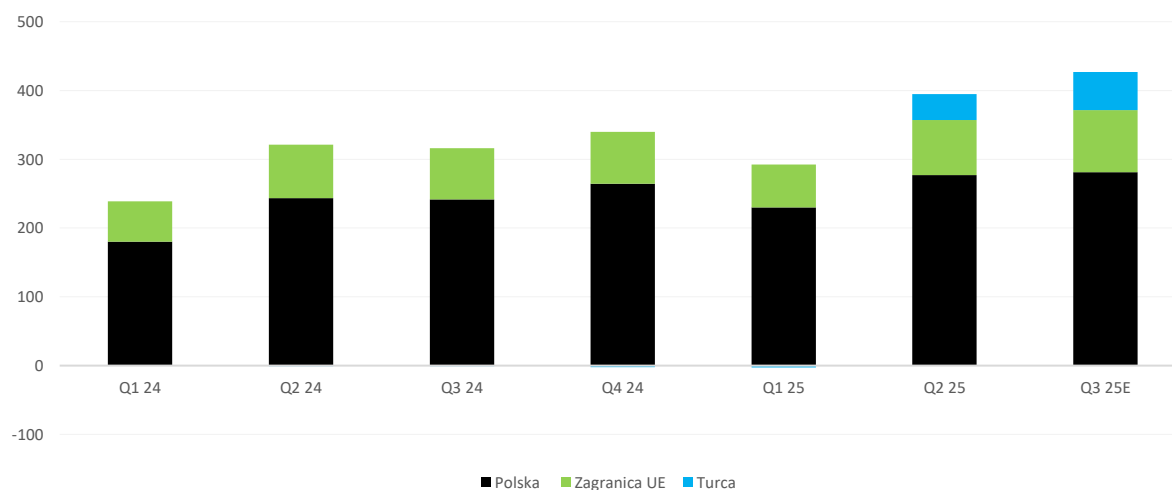
Ogółem spodziewamy się wzrostu EBITDA w Q3 2025 do 354,6 mln PLN (+29,9%). Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q3 2025 może wg nas wynieść blisko 142,4 mln PLN (+6,3% r/r).

Benefit Systems - historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q3 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Benefit Systems - historyczne odczyty wyniku brutto na sprzedaży według segmentów oraz nasze założenia na Q3 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

(osobny materiał z prognozami dla CPS po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2025-10-16)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	14,3	P/E	12,9x	32,5x	29,8x
Kapitalizacja [PLN m]	9 158	skor. EV/EBITDA	6,2x	6,5x	6,0x
EV [PLN m]	19 955	EV/EBIT	11,6x	14,2x	12,2x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-19	DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE BDM (2025-08-20):

AKUMULUJ z ceną docelową 16,69 PLN/akcję

Prognoza CPS Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody razem	3 579,5	3 485,7	-2,6%	14 120,3	14 433,4	2,2%
detaliczne od klientów ind. i biznes.	1 817,2	1 854,4	2,0%	7 135,9	7 274,3	1,9%
hurtowe	763,8	752,0	-1,5%	3 291,0	3 295,4	0,1%
sprzedaż sprzętu	457,2	388,6	-15,0%	1 822,6	1 683,5	-7,6%
pozostałe	541,3	490,7	-9,4%	1 870,8	2 180,2	16,5%
Koszty operacyjne	-2 987,8	-3 124,3	4,6%	-12 676,6	-12 852,4	1,4%
amortyzacja / utrata wartości	-303,2	-404,7	33,5%	-1 734,1	-1 548,6	-10,7%
koszty pracownicze	-290,1	-310,4	7,0%	-1 226,1	-1 299,7	6,0%
inne koszty	-2 394,5	-2 409,2	0,6%	-9 716,4	-10 004,1	3,0%
Pozostałe przychody / koszty	-22,2	-12,0		137,1	-88,8	
EBITDA	886,4	774,7	-12,6%	3 374,4	3 128,7	-7,3%
Adj. EBITDA	901,8	774,7	-14,1%	3 195,1	3 188,7	-0,2%
EBIT	569,5	349,4	-38,7%	1 590,4	1 492,0	-6,2%
Saldo finansowe	-196,8	-236,5	20,2%	-607,6	-884,6	45,6%
Wynik brutto	371,9	112,9	-69,6%	982,1	607,4	-38,2%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	248,9	76,7	-69,2%	675,9	407,3	-39,7%
Adj. EBITDA	901,8	774,7	-14,1%	3 195,1	3 188,7	-0,2%
Segment usług B2C i B2B	665,2	650,7	-2,2%	2 440,8	2 391,0	-2,0%
Segment mediowy: TV i online	144,5	63,8	-55,9%	529,6	426,2	-19,5%
Segment zielonej energii	82,2	52,3	-36,4%	201,5	254,1	26,1%
Segment nieruchomości	9,9	8,0	-19,2%	26,3	117,7	347,5%

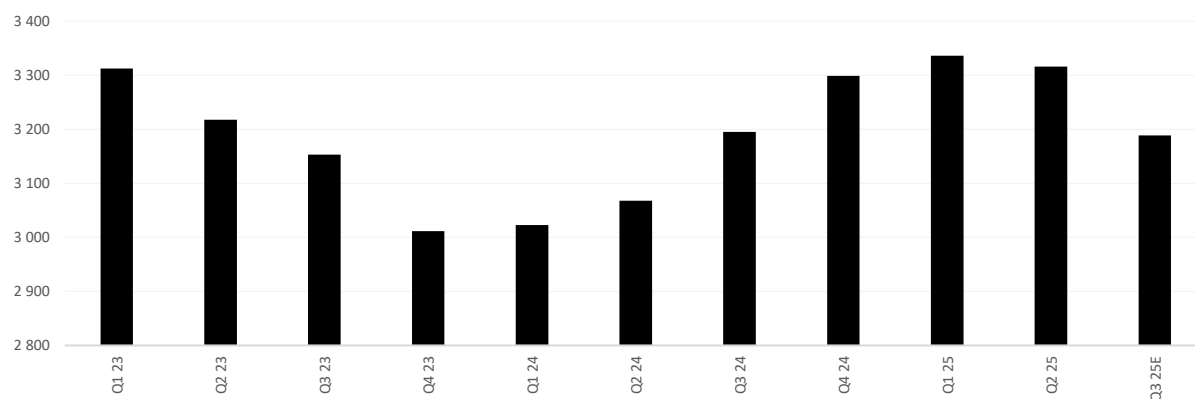
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że skor. EBITDA w Q3 2025 wyniesie niespełna 775 mln PLN (-14,1% r/r). W ujęciu LTM po Q3 2025 skor. EBITDA spółki może być w okolicy 3,19 mld PLN. Z bieżącej perspektywy zakładamy, że całoroczny odczyt skor. EBITDA za 2025 rok będzie poniżej wartości LTM wykazanej po odczycie za Q3 2025.

W segmencie B2C i B2B przygotowujemy się na scenariusz, iż Q3 2025 wskaże na niewielką erozję skor. EBITDA (-2,2% r/r). W naszej ocenie spółka powinna pokazać utrzymanie dobrych trendów dla ARPU klienta B2C (przyjęliśmy +4,2% r/r). Z drugiej strony utrzymujemy negatywne spojrzenie na obszar sprzedaży sprzętu, gdzie założyliśmy spadek przychodów o około 15% r/r.

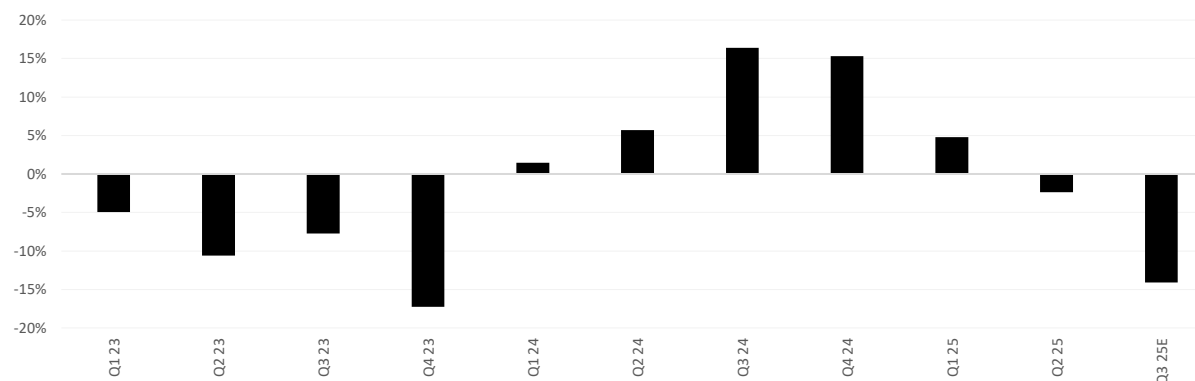
W pozostałych dywizjach biznesowych miniony Q3 2025 mógł być zdecydowanie bardziej wymagający dla spółki. Przypominamy, że segment mediowy z uwagi na kumulację wydarzeń sportowych będzie obciążony wysokimi kosztami kontentu (było to sygnalizowane na poprzednich konferencjach). Dlatego, przy płaskich w ujęciu r/r wpływach z reklamy tv i wysokich kosztach, założyliśmy spadek skor. EBITDA segmentu mediowego do niespełna 64 mln PLN (-55,9% r/r). Spodziewamy się także erozji rezultatów w obszarze OZE z uwagi na niższe ceny energii oraz mniej korzystne uwarunkowania operacyjne dla farm wiatrowych. Ogółem w segmencie OZE przyjęliśmy w Q3 2025 skor. EBITDA blisko 52,3 mln PLN (-36,4% r/r).

Odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



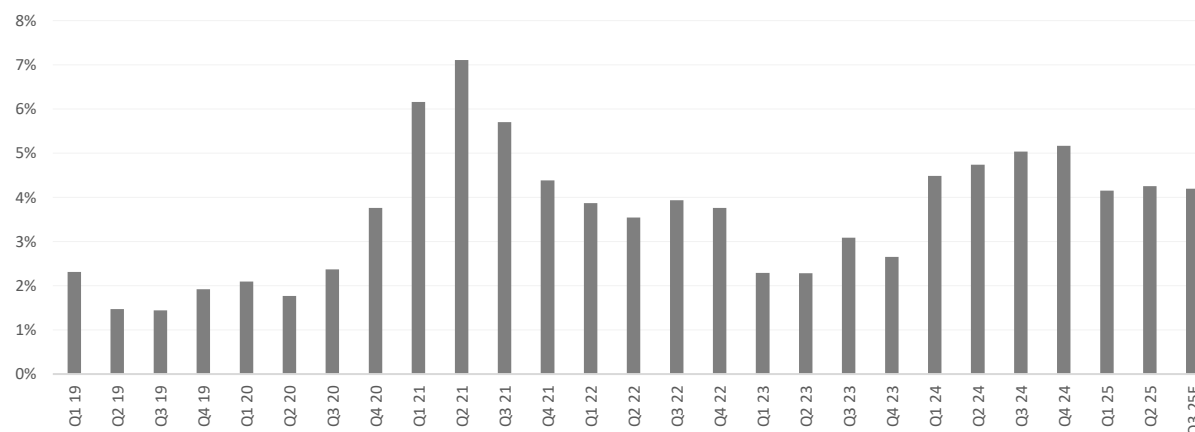
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Odczyty dynamiki r/r dla skor. EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika w ujęciu r/r dla ARPU na klienta B2C



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DIGITAL NETWORK

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	92,2	P/E	15,3x	12,6x	11,7x
Kapitalizacja [PLN m]	384,1	EV/EBITDA	9,1x	7,2x	6,3x
EV [PLN m]	396,0	EV/EBIT	12,5x	9,5x	8,2x
Data publikacji raportu za Q3 2025			2025-11-28		

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	18,6	21,7	16,5%	70,1	84,8	21,0%
EBITDA	11,4	13,0	14,8%	36,9	51,2	38,6%
EBIT	8,3	9,9	19,8%	25,2	38,9	54,5%
Saldo finansowe	0,4	0,5	27,2%	3,0	2,0	-33,4%
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,0	0,0		0,2	0,0	
Wynik brutto	8,7	10,5	20,2%	28,4	40,9	43,8%
Podatek	1,4	2,0	42,4%	5,4	8,0	47,7%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	7,3	8,5	15,9%	23,0	32,9	42,9%

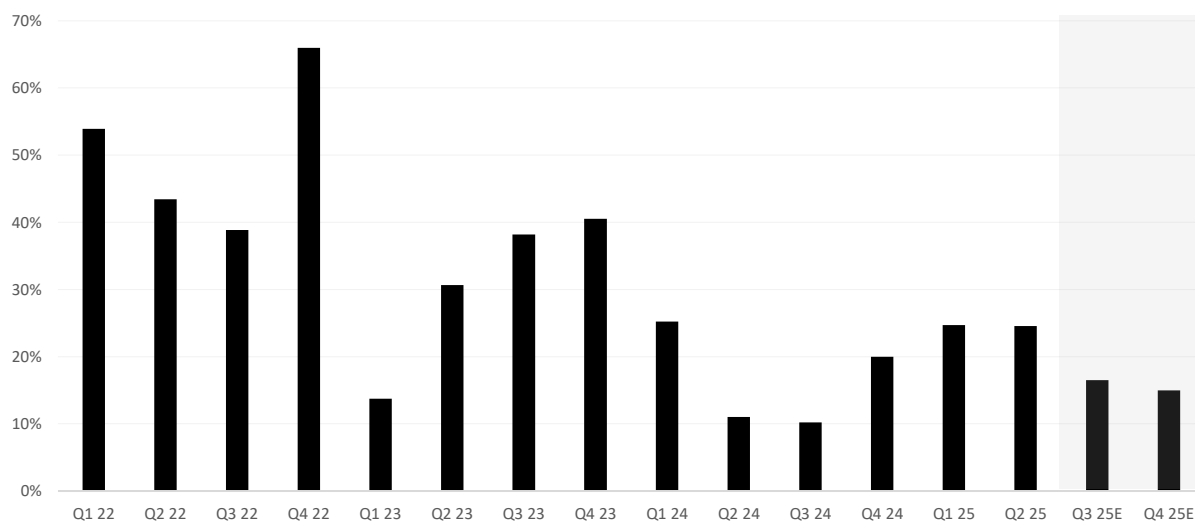
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przypominamy, że spółka ma za sobą bardzo udane pierwsze półrocze 2025. Przychody w H1 2021 były wyższe o blisko 25% r/r, a skor. EBITDA wzrosła o blisko 37% r/r (nominalnie o 5,7 mln PLN względem H1 2024).

Na Q3 2025 zakładamy wzrost sprzedaży o 16,5% r/r do poziomu 21,7 mln PLN. Spodziewamy się bowiem efektu lepszego wykorzystania dotychczasowej bazy powierzchni DOOH oraz stopniowego wpływu nowych nośników.

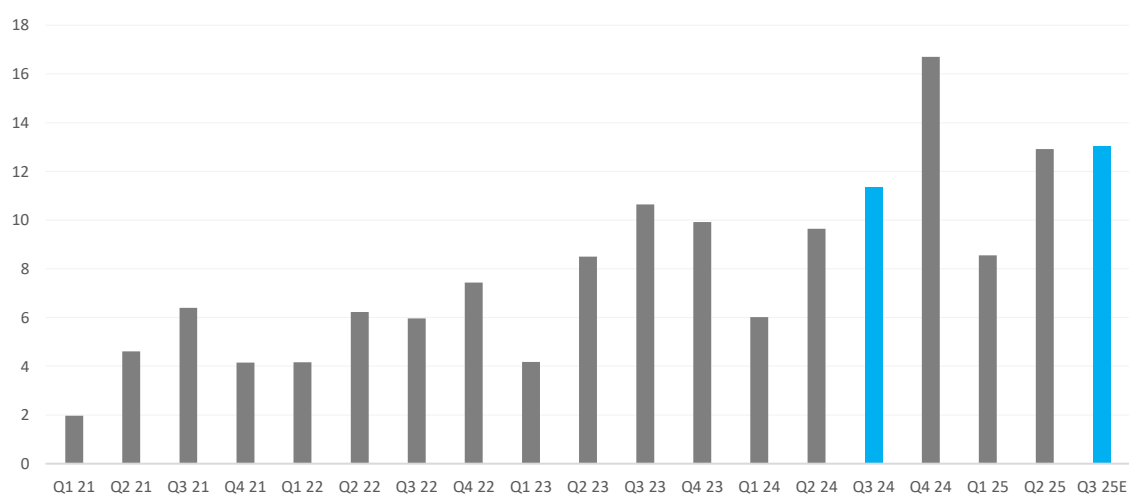
W symulacji zakładamy odczyt EBITDA na poziomie 13 mln PLN (+14,8% r/r). W ujęciu LTM, po Q3 2025 EBITDA w naszym modelu wynosi 51,2 mln PLN, czyli jest o 38,6% wyższa niż odczyt po Q3 2024. Wynik netto (przypisany akcjonariuszom) według naszych założeń w Q3 2025 może wynieść 8,5 mln PLN (+15,9 r/r). W ujęciu LTM wynik netto szacujemy na 32,9 mln PLN (+42,9%).

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.

IMS

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	2,91	P/E	9,2	13,4	13,6
Kapitalizacja [PLN m]	102	EV/EBITDA	6,0	7,8	7,5
EV [PLN m]	25	EV/EBIT	8,3	11,6	11,3
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-26	EV/Przychody	1,9	1,9	1,7

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	16,3	16,6	1,8%	67,2	67,5	0,4%
EBITDA	4,6	3,4	-25,7%	18,7	18,0	-3,9%
EBIT	3,1	2,1	-33,5%	13,1	12,5	-4,1%
Saldo finansowe	-0,5	-0,4		-2,1	-1,8	
Wynik brutto	2,6	1,7	-34,7%	10,9	10,8	-1,7%
Wynik netto	2,2	1,3	-41,0%	9,4	7,9	-16,6%
Wynik netto dla akcjonariuszy	2,2	1,5	-35,0%	9,6	8,1	-15,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

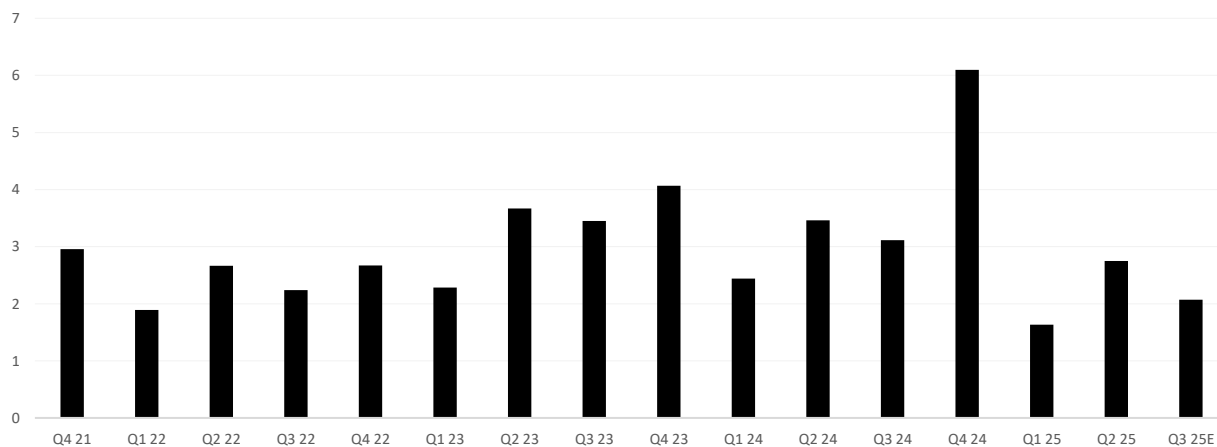
Spółka ma za sobą wymagające pierwsze półrocze 2025 roku w segmencie usługi reklamowe audio wideo. W samym Q2 2025 przychody tej dywizji biznesowej spadły o 8,2% r/r, a wynik segmentu był niższy nominalnie o 1,4 mln PLN r/r. Spodziewamy się, że Q3 2025 również wskaże na erozję przychodów oraz wyniku w ujęciu r/r omawianego segmentu. Jednocześnie przypominamy, że z uwagi na sezonowość rynku reklamy, dla tego obszaru istotne znaczenie będzie miał odczyt za Q4 (w ramach roku kalendarzowego).

