

PROGNOZY WYNIKÓW 3Q 2025



Analitycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Anna Tobiasz

3 LISTOPADA 2025, 09:45 CET

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
ANSWEAR.COM.....	10
ARTIFEX MUNDI	11
ATAL	13
ATM GRUPA	15
BENEFIT SYSTEMS	17
BIOMAXIMA	19
BUDIMEX.....	20
CCC	21
CELON PHARMA.....	22
CYFROWY POLSAT	23
DECORA.....	25
DEKPOL	25
DIGITAL NETWORK.....	27
IMS	29
DOM DEVELOPMENT	32
ELEKTROTIM.....	35
ERBUD	36
ESOTIQ & HENDERSON	37
FERRO.....	38
INSTAL KRAKÓW	39
KĘTY	40
KINO POLSKA.....	41
LPP.....	44
MIRBUD.....	45
MOSTOSTAL ZABRZE	46
NEUCA.....	47
ONDE.....	48
ORANGE POLSKA.....	49
ORLEN	52
PEKABEX.....	54
PTWP.....	56
SELENA FM	58
SYNEKTIK	58
SYNTHAVERSE	60
ŚNIEŻKA.....	61
TORPOL	62
UNIBEP	63
UNIMOT	64
VOXEL.....	66
WIRTUALNA POLSKA.....	67
ZUE	70

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		3Q24	3Q'25P	zmiana r/r	3Q24	3Q'25P	zmiana r/r	3Q24	3Q'25P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	2025-11-19	43,7	43,7	0%	0,1	0,8	551%	-11,5	-17,5	---	1,3%	-0,9%	-7,5%	-7,0%
ANSWEAR.COM	2025-11-19	2,1	15,5	631%	-3,9	9,5	-	-6,8	2,0	-	-5,2%	2,5%	0,9%	8,0%
ARTIFEX	2025-11-12	8,0	7,1	-11,3%	6,3	5,6	-11,6%	7,5	5,3	-30%	-7,0%	-10,6%	-12,4%	-5,4%
ATAL	2025-11-13	119,6	88,7	-26%	118,5	87,6	-26%	100,5	54,7	-46%	1,4%	4,5%	-5,2%	12,6%
ATM GRUPA	2025-11-27	25,0	27,7	11%	20,0	22,2	11%	13,6	17,7	30%	1,6%	-2,0%	1,6%	0,0%
BENEFIT SYSTEMS	2025-11-14	273,0	354,6	29,9%	183,9	221,1	20,2%	134,0	142,4	6,3%	4,0%	-7,2%	-3,2%	9,0%
BIOMAXIMA	2025-11-28	0,8	1,5	74%	-0,0	0,5	-	-0,3	0,3	-	-9,1%	-4,1%	2,4%	21,0%
BUDIMEX	2025-10-27	251,6	254,8	1%	212,4	207,6	-2%	170,3	170,5	0%	16,2%	5,2%	-6,6%	26,8%
CCC	2025-11-27	479,0	471,8	-2%	328,0	296,3	-10%	158,4	128,7	-19%	-17,9%	-23,0%	-31,4%	-18,8%
CELON PHARMA	2025-11-19	69,8	13,3	-81%	56,7	2,2	-96%	57,2	-6,6	-	-1,4%	-8,1%	-16,5%	-18,7%
CYFROWY POLSAT	2025-11-19	901,8	774,7	-14,1%	569,5	349,4	-38,7%	248,9	76,7	-69,2%	-4,4%	-11,8%	-28,0%	-5,9%
DECORA	2025-11-14	33,7	36,1	7%	27,6	27,6	0%	21,8	22,3	2%	-7,3%	-2,0%	-4,2%	6,5%
DEKPOL	2025-11-21	30,4	37,1	22%	27,0	32,7	21%	17,3	22,3	29%	7,2%	24,8%	65,9%	96,1%
DIGITAL NETWORK	2025-11-28	11,4	13,0	14,8%	8,3	9,9	19,8%	7,3	8,5	15,9%	2,6%	15,9%	49,2%	82,4%
DOM DEVELOPMENT	2025-11-20	85,2	165,6	94%	78,9	159,1	102%	64,7	127,7	97%	5,8%	5,1%	12,5%	35,6%
ELEKTROTIM	2025-11-25	24,2	17,0	-30%	23,1	15,8	-31%	16,4	11,9	-28%	-3,6%	-1,0%	-2,9%	32,8%
ERBUD	2025-11-06	32,8	17,3	-47%	21,9	6,3	-71%	5,0	-10,1	-	-8,6%	-14,0%	-21,2%	-14,0%
ESOTIQ	2025-11-28	7,6	9,6	26%	3,0	5,1	73%	1,4	2,8	107%	0,5%	-1,8%	8,1%	-10,8%
FERRO	2025-11-18	38,1	26,5	-31%	33,8	22,0	-35%	27,2	14,3	-47%	#ARG!	#ARG!	#ARG!	#ARG!
IMS	2025-11-26	4,6	3,4	-25,7%	3,1	2,1	-33,5%	2,2	1,5	-35,0%	2,7%	-14,5%	-17,4%	-26,5%
INSTAL KRAKÓW	2025-11-21	4,3	16,0	272%	2,9	14,5	397%	2,3	11,7	419%	4,1%	-6,1%	-6,3%	9,7%
KĘTY	2025-10-22	252,8	294,0	16%	199,1	234,0	18%	147,5	176,0	19%	1,8%	7,5%	8,7%	37,7%
KINO POLSKA	2025-11-20	22,0	19,8	-10,0%	19,5	17,0	-12,9%	15,3	14,0	-8,3%	-2,5%	-2,2%	-3,6%	-18,4%
LPP	2025-12-11	1 157,0	1 403,6	21%	731,0	875,8	20%	577,0	694,2	20%	2,0%	8,1%	17,1%	16,0%
MIRBUD	2025-11-27	21,4	34,1	60%	16,2	26,4	63%	10,2	18,0	77%	-0,8%	-8,2%	-3,0%	15,6%
MOSTOSTAL ZABRZE	2025-11-06	46,2	19,4	-58%	41,1	13,8	-67%	34,2	9,9	-71%	4,4%	5,2%	15,1%	27,5%
NEUCA	2025-11-20	108,3	104,0	-4%	78,4	72,0	-8%	51,0	43,7	-14%	11,0%	13,0%	5,2%	-14,2%
ONDE	2025-11-06	14,0	18,8	35%	11,4	14,9	31%	5,3	10,7	100%	-5,9%	-14,9%	-19,9%	-19,6%
ORANGE POLSKA*	2025-10-22	874	899	2,9%	377	371	-1,6%	261	228	-12,6%	3,6%	3,8%	-6,4%	23,3%
ORLEN	2025-11-20	8 844,6	8 986,1	2%	1 595,0	5 641,5	254%	222,0	3 794,1	1609%	16,3%	20,3%	47,5%	113,2%
PEKABEX	2025-11-20	24,9	13,3	-46%	16,8	5,3	-68%	9,4	0,1	-98%	-1,0%	-14,2%	-24,0%	-16,1%
PTWP	2025-11-28	-3,3	-1,5	---	-3,8	-1,8	---	-2,8	-1,8	---	-5,4%	32,1%	112,1%	166,7%
SELENA	2025-11-28	62,9	65,0	3%	51,7	52,7	2%	24,9	32,9	32%	-0,8%	8,8%	1,6%	28,8%
SYNEKTIK	2025-11-18	33,8	48,5	43%	29,2	43,5	49%	18,9	28,2	49%	3,8%	22,0%	15,5%	31,7%
SYNTHAVERSE	2025-11-25	2,5	1,2	-49%	-0,0	-3,4	-	-0,4	-3,3	-	-6,2%	-16,6%	-10,0%	-9,1%
ŚNIEŻKA	2025-11-19	59,1	57,8	-2%	49,7	48,3	-3%	34,6	34,6	0%	-2,0%	-1,2%	-5,4%	-2,7%
TORPOL	2025-11-21	23,5	29,6	26%	16,8	22,4	33%	13,7	17,8	30%	6,3%	34,6%	33,4%	62,7%
UNIBEP	2025-11-17	46,9	30,6	-35%	38,9	22,9	-41%	6,8	11,0	61%	-1,3%	-0,4%	3,7%	53,8%
UNIMOT	2025-11-18	105,3	86,0	-18%	8,7	48,0	454%	-20,6	23,2	-	-5,2%	-13,2%	-16,9%	-8,8%
VOXEL	2025-11-27	46,1	51,3	11%	34,2	37,5	10%	25,4	28,0	10%	-5,4%	-13,5%	6,1%	21,4%
WIRTUALNA POLSKA	2025-11-18	153,6	234,6	52,7%	113,5	153,4	35,1%	77,4	80,7	4,2%	-6,7%	-25,1%	-37,8%	-28,7%
ZUE	2025-11-19	5,2	6,2	19%	1,2	2,0	72%	-0,2	1,1	-595%	1,4%	12,7%	22,3%	37,2%

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

** - dane dotyczą 4Q'24 fin. (lipiec-wrzesień'25) oraz 4Q'23 fin. (lipiec-wrzesień'24)

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analityk	Komentarz
AGORA	Bobrowski	liczymy na dobry odczyt wynikowy w segmencie film i książka; w pozostałych obszarach (łącznie) spodziewamy się erozji r/r
ANSWEAR.COM	Tobiasz	dalsza poprawa wyników dzięki zakończonej premiumizacji; 3Q'24 niską bazą porównawczą
ARTIFEX	Bobrowski	spodziewamy się kolejnego słabego odczytu kwartalnego (podobnie jak w Q2)
ATAL	Pado	spadek liczby przekazania r/r, wyraźnie słabsza marża niż w 2Q'25
ATM GRUPA	Bobrowski	liczymy na dobry odczyt w obszarze audiowizualnym (nasz jeden z faworytów wynikowych z TMT na całe H2 2025)
BENEFIT SYSTEMS	Bobrowski	zakładamy wzrosty w segmencie Polska (kilkanaście % r/r), zagranica (niski jednocyfrowy wzrost) i istotny wpływ Turcji (efekt M&A)
BIOMAXIMA	Tobiasz	stopniowa poprawa wyników w oczekiwaniu na wzrost zamówień; głównym czynnikiem wzrostu w kolejnych okresach testy MIC
BUDIMEX	Pado	spółka opublikowała wyniki - EBITDA wzrosła o 1% r/r
CCC	Tobiasz	ciepły wrzesień powodem opóźnienia sprzedaży kolekcji jesień-zima; październik powinien przynieść poprawę
CELON PHARMA	Tobiasz	poprawa wyników segmentu generycznego pozwala bilansować segment innowacyjny; obciążeniem udziały w stracie spółek stowarzyszonych
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	w segmencie B2B i B2C zakładamy niewielką erozję r/r skor. EBITDA; w segmencie mediowym wysokie koszty kontentu, słabo w OZE
DECORA	Pado	spółka opublikowała wstępne wyniki - EBITDA wzrosła o 7% r/r
DEKPOL	Pado	wyniki powinny być wsparte przez wzrost przychodów i marży w segmencie budowlanym
DIGITAL NETWORK	Bobrowski	po bardzo mocnym H1 2025 zakładamy, że Q3 wskaże na kilkunastoprocentowe wzrosty EBITDA r/r
DOM DEVELOPMENT	Pado	wzrost liczby przekazania r/r, dobra marżowość
ELEKTROTIM	Pado	w 3Q'25 spółka będzie mierzyć się z wysoką bazą na rentowności; uwaga inwestorów może skupić się na nowej strategii
ERBUD	Pado	wyniki nadal pod wpływem strat w MOD21
ESOTIQ	Tobiasz	mocny sezon wyprzedazowy spowodował istotny wzrost sprzedaży; mimo niższej marży wyniki powinny wykazać znaczną poprawę r/r
FERRO	Pado	spodziewamy się wyraźniej erozji wyników r/r (słaby popyt, wzrost konkurencji, końcówka drogiego zapasu)
IMS	Bobrowski	w segmentach abonamentowych zakładamy wzrost r/r (niski jednocyfrowy); w obszarze reklamowym spodziewamy się słabych danych
INSTAL KRAKÓW	Pado	spółka opublikowała wstępne wyniki jednostkowe (lepsze r/r i q/q, główny driver to liczba przekazanych mieszkań)
KĘTY	Pado	spółka opublikowała wyniki - EBITDA wzrosła o 16% r/r
KINO POLSKA	Bobrowski	przyjęliśmy erozję wyników w Filmbox (efekt wysokiej bazy) i jednocześnie liczymy na dobre odczyty Stopklatki i Zoom Tv (łącznie)
LPP	Tobiasz	rozwój sieci stacjonarnej powinien napędzać sprzedaż; jednocześnie w Sinsay spodziewamy się głębszych wyprzedzaży w związku z wysokim zatowarowaniem
MIRBUD	Pado	wyniki oczyszczone wyniki powinny być słabsze r/r (m.in. przekazano wyraźnie mniej mieszkań r/r, perspektywa poprawy marży w budownictwie jest dość mglista)
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	widoczny powinien być wzrost przychodów, przy słabszej r/r marży (+rok temu zaksięgowano dodatni one-off na Polwaxie)
NEUCA	Tobiasz	badania kliniczne nadal pozostają pod presją; pozostałe segmenty powinny pokazać poprawę, ale nie tak silną, aby zrekomensować spadki w badaniach
ONDE	Pado	zakładamy dobry wynikowo 3Q'25 (krótkoterminowe wzmocnienie portfela w 1H'25)
ORANGE POLSKA	Bobrowski	spółka już podała wyniki; pozytywnie odnosimy się do dynamik wzrostu kluczowych przychodów tele; akcentujemy też impuls w ICT
ORLEN	Pado	spodziewamy się 8,99 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (nieznacznie lepiej r/r)
PEKABEX	Pado	wzrost produkcji r/r w 3Q'25, wysoki portfel w GW, jednocześnie presja na marżowość
PTWP	Bobrowski	okres Q3 to niski sezon w ramach roku kalendarzowego (cały 2025 powinien wskazać na wysokie dynamiki wzrostu EBITDA)
SELENA FM	Pado	spółka nadrabia słaby popyt od strony marży brutto i optymalizacji kosztów SG&A
SYNEKTIK	Tobiasz	KPO napędza rynek sprzętu medycznego; nowe instalacje napędzają liczbę wykonywanych zabiegów i przychody z tytułu sprzedaży materiałów zużywalnych
SYNTHAVERSE	Tobiasz	niski wolumen zamówienia na szczepionkę BCG z MZ oraz spadki sprzedaży w segmencie tradycyjnym wywierają presję na wyniki; Onko BCG z rosnącymi wolumenami
ŚNIEŻKA	Pado	nadal sprzyjająca sytuacja dla marży, a wymagająca dla przychodów
TORPOL	Pado	spółka opublikowała wstępne wyniki - EBIT wzrósł o 33% r/r
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 spadku skoryg. EBITDA r/r (m.in. słaby wynik w LPG)
VOXEL	Tobiasz	rosnący wolumen badań oraz wyższe wyceny badań refundowanych od lipca'25 powinny napędzać wzrost wyników
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	spadek wpływów z reklam może wpłynąć na silną erozję skor. EBITDA w segm. reklama i subs.; w turystyce liczymy na wzrost EBITDA
ZUE	Pado	zakładamy spadek marży q/q, ale wzrost r/r; spółka nieco wzmocniła ostatnio portfel

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Budownictwo

Wynik **Budimexu** za 3Q'25 były płaskie i mniej więcej zgodne z oczekiwaniami (aczkolwiek ich struktura była wsparta przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej). Na konferencji zarząd przedstawił nieco bardziej optymistyczny niż poprzednio outlook odnośnie kontraktacji. W **Dekpolu** wyniki powinny być wsparte przez wzrost przychodów i marży w segmencie budowlanym. Spółka podniosła założenia dla segmentu deweloperskiego na cały rok. **Elektrotrim** w 3Q'25 będzie mierzyć się z wysoką bazą na rentowności. Uwaga inwestorów może skupić się na nowej strategii. W **Erbudzie** wynikiom nadal cięży segment modułowy, który może wyraźnie powiększyć stratę (zapowiadany audyt kontraktów). **Instal Kraków** pokazał już wstępne wyniki jednostkowe (lepsze r/r i q/q, główny driver to liczba przekazanych mieszkań). W przypadku **Mirbudu** wyniki oczyszczone wyniki powinny być słabsze r/r (m.in. przekazano wyraźnie mniej mieszkań r/r, perspektywa poprawy marży w budownictwie jest dość mglista). Rok temu spółka miała spore ujemne saldo pozostałej działalności, co może jednak pomóc w pokazaniu dodatniej dynamiki wyniku netto. W przypadku **MS Zabrze** widoczny powinien być wzrost przychodów, ale raczej przy słabszej r/r marży (dodatkowo rok temu w 3Q'24 zaksięgowano dodatni one-off na Polwaxie). W **Onde** zakładamy dobry wynikowo 3Q'25 (krótkoterminowe wzmocnienie portfela w 1H'25). **Pekabex** odnotował wzrost produkcji r/r w 3Q'25 i posiada duży portfel w GW. Jednocześnie marżowość pozostaje pod presją. Wstępne wyniki **Torpolu** za 3Q'25 pokazały wyraźnie dodatnie dynamiki r/r (wyniki były minimalnie poniżej naszych oczekiwań). 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** zakładamy spadek marży q/q, ale wzrost r/r. 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

Wyniki za 3Q'25 pokazały już **Kęty** – EBITDA wzrosła o 16% r/r, co powinno wspierać scenariusz lekkiego przekroczenia prognozy zarządu na ten rok. Wstępne wyniki **Decory** pokazały pozytywne dynamiki przychodów (rozszerzone portfolio produktowe) przy niższych r/r marżach. W przypadku **Ferro** spodziewamy się wyraźnej erozji wyników r/r (słaby popyt, wzrost konkurencji, końcówka drogiego zapasu). W przypadku **Seleny FM** spółka nadrabia słaby popyt od strony marży brutto i optymalizacji kosztów SG&A, co powinno przełożyć się na miejsce do poprawy EBITDA r/r. Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (tendencje sugerują rekordową marżę), jednocześnie nadal brakuje przełomu od strony popytowej – w efekcie spodziewamy się w miarę płaskich r/r odczytów na dolnych liniach rachunku wyników.

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

Deweloperzy

W **Atalu** spodziewamy się w 3Q'25 przychodów na poziomie 383 mln PLN (-26% r/r) a wynik netto prognozujemy na 54,7 mln PLN (vs 100,5 mln PLN zysk netto rok temu). W **Dom Development** spodziewamy się w 3Q'25 przychodów na poziomie 727 mln PLN (+51% r/r) a wynik netto zakładamy na 127,7 mln PLN (vs 64,7 mln PLN zysku netto rok temu).

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

Spółki paliwowe

W **Orlenie** w 3Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 8,99 mld PLN (vs 8,85 mld PLN rok temu). W **Unimocie** estymujemy 86,0 mln PLN EBITDA skoryg. w 3Q'25 (vs 105,3 mln PLN rok temu).

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

Ochrona zdrowia

W 3Q'25 większość spółek z sektora ochrony zdrowia powinna wykazać poprawę wyników r/r. Spodziewamy się, że **BioMaxima** zanotuje dwucyfrowy wzrost przychodów i niewielki poziom zysku netto, wobec straty rok wcześniej. Spółka pracuje nad rozszerzeniem sprzedaży nowego asortymentu – testów MIC, które w naszej ocenie będą istotnym czynnikiem wzrostu wyników w kolejnych okresach. **Celon Pharma** w naszej ocenie powinna notować dalsze wzrosty w segmencie generycznym, które zrównoważą wydatki na prace badawcze w segmencie innowacyjnym. Na poziomie netto ciąży jednak udział w stracie spółki stowarzyszonej. Dla **Neuki** 3Q'25 powinien być kolejnym kwartałem wzrostów w segmentach hurtu, farmaceutyków, czy operatora medycznego, jednak trudności na rynku badań klinicznych nadal wywierają presję na wyniki grupy. **Synektik** informował o kolejnych istotnych umowach na dostawę sprzętu. Spodziewamy się, że 4Q'24 fin. przyniesie istotne wzrosty, zarówno przychodów, jak i zysków. Spółka aktualnie jest beneficjentem kontraktów finansowanych ze środków KPO, dlatego spodziewamy się mocnych wyników kolejnych okresów. W **Synthaverse** wyniki są pod presją niskiego wolumenu szczepionki w zamówieniu z Ministerstwa Zdrowia oraz spadku wolumenów w segmencie tradycyjnym. Zakładamy, że spółka kładzie nacisk na strategiczny produkt Onko BCG. **Voxel** w 3Q'25 w naszej ocenie powinien zanotować kolejne wzrosty wolumenów, a dzięki wzrostowi wycen badań refundowanych, spodziewamy się także poprawy rentowności.

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

Odzież

3Q'25 dla spółek odzieżowych minął pod znakiem wakacyjnych wyprzedaży oraz sezonu „back to school”. **Answer.com** kontynuuje silne wzrosty przychodów. Zmiany w spółce, jakie obserwowaliśmy w poprzednim roku będą przynosić dalszą poprawę wyników, dla których 3Q'24 stanowi dosyć niską bazę. W CCC ciepły wrzesień nie sprzyjał sprzedaży obuwia jesienno, jednak ochłodzenie w październiku powinno pomóc nadrobić ten okres. Rozwój sieci stacjonarnej obciąża koszty operacyjne, dlatego spodziewamy się spadku wyników. Dla **Esotiq & Henderson** okres wyprzedażowy wydaje się udany. Mocne wzrosty sprzedaży, w tym utrzymujący się trend silnych dynamik w kanale internetowym powinien wspierać wyniki 2H'25. W LPP rozwój sieci stacjonarnej napędza sprzedaż. Jednocześnie spółka utrzymuje dyscyplinę kosztową. Wysoki poziom zapasów w Sinsay może powodować głębsze wyprzedaże, jednak na poziomie grupy spodziewamy się poprawy rentowności.