W dwóch segmentach związanych z abonamentami (audio i wideo + aroma) miniony Q2 2025 wskazał na wyższe przychody i wynik segmentów (łącznie) w ujęciu r/r o odpowiednio 4,7% i 1,9%. Na Q3 2025 zakładamy niską jednocyfrową dynamikę wzrostu przychodów oraz ok 2% wzrost wyników.

Kluczowe znaczenie dla EBIT spółki ma wzrost kosztów operacyjnych. Przygotowujemy się na scenariusz, że koszty usług obcych oraz koszty pracownicze będą w H2 2025 wykazywać wysokie jednocyfrowe dynamiki wzrostu w ujęciu r/r (przypominamy, że w Q1 oraz Q2 2025 było to odpowiednio +19,7% i +11,4%).

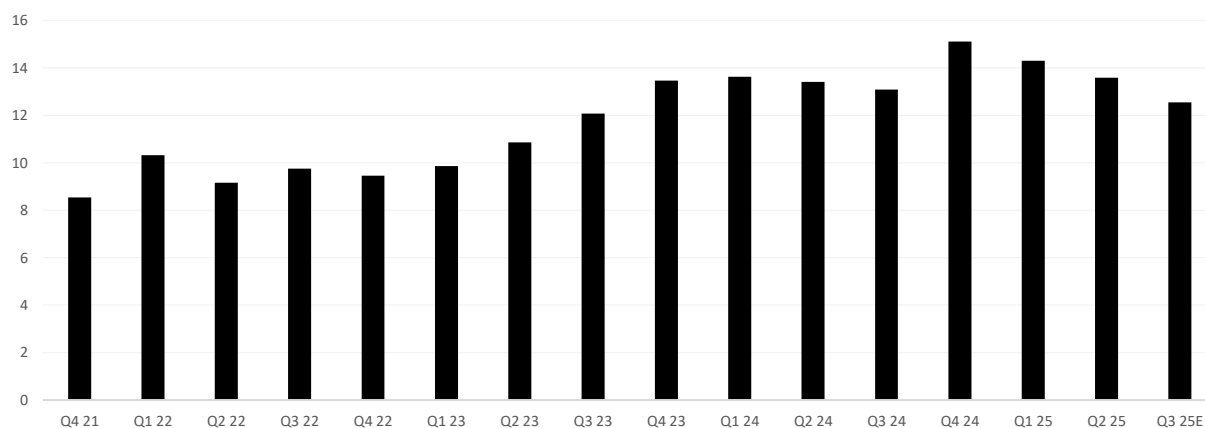
Ogółem w naszej symulacji zakładamy, że w Q3 2025 spółka mogła wypracować EBIT na poziomie 2,1 mln PLN (-33,5% r/r). Po odczycie za Q3 2025 EBIT LTM może być w okolicy 12,5 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom zakładamy na Q3 2025 1,5 mln PLN (w ujęciu LTM wynik netto może być bliski 8,1mln PLN).

Historyczne odczyty EBIT oraz nasza prognoza [PLN m]



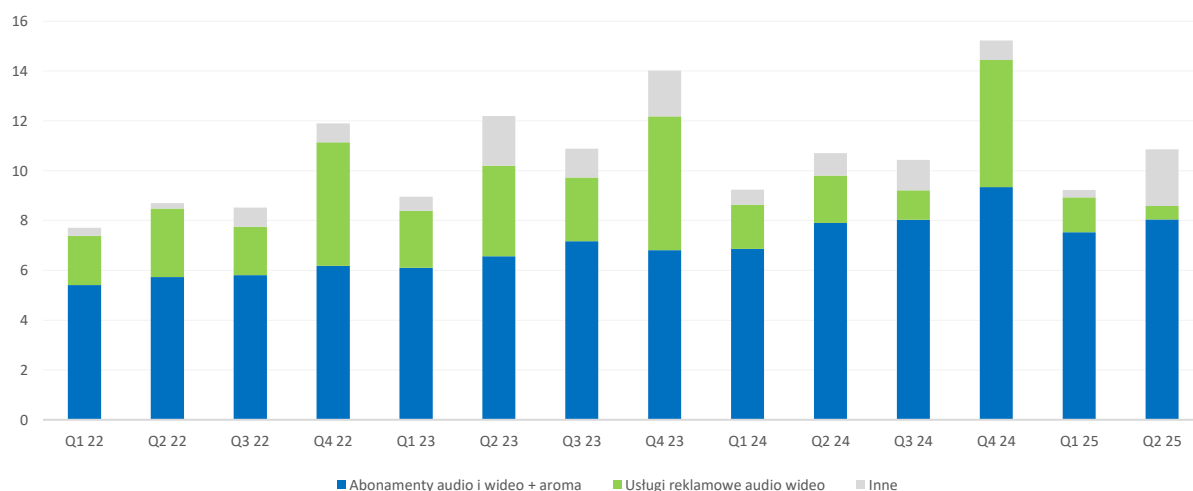
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT LTM oraz nasza prognoza [PLN m]



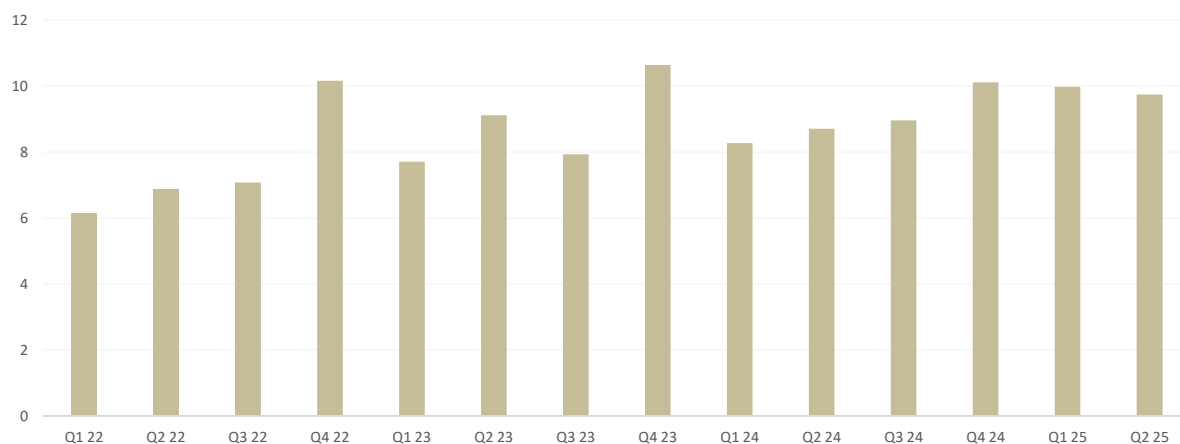
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty wyników poszczególnych segmentów (bez salda działalności nieprzypisanej) [PLN m]



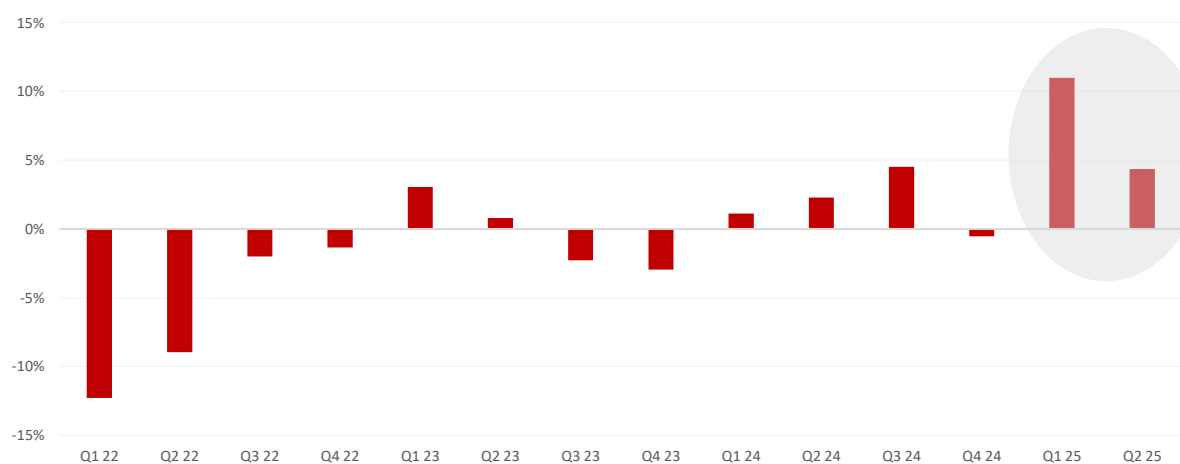
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne wartości kosztów usług obcych i kosztów pracowniczych [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty kosztów usług obcych + kosztów pracowniczych w relacji do przychodów [zmiana r/r w pkt %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	17,0	P/E	5,1x	5,0x	4,7x
Kapitalizacja [PLN m]	337	EV/EBITDA	2,3x	2,3x	1,8x
EV [PLN m]	217	EV/EBIT	2,7x	2,5x	1,9x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-10-20	DPS [PLN]	0,63	0,63	0,69