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

TMT

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 przejęć w segmencie Turcja) oraz w Wirtualnej Polsce (efekt akwizycji w segmencie turystyka).

Analityk:

Maciej Bobrowski

tel. (032) 208 14 12

e-mail:

maciej.bobrowski@bdm.pl

AGORA**Kupuj, TP 11,3/akcję**

Rekomendacja z dnia 10 września 2025 r.

(osobny materiał z prognozami dla Agory został 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				

Analizy:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

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.

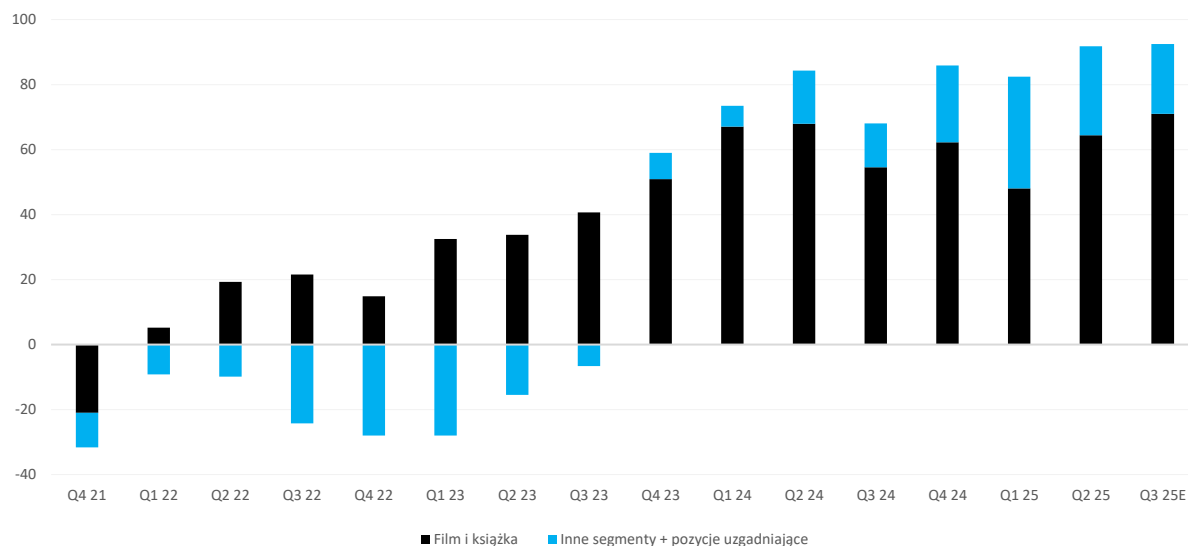
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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]

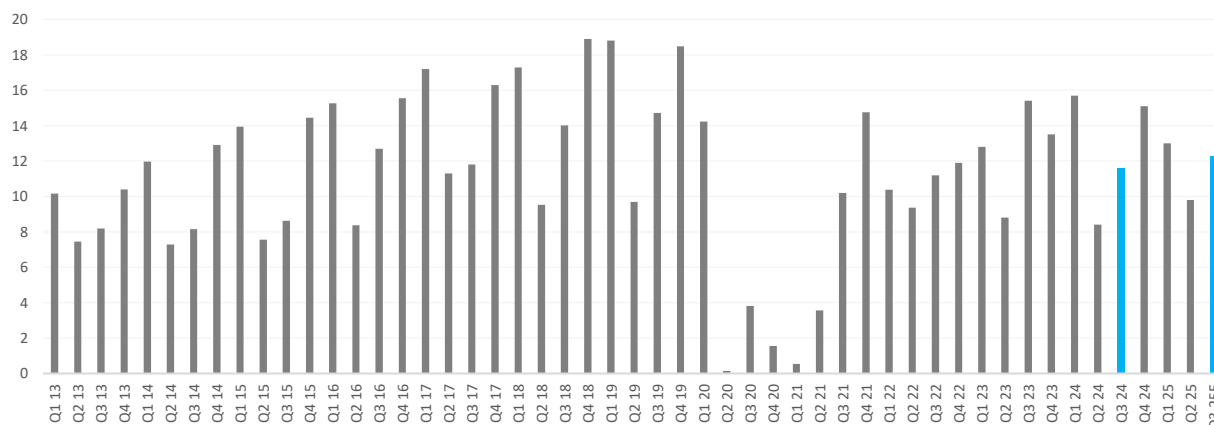


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

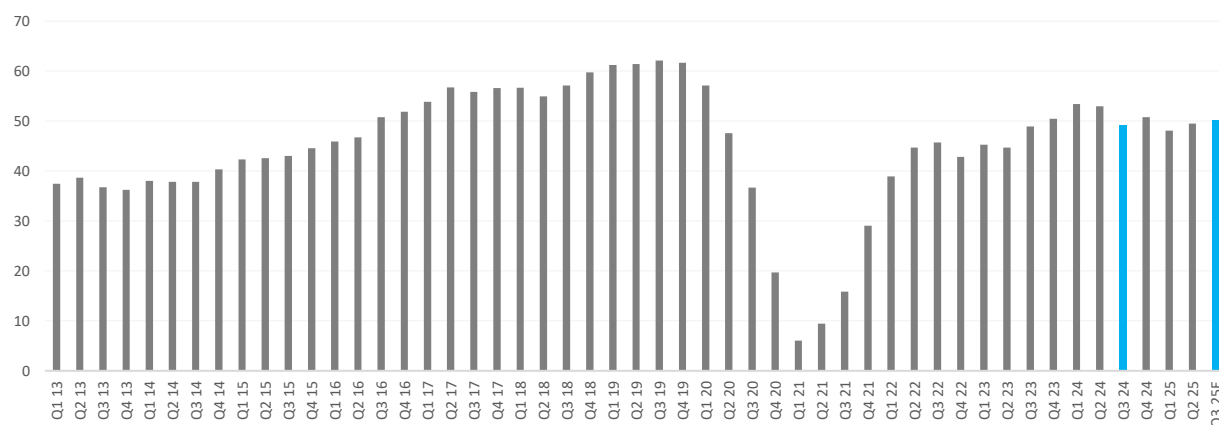
Na podstawie naszych szacunków, frekwencja w kinach w Q3 2025 mogła przynieść odbicie powyżej 6% w ujęciu r/r. Przypominamy, że w Q1 2025 widownia była mniejsza o około 17% r/r, a w Q2 2025 liczba widzów w kinach wzrosła o niemal 17% r/r. W ujęciu LTM na koniec września'25 frekwencja w krajowych multiplexach 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]



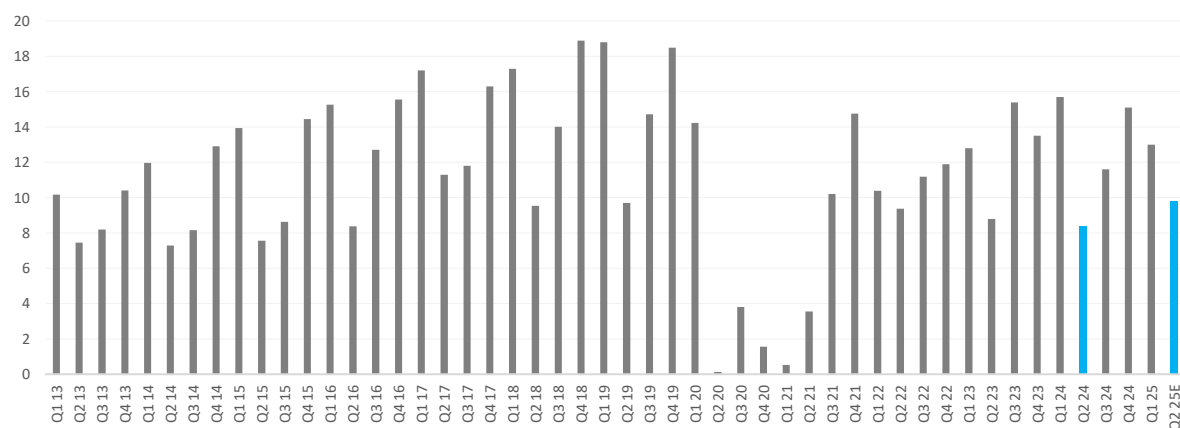
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu 12 miesięcy) oraz nasza symulacja na Q3 2025 [m]



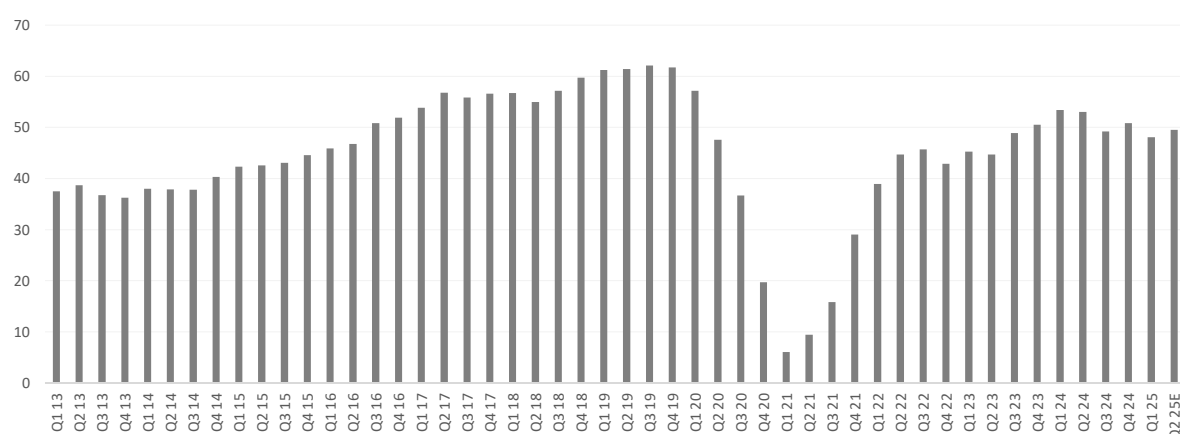
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

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

ANSWEAR.COM**Kupuj, TP 37,9/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 lipca 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	28,9	P/E	-54,6	19,7	11,1
MC [mln PLN]	548,6	EV/EBITDA	22,1	9,0	6,9
		EV/EBIT	63,3	12,5	8,7
		P/BV	2,5	2,2	1,8

Analizy:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

Według wstępnych danych sprzedażowych opublikowanych przez spółkę, przychody wg MSSF w 3Q'25 wyniosły ok. 393 mln PLN (+14% r/r). Spodziewamy się, że wynik ten może być finalnie lekko wyższy (393,9 mln PLN, +14,5% r/r) ze względu na dosyć konserwatywną politykę spółki w zakresie szacowania zwrotów, których klienci mogą dokonać w ciągu 30 dni od zakupu towaru. Szacujemy, że Answear.com wygenerował wzrost sprzedaży na poziomie ok. 12%, natomiast PRM ok. +40% r/r.

Z uwagi na zakończony proces premiumizacji, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży z 38,6% w 3Q'24 do 39,6% w 3Q'25. Odzież i obuwie 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. Z drugiej strony, za ograniczenie tego wzrostu w 3Q powinny odpowiadać głębokie wyprzedaże, jakimi charakteryzuje się ten okres roku.

Koszty świadczeń pracowniczych w naszej ocenie powinny zostać podbite przez rozpoczęcie rozliczenia programu motywacyjnego, który został ustanowiony w maju'25. Szacujemy, że koszty z tego tytułu zwiększą wydatki na wynagrodzenia o ponad 0,3 mln PLN. Wzrost kosztów operacyjnych szacujemy na ok. +11% r/r. Koszty pozostałej działalności powinny być niższe r/r, stąd wynik EBIT szacujemy na ok. 9,5 mln PLN, wobec -3,85 mln PLN rok wcześniej. Implikuje to wzrost EBITDA z 2,1 mln PLN w 3Q'24 do 15,5 mln PLN w 3Q'25.

Spodziewamy się utrzymania podobnego poziomu kosztów obsługi kredytów, co w połączeniu ze zmianami kursowymi skutkuje wynikiem na działalności finansowej w okolicach -7 mln PLN. Na poziomie netto szacujemy 2,0 mln PLN zysku, wobec -6,8 mln PLN straty rok wcześniej.

Pozytywnie oceniamy poziom sprzedaży w 3Q'25, jaki zaraportowała spółka. Biorąc pod uwagę intensywny okres wyprzedażowy, spodziewamy się, że wzrost marży brutto na sprzedaży nie będzie tak mocny jak w 2Q'25, jednak biorąc pod uwagę sezonowość rynku odzieżowego, powinien być to satysfakcjonujący rezultat. Wyniki 3Q'24 stanowią dosyć niską bazę, jednak patrząc na ścieżkę wynikową ostatnich kwartałów, osiągnięcie prognozowanych przez nas zysków, stanowi konsekwentną realizację przyjętej strategii.

4Q zawsze jest najbardziej intensywnym okresem sprzedażowym, a szacowane przez nas wyniki 1-3Q'25 wskazują, że osiągnięcie celu EBITDA określonego w programie motywacyjnym (80 mln PLN) jest coraz bardziej prawdopodobne w 2025 r.

Wybrane dane finansowe

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	344,0	393,9	14,5%	1 508,6	1 746,8	15,8%
EBIT	-3,9	9,5	-	12,0	60,2	403,1%
EBITDA	2,1	15,5	630,6%	34,4	84,1	144,9%
Zysk netto	-6,8	2,0	-	-10,0	27,8	-
Marża brutto na sprzedaży	38,6%	39,6%		39,6%	40,1%	
Marża EBIT	-1,1%	2,4%		0,8%	3,4%	
Marża EBITDA	0,6%	3,9%		2,3%	4,8%	
Marża zysku netto	-2,0%	0,5%		-0,7%	1,6%	

Źródło: BDM, spółka

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

Rekomendacja z dnia 29 kwietnia 2025 r.

			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
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-12	P/BV	1,6x	1,3x	1,1x

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdom.pl

ARTIFEX MUNDI – prognoza na Q3 2025 [PLN m]

	3Q'24	3Q'25E	r/r	3Q'24 LTM	3Q'25E LTM	r/r
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%

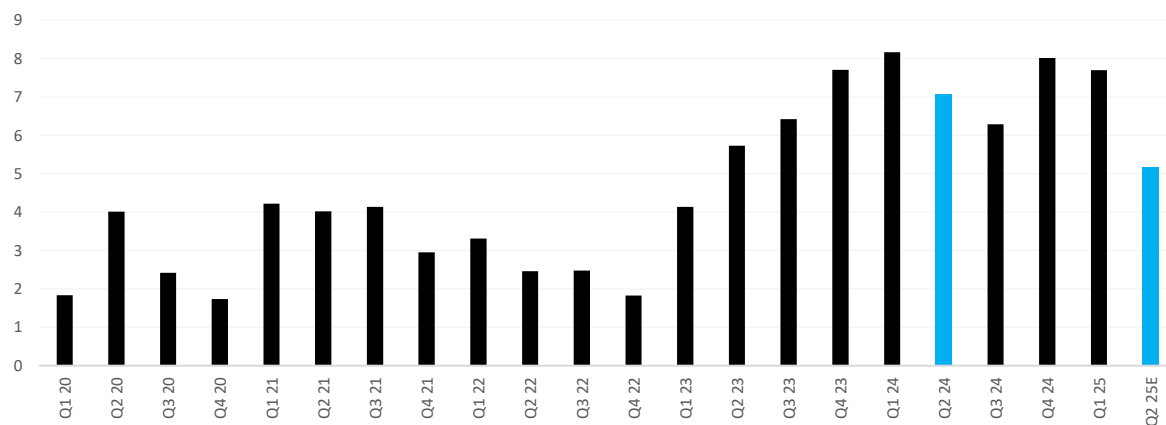
EBITDA skorygowana obliczana przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje spółka.

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).

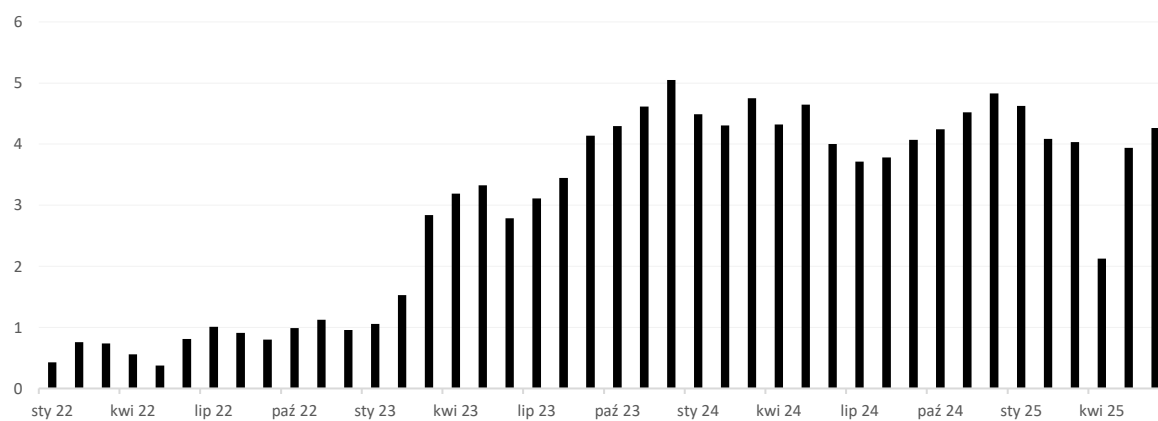
Ogółem w Q3 2025 spodziewamy się spadku EBIT do 5,6 mln PLN (-11,6% r/r). W ujęciu LTM po odczycie za Q3 2025 EBIT wg naszych symulacji może wynieść 26,6 mln PLN (-8,9% r/r). Wpływ na zakładaną erozję wyników w minionym kwartale ma segment F2P jak i HOPA. Na poziomie wyniku netto założyliśmy 5,3 mln 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 Q2 2025 [PLN m]



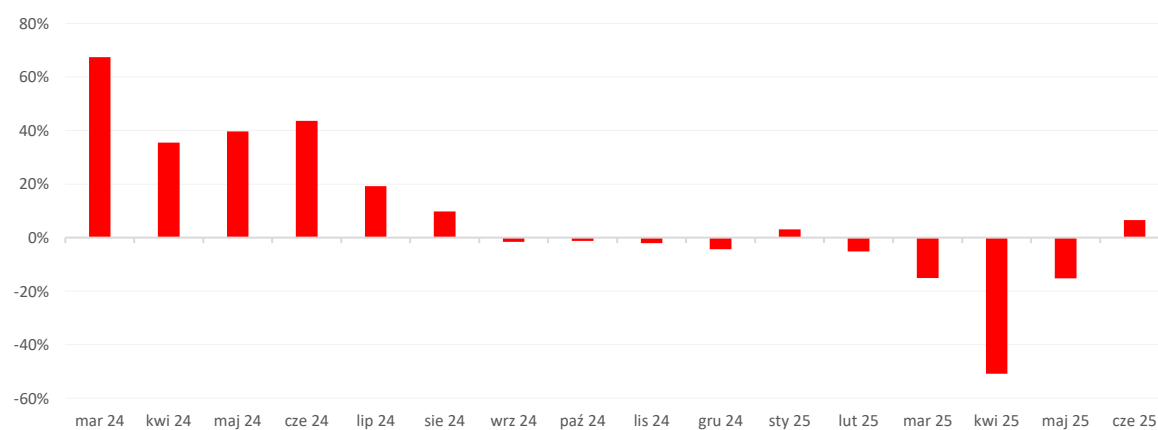
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

ATAL**AKTUALNE ZALECENIE: BRAK**

Data publikacji raportu za 3Q'25 – 2025-11-13

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	58,0	P/E	7,3	8,5	11,0	5,8
MC [mln PLN]	2 509,1	EV/EBITDA	6,6	10,3	11,4	7,6
		EV/EBIT	6,7	10,4	11,5	7,7
		P/BV	1,5	1,4	1,5	1,3

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- W 3Q'25 spółka sprzedała 425 lokali (122 w VII, 128 w VIII, 175 w IX). Jest to odczyt wyższy o 20% r/r i 10% q/q. Po 1-3Q'25 spółka sprzedała 1 160 lokali. W całym 2024 roku było to 2 068 lokali (vs 2 833 rok wcześniej). Ostatnim celem na 2025 roku, komunikowanym po konferencji wynikowej po 2Q'25, była sprzedaż max. 2,0 tys lokali (aby zrealizować taki cel, spółka musiałaby sprzedać >800 lokali w 4Q'25).
- Przekazania w 3Q'25 wyniosły 652 lokale (o 154 lokali mniej r/r; najwięcej we Wrocławiu, a następnie w Krakowie, Łodzi, Trójmieście i na Śląsku). Jest to mix słabszych marżowo projektów niż w 2Q'25.
- Spodziewamy się w 3Q'25 przychodów na poziomie 383 mln PLN (-26% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 26,8% (vs 25,8% rok temu i 35,3% w 2Q'25).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie porównywalnym r/r (dynamika w 2024 wynosiła +27% r/r), neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz wyraźnie ujemny wpływ salda finansowego (podobnie jak w 1H'25, efekt odwrócenia dyskonta długoterminowych zaliczek, które miały pozytywny wpływ na wyniki w latach 2023-24).
- EBIT prognozujemy na poziomie 87,6 mln PLN a wynik netto na 54,7 mln PLN.
- W 2024 roku spółka przekazała 2 460 lokali (vs 2 806 rok wcześniej). Po 1-3Q'25 przekazano 1 262 lokale. W całym 2025 roku spółka planuje ukończyć 3 447 lokali, dla których kontraktacja po 2Q'25 wynosiła 51%. 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 przekaże w 2025 roku klientom niecałe 2,2 tys lokali. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową.
- W 2026 roku spółka planuje ukończyć 6 069 lokali, z tego po 2Q'25 sprzedane były nieco ponad 1,0 tys. Spółka obecnie spowolniła z nowymi wprowadzeniami (z komunikatów prasowych wynika, że w 3Q'25 nie wprowadzono żadnego nowego projektu do oferty), co będzie „premiować” sprzedaż z projektów kończonych w 2026). Zakładamy, że w 2026 roku spółka przekaże 3,6 tys lokali (kwartał temu zakładaliśmy 3,8 tys, ale bieżąca sprzedaż jest poniżej oczekiwań, co przekłada się na nasze bardziej konserwatywne podejście do kolejnych kwartałów).
- Konsensus Bloomberg na lata 2025/26 na poziomie netto to obecnie 302 / --- mln PLN (w lipcu: 303 / 398 PLN). Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 229 / 430 mln PLN (poprzednio: 260 / 430 mln PLN).

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	514,2	383,4	-25,5%	1 215,5	773,5	-36,4%	1 486,9	1 383,9	-6,9%	2 268,2	63,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	132,9	102,5	-22,8%	333,3	235,5	-29,4%	386,3	406,4	5,2%	597,2	46,9%
Zysk na sprzedaży	118,1	87,6	-25,9%	290,7	192,3	-33,8%	328,0	346,6	5,7%	532,6	53,7%
EBITDA	119,6	88,7	-25,9%	294,7	199,3	-32,4%	335,4	354,6	5,7%	537,2	51,5%
EBIT	118,5	87,6	-26,1%	291,6	196,0	-32,8%	331,1	350,2	5,8%	532,6	52,1%
Zysk brutto	124,4	67,6	-45,7%	315,1	139,2	-55,8%	365,8	283,2	-22,6%	531,1	87,5%
Zysk netto	100,5	54,7	-45,5%	254,7	112,1	-56,0%	295,4	228,8	-22,5%	430,2	88,0%
Marża brutto ze sprzedaży	25,8%	26,8%		27,4%	30,4%		26,0%	29,4%		26,3%	
Marża na sprzedaży	23,0%	22,8%		23,9%	24,9%		22,1%	25,0%		23,5%	
marża EBITDA	23,3%	23,1%		24,2%	25,8%		22,6%	25,6%		23,7%	
marża EBIT	23,0%	22,8%		24,0%	25,3%		22,3%	25,3%		23,5%	
marża netto	19,5%	14,3%		21,0%	14,5%		19,9%	16,5%		19,0%	

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	3Q'25
Sprzedaż	842	1 216	1 161	1 039	748	582	376	385	401	735	757	940	717	552	354	445	347	388	425
Przekazania	794	856	750	1 300	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548	806	439	218	392	652
Trójmiasto	6	2	104	74	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12	301	25	8	1	94
Katowice	140	39	17	406	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86	190	44	21	31	91
Kraków	83	132	101	475	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52	4	144	4	0	101
Łódź	167	115	144	90	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195	69	44	79	102	97
Poznań	42	213	135	84	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5	142	155	22	8	62
Warszawa	281	200	118	63	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83	16	0	0	94	2
Wrocław	75	155	131	108	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115	84	27	84	156	205
Szczecin	0	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 2Q'25 harmonogram przekazania lokali w 2025 i 2026 roku

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	DATA ZAKOŃCZENIA	
ATAL City Square IV	Wrocław	15 403	326	I kw.	2025
Nowe Miasto Polesie IV a	Łódź	12 051	211	I kw.	2025
Osiedle Poematu II	Warszawa	7 920	144	II kw.	2025
Na Opoczyńskiej	Wrocław	4 949	90	II kw.	2025
Ogrody Andersa	Katowice	6 175	114	II kw.	2025
ATAL Olimpijska bud. A	Katowice	14 542	225	II kw.	2025
Krakowska 35 - Apartamenty inwestycyjne	Wrocław	5 638	131	III kw.	2025
ATAL Strachowicka I	Wrocław	6 332	105	III kw.	2025
Naramowice Odnova	Poznań	32 315	512	III kw.	2025
ATAL Aura II	Łódź	11 676	205	III kw.	2025
Niebieski Bursztyn	Gdańsk	11 142	188	III kw.	2025
Kowale Apollina	Gdańsk	3 020	60	III kw.	2025
Aleja Pokoju V apartotel	Kraków	6 139	148	III kw.	2025
Strefa Cegielnia II	Kraków	7 675	134	III kw.	2025
ATAL Olimpijska bud. B	Katowice	18 227	282	III kw.	2025
Zakątek Harmonia II	Warszawa	5 671	95	IV kw.	2025
Ogrody Andersa II	Katowice	13 006	223	IV kw.	2025
Przewóz 42 I	Kraków	7 516	126	IV kw.	2025
Idea Swarzędz	Poznań	7 115	128	IV kw.	2025
RAZEM		196 511	3 447		

Zakończone z PnU w I półroczu	Zakończone z PnU w III kwartale	Projekty w toku	Liczba lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych: 638
-------------------------------	---------------------------------	-----------------	---

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	DATA ZAKOŃCZENIA	
Olimpijska bud. C	Katowice	14 219	220	I kw.	2026
Francuska Park IX	Katowice	10 334	168	I kw.	2026
Żerniki na Novo I	Wrocław	16 717	296	I kw.	2026
Galaktyczna	Gdańsk	7 630	144	I kw.	2026
Osiedle Przyjemne I	Gdańsk	3 138	72	I kw.	2026
ATAL Jasieny	Gdańsk	2 709	48	I kw.	2026
Osiedle Poematu III	Warszawa	9 105	166	II kw.	2026
ATAL Symbioza IA	Gdańsk	5 836	91	II kw.	2026
ATAL Symbioza IB	Gdańsk	9 024	130	II kw.	2026
Żerniki na Novo II	Wrocław	21 370	388	II kw.	2026
Nowy Targówek VI	Warszawa	7 042	112	III kw.	2026
Nowe Miasto Polesie IVb	Łódź	13 834	246	III kw.	2026
ATAL Sky + II	Katowice	42 012	764	III kw.	2026
Ogrody Geyera I	Łódź	23 411	409	III kw.	2026
ATAL Zawisłaska	Gdańsk	4 227	64	III kw.	2026

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	DATA ZAKOŃCZENIA	
ATAL Strachowicka II	Wrocław	16 400	301	III kw.	2026
Naramowice Odnova II	Poznań	29 476	486	III kw.	2026
Przewóz 42 II	Kraków	7 581	126	III kw.	2026
Osiedle Przyjemne II	Gdańsk	5 012	107	III kw.	2026
Osiedle Przyjemne III	Gdańsk	3 626	79	III kw.	2026
Osiedle Przyjemne IV	Gdańsk	6 088	111	III kw.	2026
Warszawska 58a	Warszawa	4 728	82	III kw.	2026
Modern Helenów	Łódź	12 327	234	III kw.	2026
Idea Swarzędz II	Poznań	13 042	237	IV kw.	2026
Francuska Park VIII A	Katowice	16 231	290	IV kw.	2026
Kowale Apollina II	Gdańsk	10 841	181	IV kw.	2026
Akacyjowa Wita	Kraków	6 015	102	IV kw.	2026
Heyki City	Szczecin	23 042	415	IV kw.	2026
RAZEM		345 017	6 069		

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

Rekomendacja z dnia 19 maja 2025 r.

(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

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%

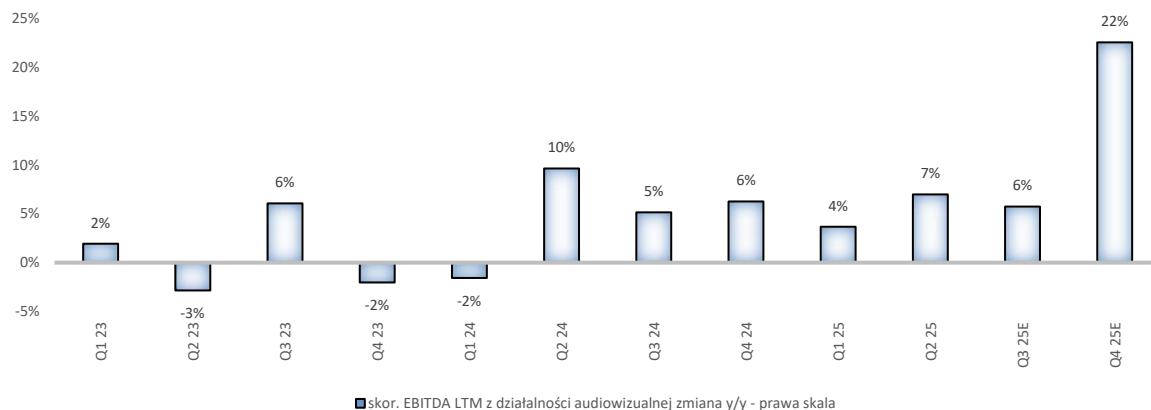
* Szacowany wynik skor. EBITDA obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje ATM Grupa w raportach okresowych. Odczyt skor. EBITDA obliczony przez BDM liczony jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż spółka raportuje odczyt EBITDA). Dodatkowo w kalkulacji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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

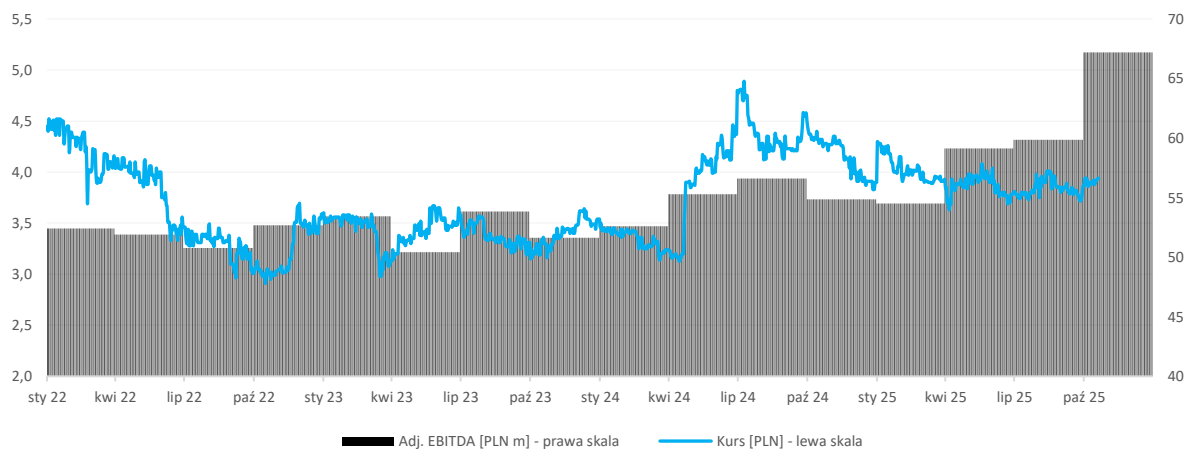
110,5 mln PLN (+42% r/r; wysoka dynamika wzrostu związana m.in. z rozliczeniem jednego z projektów zrealizowanych w poprzednich okresach). Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji za Q3 2025 może wynieść 26 mln PLN (+3% r/r). Po Q3 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna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

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



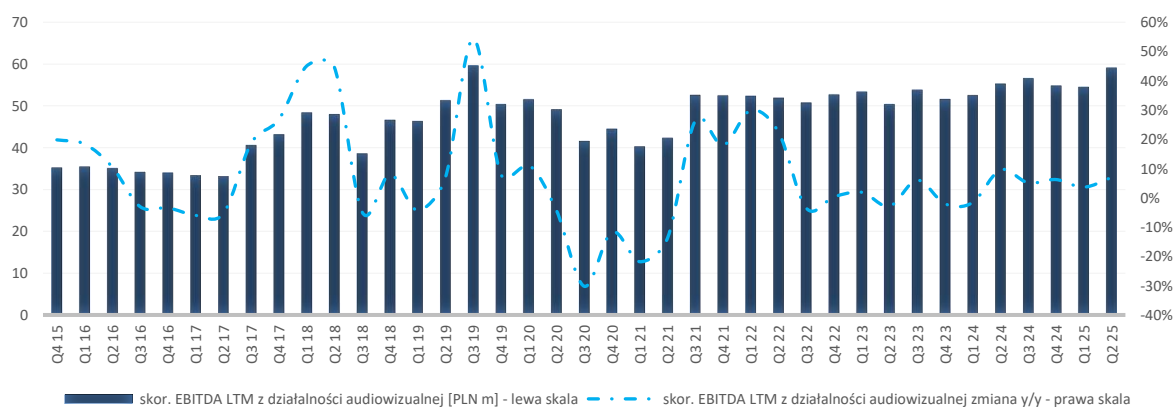
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			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
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-14	P/BV	8,7	4,6	3,9

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdom.pl

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	
Wynik brutto	0,0	24,0		0,0	64,5	
Podatek	177,7	188,1	5,8%	628,8	604,6	-3,9%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	-41,8	-44,2	5,7%	-145,9	-145,7	-0,1%
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				

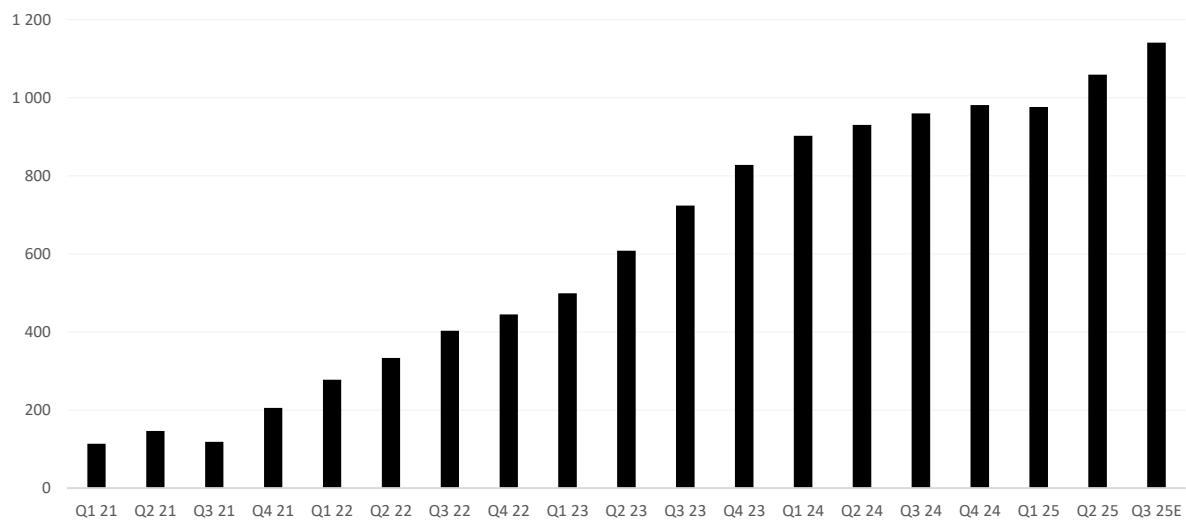
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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).

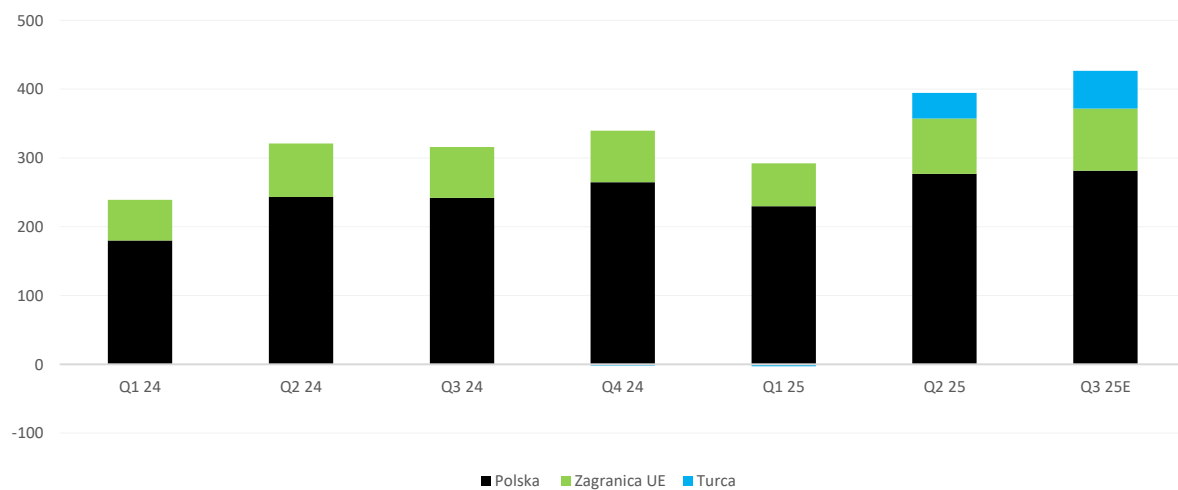
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 19,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 października 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,2	P/E	103,1	35,8	6,0
MC [mln PLN]	55,1	EV/EBITDA	14,7	10,7	4,1
		EV/EBIT	52,6	24,5	5,5
		P/BV	1,2	1,1	1,0

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

W 3Q'25 spółka kontynuowała prace nad rozwojem sprzedaży nowego asortymentu – testów MIC, które powinny być głównym driverem wzrostu w kolejnych okresach. Podpisała też dwie istotne umowy na dostawy analizatorów, przy czym jedna dotyczyła dzierżawy urządzenia i kontrybuuje do wyników od 3Q'25, natomiast druga dotyczyła dostawy, która ma odbyć się w październiku, dlatego wpłynie na wyniki 4Q'25. Większość przychodów 3Q'25 pochodziła zatem ze sprzedaży regularnej, rosnącej organicznie. Szacujemy, że wyniosły one ok. 15,3 mln PLN (+18% r/r).

W naszej ocenie, powinien zostać utrzymany stosunek sprzedaży produktów do towarów w proporcjach 60/40, co powinno skutkować utrzymaniem marży brutto na sprzedaży. W zakresie kosztów SG&A zakładamy utrzymanie poziomów z 2Q'25, co oznacza znaczną poprawę rentowności. Spodziewamy się ustabilizowania amortyzacji na poziomie ok. 0,9 mln PLN. Zysk operacyjny w 3Q'25 szacujemy na 0,5 mln PLN, natomiast wynik EBITDA na 1,5 mln PLN (wobec 0,8 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto prognozujemy 0,3 mln PLN zysku, wobec -0,3 mln PLN straty w 3Q'24.

Wyniki kwartalne spółki w naszej ocenie powinny pokazywać stopniową poprawę. W kolejnych okresach spodziewamy się zwiększenia sprzedaży testów MIC. Przy okazji raportu półrocznego spółka informowała, że testy te są zarejestrowane w Polsce i na terenie UE oraz w Księstwie Arabii Saudyjskiej. Dodatkowo, są rejestrowane m.in. w Argentynie, Australii, Kanadzie, Kuwejcie i Tunezji. W ostatnim czasie w mediach społecznościowych spółki pojawiła się także informacja o wprowadzeniu produktu na rynek w Wielkiej Brytanii. Zakładamy, że każdy z tych rynków początkowo będzie odpowiadał za niewielką sprzedaż, jednak stopniowo powinna ona się rozwijać.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,0	15,3	18,0%	52,9	61,3	15,9%
EBITDA	0,8	1,5	74,4%	4,7	6,4	37,4%
EBIT	0,0	0,5	-	1,3	2,8	114,2%
Zysk brutto	-0,2	0,4	-	0,3	1,9	527,4%
Zysk netto	-0,3	0,3	-	0,5	1,5	187,9%
Marża EBITDA	6,5%	9,6%		8,8%	10,5%	
Marża EBIT	0,0%	3,6%		2,5%	4,6%	
Marża zysku netto	-1,9%	2,1%		1,0%	2,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Rekomendacja z dnia 2 grudnia 2024 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	589,2	P/E	20,4	24,4	24,0	21,1
MC [mln PLN]	15 042,3	EV/EBITDA	12,1	13,4	13,6	11,4
		EV/EBIT	14,6	16,3	16,9	13,9
		P/BV	9,8	12,2	12,4	11,5

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Spółka opublikowała wyniki 27/10/2025.**
- **Backlog.** Portfel po 3Q'25 wynosił 16,2 mld PLN (+3% r/r, -5% q/q). W pipeline na rynku polskim 5,1 mld PLN (plus ok. 5 mld PLN Rail Baltica).
- **Wyniki za 3Q'25.** Przychody wyniosły 2,462 mld PLN (-0,3% r/r), EBIT 207,6 mln PLN (-2,3% r/r) a zysk netto 170,5 mln PLN (+0,2% r/r). Wyniki raportowane na poziomie przychodów/EBIT/zysku netto były bardzo zbliżone do naszych prognoz i konsensusu. Zwracamy przy tym uwagę, że EBIT został wsparty przez +20,6 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej, czego nie zakładaliśmy w prognozie. Z tego całość jest ujęta w segmencie budowlanym (największa pozycja netto to +13,7 mln PLN z tytułu rozwiązania rezerw na sprawy sądowe). Tym samym zysk na sprzedaży był o 8% poniżej naszych założeń. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 12,4% vs 13,2% nasze oczekiwania. Gotówka netto: 1,71 mld PLN (vs 2,22 mld PLN rok temu).
- **Segment budowlany.** Rentowność brutto ze sprzedaży w segmencie budowlanym wyniosła 12,3% (vs 11,7% rok temu i 12,4% w 2Q'25). Poziomu rezerw na straty bez większych zmian q/q. Spółka zwraca uwagę na negatywny wpływ na przychody opóźnień w uzyskiwaniu PnB na kontraktach drogowych. Z drugiej strony odnotowano wzrost rentowności segmentu kubaturowego (korzystna strona kosztowa)
- **Segment usług.** Segment usługowy miał wyraźnie niższą marżę brutto ze sprzedaży r/r i słabszy EBIT.
- **Wstępny outlook na 4Q'25.** Na konferencji wynikowej pojawiła się informacja, że spółka uzyskała ZRiD-y dla części odcinków drogi S10. Potencjalnie może to wpłynąć na pojawienie się w końcu dodatniej dynamiki przychodów, ale w 4Q swój czynnik odgrywa także pogoda. Utrzymuje się dobra perspektywa dla marż przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej. Do końca roku powinny pojawić się informacje w kwestii decyzji w ramach przeglądu opcji strategicznych FB Serwis (wg komunikatu sprzed roku przegląd opcji strategicznych miał zakończyć się do X'25, ale proces się przedłużył).