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

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

Prognozy wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	73,9	74,8	1,2%	308,6	322,5	4,5%
Emisja	37,6	38,1	1,3%	151,0	152,9	1,2%
Reklama	28,4	29,7	4,4%	130,5	140,5	7,7%
Sprzedaż licencji	4,3	2,4	-45,0%	17,5	11,3	-35,5%
Produkcja kanałów	2,7	3,9	44,4%	7,6	14,6	92,1%
Inne	0,9	0,8	-11,2%	2,0	3,3	61,9%
Koszty operacyjne	-54,3	-57,3		-223,0	-238,5	
Pozostałe saldo operacyjne	-0,1	-0,5		1,9	1,8	-4,4%
skor. EBITDA	22,0	19,8	-10,0%	97,4	93,1	-4,5%
EBIT	19,5	17,0	-12,9%	87,6	85,9	-2,0%
Saldo finansowe	0,5	1,0	114,3%	1,2	3,3	184,6%
Wynik brutto	20,0	18,0	-9,8%	88,8	89,2	0,5%
Podatek dochodowy	-4,6	-4,0		-17,8	-21,1	
Wynik netto	15,3	14,0	-8,3%	71,0	68,1	-4,0%

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

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

** w Q3 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 0,21 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

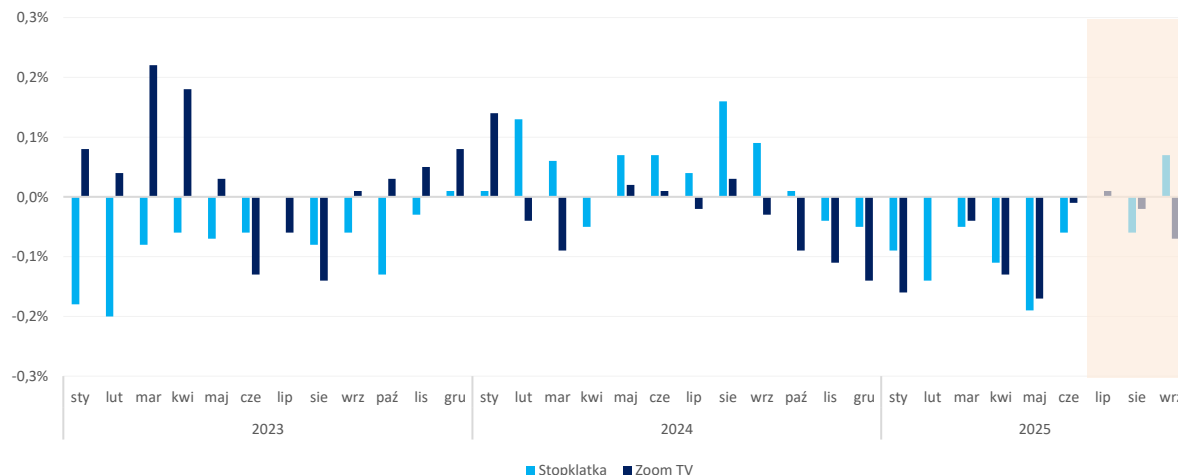
Na Q3 2025 przyjęliśmy w modelu ok 1,3% wzrost r/r wpływów z emisji. Z kolei wpływy reklamowe w naszym modelu rosną o 4,4% r/r (powinny pomagać rynki zagraniczne). Ogółem przychody Kino Polska za Q3 2025 prognozujemy na poziomie 74,8 mln PLN.

Zakładamy, że w Q3 2025 skor. EBITDA może wynieść 19,8 mln PLN (-10% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA może być w okolicy 93,1 mln PLN (-4,5% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się odczytu rzędu 14 mln PLN (-8,3% r/r). Po odczycie za Q3 2025 w ujęciu LTM wynik netto w naszym modelu wynosi 68,1 mln PLN (-4% r/r).

Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q2 2025 założyliśmy na poziomie 17,5 mln PLN (w Q3 2025 było to 19,5 mln PLN). Spodziewamy się erozji wyniku segmentu FilmBox o 1,2 mln PLN r/r (głównie efekt wysokiej bazy porównawczej z Q3 2024). W symulacji uwzględniamy łączny odczyt dla Stopklatka oraz Zoom TV o 0,1 mln PLN wyższy w relacji r/r. Jednocześnie przypominamy, że H2 2025 może wskazać na odczuwalny wzrost kosztów kontentu oraz marketingu w związku z nowym pozycjonowaniem Zoom TV (Zoom TV z końcem bieżącego roku zniknie z MUX8; przedstawiciele spółki w swoich wypowiedziach wskazywali na planowane działania marketingowe i inwestycje w kontent).

Okres Q3 2025 według naszych szacunków wskazał na stopniowe odwrócenie negatywnych trendów w oglądalności kanałów Stopklatka oraz Zoom TV. Spodziewamy się, że w H2 2025 spółka zdecyduje się na wzbogacenie kontentu i będzie chciała wskazać na odbudowę udziałów rynkowych obu kanałów.

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

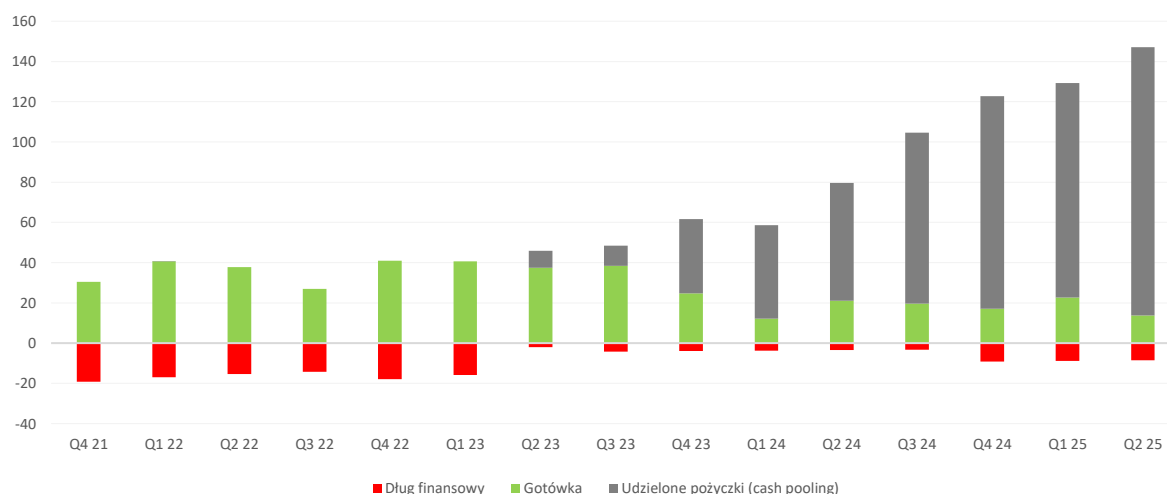


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczby widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

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

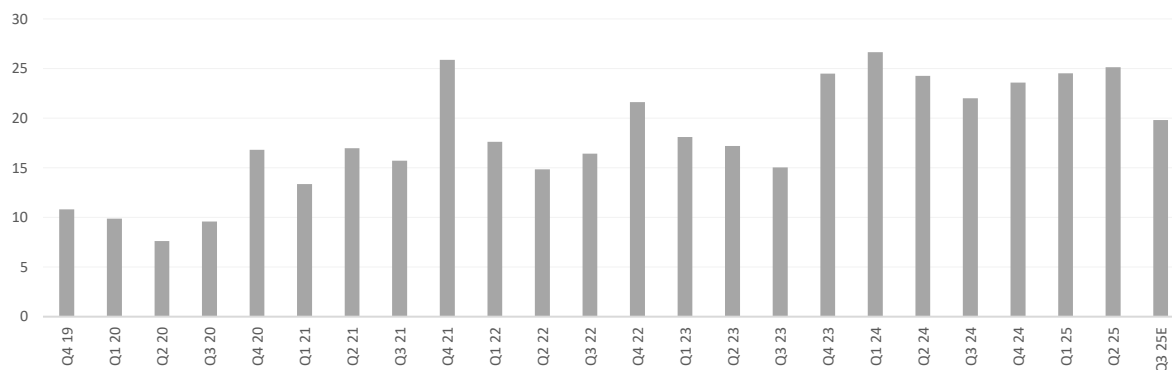
Przypominamy, że w trakcie konferencji wynikowej za Q2 2025 przedstawiciele spółki zasugerowali, iż kolejne okresy mogą wskazać na odczuwalne (dla salda gotówki netto) ruchy w zakresie zakupu kontentu programowego. Na koniec Q2 2025 roku spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała ponad 133 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec Q1 2025 było to 107 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec Q2 2025 to 139 mln PLN (nadwyżka gotówki).