Wyniki za 3Q'2025

	3Q24	3Q25	zmiana r/r	3Q'25P BDM	odchyl.	3Q'25P kons.	odchyl.	1-3Q'24	1-3Q'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	2 470,2	2 461,7	-0,3%	2 452,1	0,4%	2 457,1	0,2%	6 510,4	6 409,0	-1,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	305,2	304,9	-0,1%	323,2	-5,6%	---	---	784,2	790,2	0,8%
Zysk na sprzedaży	196,6	187,0	-4,9%	203,2	-8,0%	---	---	483,1	449,6	-6,9%
EBITDA	251,6	254,8	1,3%	246,2	3,5%	247,5	3,0%	625,2	641,0	2,5%
EBIT	212,4	207,6	-2,3%	203,2	2,1%	203,1	2,2%	508,3	509,4	0,2%
Wynik brutto	223,8	218,2	-2,5%	216,2	0,9%	---	---	589,6	554,5	-6,0%
Wynik netto	170,3	170,5	0,2%	173,7	-1,9%	170,2	0,2%	447,0	441,0	-1,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,4%	12,4%		13,2%		---		12,0%	12,3%	
Marża na sprzedaży	8,0%	7,6%		8,3%		---		7,4%	7,0%	
Marża EBITDA	10,2%	10,4%		10,0%		10,1%		9,6%	10,0%	
Marża EBIT	8,6%	8,4%		8,3%		8,3%		7,8%	7,9%	
Marża zysku netto	6,9%	6,9%		7,1%		6,9%		6,9%	6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CCC

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	147,8	P/E	-	9,9	24,8
MC [mln PLN]	11 381	EV/EBITDA	17,6	8,3	8,2
		EV/EBIT	74,7	13,1	13,1
		P/BV	10,7	5,3	4,8

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

W 3Q'25 (sierpień-październik'25) szacujemy otwarcie 21 salonów CCC (+13,6 tys. m2 k/k), 2 eobuwie (+1,2 tys. m2 k/k), 24 HalfPrice (+46,9 tys. m2 k/k) oraz 38 Worldbox (+23,7 tys. m2 k/k). W sumie oznacza to otwarcie 85 sklepów o łącznej powierzchni 85,4 tys. m2. Jednocześnie spodziewamy się spadku sprzedaży na m2. Z jednej strony jest to efekt szybkiego przyrostu sieci, jednak istotnym czynnikiem kształtowania sprzedaży w tym okresie była pogoda. W naszej ocenie sierpień powinien być dosyć dobrym miesiącem ze względu na udany „back to school”, natomiast ciepły wrzesień powodował przesunięcie w czasie zakupu obuwia jesiennego. Ochłodzenie w październiku powinno sprzyjać sprzedaży cieplejszych butów i odzieży.

W związku z powyższym, szacujemy niespełna 3,0 mld PLN przychodów w 3Q'25 (+7,7%), przy spadku marży brutto na sprzedaży do 49,3% z powodu intensywnych akcji promocyjnych w sezonie wyprzedażowym. Spodziewamy się wzrostu kosztów operacyjnych. Z jednej strony, na wynik operacyjny negatywnie wpływać będą koszty ekspansji. Otwarcie nowego salonu wiąże się z zatrudnieniem nowego personelu, ale także istotnymi kosztami marketingu w celu wypromowania sklepu, szczególnie na rynkach, gdzie sklepy grupy nie są jeszcze dobrze znane. Z drugiej strony widzimy rozszerzenie akcji marketingowych. Spółka planowała cięcia w tym zakresie, jednak spodziewamy się, że oszczędności z tego tytułu nie będą tak głębokie, jak zapowiadano. Wzrost powierzchni wiąże się z wyższą amortyzacją. Szacujemy jej koszt na 175,5 mln PLN w 3Q'25 (+16,2% r/r).

W rezultacie prognozujemy 296,3 mln PLN zysku operacyjnego (-9,7% r/r) oraz 471,8 mln PLN EBITDA (-1,5% r/r). Zysk netto szacujemy na 128,7 mln PLN (-18,7% r/r).

Oczekiwania wyników rocznych, jakie publikowała spółka, wydają się aktualnie mało realistyczne. W całym 2025 r. szacujemy ok. 11,1 mld PLN przychodów oraz 1,8 mld PLN EBITDA, wobec planowanych 12,0 mld PLN przychodów i 2,4 mld PLN EBITDA. Na ostatniej konferencji spółka sygnalizowała, że plan otwarcia jest realizowany, jednak część salonów, które miały powstać w 4Q'25 może zostać uruchomiona w 1Q'26. W naszych szacunkach, nieco konserwatywnie, zakładamy poszerzenie sieci stacjonarnej o 315,4 tys. m2 w całym 2025 r.

Prognoza wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	2 770,9	2 983,2	7,7%	10 302,8	11 129,3	8,0%
Wynik brutto na sprzedaży	1 420,0	1 471,4	3,6%	5 183,7	5 519,4	6,5%
EBITDA	479,0	471,8	-1,5%	1 634,7	1 825,1	11,6%
EBIT	328,0	296,3	-9,7%	1 035,6	1 139,8	10,1%
Zysk brutto	201,9	158,9	-21,3%	918,7	587,2	-36,1%
Zysk netto	158,4	128,7	-18,7%	1 023,2	458,9	-55,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	51,2%	49,3%		50,3%	49,6%	
Marża EBITDA	17,3%	15,8%		15,9%	16,4%	
Marża EBIT	11,8%	9,9%		10,1%	10,2%	
Marża zysku netto	5,7%	4,3%		9,9%	4,1%	

Źródło: BDM

CELON PHARMA**AKTUALNE ZALECENIE: BRAK**

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	21,9	P/E	-39,7	-32,4	-14,2
MC [mln PLN]	985,5	EV/EBITDA	48,8	73,6	172,3
		EV/EBIT	-40,8	-30,1	-28,7
		P/BV	2,5	2,5	2,9

Analizy:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

W 3Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się wzrostu przychodów o +4% r/r do 52,8 mln PLN. Zwracamy uwagę na dosyć wysoką bazę 3Q'24, wynikającą z kumulacji zamówień eksportowych. Z drugiej strony sprzedaż powinna być wspierana przez nowy lek Tikoze, który został wprowadzony na rynek w czerwcu'25.

W obszarze innowacyjnym oczekujemy istotnego wzrostu przychodów z tytułu dotacji, w związku z przesunięciem wypłat grantów z 1H'25 na 2H'25. W 3Q'25 szacujemy wpływ z tego tytułu na poziomie ok. 15,3 mln PLN, wobec 0,3 mln PLN rok wcześniej. Przychody segmentu w 3Q'24 były zaburzone rozliczeniem przeniesienia praw do projektu Falkieri do spółki Novohale w kwocie 68,0 mln PLN, co w sprawozdaniu rocznym zostało odwrócone (zysk został ujęty w pozostałych przychodach operacyjnych w kwocie 15,5 mln PLN). W tabeli poniżej przedstawiamy nasze szacunki po korekcie tych pozycji.

W 3Q'25 spodziewamy się zysku na poziomie operacyjnym w wysokości 2,2 mln PLN, wobec 5,4 mln PLN w 3Q'24 (baza zawyżona przez wyżej opisane pozostałe przychody operacyjne). Zysk EBIT z jednej strony wynika z wysokich oczekiwanych przychodów grantowych, natomiast zwracamy uwagę na rosnące wyniki segmentu generycznego, które pozwalają pokrywać coraz większą część kosztów prac badawczych. Jednocześnie spółka ogranicza działania w segmencie innowacyjnym, skupiając się na projektach, które mają szansę na komercjalizację w krótkim i średnim terminie. Powinno to powodować ograniczenie kosztów operacyjnych w tym segmencie.

Na wynik netto istotny negatywny wpływ będzie miał udział w stracie jednostek stowarzyszonych. W 2Q'25 udział ten wyniósł -10,4 mln PLN. Spodziewamy się, że w 3Q'25 i 4Q'25 udział ten będzie podobny, co implikuje stratę na poziomie netto w wysokości -6,6 mln PLN w 3Q'25 oraz -78,9 mln PLN w całym 2025 r.

Prognoza wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24*	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	53,2	68,8	29,2%	207,2	234,9	13,4%
ze sprzedaży leków	50,7	52,8	4,0%	176,6	203,4	15,2%
z tytułu dotacji	0,3	15,3	4936,1%	27,4	28,5	3,8%
pozostałe	2,2	0,7	-66,0%	3,1	3,0	-3,7%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	5,4	2,2	-59,4%	-36,8	-40,3	-
EBITDA	18,6	13,3	-28,6%	15,0	6,7	-55,4%
Wynik netto j.d.	5,9	-6,6	-	-34,4	-78,9	-
marża EBIT	10,2%	3,2%		-17,8%	-17,1%	
marża EBITDA	34,9%	19,3%		7,3%	2,9%	
marża zysku netto	11,2%	-9,6%		-16,6%	-33,6%	

Źródło: BDM, spółka

* wyniki 3Q'24 po korekcie ujęcia zysku z przeniesienia praw do projektu Falkieri do Novohale (szacunki BDM)

CYFROWY POLSAT**AKUMULUJ z ceną docelową 16,69 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 16 października 2024 r.

(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	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

Analitik:Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl**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%

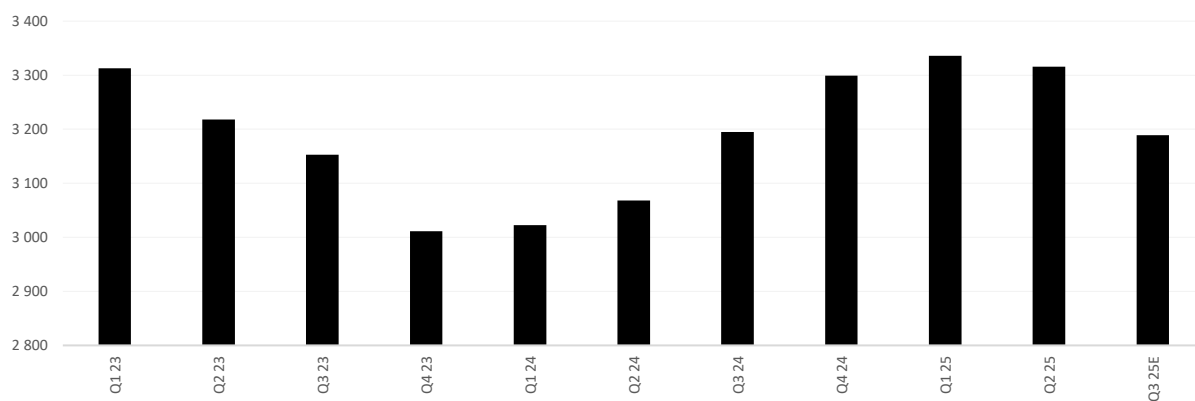
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

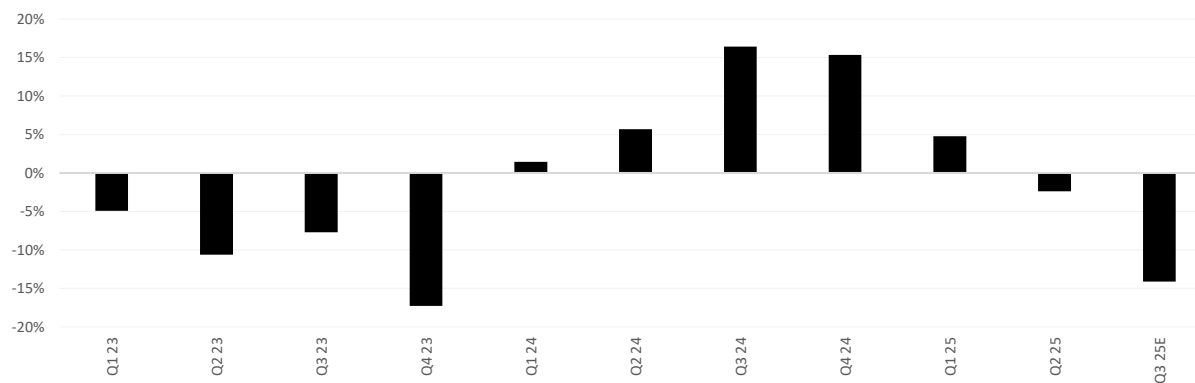
W pozostałych dywizjach biznesowych miniony Q3 2025 mógł być zdecydowanie bardziej wymagający dla spółki. Przypominamy, że segment mediowy z uwagi na kumulację wydarzeń sportowych będzie obciążony wysokimi kosztami kontentu (było to sygnalizowane na poprzednich konferencjach). Dlatego, przy płaskich 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]



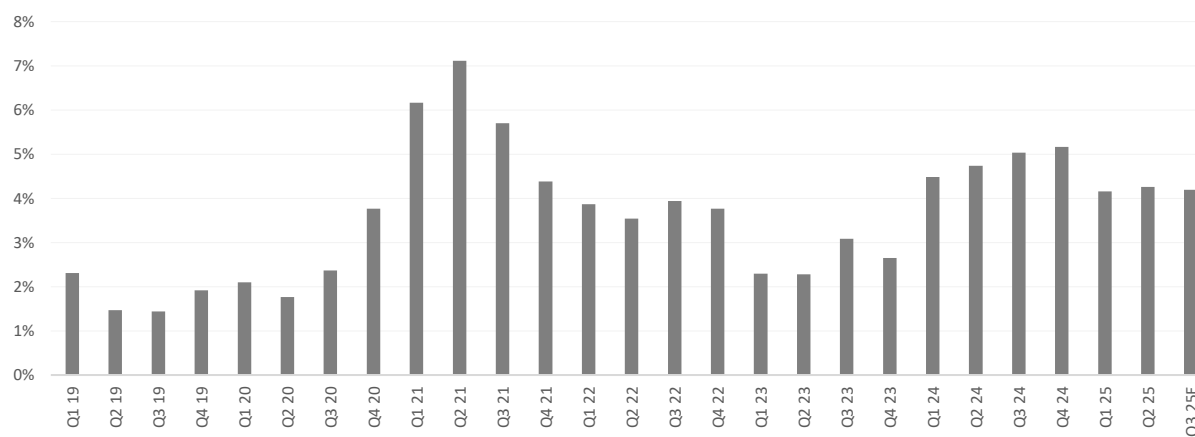
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

DECORA

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	68,6	P/E	10,8	8,9	9,3	8,3
MC [mln PLN]	723,5	EV/EBITDA	7,6	6,0	5,9	5,2
		EV/EBIT	9,3	7,4	7,6	6,7
		P/BV	2,4	2,1	1,8	1,7

Analizy:

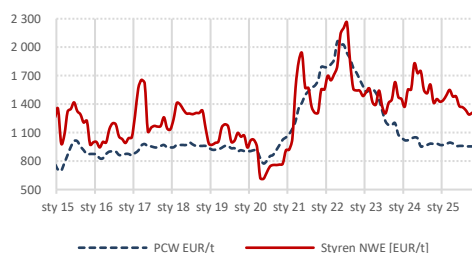
Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

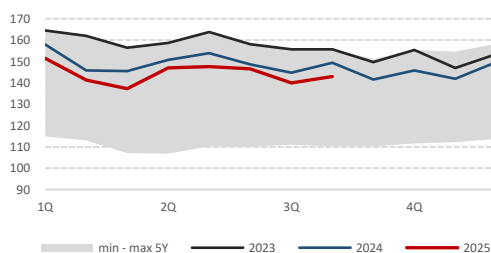
- Spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 3Q'25 24/10/2025
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 3Q'25 pokazał -3% spadek r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Ceny PCV stabilizują się na niskich poziomach, natomiast ceny styrenu, po korekcie wzrostowej od 2H'23, od drugiej połowie 2024 zaczęły znów opadać.
- Szacunkowe wyniki 3Q'25.** W 3Q'25 koniunktura na rynku materiałów budowlanych pozostawała nadal słaba, stabilizował się vs 2Q'25 kurs PLN. Spółka broni się rozszerzaniem portfolio produktowego czy bazy klientów, co m.in. pozwoliło na 13% wzrost przychodów. EBITDA wyniosła 36,1 mln PLN (+7% r/r) a zysk netto 22,3 mln PLN (+2% r/r). Wyniki było nieco powyżej naszych oczekiwań (gł. na linii przychodów).
- 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 nadal wymagająca, ale 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

Wstępne wyniki za 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25W	zmiana r/r	3Q'25P BDM	odchyl.	1-3Q'24	1-3Q'25W	zmiana r/r
Przychody	153,1	173,2	13,1%	161,5	7,2%	447,8	498,7	11,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	65,4	---	---	66,1	---	190,1	---	---
Zysk na sprzedaży	29,6	---	---	27,3	---	87,3	---	---
EBITDA	33,7	36,1	7,2%	33,9	6,6%	99,9	97,9	-2,0%
EBIT	27,6	27,6	0,2%	27,3	1,3%	82,6	76,8	-7,0%
Zysk brutto	27,1	---	---	26,5	---	81,5	---	---
Zysk netto	21,8	22,3	2,3%	21,5	3,8%	66,4	61,0	-8,1%
Marża brutto ze sprzedaży	42,7%	---	---	40,9%	---	42,5%	---	---
Marża na sprzedaży	19,4%	---	---	16,9%	---	19,5%	---	---
marża EBITDA	22,0%	20,9%	---	21,0%	---	22,3%	19,6%	---
marża EBIT	18,0%	16,0%	---	16,9%	---	18,4%	15,4%	---
marża netto	14,2%	12,9%	---	13,3%	---	14,8%	12,2%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DEKPOL

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	91,4	P/E	8,5	7,9	6,4	7,5
MC [mln PLN]	761,0	EV/EBITDA	6,2	6,9	4,9	5,5
		EV/EBIT	7,1	7,8	5,4	6,1
		P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Backlog.** Portfel po 2Q'25 w segmencie budowlanym wynosił rekordowe 1,16 mld PLN (vs 0,71 mld PLN po 1Q'25 oraz 0,66 mld PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji wynosiła 2,08 mld PLN (vs 1,17 mld PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 74% (spółka zwiększyła ostatnio udział projektów budynków użyteczności publicznej). 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). W 3Q'25 spółka nie pozyskała nowych kontraktów komunikowanych raportami.
- **Budownictwo.** W 3Q'25 zakładamy, że spółka pokaże wyższe o 62% r/r przychody. Zakładamy wyższą rentowność r/r i nieco niższą q/q. Biorąc pod uwagę portfel, zakładamy, że kolejne kwartały powinny mieć dodatnią dynamikę przychodów.
- **Deweloperka.** W 3Q'25 sprzedano 173 lokale (vs 138 rok temu) oraz przekazano 97 lokali (vs 28 rok temu). Zakładamy wyraźnie niższą średnią cenę r/r oraz marżowość (rok temu w wynikach był także one-off). Spółka po 3Q'25 podniosła cła segmentu na 2025 rok (sprzedaż do 625 z 510 lokali a przekazania do 645 z 570 lokali poprzednio).
- **Produkcja.** W ostatnich kwartałach spółka koncentrowała się na poprawie efektywności i pozyskaniu nowych klientów, jednak koniunktura pozostaje wymagająca – oczekujemy porównywalnych wyników r/r segmentu w 3Q'25.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 3Q'25 zakładamy stratę na poziomie -6 mln PLN (+3 mln PLN w 3Q'24, -6 mln PLN w 2Q'25).
- **Podsumowanie.** Zakładamy w 3Q'25 447 mln PLN przychodów, 32,7 mln PLN EBIT (budownictwo: +25 mln PLN, deweloper: +11 mln PLN, produkcja: +3 mln PLN, pozostałe: -6 mln PLN, w 3Q'24 było to odpowiednio: +10 / +11 / +3 / +3 mln PLN) oraz 22,3 mln PLN zysku netto (+29 r/r). W całym 2025 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,83 mld PLN przychodów, 168 mln PLN EBIT (w tym 89 mln PLN deweloper) oraz 119 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	288,1	446,8	55,1%	975,4	1 292,9	32,6%	1 404,0	1 832,8	30,5%	1 831,9	0,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	54,6	66,2	21,3%	157,4	230,7	46,6%	249,5	310,0	24,2%	283,8	-8,5%
Zysk na sprzedaży	24,8	32,7	32,1%	71,7	122,6	71,1%	133,7	168,0	25,7%	148,7	-11,5%
EBITDA	30,4	37,1	21,9%	87,6	136,0	55,2%	137,2	185,1	34,9%	166,8	-9,9%
EBIT	27,0	32,7	21,4%	75,9	122,4	61,3%	120,8	167,7	38,8%	148,7	-11,3%
Zysk brutto	22,0	27,8	26,2%	77,5	108,9	40,6%	122,4	149,1	21,8%	126,9	-14,9%
Zysk netto	17,3	22,3	28,7%	60,1	86,4	43,7%	96,2	118,6	23,3%	101,5	-14,4%
Marża brutto ze sprzedaży	19,0%	14,8%		16,1%	17,8%		17,8%	16,9%		15,5%	
Marża na sprzedaży	8,6%	7,3%		7,3%	9,5%		9,5%	9,2%		8,1%	
marża EBITDA	10,6%	8,3%		9,0%	10,5%		9,8%	10,1%		9,1%	
marża EBIT	9,4%	7,3%		7,8%	9,5%		8,6%	9,1%		8,1%	
marża netto	6,0%	5,0%		6,2%	6,7%		6,9%	6,5%		5,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DIGITAL NETWORK

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			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	P/BV	12,5x	9,5x	8,2x