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



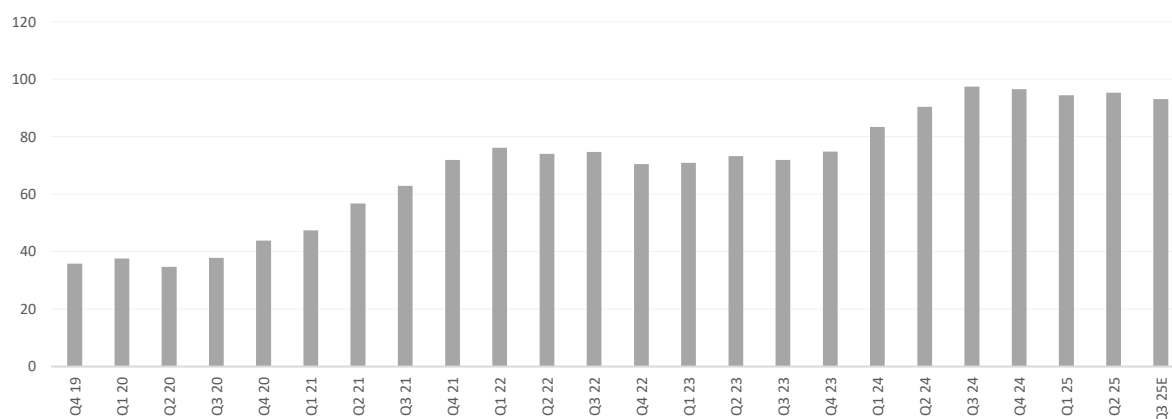
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach oraz nasze założenia na Q3 2025 [PLN m]



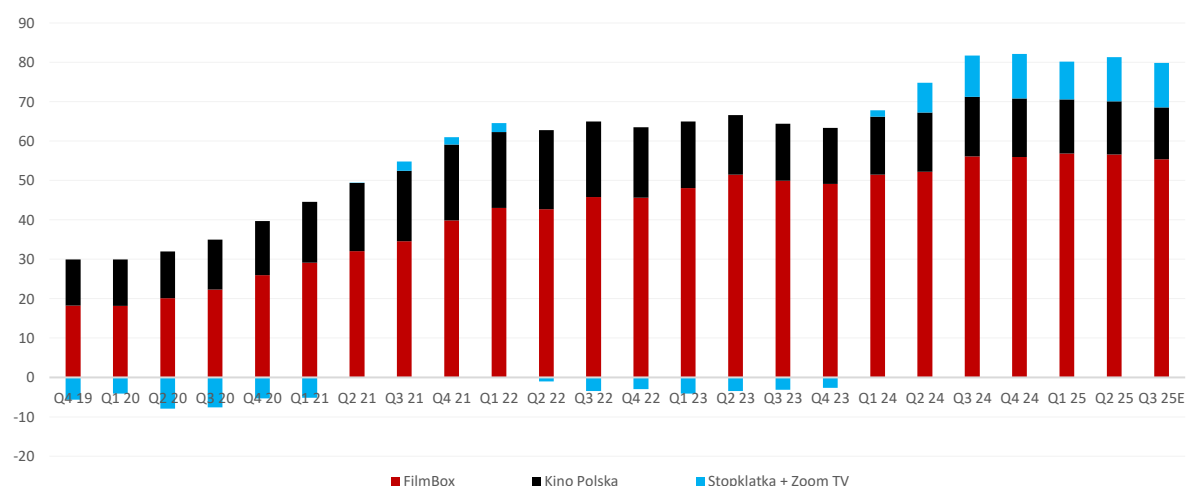
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) oraz nasze założenia na Q3 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q3 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

(pierwsza publikacja komentarza z analizą wyników za Q3 2025 nastąpiła w dniu 2025-10-23 08:45 CET/CEST; materiał z prognoząmi na Q3 2025 dla Orange został opublikowany w dniu 2025-09-26)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	9,26	P/E	13,1x	13,2x	14,4x
Kapitalizacja [PLN m]	12 147	EV/EBITDA	4,9x	4,6x	4,6x
EV [PLN m]	19 332	P/BV	0,9x	0,9x	0,9x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-10-22	DPS [PLN]	0,48	0,53	0,58

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

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

Wyniki Orange Polska za Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q3 24**	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
Przychody razem	3 045	3 329	9,3%	12 741	12 978	1,9%	3 170	105%
Usługi wyłącznie komórkowe	762	806	5,8%	2 948	3 111	5,5%	801	101%
Usługi wyłącznie stacjonarne	438	431	-1,6%	1 779	1 739	-2,2%	429	100%
Usługi konwergentne B2C	657	714	8,7%	2 517	2 758	9,6%	716	100%
Sprzedaż sprzętu	411	426	3,6%	1 830	1 730	-5,5%	390	109%
Usługi IT i integracyjne	337	494	46,6%	1 652	1 802	9,1%	388	127%
Usługi hurtowe	418	436	4,3%	1 669	1 646	-1,4%	424	103%
Pozostałe przychody	22	22	0,0%	346	192	-44,5%	22	98%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 641	1 748	6,5%	6 349	6 776	6,7%	1 744	100%
Koszty razem	2 171	2 430	11,9%	9 461	9 555	1,0%	2 282	106%
Koszty świadczeń pracowniczych	350	354	1,1%	1 471	1 495	1,6%	358	99%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 672	1 939	16,0%	7 478	7 642	2,2%	1 778	109%
EBITDAaL	874	899	2,9%	3 280	3 423	4,4%	888	101%
EBIT	377	371	-1,6%	1 195	1 450	21,4%	393	94%
Koszty finansowe, netto	59	94	59,3%	222	350	57,7%	93	101%
Skonsolidowany wynik netto	261	228	-12,6%	791	901	14,0%	245	93%

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

**dane po przekształceniu (efekt sprzedaży Orange Energia)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyt EBITDAaL w minionym kwartale wzrósł do 899 mln PLN (+2,9% r/r) i był wyższy o 11 mln PLN względem naszych oczekiwań. Wyniki za Q3 2025 oceniamy pozytywnie i przypominamy, iż był to okres z wymagającą bazą porównawczą (m.in. w Q3 2024 spółka rozpoznała niższe koszty rozliczeń z innymi operatorami - efekt zwiększający rok temu EBITDAaL o 53 mln PLN). W ujęciu LTM EBITDAaL po Q3 2025 wynosi 3,423 mld PLN (+4,4% r/r).

Dynamika wzrostu przychodów w Q3 2025 z kluczowych usług telekomunikacyjnych wyniosła +6,5% r/r (w Q2 2025 było to +6,8% r/r) i była zbliżona do naszych wcześniejszych założeń. Jest to strumień przychodowy, który w istotnym stopniu wpływał na poprawę marży bezpośredniej (wpływ ok +21 mln PLN r/r bez liczenia wspomnianego już efektu jednorazowego w kosztach rozliczeń z innymi operatorami w kwocie +53 mln PLN).

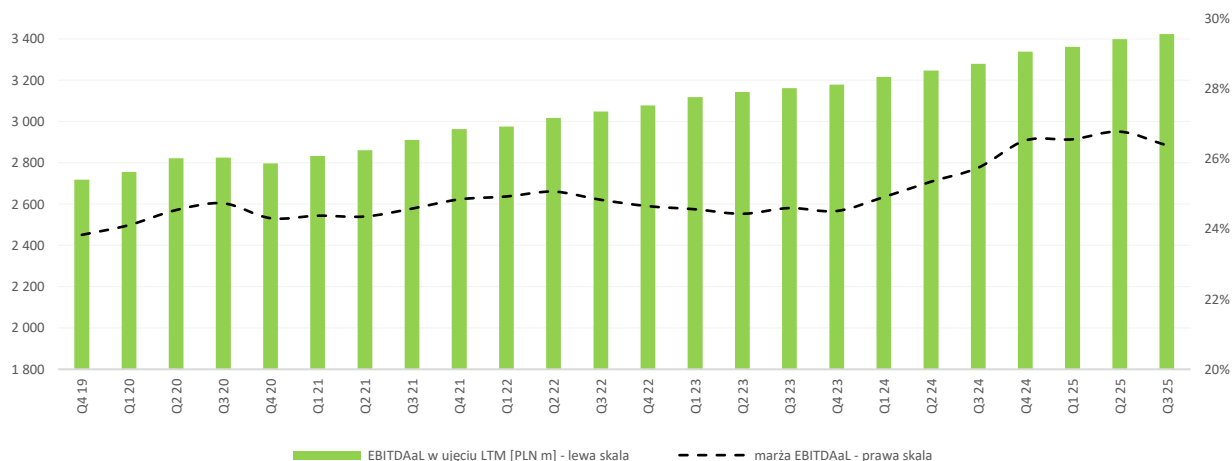
W minionym Q3 2025 istotny impuls wzrostu (ponad nasze oczekiwania) widoczny jest na kategorii usług IT i integracji (przychody +46,6% r/r). Zauważamy, że spółka wykazała też wyższe wpływy ze sprzedaży sprzętu (+3,6% r/r).

W Q3 2025 pozostałe saldo operacyjne wyniosło +68 mln PLN względem +65 mln PLN w Q3 2024. Przypominamy, że na tej pozycji w poprzednich kwartałach był widoczny efekt dodatkowej marży wygenerowanej na kontrakcie budowy sieci dla spółki Światłowod Inwestycje.

Organiczne przepływy pieniężne w Q3 2025 były na poziomie +324 mln PLN (w Q3 2024 było to +253 mln PLN). Jednocześnie w Q3 2025 wolne przepływy pieniężne wyniosły +439 mln PLN (w ujęciu LTM jest to +260 mln PLN - wpływ miały m.in. płatności za nabycie licencji telekomunikacyjnej w H1 2025).

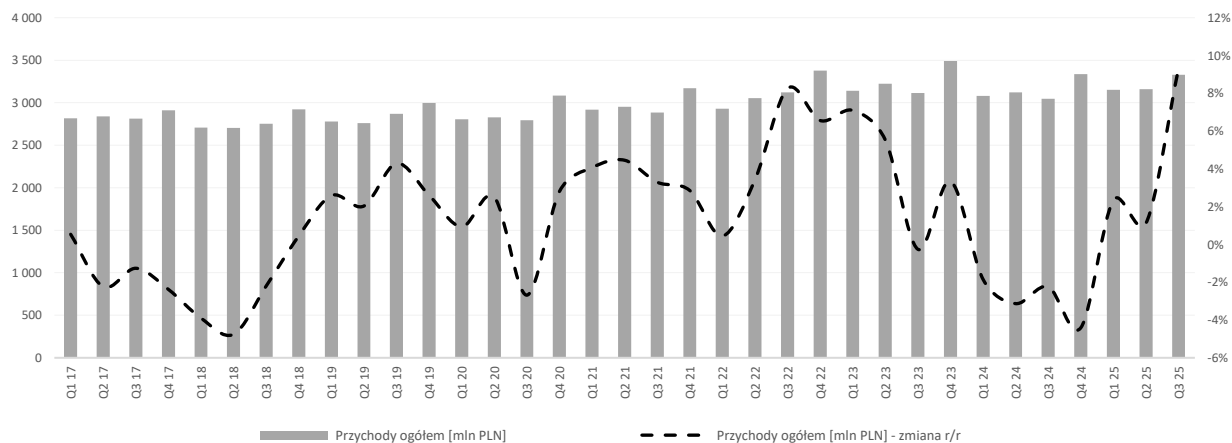
Spółka podtrzymała swoje oczekiwania na 2025 rok. Przychody oraz EBITDAaL według założeń własnych spółki powinny rosnąć w tempie: niski jednocyfrowy wzrost. Oczekiwany poziom eCapex to przedział 1,8 do 1,9 mld PLN.

Historyczne odczyty EBITDAaL LTM Orange Polska



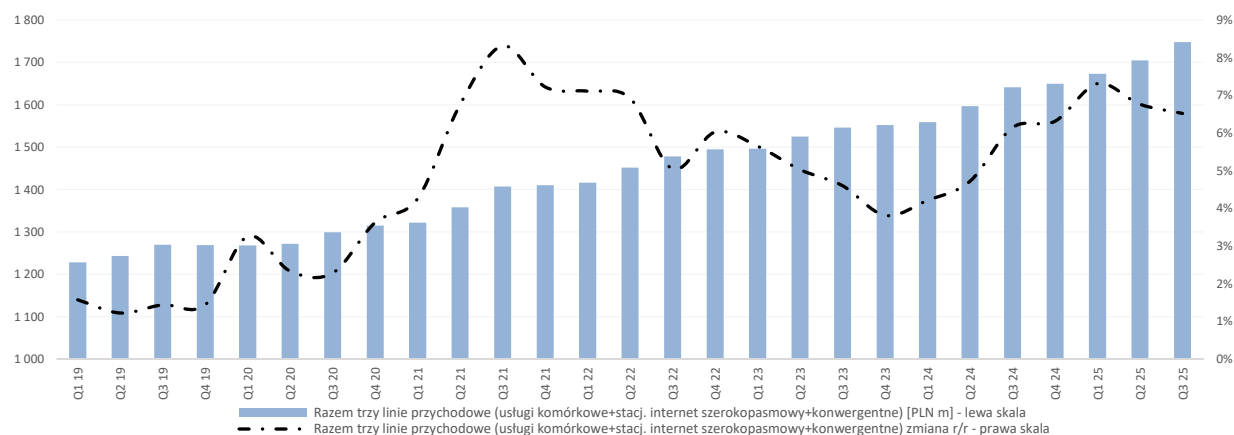
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

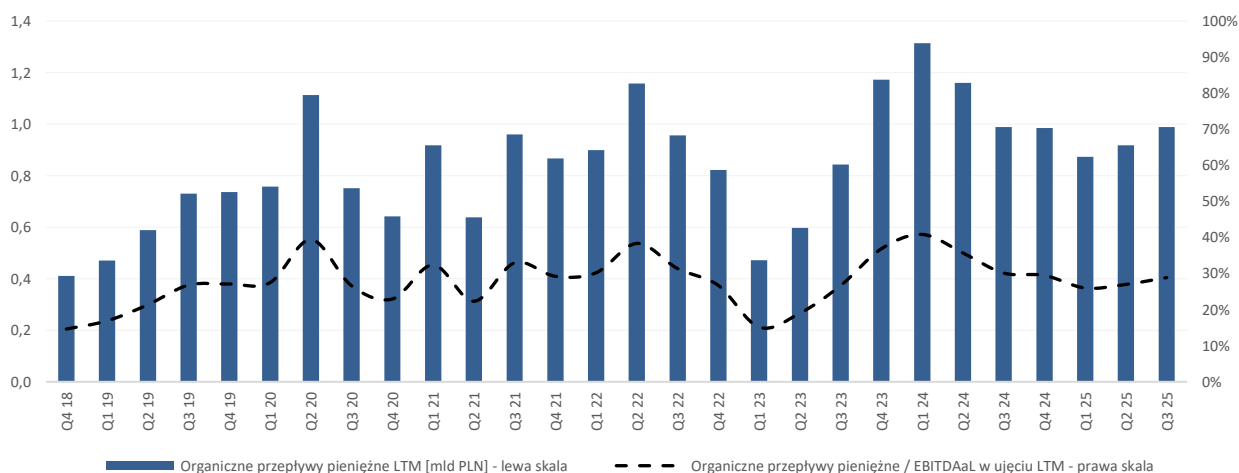
Przychody z kluczowych usług



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

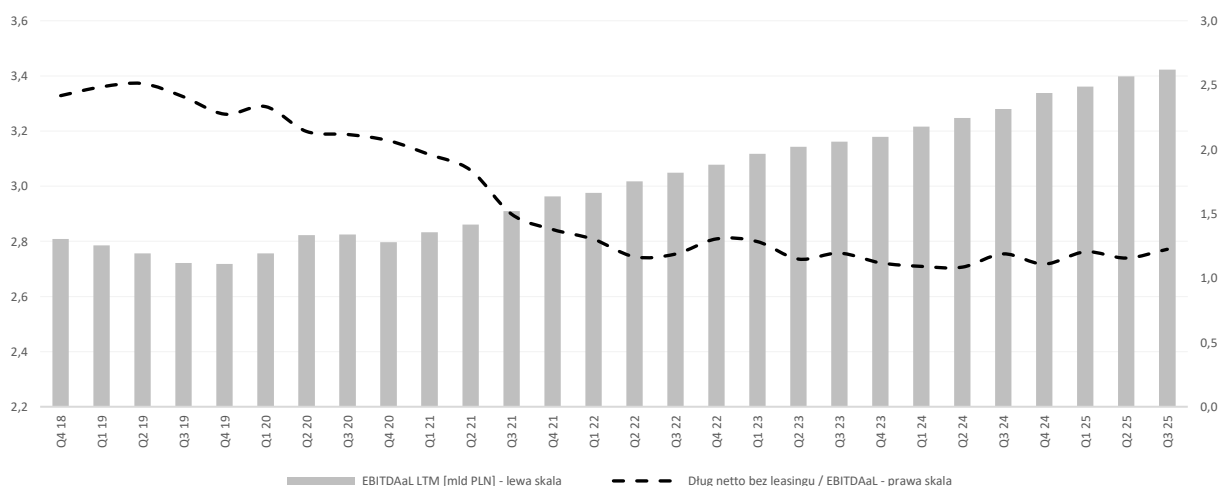
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	142,0	P/E	30,0x	10,5x	10,0x
Kapitalizacja [PLN m]	175,7	EV/EBITDA	17,0x	7,0x	6,5x
EV [PLN m]	150,6	P/BV	8,1x	7,1x	6,4x
		DPS [PLN]	4,69	7,28	8,0
Data publikacji raportu za Q3 2025		2025-11-28			

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Odczyt za Q2 2025 (z uwagi na sezonowość kluczowy w ramach całego roku kalendarzowego) wskazał na silne impulsy wzrostowe PTWP. Przypominamy, że Q2 2025 okazał się udany dla wszystkich segmentów. W dywizji organizacja kongresów spółka poprawiła EBIT do poziomu 13,7 mln PLN (+72,5% r/r) i w ujęciu LTM EBIT w tym obszarze wyniósł 8,4 mln PLN (+195% r/r). Dostrzegamy także impulsy wzrostu w segmencie portali internetowych, gdzie EBIT wzrósł nominalnie o 3,4 mln PLN r/r (w ujęciu LTM EBIT w segmencie to 8,2 mln PLN). Obszar zarządzania obiektami w Q2 2025 wypracował EBIT bliski 1,3 mln PLN (+42,5% r/r) i w ujęciu LTM EBIT segmentu wynosi 2,4 mln PLN.

Utrzymujemy optymistyczne spojrzenie na H2 2025, choć tak jak zwracaliśmy uwagę w naszych poprzednich komentarzach należy mieć na uwadze sezonowość w ramach roku kalendarzowego. W naszej symulacji przyjęliśmy, iż przychody spółki w Q3 mogły być wyższe w ujęciu r/r o 22%. Odczyt EBITDA w Q3 2025 zakładamy na poziomie -1,5 mln PLN (w Q3 2024 było to -3,3 mln PLN). W ujęciu LTM po Q3 2025 EBITDA może wg nas zbliżyć się do 21,4 mln PLN. Na poziomie wyniku netto w Q3 2025 zakładamy stratę 1,8 mln PLN. W ujęciu LTM po Q3 2025 wynik netto może wynieść 14,8 mln PLN.