Data publikacji raportu za Q3 2025

2025-11-28

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

Prognoza wyników na Q2 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%

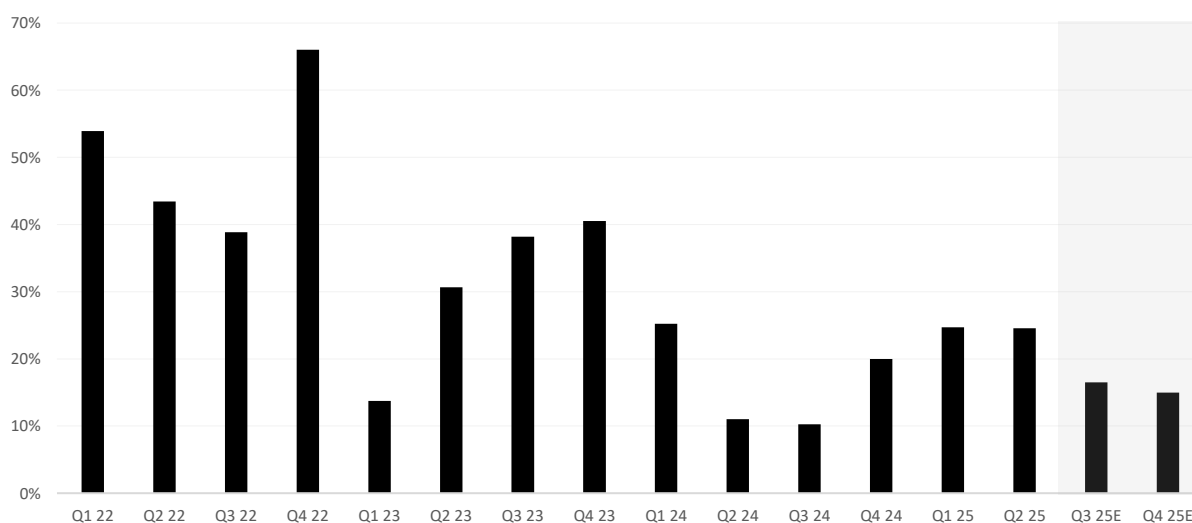
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

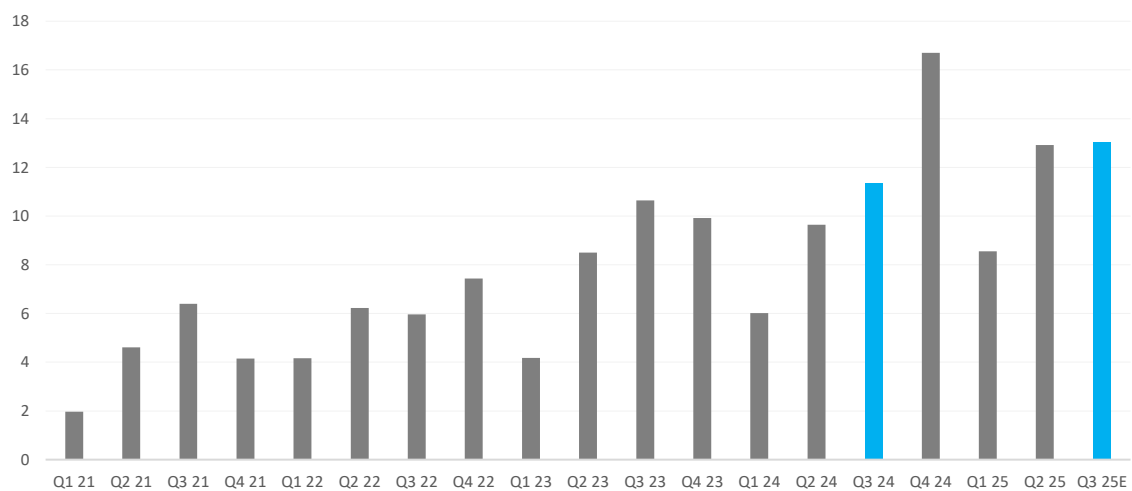
W symulacji zakładamy odczyt EBITDA na poziomie 13 mln PLN (+14,8% r/r). W ujęciu LTM, po Q3 2025 EBITDA w naszym modelu wynosi 51,2 mln PLN, czyli jest o 38,6% wyższa niż odczyt po Q3 2024. Wynik netto (przypisany akcjonariuszom) według naszych założeń w Q3 2025 może wynieść 8,5 mln PLN (+15,9 r/r).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

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			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
		EV/Przychody	1,9	1,9	1,7
Data publikacji raportu za Q3 2025	2025-11-26				

Analizy:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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.

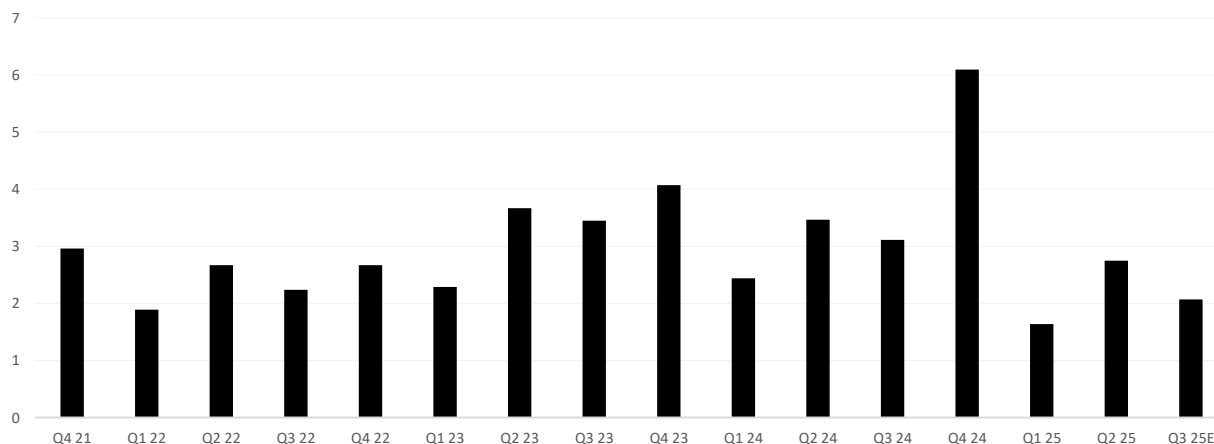
Spółka ma za sobą wymagające pierwsze półrocze 2025 roku w segmencie usługi reklamowe audio wideo. W samym Q2 2025 przychody tej dywizji biznesowej spadły o 8,2% r/r, a wynik segmentu był niższy nominalnie o 1,4 mln PLN r/r. Spodziewamy się, że Q3 2025 również wskaże na erozję przychodów oraz wyniku 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%).

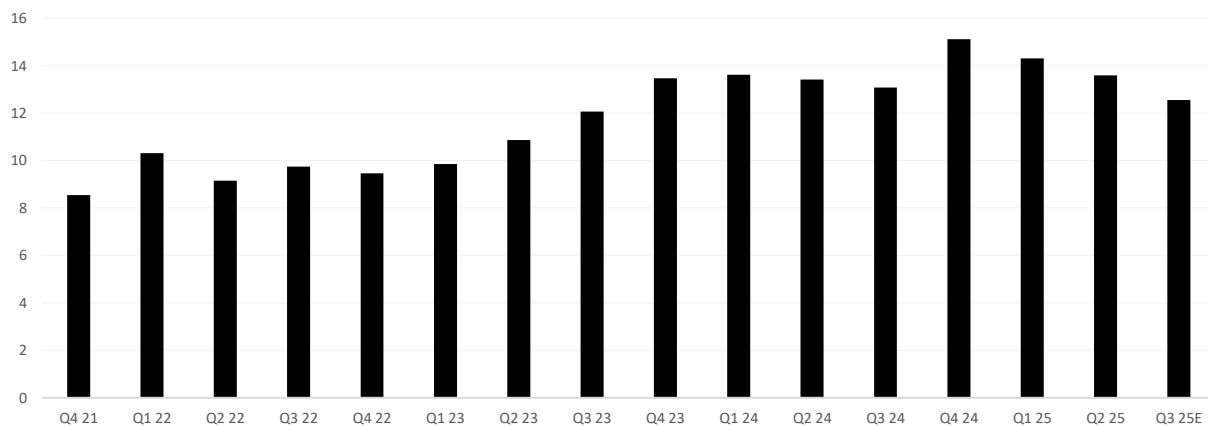
Ogółem w naszej symulacji zakładamy, że w Q3 2025 spółka mogła wypracować EBIT na poziomie 2,1 mln PLN (-33,5% r/r). Po odczycie za Q3 2025 EBIT LTM może być w okolicy 12,5 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom zakładamy na Q3 2025 1,5 mln PLN (w ujęciu LTM wynik netto może być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

Historyczne odczyty EBIT oraz nasza prognoza [PLN m]



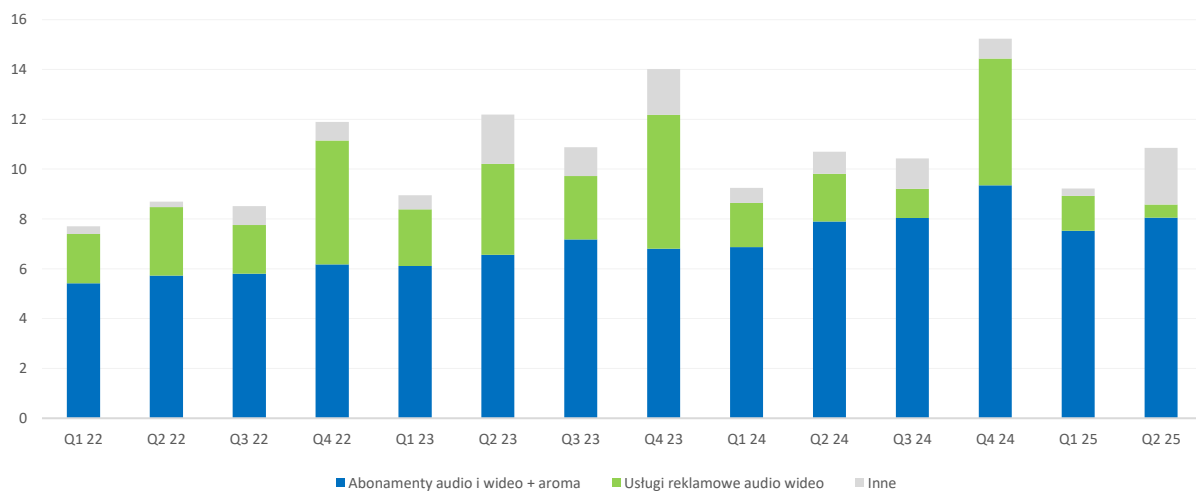
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT LTM oraz nasza prognoza [PLN m]



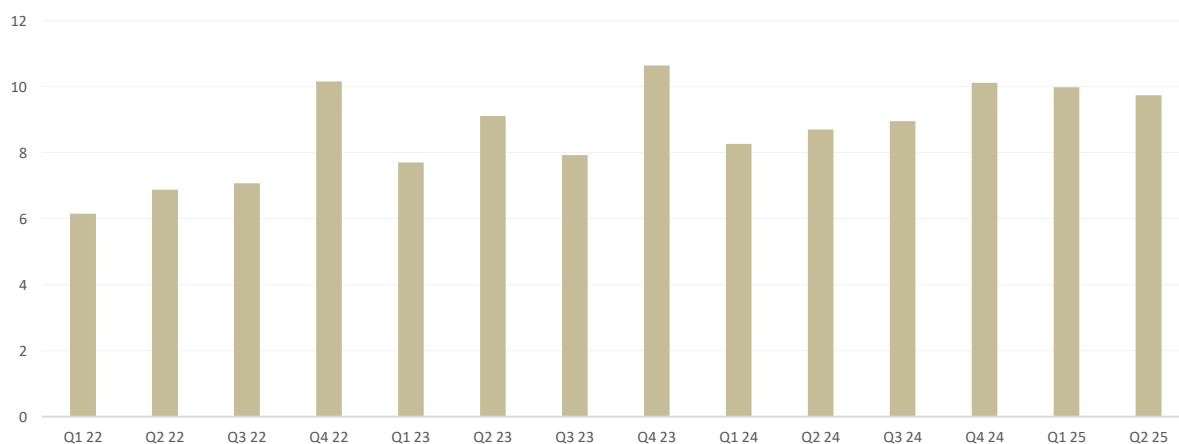
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



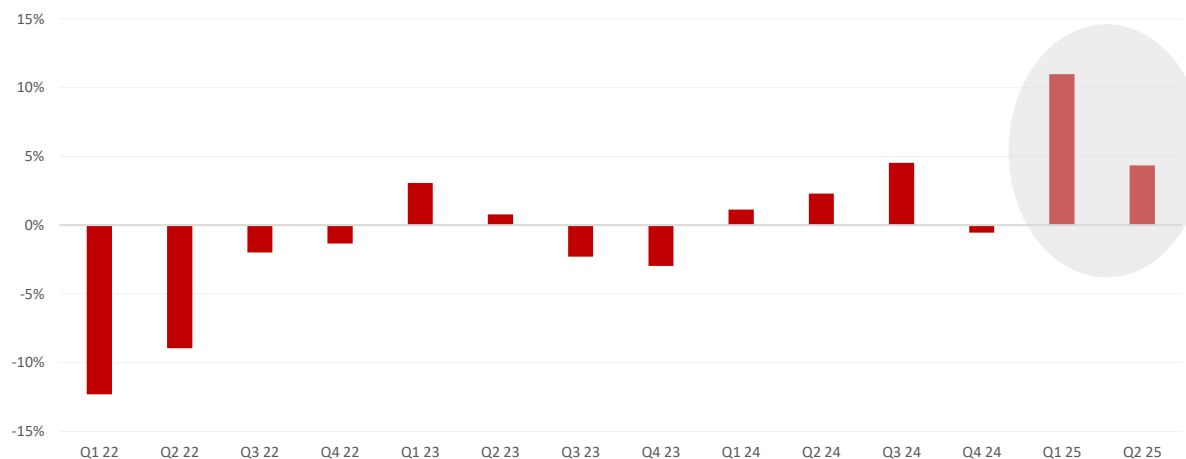
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

DOM DEVELOPMENT

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Data publikacji raportu za 3Q'25 – 2025-11-20

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	246,5	P/E	13,8	11,2	9,6	9,0
MC [mln PLN]	6 359,2	EV/EBITDA	11,4	9,0	7,9	7,0
		EV/EBIT	11,8	9,3	8,1	7,2
		P/BV	4,4	3,7	3,2	2,9

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdom.pl

tel.: 032 208 14 32

- W 3Q'25 spółka sprzedała 1 183 lokali (560 w Warszawie, 258 w Trójmieście, 211 we Wrocławiu, 154 w Krakowie). Jest to odczyt +2% wyższy niż w 3Q'24 oraz 18% wyższy 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 3Q'25 wyniosły 950 lokali dla klienta detalicznego (+352 lokale r/r; 494 Warszawa, 302 Trójmiasto, 56 Wrocław, 98 Kraków). W Warszawie spółka najwięcej lokali przekazywała w projektach Przy Różowej oraz Harmonia Mokotów. W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projektach Osiedle Lema i Widoki, w Krakowie – Górka Narodowa.
- Spodziewamy się w 3Q'25 przychodów na poziomie 727 mln PLN (+51% r/r, średnia cena lokalu powinna być kilka % wyższa r/r, ale wyraźnie niższa q/q – spory udział tym razem segmentu popularnego). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 32,9% (vs 31,3% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 6% wyższym r/r (w 2024 dynamika wyniosła +20% r/r) oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 159 mln PLN a wynik netto na 128 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 1-3Q'25 przekazano 2,55 tys lokali, na 4Q'25 do zakończenia są inwestycje na 2,27 tys lokali, z czego część przejdzie na kolejny rok). Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że marżę w 2025 roku wspierają lokale sprzedane w 2023 w trakcie obowiązywania BK2%.
- Konsensus Bloomberg dla zysku netto na lata 2025/26 kształtuje się na poziomie 657 / 692 mln PLN (poprzednio: 661 / 678 mln PLN). Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 664 / 709 mln PLN (poprzednio: 663 / 689 mln PLN).

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	482,3	727,2	50,8%	1 851,9	2 021,1	9,1%	3 168,2	3 405,4	7,5%	3 795,2	11,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	150,8	239,0	58,5%	589,6	694,3	17,8%	1 019,2	1 142,8	12,1%	1 228,1	7,5%
Zysk na sprzedaży	77,4	161,1	108,2%	377,8	469,4	24,3%	725,7	834,0	14,9%	890,8	6,8%
EBITDA	85,2	165,6	94,3%	383,0	480,6	25,5%	723,0	849,7	17,5%	911,5	7,3%
EBIT	78,9	159,1	101,6%	364,7	461,1	26,4%	698,2	823,6	18,0%	882,8	7,2%
Zysk brutto	79,1	159,6	101,7%	367,5	464,3	26,3%	706,4	827,4	17,1%	885,9	7,1%
Zysk netto	64,7	127,7	97,4%	295,7	373,3	26,2%	569,1	663,8	16,6%	708,8	6,8%
Marża brutto ze sprzedaży	31,3%	32,9%		31,8%	34,4%		32,2%	33,6%		32,4%	
Marża na sprzedaży	16,0%	22,1%		20,4%	23,2%		22,9%	24,5%		23,5%	
marża EBITDA	17,7%	22,8%		20,7%	23,8%		22,8%	25,0%		24,0%	
marża EBIT	16,4%	21,9%		19,7%	22,8%		22,0%	24,2%		23,3%	
marża netto	13,4%	17,6%		16,0%	18,5%		18,0%	19,5%		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	3Q'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	1 183
Warszawa	600	548	389	628	385	448	414	491	488	345	402	455	422	408	491	470	432	437	560
Trójmiasto	342	332	304	285	236	203	161	193	180	282	374	275	267	233	242	296	260	239	258
Wrocław	142	152	116	109	84	92	87	91	119	194	189	145	203	176	274	267	229	208	211
Kraków	0	0	47	72	53	58	41	56	127	110	116	105	119	126	149	126	112	116	154
Sprzedaż PRS	0	0	0	0	0	0	0	397	0	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	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	611	950
Warszawa	906	295	141	456	829	465	241	386	907	181	136	704	526	562	263	618	341	156	494
Trójmiasto	150	127	394	301	179	369	141	389	205	375	272	193	293	63	140	454	172	220	302
Wrocław	310	134	23	3	1	235	24	130	109	59	119	331	45	3	78	396	393	231	56
Kraków	0	0	41	51	85	15	14	163	129	33	8	70	57	88	117	213	78	4	98
Przekazania PRS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0	97	0
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0	97	0

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Planowany po 2Q'25 harmonogram przekazania lokali w 2025

	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ
III kw.	Osiedle przy Ryżowej Faza 2	Warszawa	254	lip.25	Osiedle Harmonia Mokotów Faza 2	Warszawa	213	paź.25
	Górka Narodowa Etap 4	Kraków	125	lip.25	Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód 10	Warszawa	145	paź.25
	Widoki	Trójmiasto	64	sie.25	Osiedle przy Alejach Faza 3	Warszawa	105	paź.25
	Lema	Trójmiasto	189	sie.25	Osiedle Urbino Etap 2 Faza 2	Warszawa	100	paź.25
	Osiedle Harmonia Mokotów Faza 1	Warszawa	157	wrz.25	Osiedle Synteza	Trójmiasto	120	paź.25
	Osiedle Beauforta 2	Trójmiasto	158	wrz.25	Osiedle Międzyzłeska Faza 2	Wrocław	248	paź.25
	Razem III kwartał		947		Apartamenty Nad Olawką Faza 1	Wrocław	88	paź.25
IV kw.					Górka Narodowa Etap 5 Faza 1	Kraków	113	paź.25
					Osiedle przy Alejach Faza 2	Warszawa	150	lis.25
					Osiedle przy Alejach Faza 4	Warszawa	19	lis.25
					Osiedle przy Forcie Faza 1	Warszawa	124	lis.25
					Konstelacja	Trójmiasto	84	lis.25
					Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 3	Warszawa	208	gru.25
					Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 4	Warszawa	249	gru.25
					Wzgórze Hoplitry	Trójmiasto	58	gru.25
					Górka Narodowa Etap 5 Faza 2	Kraków	111	gru.25
					Górka Narodowa Etap 5 Faza 3	Kraków	105	gru.25
				Apartamenty Park Matecznego Faza 1	Kraków	33	gru.25	
					Razem IV kwartał		2 273	
					Razem III - IV kw. 2025		3 220	

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'25	3Q'25
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	741,9	552,1	727,2
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	317,1	153,7	387,9
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	243,5	173,1	42,0
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	119,0	216,3	219,0
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	62,3	9,1	78,4
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	253,4	201,9	239,0
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	114,4	44,5	118,8
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	72,2	58,7	13,4
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	45,5	95,5	83,2
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	21,3	3,2	23,5
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	67,7	79,2	77,9
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	185,7	122,7	161,1
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	-3,3	-2,3	-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	188,6	126,5	165,6
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	182,0	120,0	159,1
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	-2,0	-0,7	-0,5
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	184,0	120,7	159,6
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	148,4	97,3	127,7
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-	282,9	-10,9	276,9	-72,0	184,6	-43,8	245,4	85,8
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	249,2
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681	984	611	950
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	1 033	1 000	1 183
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%	34,2%	36,6%	32,9%
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%	36,1%	28,9%	30,6%
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%	29,6%	33,9%	32,0%
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%	38,2%	44,2%	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%	34,2%	35,7%	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%	25,0%	22,2%	22,1%
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%	9,1%	14,4%	10,7%
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%	25,4%	22,9%	22,8%
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%	24,5%	21,7%	21,9%
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%	20,0%	17,6%	17,6%

Źródło: DM BDM S.A. spółka

ELEKTROTIM

Trzymaj, TP 52,6 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 1 września 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	49,7	P/E	22,2	9,2	14,3	10,1
MC [mln PLN]	496,2	EV/EBITDA	12,1	7,9	8,9	6,7
		EV/EBIT	13,7	8,5	9,9	7,2
		P/BV	4,7	3,7	3,4	3,0

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Backlog.** Portfel na koniec 2Q'25 wynosił 727 mln PLN (vs 680 mln PLN po 1Q'25 i 644 mln PLN rok temu). Ok. 474 mln PLN przypadało do realizacji na 2025 rok. Portfel po lipcu'25 spadł do 676 mln PLN (358 mln PLN na 2025 rok). Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom (duży spadek pomiędzy VI a VII może wynikać m.in. z końcowego fakturowania kontraktu dla SG na Bugu). W VIII-IX'25 spółka podpisała umowy za ok. 180 mln PLN (w tym kontrakt dla PEJ, gdzie w X'25 poinformowano, że zamawiający skorzysta z prawa opcji).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W latach 2022-24 roku spółka przeszła spory proces reorganizacji, jednocześnie udało się wejść na powtarzalny poziom >500 mln PLN przychodów i notować bardzo dobre marże (dodatkowo wyniki 2024 były wsparte przez one-off). Wyniki 1Q'25 przyniosły spory wzrost przychodów oraz dobry poziom marży, natomiast 2Q'25 wyraźnie rozczarował na poziomie rentowności (spółka wskazywała na wewnętrzną specyfikę rozliczania rentowności, a wyniki pojedynczego kwartału nie są odzwierciedleniem rentowności bieżącego portfela).
- **Prognoza na 3Q'25.** Wysoki poziom backlogu powinien wpływać na poprawę przychodów r/r, mimo słabych odczytów z budownictwa. Jednocześnie baza na marżowości z 3Q'24 jest bardzo wymagająca i naszym zdaniem należy się liczyć z kolejnych kwartałach erozji marży r/r. Finalnie powinien zostać rozliczony kontrakt na perymetrię na Bugu (który raczej nie charakteryzował się wysoką rentownością). Spodziewamy się w 3Q'25 15,8 mln PLN EBIT vs 23,1 mln PLN rok temu. Zakładamy raportowany zysk netto na poziomie 11,9 mln PLN (vs 16,4 mln PLN rok temu). Spółka na koniec 2Q'25 miała 33 mln PLN długu netto. Spodziewamy się podobnego poziomu w 3Q'25 (spadek zaangażowania w kapitał obrotowy, ale z drugiej strony wypłata dywidendy).
- **Prognoza średnioterminowa.** Biorąc pod uwagę m.in. słabsze od oczekiwań marże, które pojawiły się już w 2Q'25, mamy obawy czy spółce uda się zrealizować nasze założenie odnośnie zysku netto z ostatniego raportu analitycznego. Zakładamy obecnie, że spółka w 2025 roku wypracuje 591 mln PLN przychodów (+13% r/r) oraz 34,8 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w okolicy publikacji wyników pojawi się strategia spółki na kolejny kilkuletni horyzont, która może bardziej przyciągać uwagę inwestorów niż bieżące wyniki.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024*	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	162,5	172,8	6,4%	336,0	375,5	11,7%	524,8	590,5	12,5%	716,3	21,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	30,4	23,1	-23,9%	56,5	48,0	-15,0%	80,6	78,6	-2,5%	105,6	34,4%
Zysk na sprzedaży	23,3	15,8	-32,2%	34,3	25,7	-25,2%	48,6	45,5	-6,4%	62,5	37,3%
EBITDA	24,2	17,0	-29,6%	42,9	30,1	-29,7%	58,6	51,2	-12,7%	67,3	31,4%
EBIT	23,1	15,8	-31,4%	39,7	26,4	-33,4%	54,2	46,3	-14,6%	62,5	34,9%
Zysk brutto	20,7	14,6	-29,4%	52,4	24,2	-53,9%	64,2	43,4	-32,4%	60,6	39,5%
Zysk netto	16,4	11,9	-27,6%	45,5	19,2	-57,8%	54,1	34,8	-35,6%	49,1	41,0%
Marża brutto ze sprzedaży	18,7%	13,4%		16,8%	12,8%		15,4%	13,3%		14,7%	
Marża na sprzedaży	14,4%	9,2%		10,2%	6,8%		9,3%	7,7%		8,7%	
marża EBITDA	14,9%	9,9%		12,8%	8,0%		11,2%	8,7%		9,4%	
marża EBIT	14,2%	9,2%		11,8%	7,0%		10,3%	7,8%		8,7%	
marża netto	10,1%	6,9%		13,5%	5,1%		10,3%	5,9%		6,8%	

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)

ERBUD**Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	29,6	P/E	35,3	---	---	19,7
MC [mln PLN]	353,1	EV/EBITDA	5,8	5,7	6,3	4,2
		EV/EBIT	16,4	17,7	18,1	7,8
		P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Backlog.** Portfel grupy po 2Q'25 wynosił 2,81 mld PLN (0% r/r, -4% q/q). Spadek portfela w ujęciu r/r odnotował segment przemysłowy, w przypadku pozostałych był on porównywalny lub lekko wyższy.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki za ostatnie kwartały są mocno obciążone przez straty MOD21 (ok 80 mln PLN w okresie 2024-1H'25). Od 3Q'24 dodatnie wyniki operacyjne notuje segment kubaturowy.
- **Prognoza na 3Q'25.** W 3Q'25 spodziewamy się, że spółka odnotuje wzrost przychodów r/r do 863 mln PLN (wzrost gł. w kubaturze i Onde). Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży będzie niższa r/r, na co wpłynie przeszacowanie kontraktów w MOD21 (na ostatniej konferencji wynikowej spółka sygnalizowała audyt kontraktów). Zakładamy przy tym, że uda się wyjść ponad break even na poziomie EBIT, na poziomie skonsolidowanym. Zakładamy EBIT na poziomie +6,3 mln PLN (vs +21,9 mln PLN rok wcześniej): kubatura: +6,9 mln PLN, Onde: +15,0 mln PLN, przemysł: +7,7 mln PLN, moduły: -23,2 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje -10,1 mln PLN straty. Spodziewamy się podobnej pozycji gotówkowej q/q w 3Q'25 (po 2Q'25 spółka miała 182 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 nadal pokładała duże nadzieje w obszarze modułów, ale biznes napotka kolejne wewnętrzne problemy (na ostatniej konferencji zarząd nie chciał deklarować break-even na EBITDA nawet w 2026 roku). Onde nadal walczy o odbudowę portfela, przy tym 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 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	771,1	863,3	12,0%	2 104,6	2 396,4	13,9%	2 979,8	3 292,3	10,5%	3 338,5	1,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	72,5	65,9	-9,2%	174,1	178,6	2,6%	219,8	256,2	16,6%	275,3	7,5%
Zysk na sprzedaży	17,7	6,3	-64,6%	15,1	-1,0	---	-1,0	13,2	---	52,5	297,4%
EBITDA	32,8	17,3	-47,2%	65,1	46,1	-29,2%	63,8	68,9	8,1%	96,5	40,1%
EBIT	21,9	6,3	-71,3%	33,6	9,7	-71,3%	20,7	23,9	15,7%	52,5	119,5%
Zysk brutto	10,0	-1,2	---	16,5	-6,9	---	0,1	2,1	3650,0%	34,7	1553,3%
Zysk netto	5,0	-10,1	---	-0,5	-21,7	---	-28,9	-19,5	---	18,0	-192,1%
Marża brutto ze sprzedaży	9,4%	7,6%		8,3%	7,5%		7,4%	7,8%		8,2%	
Marża na sprzedaży	2,3%	0,7%		0,7%	0,0%		0,0%	0,4%		1,6%	
marża EBITDA	4,2%	2,0%		3,1%	1,9%		2,1%	2,1%		2,9%	
marża EBIT	2,8%	0,7%		1,6%	0,4%		0,7%	0,7%		1,6%	
marża netto	0,7%	-1,2%		0,0%	-0,9%		-1,0%	-0,6%		0,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ESOTIQ & HENDERSON

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	36,4	P/E	11,0	7,4	6,0
MC [mln PLN]	81,3	EV/EBITDA	3,2	3,3	3,6
		EV/EBIT	6,3	6,4	7,1
		P/BV	1,3	1,2	1,2

Analizy:

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

Szacunkowe miesięczne dane sprzedażowe wskazują na wypracowanie w 3Q'25 ok. 91,6 mln PLN przychodów. Biorąc pod uwagę historyczne delikatne różnice między szacunkami a finalnymi wynikami, prognozujemy sprzedaż na 92,6 mln PLN. Marżę brutto na sprzedaży szacujemy na poziomie 63,2%. Spadek marży brutto na sprzedaży wynika głównie z głębokich wyprzedaży, jakie miały miejsce w sierpniu'25.

W dalszym ciągu mocne dwucyfrowe wzrosty notuje sprzedaż internetowa. W 3Q'25 spółka rozpoczęła współpracę z Julią Wieniawą. W naszej ocenie rozszerzenie kampanii w social mediach i promowanie produktów spółki przez celebrytkę powinno pomóc w pozyskiwaniu młodszych klientek.

W 3Q'25 spodziewamy się dalszego wzrostu kosztów operacyjnych. Trwa proces przenoszenia towarów do magazynu InPost. Dzięki nawiązaniu współpracy z dostawcą powinien skrócić się czas dostawy przesyłek oraz zmniejszyć koszty logistyki. Do czasu zakończenia procesu przejściowego, gdzie spółka posiada część towaru w magazynie InPost, a część nadal jest obsługiwana w poprzednim magazynie, koszty logistyki w naszej ocenie powinny utrzymywać się na podobnym poziomie k/k, lub delikatnie wzrosnąć.

W związku z wysokimi przychodami, szacujemy wzrost kosztów sprzedaży. Głównym czynnikiem jest tutaj sprzedaż franczyzowa, gdzie koszty uzależnione są od poziomu sprzedaży (szacujemy ok. 44%). Implikuje to wzrost kosztów SG&A do ok. 54,3 mln PLN (+9,5% r/r). Zakładamy, że w omawianym okresie amortyzacja wzrośnie do ok. 4,5 mln PLN (wobec 4,1 mln PLN w 2Q'25), co jest związane głównie z zakupem budynku, w którym znajduje się siedziba spółki. Przypominamy, że przy okazji raportu za 2Q'25, spółka informowała o zmianie sposobu finansowania zakupu – zamiast kredytu bankowego, skorzysta z leasingu.

W 3Q'25 szacujemy ok. 5,1 mln PLN EBIT (+73,2% r/r) oraz 9,6 mln PLN EBITDA (+25,9% r/r). Zysk netto prognozujemy na poziomie 2,8 mln PLN, wobec 1,4 mln PLN rok wcześniej.

Po słabych wynikach 1H'25, spodziewamy się, że 2H'25 przyniesie istotną poprawę. Wzrost przychodów, związany z rozszerzeniem grupy docelowej oraz zmianami, jakie spółka wprowadzała w ostatnich kwartałach powinny zacząć budować wyniki.

Prognoza wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	81,2	92,6	14,1%	298,3	328,4	10,1%
Wynik brutto na sprzedaży	52,2	58,5	12,0%	201,2	219,8	9,2%
EBITDA	7,6	9,6	25,9%	36,0	36,2	0,8%
EBIT	3,0	5,1	73,2%	18,5	18,5	0,3%
Zysk brutto	2,4	3,5	46,5%	13,8	13,5	-1,6%
Zysk netto	1,4	2,8	106,7%	11,0	10,9	-1,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	64,4%	63,2%		67,5%	66,9%	
Marża EBITDA	9,4%	10,4%		12,1%	11,0%	
Marża EBIT	3,7%	5,6%		6,2%	5,6%	
Marża zysku netto	1,7%	3,1%		3,7%	3,3%	

Źródło: BDM

FERRO

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	31,3	P/E	9,9	9,2	11,6	12,7
MC [mln PLN]	664,9	EV/EBITDA	6,5	6,3	8,2	8,3
		EV/EBIT	7,6	7,3	10,1	10,1
		P/BV	1,5	1,5	1,5	1,5

Analizy:

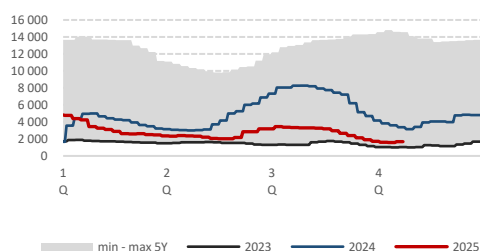
Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

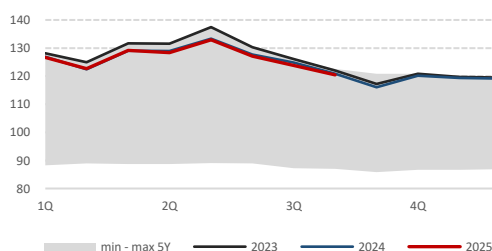
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 3Q'25 spadł o -1% r/r. Koszty frachtu po górze w 3Q'24 w kolejnych kwartałach są w trendzie spadkowym. Zagregowany mix cen miedzi, cynku i aluminium wyrażony w PLN w 2H'24 i 1Q'25 był wyższy r/r w PLN, w 2Q'25 był korzystniejszy, natomiast w 3Q'25 jest znów porównywalny r/r (przełożenie na marżę spółki to około +3Q). W ostatnich miesiącach widzimy zróżnicowane zachowanie PLN vs waluty CEE (osłabienie vs CZK i HUF, umocnienie vs RON).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Po dobrym okresie 3Q'23-3Q'24 (poprawy otoczenia kosztowego) spółka od 4Q'24 notuje ujemne dynamiki r/r a sam 2Q'25 wypadł najsłabiej od wielu lat (spadek marży EBITDA <10% pierwszy raz od 4Q'18). Spółka odczuwa niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w CEE) czy wzrost konkurencji cenowej.
- **Prognoza na 3Q'25.** Spodziewamy się, że w 3Q'25 przychody mogą być nadal pod presją słabego popytu. Na poziomie EBITDA spodziewamy się wyraźnej ujemnej dynamiki r/r (odczuwalny jeszcze „drogi” zapas, wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny). Zakładamy spadek EBITDA do 26,5 mln PLN (z 38,1 mln PLN w 3Q'24). Na poziomie netto spodziewamy się 14,3 mln PLN (vs 27,2 mln PLN rok temu). Spodziewamy się porównywalnego długu netto vs 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 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	205,3	195,7	-4,7%	584,6	565,2	-3,3%	783,4	758,0	-3,2%	853,7	12,6%
EBITDA	38,1	26,5	-30,6%	94,1	71,7	-23,8%	119,0	94,4	-20,7%	95,5	1,2%
EBIT	33,8	22,0	-35,0%	81,3	58,3	-28,2%	101,6	76,7	-24,5%	77,7	1,3%
Zysk brutto	33,9	19,0	-44,1%	75,8	57,5	-24,2%	88,8	73,5	-17,3%	69,1	-6,0%
Zysk netto	27,2	14,3	-47,2%	60,5	44,9	-25,7%	72,2	57,2	-20,8%	52,4	-8,3%
marża EBITDA	18,6%	13,5%		16,1%	12,7%		15,2%	12,5%		11,2%	
marża EBIT	16,5%	11,2%		13,9%	10,3%		13,0%	10,1%		9,1%	
marża netto	13,2%	7,3%		10,3%	8,0%		9,2%	7,5%		6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

INSTAL KRAKÓW

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

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	39,1	P/E	8,1	5,4	6,8	6,5
MC [mln PLN]	284,9	EV/EBITDA	4,6	3,9	4,5	4,4
		EV/EBIT	5,2	4,2	5,0	4,8
		P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **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). W 1H'25 wyniki były słabsze r/r ze względu na niższą liczbę przekazanych mieszkań oraz słabszy wynik w segmencie budowlanym.
- **Deweloperka.** Segment deweloperski to od lat główny filar wynikowy Instalu. W 2024 spółka sprzedała 130 lokali (vs 381 rok wcześniej). Natomiast przekazania wyniosły 263 lokali (226 rok wcześniej). W 3Q'25 uzyskano PnU dla inwestycji Mierzeja Wiślana IV (projekt na 207 lokali, z tego 22 było sprzedane do 2Q'25; w 4Q'24 rozpoczęto przekazania z III etapu tej inwestycji, gdzie do 2Q'25 sprzedano 180/200 lokali). Spółka ukończyła w ostatnim czasie także projekt w Zabrze (100 lokali, sprzedaż wystartowała w 3Q'24, do 2Q'25 sprzedano 10 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 umowy z GW na I oraz II etap zabudowy wielorodzinnej w tej lokalizacji. Spółka zakłada możliwość finansowania realizacji kolejnych etapów przy ulicy Albatrosów kapitałem obcym.
- **Prognoza na 3Q'25.** Spółka pokazała już jednostkowe, szacunkowe wyniki za 3Q'25. Przychody wyniosły 47,3 mln PLN, a zysk netto 10,6 mln PLN. Zakładamy, że prawdopodobnie jest tu spory wpływ deweloperki - w 3Q'25 uzyskano PnU dla inwestycji Mierzeja Wiślana IV, więc mogły pojawić się pierwsze przekazania mieszkań z tej inwestycji, które powinny mieć wysoką marżę (alternatywą jest jakiś one-off w segmencie budowlanym). Do wyników skonsolidowanych dołoży się jeszcze Frapol, głównie na poziomie przychodów. Zakładamy, że skonsolidowane przychody w 3Q'25 wyniosą 79,8 mln PLN, a zysk netto 11,7 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku wyniki będą w dalszym ciągu oparte głównie o segment deweloperski (przekazania w projektach Mierzeja Wiślana III i IV oraz Zabrze). Zakładamy obecnie w 2025 roku 337 mln PLN przychodów (-10% r/r) oraz 42,0 mln PLN zysku netto (-21% 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'25	3Q'25W
Przychody	67,4	55,1	71,2	104,1	102,4	35,4	31,5	100,1	57,2	47,7	47,3
EBITDA	5,7	1,0	6,8	27,3	26,3	3,0	1,3	31,5	14,0	5,3	13,7
Zysk (strata)	5,6	2,0	6,3	27,7	26,8	3,6	1,3	31,2	13,6	5,5	13,2
Zysk (strata)	4,4	1,6	5,1	23,4	21,7	3,0	1,0	24,9	11,0	4,3	10,6
przekazane	43	36	30	117	151	22	1	89	54	32	b.d.
Marża	8,4%	1,8%	9,6%	26,3%	25,7%	8,4%	4,1%	31,5%	24,4%	11,2%	29,0%
Marża zysku	6,6%	2,9%	7,1%	22,5%	21,2%	8,4%	3,3%	24,9%	19,2%	9,1%	22,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	59,8	79,8	33,3%	244,6	238,7	-2,4%	374,9	337,0	-10,1%	339,9	0,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,7	29,2	112,9%	68,4	73,6	7,7%	102,9	102,3	-0,6%	103,8	1,5%
Zysk na sprzedaży	2,5	14,5	476,8%	30,7	34,9	13,7%	54,4	52,2	-4,1%	53,2	1,8%
EBITDA	4,3	16,0	272,5%	35,6	39,1	9,9%	69,9	57,8	-17,3%	58,2	0,7%
EBIT	2,9	14,5	397,3%	31,5	35,0	11,2%	64,5	52,3	-18,9%	53,2	1,6%
Zysk brutto	3,2	14,7	366,0%	33,4	35,1	5,3%	66,4	53,1	-20,0%	54,6	2,8%
Zysk netto	2,3	11,7	418,7%	26,5	27,6	4,0%	52,9	42,0	-20,5%	43,6	3,7%
Marża brutto ze sprzedaży	23,0%	36,7%		27,9%	30,8%		27,5%	30,4%		30,5%	
Marża na sprzedaży	4,2%	18,2%		12,6%	14,6%		14,5%	15,5%		15,6%	
marża EBITDA	7,2%	20,0%		14,5%	16,4%		18,6%	17,2%		17,1%	
marża EBIT	4,9%	18,2%		12,9%	14,7%		17,2%	15,5%		15,6%	
marża netto	3,8%	14,7%		10,8%	11,6%		14,1%	12,5%		12,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KĘTY

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

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	945,0	P/E	16,9	16,4	15,8	14,6
MC [mln PLN]	9 282,5	EV/EBITDA	11,6	11,5	10,3	9,7
		EV/EBIT	14,6	14,8	13,4	12,4
		P/BV	4,8	4,8	4,7	4,4

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- Wyniki za 3Q'25.** Przychody wyniosły 1,45 mld PLN (+7% r/r, przy 1% wzroście cen aluminium w PLN). W SOG i SWW dynamika była lekko ujemna r/r (odpowiednio: -5% r/r i -2% r/r), a w SSA wzrost wyniósł 20% r/r (z czego za ok. połowę odpowiadała konsolidacja Selt). Na poziomie wolumenów wszystkie segmenty odnotowały wzrosty: SOG: +2% r/r, SWW: +2% r/r, SSA: +8% r/r (w tym systemy architektoniczne: +8% r/r, a systemy roletowe: +2% r/r). W 3Q'25 na poziomie EBITDA spółka miała 294 mln PLN, czyli ok 16% powyżej 3Q'24 (+41 mln PLN r/r, z czego za +17 mln PLN netto odpowiadał Selt). EBITDA była 1% poniżej szacunkowych danych, które spółka przedstawiała w drugiej połowie września. Zysk netto wyniósł 176 mln PLN (+19% r/r). Dług netto na koniec 3Q'25 wyniósł 1,18 mld PLN (vs 1,19 mld PLN po 2Q'25). CAPEX po 1-3Q'25 osiągnął 164 mln PLN (48% wykonania prognozy rocznej, po 1H'25 było 30%).
- Prognoza na 2025 rok.** Realizacja rocznej prognozy zarządu (0,99 mld PLN EBITDA) po 1-3Q'25 wynosi ok 83% co pozwala nadal realistycznie myśleć o co najmniej kilku procentowym jej przekroczeniu (10Y historyczna średnia na bazie rzeczywistych wyników rocznych to 79,5%). Obecny konsensus Bloomberg'a to ok. 1,03 mld PLN. W 4Q'24 spółka miała 201 mln PLN EBITDA. Zakładamy wynik na poziomie 207 mln PLN w 4Q'25 (zwracamy uwagę, że nie będzie już pozytywnego wpływu Selt na konsolidację, co istotnie wpływało na dynamiki w 1-3Q'25).
- Prognoza na 2026 rok.** 17 grudnia spółka powinna przedstawić prognozę na 2026 rok. Na ten moment zakładamy, że spółka w przyszłym roku wypracuje 1,12 mld PLN EBITDA (+9% r/r). Zakładamy dalszy wzrost wolumenów w SSA (i utrzymanie marży), porównywalne r/r wyniki w SOG oraz delikatną poprawę r/r w SWW.
- Nowa strategia.** Zgodnie z oczekiwaniami Kęty w nowej strategii 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 wstępne za 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	1 355,4	1 447,0	6,8%	3 895,7	4 243,0	8,9%	5 144,0	5 565,5	8,2%	6 058,5	8,9%
Zysk na sprzedaży	197,9	232,0	17,2%	570,4	632,0	10,8%	694,0	788,7	13,6%	872,5	10,6%
EBITDA	252,8	294,0	16,3%	731,1	817,0	11,8%	932,0	1 024,4	9,9%	1 115,7	8,9%
EBIT	199,1	234,0	17,6%	578,7	639,0	10,4%	721,0	788,7	9,4%	872,5	10,6%
Zysk brutto	184,5	215,0	16,5%	536,1	581,0	8,4%	649,0	705,2	8,7%	788,1	11,8%
Zysk netto	147,5	176,0	19,4%	464,1	466,0	0,4%	560,0	580,8	3,7%	636,6	9,6%
Marża na sprzedaży	14,6%	16,0%		14,6%	14,9%		13,5%	14,2%		14,4%	
marża EBITDA	18,7%	20,3%		18,8%	19,3%		18,1%	18,4%		18,4%	
marża EBIT	14,7%	16,2%		14,9%	15,1%		14,0%	14,2%		14,4%	
marża netto	10,9%	12,2%		11,9%	11,0%		10,9%	10,4%		10,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA**Kupuj, TP 25,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 29 maja 2025 r.