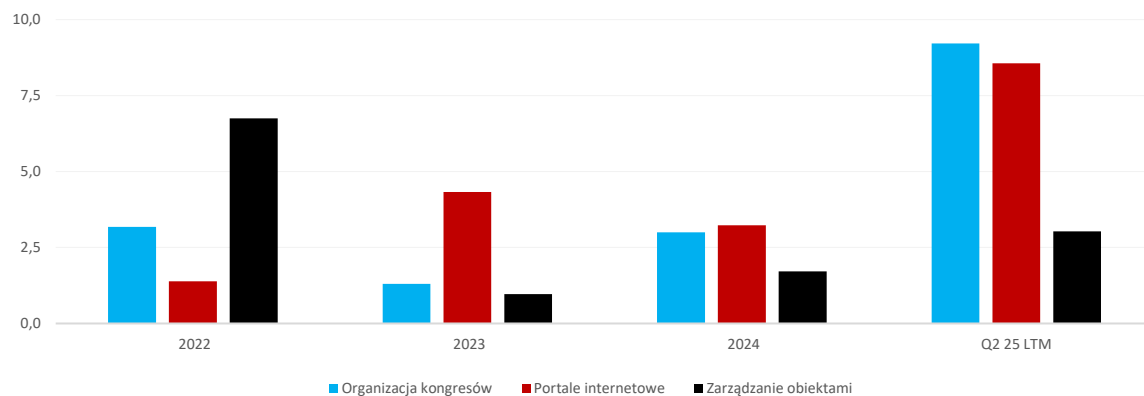
Podsumowując, w naszym odczuciu PTWP aktywnie wzmacnia swoją pozycję i prawdopodobnie będzie jednym z liderów w grupie analizowanych podmiotów z obszaru media/rozrywka pod względem dynamiki r/r wzrostu organicznego EBITDA w całym 2025 roku.

Prognoza wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	16,3	19,9	22,0%	99,5	121,1	21,7%
EBITDA	-3,3	-1,5		7,1	21,4	202,8%
EBIT	-3,8	-1,8		5,1	19,8	288,3%
Saldo finansowe	0,2	0,1		0,2	0,3	85,3%
Wynik brutto	-3,6	-1,8		5,3	20,1	281,1%
Wynik netto	-3,0	-1,8		1,2	14,9	1140,0%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	-2,8	-1,8		2,3	14,8	541,5%

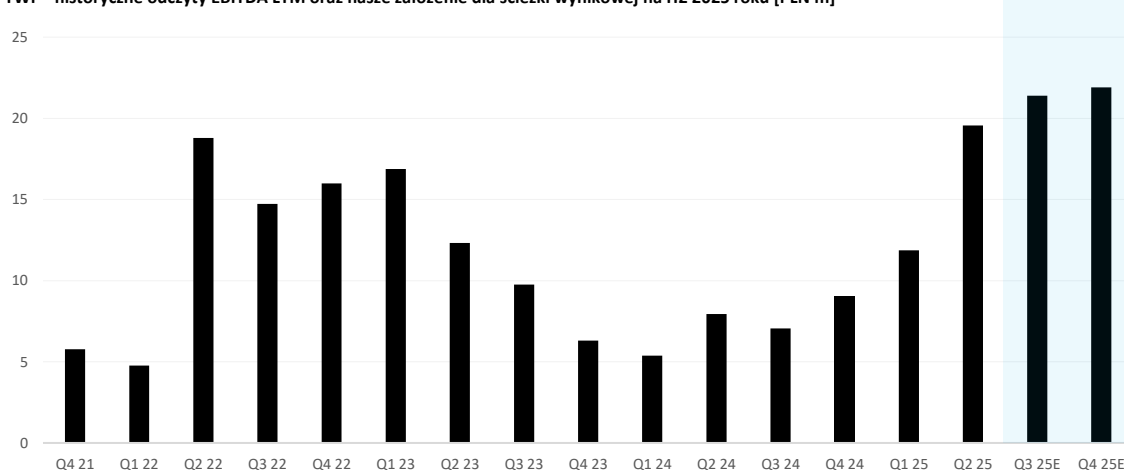
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP - historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenie dla ścieżki wynikowej na H2 2025 roku [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WIRTUALNA POLSKA

(osobny materiał z prognozami dla WPL po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2025-10-14)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	58,0	P/E	11,1x	18,8x	12,6x
Kapitalizacja [PLN m]	1 727	skor. EV/EBITDA	5,0x	6,0x	4,8x
EV [PLN m]	3 216	EV/EBIT	7,9x	11,6x	9,0x
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-18	DPS	2,0	2,2	2,5

Analityk:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

Ostatnia rekomendacja BDM (2025-09-15):

KUPUJ z ceną docelową 75,9 PLN/akcję

W naszej symulacji staramy się uwzględnić wymagające dla spółki uwarunkowania na rynku reklamy internetowej. Jednocześnie w ramach segmentu reklama i subskrypcje założyliśmy wysoko jednocyfrowe wzrosty r/r w obszarze wpływów z subskrypcji. Dlatego, w Q3 2025 prognozujemy, iż skor. EBITDA segmentu spadnie do 50,2 mln PLN (-17,5% r/r). W ujęciu LTM po Q3 2025 skor. EBITDA w tej dywizji biznesowej może wynieść niespełna 261 mln PLN. Z bieżącej perspektywy zakładamy, że w całym 2025 roku skor. EBITDA obszaru reklama i subskrypcje może wynieść nieznacznie ponad 240 mln PLN.

W segmencie turystyka założyliśmy na Q3 2025 wzrost przychodów o 8,4% r/r (ujęcie bazy porównawczej pro forma). Liczymy w szczególności na budujące odczyty w obszarze turystyki zagranicznej. Skor. EBITDA segmentu w naszej symulacji w Q3 2025 rośnie o 8,2% r/r (ujęcie bazy porównawczej pro forma). W ujęciu LTM po Q3 2025 skor. EBITDA w segmencie turystyka może wynieść blisko 347 mln PLN.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że skor. EBITDA wzrośnie o 1,3% (ujęcie bazy porównawczej pro forma) do poziomu 234,6 mln PLN. Na poziomie danych raportowanych dynamika wzrostu skor. EBITDA może wynieść +52,7% (wpływ przejęcia Invia). Odczyt EBIT w naszym modelu w Q3 2025 to 153,4 mln PLN. Wynik netto przypisany akcjonariuszom prognozujemy na poziomie 80,7 mln PLN.

Prognoza Q3 2025 (baza porównawcza PRO FORMA WP Q3 2024)

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 25E LTM
Przychody	668,7	711,7	6,4%	2 431,8
Reklama i Subskrypcje	159,5	159,3	-0,1%	683,2
Turystyka	447,6	485,2	8,4%	1 467,3
Finanse konsumenckie	48,3	53,2	10,0%	219,1
adj. EBITDA	231,7	234,6	1,3%	643,8
Reklama i Subskrypcje	60,9	50,2	-17,5%	260,8
Turystyka	163,4	176,8	8,2%	347,1
Finanse konsumenckie	6,9	7,1	2,3%	31,4
adj. EBITDA margin	34,6%	33,0%	-1,7%	26,5%
Reklama i Subskrypcje	38,2%	31,5%	-6,7 pkt%	38,2%
Turystyka	36,5%	36,4%	-0,1 pkt%	23,7%
Finanse konsumenckie	14,3%	13,3%	-1,0 pkt%	14,3%

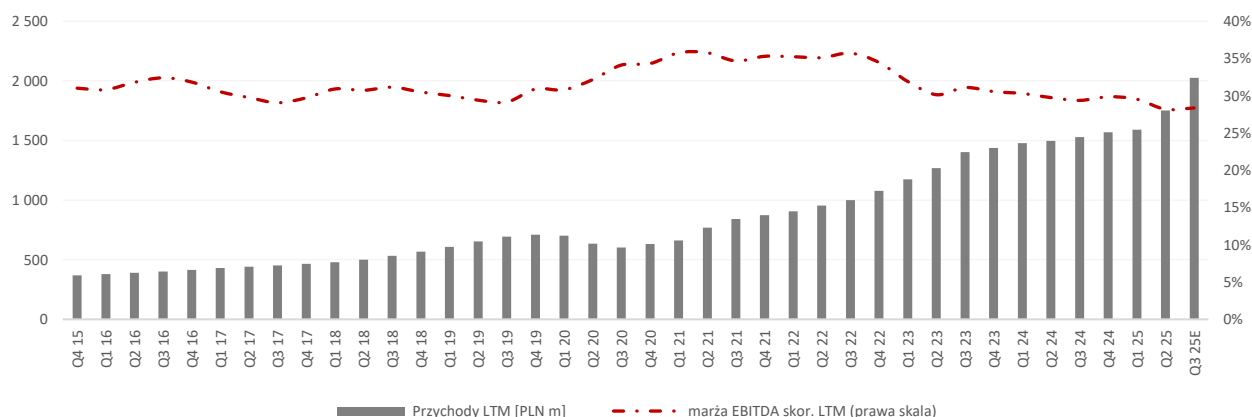
z uwzględnieniem rezultatów Invia, Creative Eye i zmiany rozpoznawania przychodów w Audioteka Group