			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

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 ujemne 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.

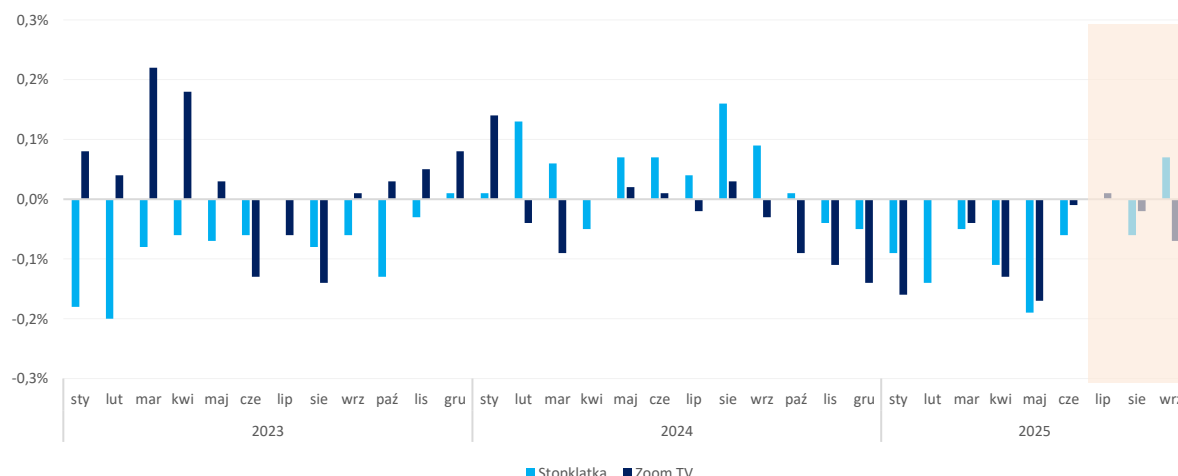
Na Q3 2025 przyjęliśmy w modelu ok 1,3% wzrost r/r wpływów z emisji. Z kolei wpływy reklamowe w naszym modelu rosną o 4,4% r/r (powinny pomagać rynki zagraniczne). Ogółem przychody Kino Polska za Q3 2025 prognozujemy na poziomie 74,8 mln PLN.

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%)

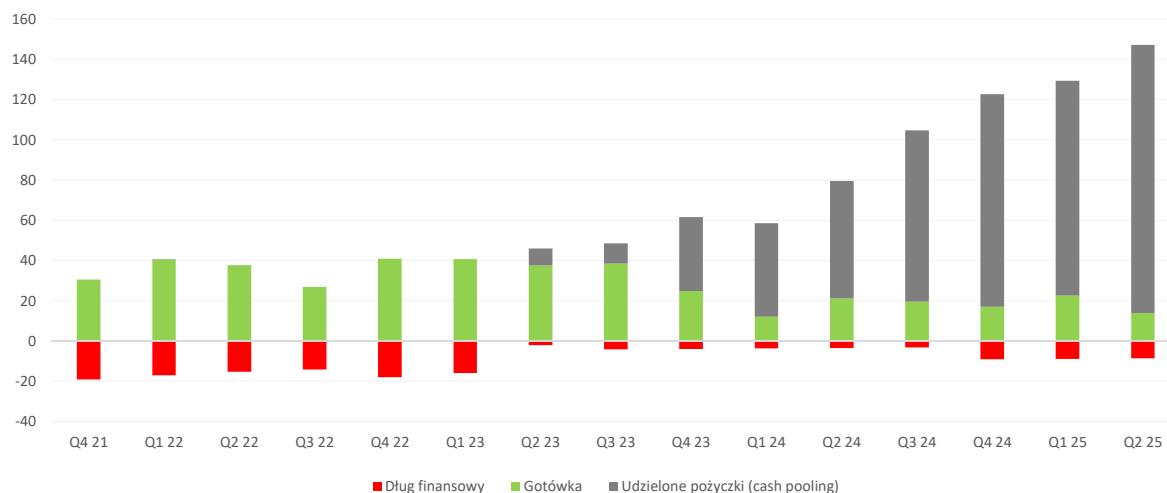


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczby widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

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

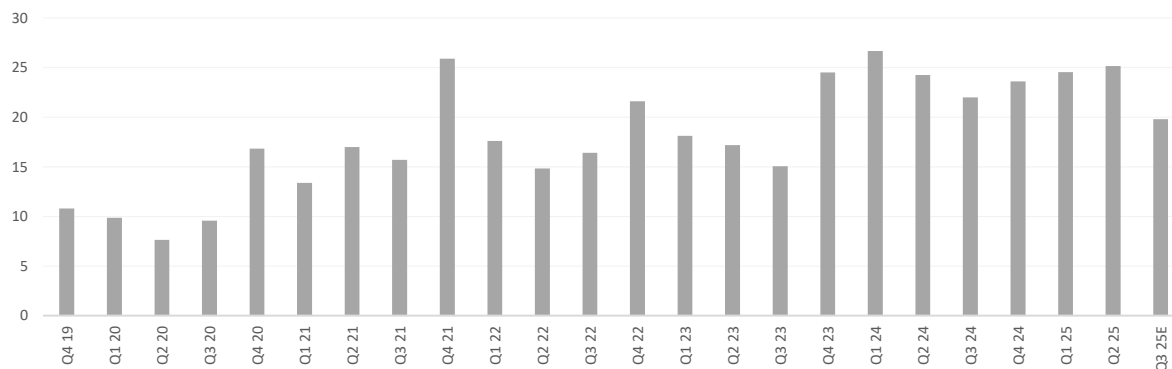
Przypominamy, że w trakcie konferencji wynikowej za Q2 2025 przedstawiciele spółki zasugerowali, iż kolejne okresy mogą wskazać na odczuwalne (dla salda gotówki netto) ruchy w zakresie zakupu kontentu programowego. Na koniec Q2 2025 roku spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy 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]



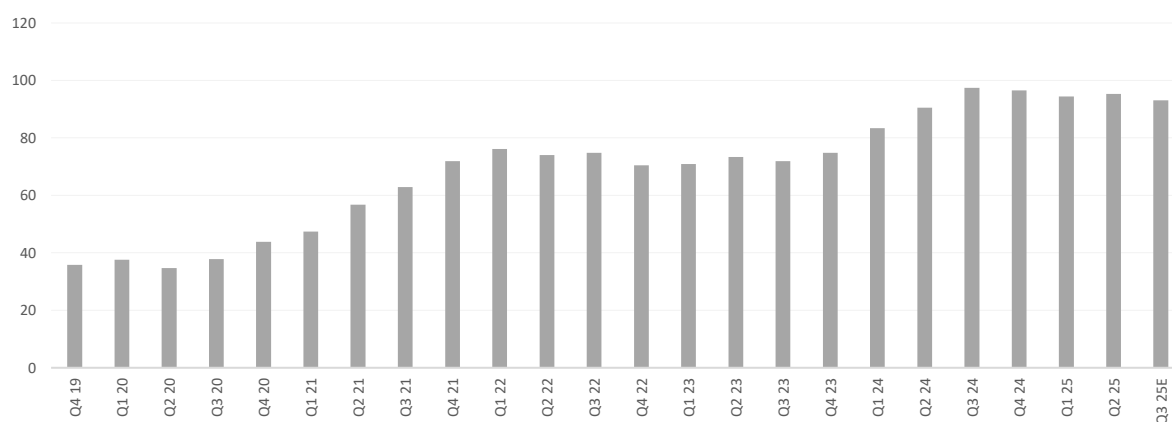
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



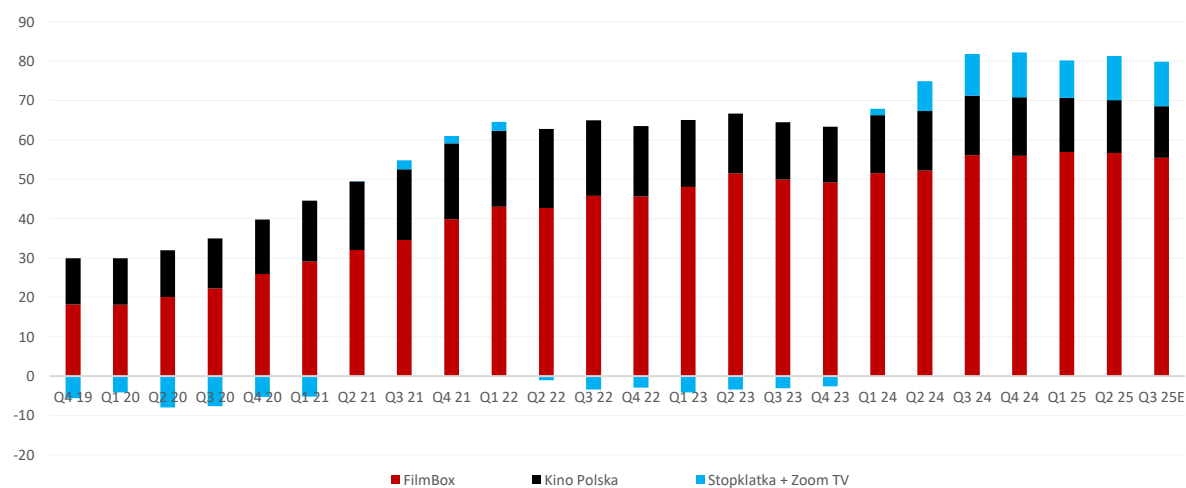
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

LPP

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	18 000	P/E	20,8	19,1	15,9
MC [mln PLN]	33 406	EV/EBITDA	10,0	9,3	8,2
		EV/EBIT	16,1	15,9	14,2
		P/BV	7,1	6,3	5,5

Analizy:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

W 3Q'25 (sierpień-październik'25) spodziewamy się otwarcia ok. 220 nowych sklepów netto, w tym 210 marki Sinsay. Oznacza to, że na koniec października'25 powinno funkcjonować 3,4 tys. sklepów wszystkich brandów (vs. 2,6 tys. w 3Q'24 i 3,2 tys. w 2Q'25). Poszerzenie sieci sprzedaży powinno nieść za sobą wyższą sprzedaż. Szacujemy wzrost przychodów ze sprzedaży do 6,1 mld PLN (+16,6% r/r).

W związku z korzystnym kursem USD/PLN zakładamy wzrost rentowności w większości marek. Wyjątkiem może być tutaj Sinsay, który w związku z ambitnymi planami rozbudowy sieci, które zostały już obniżone, posiada wysoki poziom zapasów, które będą musiały zostać upłynnione z niższą marżą. Powyższe czynniki w naszej ocenie implikują wzrost marży brutto na sprzedaży do 55,0% (vs 54,8% rok wcześniej).

Spółka inwestuje w rozwiązania, które mają obniżyć koszty logistyki, dlatego spodziewamy się pojawienia efektów tych działań. Z drugiej strony, mogą być widoczne zwiększone koszty dostaw na rynki południowe po pożarze magazynu w Rumunii. Koszty te powinny zostać zwrócone w postaci wypłaty ubezpieczenia (spółka posiada ubezpieczenie utraty zysku), jednak w naszej ocenie może to nastąpić w kolejnych okresach. Szacujemy, że udział kosztów SG&A w przychodach wyniesie 40,6%, wobec 40,2% rok wcześniej. Zwracamy jednak uwagę, że po oczyszczeniu danych o wpływ transakcji z agentami zakupowymi w tamtym okresie, udział kosztów operacyjnych w przychodach wynosił w 3Q'24 ok. 42%, co oznacza zauważalną poprawę r/r.

Ubezpieczenie związane z utratą zapasów w pożarze magazynu w Rumunii zostało w pełni rozliczone w 2Q'25, dlatego w omawianym okresie zakładamy brak wpływu istotnych zdarzeń jednorazowych. Szacujemy zysk operacyjny na 875,8 mln PLN (+19,8% r/r) oraz EBITDA na poziomie 1 403,6 mln PLN (+21,3% r/r). Implikuje to 694,2 mln PLN zysku netto (+20,3% r/r).

W całym 2025 r. spodziewamy się osiągnięcia 23,4 mld PLN przychodów, 4,9 mld PLN EBITDA oraz 2,1 mld PLN zysku netto.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	5 212	6 079	16,6%	20 194	23 405	15,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 857	3 345	17,1%	10 719	12 619	17,7%
EBIT	731	876	19,8%	2 415	2 826	17,0%
EBITDA	1 157	1 404	21,3%	4 104	4 877	18,8%
Wynik netto	577	694	20,3%	1 747	2 098	20,1%
Marża brutto ze sprzedaży	54,8%	55,0%		53,1%	53,9%	
Marża EBIT	14,0%	14,4%		12,0%	12,1%	
Marża EBITDA	22,2%	23,1%		20,3%	20,8%	
Marża netto	11,1%	11,4%		8,7%	9,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

MIRBUD**Redukuj, TP 13,0/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 września 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,8	P/E	9,3	12,5	12,3	11,7
MC [mln PLN]	1 518,2	EV/EBITDA	5,3	7,2	7,8	6,8
		EV/EBIT	5,7	8,1	9,1	8,0
		P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2

Analizy:

Krzysztof Pado

- **Backlog.** Portfel spółki po 2Q'25 wynosił 8,12 mld PLN, natomiast po 3Q'25 wzrósł q/q do 8,87 mld PLN (vs 8,10 mld PLN rok temu). W 3Q'25 spółka podpisała umowy o wartości 1,20 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 (głównie przez negatywny wpływ kontraktu S1 oraz osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części kontraktów drogowych). W 1Q'25 przychody wyraźnie spadły r/r, poprawiła się marża w budowlance vs 2H'24, natomiast w 2Q'25 znów rozczarowała marżowość.
- **Prognoza na 3Q'25.** Zakładamy, że przychody w segmencie budowlanym nadal będą pod lekką presją (w 1H'25 spadły o -9%, ale po 1Q'25 spółka sygnalizował pozyskanie ZRiD na kontrakty drogowe pozyskane w ...2022 roku, które mają zacząć wspierać sprzedaż). Outlook zarządu po 2Q'25 wskazywał raczej na ograniczone możliwości poprawy marży w budownictwie vs 1H'25 (m.in. kwestia kończenia starych kontraktów, które osiągnęły maksymalne pułapy waloryzacji). W deweloperce w 3Q'25 przekazano jedynie 22 lokale (vs 139 rok temu), co przełoży się na niską kontrybucję segmentu deweloperskiego. Zakładamy, że segment najmu będzie miał neutralny wynik na poziomie brutto ze sprzedaży (vs 0 mln PLN rok temu). Podsumowując w 3Q'25 spodziewamy się 811 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej (-9% r/r). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży oczekujemy -23% spadku r/r. Natomiast na linii EBIT spodziewamy się 26,4 mln PLN (+63% r/r - zakładamy neutralne saldo pozostałej działalności, a rok temu wynik obciążony przez -25,2 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy 18,0 mln PLN zysku. Zakładamy podobny lub lekko niższy poziom długu netto jak po 2Q'25 (343 mln PLN).
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2025 roku zakładamy, że spółka wypracuje 7% spadek sprzedaży (nowe, duże drogowe kontrakty pozyskane w 2024 roku nie będą jeszcze kontrybuować w tym roku ze względu na długie procesy uzyskiwania ZRiD). Zakładamy, że wyniki w kolejnych okresach nie będą obciążone przez koszty na S1 (kontrakt powinien skończyć w 4Q'25, spółka 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 powinny być wsparte przez wycenę akcji Torpolu (ujmujemy w prognozie +33 mln PLN z tego tytułu; kurs zamknięcia z 2024 to 32,4 PLN). W 2026 powinno nastąpić rozpedzenie się segmentu drogowego (założenie obciążone ryzykiem przeciąganie się uzyskania ZRiD). Estymujemy, że pojawiają się też istotne przeroby z segmentu kolejowego (przy założeniu, że na początku 2026 spółka podpisze kontrakty z przetargów, gdzie ma obecnie złożone najniższe ceny).

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P*	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	893,7	810,5	-9,3%	2 356,0	2 027,3	-13,9%	3 252,1	3 026,9	-6,9%	3 809,1	25,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	70,0	54,1	-22,7%	213,7	142,3	-33,4%	291,3	234,0	-19,7%	306,5	31,0%
Zysk na sprzedaży	41,4	26,4	-36,2%	137,2	72,2	-47,3%	188,3	133,4	-29,1%	180,1	35,0%
EBITDA	21,4	34,1	59,6%	117,9	105,9	-10,1%	204,4	207,8	1,6%	213,9	2,9%
EBIT	16,2	26,4	62,8%	102,3	83,6	-18,3%	182,1	177,6	-2,5%	180,1	1,4%
Zysk brutto	12,0	22,5	87,6%	80,4	68,2	-15,2%	151,7	155,2	2,3%	161,6	4,1%
Zysk netto	10,2	18,0	76,5%	64,5	54,1	-16,1%	121,4	123,8	2,0%	129,3	4,4%
Marża brutto ze sprzedaży	7,8%	6,7%		9,1%	7,0%		9,0%	7,7%		8,0%	
Marża na sprzedaży	4,6%	3,3%		5,8%	3,6%		5,8%	4,4%		4,7%	
marża EBITDA	2,4%	4,2%		5,0%	5,2%		6,3%	6,9%		5,6%	
marża EBIT	1,8%	3,3%		4,3%	4,1%		5,6%	5,9%		4,7%	
marża netto	1,1%	2,2%		2,7%	2,7%		3,7%	4,1%		3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *na poziomie EBIT ujęty wynik na zmianie kursu akcji Torpolu w kwocie 33 mln PLN brutto

MOSTOSTAL ZABRZE**Kupuj, TP 7,73/akcję**

Rekomendacja z dnia 13 października 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	6,7	P/E	6,6	7,4	11,2	10,1
MC [mln PLN]	459,3	EV/EBITDA	2,9	2,8	4,0	3,5
		EV/EBIT	3,4	3,5	5,6	4,8
		P/BV	1,7	1,5	1,4	1,4

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Backlog.** Wartość portfela po 2Q'25 (realnie po VIII'25) wynosiła ok 1,22 mld PLN (+81% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +68% r/r). W pipeline było 352 mln PLN (+22% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +11% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w IX'25, kiedy podpisano m.in. kolejny spory kontrakt w Holandii.
- **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 2Q'25 wynosiła 114 mln PLN (z uwzględnieniem 90 mln PLN obligacji).
- **Prognoza na 3Q'25.** W przypadku podstawowego biznesu MSZ wyraźnego przyspieszenia dynamiki przychodów r/r zarówno w obszarze Realizacji Przemysłowych jak i w Budownictwie Ogólnym (niska baza oraz konsumpcja nowych kontraktów). Przyjmujemy zbliżony poziom marż do 2Q'25, aczkolwiek na ostatniej konferencji spółka sygnalizowała, że w 2H'25 będą rozliczane większe stare kontrakty, które ewentualnie mogą pozytywnie wpłynąć na marżę. Zakładamy utrzymanie presji na wyniki Produkcji Mechanicznej (niski popyt, sezonowo słaby okres 3Q plus koszty rozwoju w segmencie modułowym). W przypadku Polwaxu należy liczyć się ze spadkiem przychodów (mniejszy kontrakt dla JMP). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 369,8 mln PLN przychodów, 13,8 mln PLN EBIT oraz 9,9 mln PLN zysku netto (wyniki sprzed roku nie są porównywalne ze względu na księgowy zysk na okazyjnym nabyciu Polwaxu, który wyniósł wtedy ok 27 mln PLN).
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka odbudowała w ostatnich kwartałach 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. Po zamknięcia sprawy spornej z Orlen Projekt, spodziewamy się, że kolejnym krokiem może być decyzja o losach instalacji Future. Zwracamy także na otwarcie mediacji dotyczących sporu na starym kontrakcie na Stadionie Śląskim.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	249,3	369,8	48,4%	703,7	875,1	24,4%	1 010,3	1 282,9	27,0%	1 433,1	11,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	36,5	41,5	13,7%	95,0	101,4	6,8%	136,1	150,2	10,3%	171,3	14,1%
Zysk na sprzedaży	12,9	13,8	6,5%	35,4	26,8	-24,3%	47,4	45,1	-4,8%	63,0	39,6%
EBITDA	46,2	19,4	-58,0%	76,6	51,4	-32,8%	98,7	75,5	-23,5%	85,0	12,5%
EBIT	41,1	13,8	-66,5%	63,3	35,0	-44,7%	79,8	53,3	-33,2%	63,0	18,1%
Zysk brutto	39,9	13,2	-66,8%	65,5	43,1	-34,2%	78,9	61,5	-22,0%	62,2	1,1%
Zysk netto	34,2	9,9	-71,0%	53,0	28,4	-46,4%	61,8	40,9	-33,8%	45,5	11,3%
Marża brutto ze sprzedaży	14,6%	11,2%		13,5%	11,6%		13,5%	11,7%		12,0%	
Marża na sprzedaży	5,2%	3,7%		5,0%	3,1%		4,7%	3,5%		4,4%	
marża EBITDA	18,5%	5,3%		10,9%	5,9%		9,8%	5,9%		5,9%	
marża EBIT	16,5%	3,7%		9,0%	4,0%		7,9%	4,2%		4,4%	
marża netto	13,7%	2,7%		7,5%	3,2%		6,1%	3,2%		3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	745,0	P/E	19,4	22,6	17,5
MC [mln PLN]	3 379,1	EV/EBITDA	10,0	10,4	9,0
		EV/EBIT	14,4	15,3	12,8
		P/BV	2,9	3,3	3,3

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

Hurt apteczny

Obrót apteczny w 3Q'25 notował dalsze wzrosty. Szczególnie silny pod tym względem był wrzesień. Według danych PEX, sprzedaż w aptekach we wrześniu'25 wzrosła +13,7% r/r. Spodziewamy się, że wysoka odsprzedaż w aptekach oraz przygotowania do sezonu infekcyjnego będą wspierać przychody hurtu. W 3Q'25 szacujemy +7% r/r wzrostu sprzedaży tego segmentu.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji zakładamy nieco wyższą dynamikę sprzedaży, sięgającą +10% r/r. Spodziewamy się stabilnego rozwoju tej linii biznesowej, wraz ze stopniowym wdrażaniem nowych suplementów diety i medykacją portfela.