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

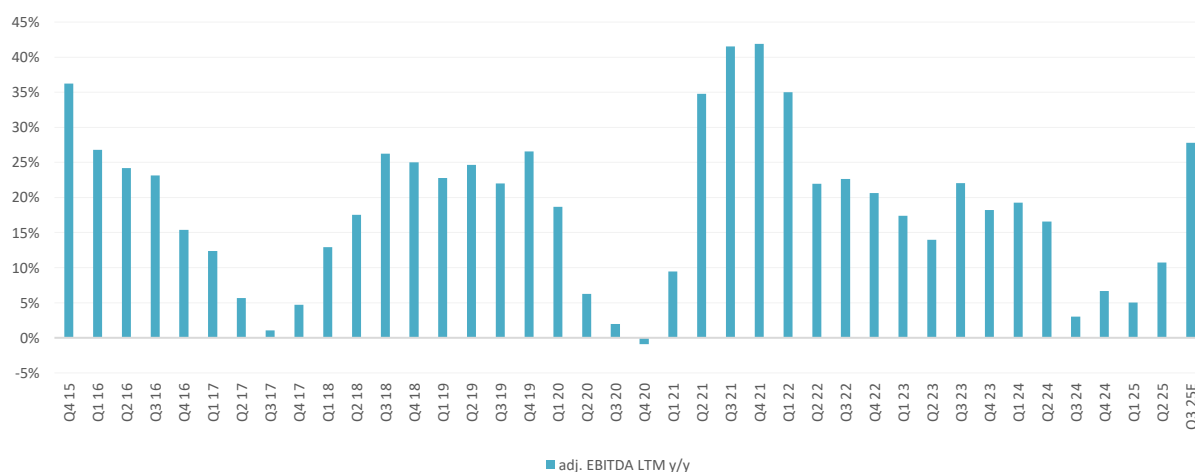
Prognoza na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	437,5	711,7	62,7%	1 529,6	2 024,7	32,4%
Reklama i subskrypcje	159,5	159,3	-0,1%	684,3	683,2	-0,2%
Turystyka	208,4	485,2	132,9%	572,8	1 046,1	82,6%
Finanse konsumenckie	48,3	53,2	10,0%	191,7	219,1	14,3%
adj. EBITDA	153,6	234,6	52,7%	449,3	574,2	27,8%
Reklama i subskrypcje	60,9	50,2	-17,5%	263,3	260,8	-0,9%
Turystyka	85,3	176,8	107,2%	154,8	277,4	79,2%
Finanse konsumenckie	6,9	7,1	2,3%	28,3	31,4	11,2%
EBITDA	152,6	225,1	47,5%	427,6	512,1	19,8%
Amortyzacja	39,1	71,8	83,8%	151,2	220,2	45,6%
EBIT	113,5	153,4	35,1%	276,4	291,8	5,6%
Saldo finansowe	-15,6	-33,4	---	-59,4	-85,6	---
Wynik brutto	98,8	119,2	20,7%	212,8	203,2	-4,5%
Wynik netto	79,9	81,6	2,2%	160,4	132,6	-17,3%
wynik przypisany akcjonariuszom	77,4	80,7	4,2%	150,3	124,6	-17,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

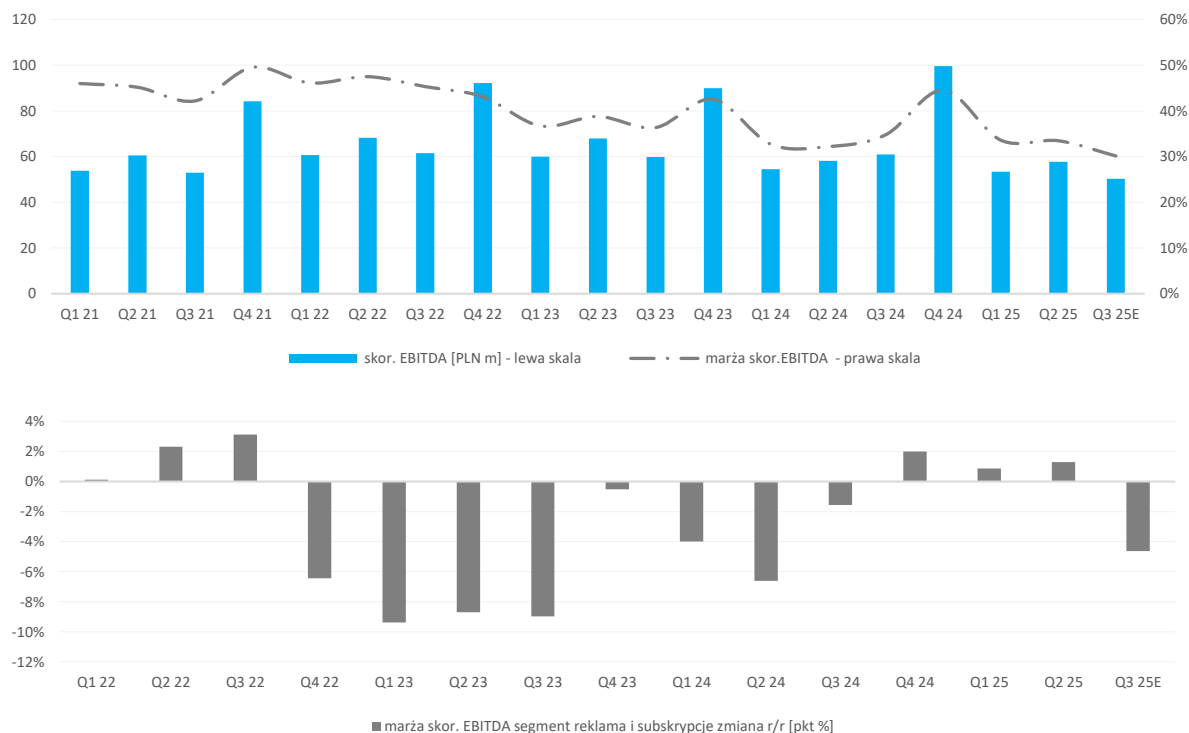
Przychody w ujęciu LTM i marża EBITDA skor.


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika r/r odczytów skor. EBITDA LTM


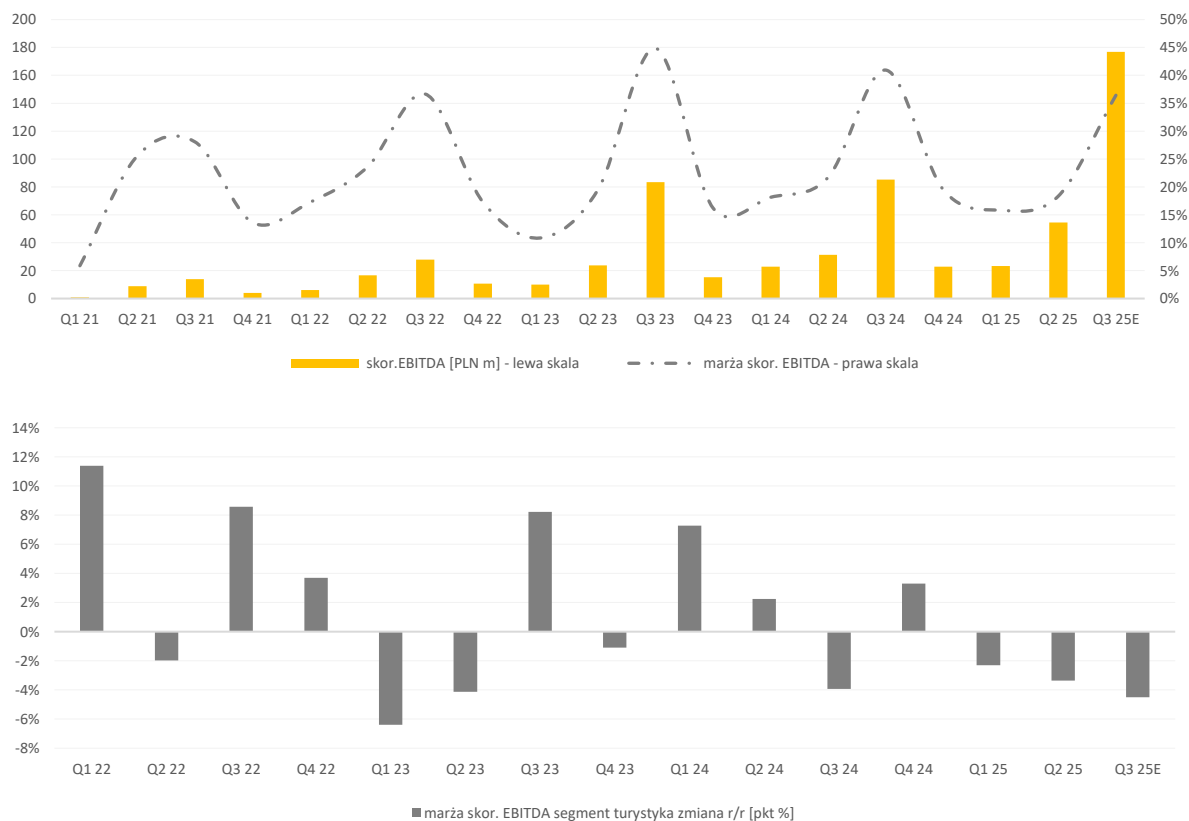
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – skor. EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment turystyka – skor. EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-10-27.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-10-27 (14:13 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-11-15.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Na dzień 2025-10-27:

	AGORA	ARTIFEX MUNDI	ATM GRUPA	BENEFIT SYSTEMS	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	IMS	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PTWP	WIRTUALNA POLSKA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	TAK*	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.