Badania kliniczne

Segment badań klinicznych w 3Q'25 w naszej ocenie dalej musiał mierzyć się z trudną sytuacją rynkową. Zakładamy, że sprzedaż w tym zakresie spadła o ok. -11% r/r do 102,5 mln PLN. Spodziewamy się, że nadal rentowność może być pod presją wyższego udziału przychodów przepływowych, które charakteryzują się niższą marżą, co dodatkowo będzie wpływać na obniżenie wyników grupy.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dwucyfrowego wzrostu przychodów w 3Q'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 dynamikę sprzedaży.

W naszej ocenie, wyniki 3Q'25 nadal będą pod presją słabszych rezultatów badań klinicznych, dla których 3Q'25 nadal jest wysoką bazą, a pozostałe segmenty nie będą w stanie nadrobić tego spadku. Na poziomie grupy szacujemy 72,0 mln PLN zysku operacyjnego (-8,2% r/r) oraz 104,0 mln PLN EBITDA (-4,0% r/r). Wynik działalności finansowej w naszej ocenie może być pod presją ujemnych różnic kursowych, dlatego spadek zysku netto prognozujemy na -14,3% r/r do 43,7 mln PLN.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 185,2	3 406,9	7,0%	12 611,8	13 490,8	7,0%
Wynik brutto na sprzedaży	369,5	394,1	6,6%	1 440,5	1 558,6	8,2%
EBITDA	108,3	104,0	-4,0%	394,9	393,8	-0,3%
EBIT	78,4	72,0	-8,2%	274,7	267,2	-2,7%
Zysk brutto	61,4	52,6	-14,3%	227,0	200,5	-11,7%
Zysk netto	51,0	43,7	-14,3%	171,6	149,9	-12,6%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,6%	11,6%		11,4%	11,6%	
Marża EBITDA	3,4%	3,1%		3,1%	2,9%	
Marża EBIT	2,5%	2,1%		2,2%	2,0%	
Marża zysku netto	1,6%	1,3%		1,4%	1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ONDE

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	8,8	P/E	14,3	15,8	21,5	20,9
MC [mln PLN]	478,1	EV/EBITDA	7,3	8,0	9,4	9,4
		EV/EBIT	8,7	9,7	13,1	13,5
		P/BV	1,4	1,3	1,3	1,3

Analizy:

Krzysztof Pado

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 2Q'25 wynosił 611 mln PLN (+2% r/r, +16% q/q). W 3Q'25 spółka nie pozyskała wg komunikatów umów, natomiast na początku 4Q'25 podpisano umowy na ok. 300 mln PLN na budowę farm PV. Pod względem nowych farm wiatrowych rynek w Polsce 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 zapełnić lukę spółka stara się wrócić z ofertowaniem zagranicą, a także rozpoczęła ofertowanie w przetargach PSE.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka odnotowuje ostatnio dobre marże w segmencie OZE (sprzyjająca sytuacja kosztowa), natomiast spore straty ma segment drogowy. W 2Q'25 po raz pierwszy pojawiły się przychody ze sprzedaży energii (PV Lewańd).
- **Prognoza na 3Q'25.** Zakładamy, że wyniki 3Q'25 będą wsparte przez wzrost portfela z 1H'25 (kontrakt na PV Serby). Pod kątem marżowości kontraktów oczekujemy podobnych odczytów vs 1H'25. Spodziewamy się w 3Q'25 przychodów na poziomie 274 mln PLN, 14,9 mln PLN EBIT oraz 10,7 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że obecnie spółka stara się mocno ofertować, by odbudować portfel w najbliższych miesiącach (głównie PV w PL oraz PV+FW zagranicą, pojawiają się także przetargi na magazyny energii). 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 jest inny projekt, w którym spółka posiada jedynie 50%, Kazimierz Biskupi (PV + wiatr) – w prognozach nie mamy ujętej sprzedaży (transakcja mogłaby pozytywnie wpłynąć na wyniki w 2026 roku).

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	227,7	274,1	20,4%	582,4	646,9	11,1%	803,9	910,2	13,2%	962,4	5,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	24,1	30,5	26,4%	57,5	73,0	26,9%	90,7	102,3	12,9%	104,0	1,7%
Zysk na sprzedaży	11,9	14,9	25,0%	16,1	23,8	48,0%	27,3	33,7	23,6%	35,4	5,1%
EBITDA	14,0	18,8	34,6%	41,2	38,3	-7,1%	56,0	52,1	-6,9%	51,0	-2,0%
EBIT	11,4	14,9	30,8%	34,1	27,3	-19,9%	46,1	37,2	-19,3%	35,4	-4,7%
Zysk brutto	8,7	13,2	51,9%	28,6	20,4	-28,6%	39,9	28,6	-28,3%	28,2	-1,4%
Zysk netto	5,3	10,7	100,1%	21,2	15,6	-26,4%	30,3	22,2	-26,7%	22,8	2,9%
Marża brutto ze sprzedaży	10,6%	11,1%		9,9%	11,3%		11,3%	11,2%		10,8%	
Marża na sprzedaży	5,2%	5,4%		2,8%	3,7%		3,4%	3,7%		3,7%	
marża EBITDA	6,1%	6,9%		7,1%	5,9%		7,0%	5,7%		5,3%	
marża EBIT	5,0%	5,4%		5,9%	4,2%		5,7%	4,1%		3,7%	
marża netto	2,3%	3,9%		3,6%	2,4%		3,8%	2,4%		2,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Portfel projektów OZE [moc w MW*]

	mar'25	sie'25
Projekty do sprzedaży		
PV	292	180
status RtB	112	0
bez RtB	180	180
wiatr	36	36
status RtB	0	0
bez RtB	36	36
magazyny	0	0
Projekty do hybrydyzacji		
PV	285	247
wiatr	336	294
magazyny	105	125
Projekty PV	292	320
Projekty wiatr greenfield	120	708
RAZEM (bez magazynów)	1 361	1 785

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka,

*jako 100% (dla projektu aktualnie w statusie „do sprzedaży” spółka posiada 50% udziałów)

ORANGE POLSKA**Akumuluj, TP 9,74 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 14 lipca 2025 r.

(pierwsza publikacja komentarza z analizą wyników za Q3 2025 nastąpiła w dniu 2025-10-23 08:45 CET/CEST; materiał z prognozami 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 Q2 2025	2025-10-22	DPS [PLN]	0,48	0,53	0,58

Analizy:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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

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).

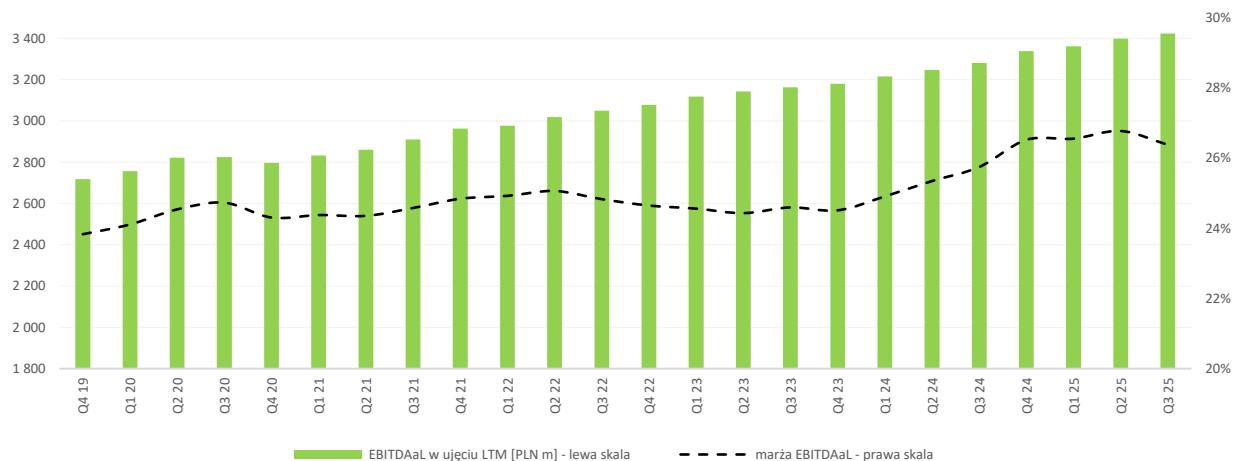
W Q3 2025 pozostałe saldo operacyjne wyniosło +68 mln PLN względem +65 mln PLN w Q3 2024. Przypominamy, że na tej pozycji w poprzednich kwartałach był widoczny efekt dodatkowej marży wygenerowanej na kontrakcie budowy sieci dla spółki Światłowodów Inwestycje.

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.

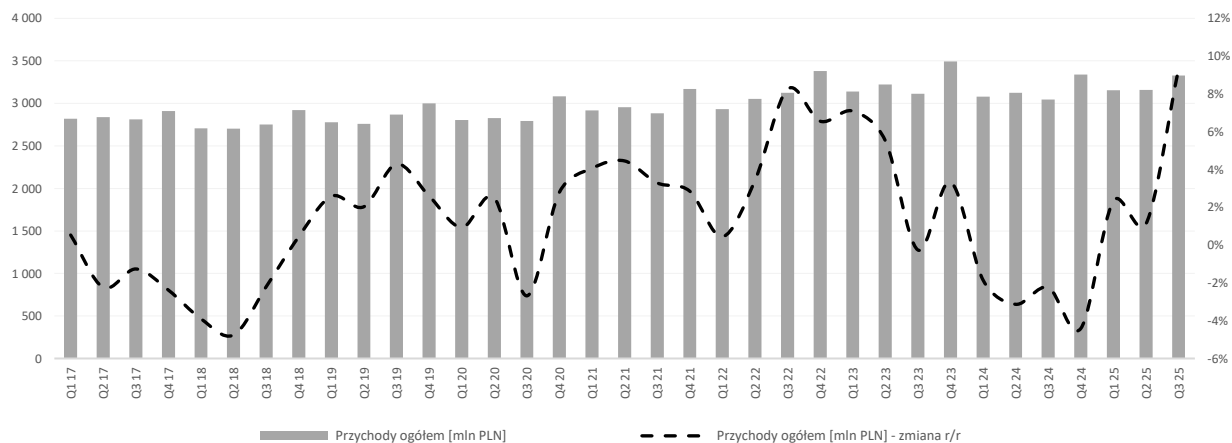
Spółka podtrzymała swoje oczekiwania na 2025 rok. Przychody oraz EBITDAaL według założeń własnych spółki powinny rosnąć w tempie: niski jednocyfrowy wzrost. Oczekiwany poziom eCapex to przedział 1,8 do 1,9 mld PLN.

Historyczne odczyty EBITDAaL LTM Orange Polska



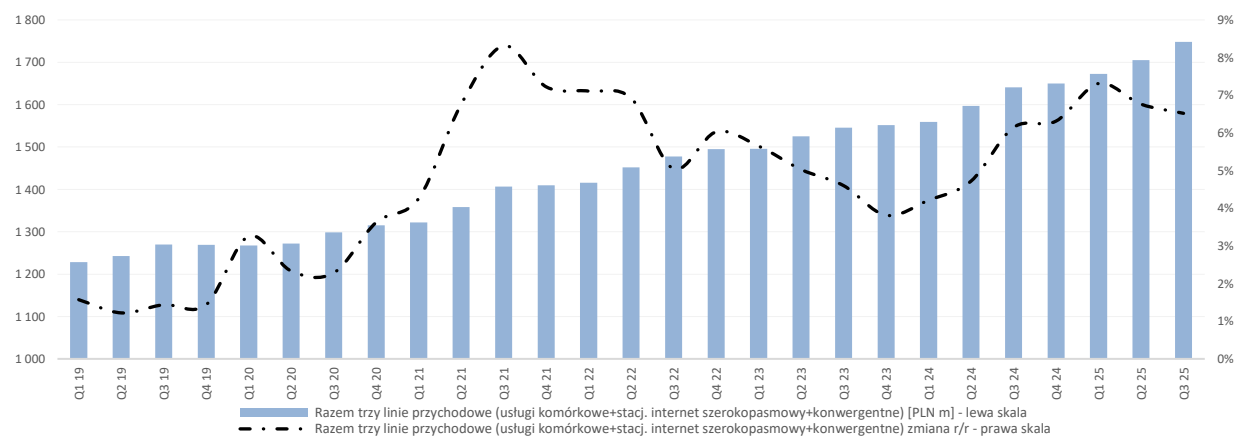
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

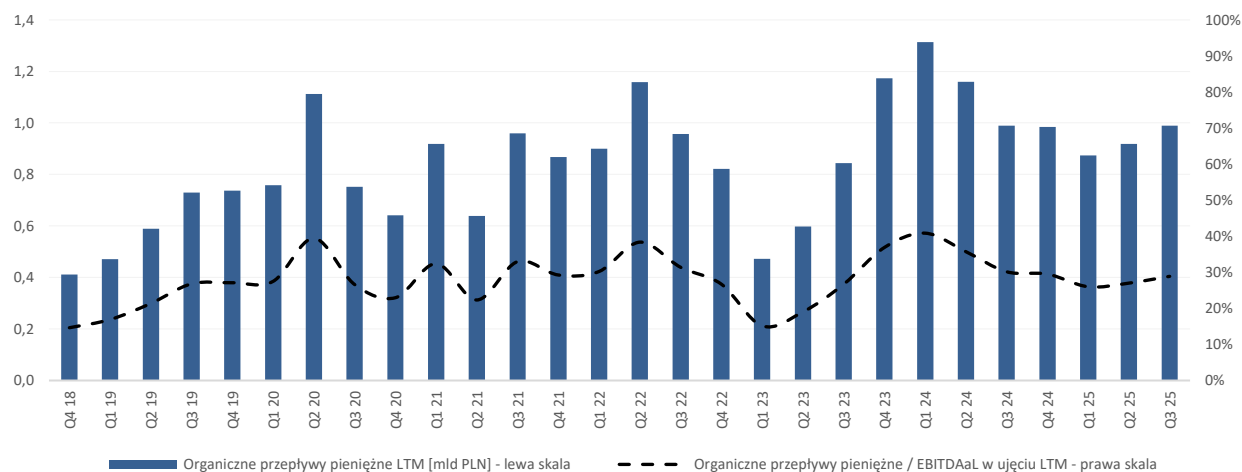
Przychody z kluczowych usług



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

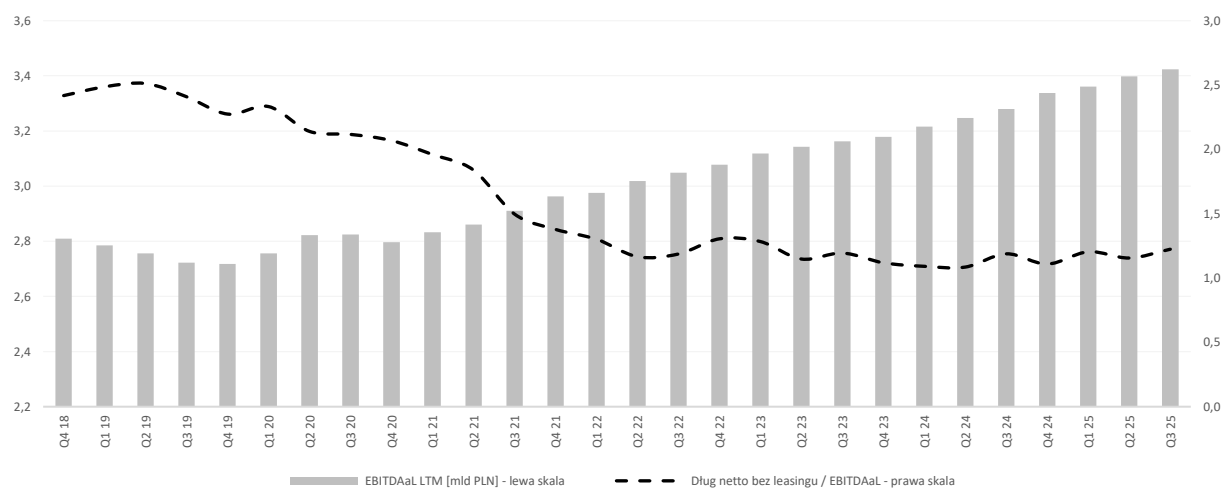
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

ORLEN

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Data publikacji raportu za 3Q'25 – 2025-11-20

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	92,1	P/E	4,7	68,9	7,7	6,4
MC [mln PLN]	106 911	EV/EBITDA	2,6	5,7	3,8	3,9
		EV/EBIT	3,8	15,8	6,3	6,2
		P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- Otoczenie makro w segmencie rafineryjnym w 3Q'25 było lepsze na poziomie marży modelowej (z dyferencjałem, 48,0 PLN/bbl) w ujęciu q/q (38,0 PLN/bbl w 2Q'25) oraz r/r (25,8 PLN/bbl w 3Q'24). Niższe niż w 2Q'25 oraz porównywalne r/r były wg naszych kalkulacji premie lądowe na paliwach na rynku polskim. Modelowe marże w segmencie petrochemicznym były niższe r/r oraz q/q.
- W 3Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie **8,99 mld PLN** (vs 8,85 mld PLN rok temu).
- Downstream (rafineria + petrochemia)** – zakładamy w 3Q'25 ok. 2,7 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 lekko pozytywny wpływ efektu LIFO)
- Consumers&Products (detal paliw + detal energia + detal gaz)** – zakładamy ok. 1,5 mld PLN skoryg. EBITDA (bardzo dobry wynik na detalu paliwowym, spadek taryfy w gazie)
- Upstream&Supply (wydobycie + hurt gaz)** – zakładamy ok. 3,3 mld PLN skoryg. EBITDA (wynik zbudowany gł. w segmencie wydobywczym, wynik na hurcie zbliżony q/q)
- Energy (energetyka + ciepłownictwo + dystrybucja energia + dystrybucja gaz)** – zakładamy ok. 2,0 mld PLN skoryg. EBITDA (wyniki nieco słabsze niż w 2Q'25 ze względu na sezonowość dystrybucji gazu)
- Funkcje korporacyjne** – zakładamy ok. -0,55 mld PLN skoryg. EBITDA
- Outlook.** W 2025 roku oczekujemy wzrostu r/r EBITDA LIFO skoryg. do ok 40,4 mld PLN (w 4Q'25 wstępnie zakładamy blisko 11 mld PLN – sezonowo mocny powinien być wtedy wynik w obrocie hurtowym gazem czy w dystrybucji). W strategii spółka założyła średnią EBITDA w latach 2025-26 na poziomie ok. 36,8 mld PLN.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'25	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	67 936	61 187	-9,9%	219 778	195 381	-11,1%	294 976	260 091	-11,8%	231 238	-11,1%
EBITDA	4 960	9 165	84,8%	17 058	26 173	53,4%	21 961	36 611	66,7%	40 224	9,9%
EBITDA LIFO	5 284	8 986	70,1%	17 285	26 902	55,6%	22 232	38 104	71,4%	40 734	6,9%
EBITDA LIFO skorg*	8 845	8 986	1,6%	20 124	29 659	47,4%	33 319	40 390	21,2%	40 734	0,9%
Upstream & Supply	---	3 332	---	---	12 123	---	---	16 755	---	15 670	-6,5%
Downstream	---	2 721	---	---	5 829	---	---	8 564	---	9 590	12,0%
Energy	---	2 000	---	---	8 516	---	---	11 165	---	11 192	0,2%
Consumers&Products	---	1 483	---	---	4 753	---	---	6 018	---	6 526	8,4%
Corporate functions	---	-550	---	---	-1 556	---	---	-2 106	---	-2 244	6,6%
Wyłączenia	---	0	---	---	-6	---	---	-6	---	0	-100,0%
EBIT	1 595	5 642	253,7%	6 835	15 812	131,3%	7 947	22 089	178,0%	25 471	15,3%
EBIT LIFO	1 919	5 463	184,7%	7 062	16 541	134,2%	8 218	23 583	187,0%	25 980	10,2%
EBIT LIFO skoryg.	5 480	5 463	-0,3%	9 901	19 298	94,9%	19 305	25 868	34,0%	25 980	0,4%
Zysk (strata) brutto	1 975	5 492	178,1%	7 573	15 196	100,7%	7 760	21 323	174,8%	24 181	13,4%
Zysk (strata) netto	222	3 794	1609,0%	3 020	9 640	219,2%	1 551	13 879	794,9%	16 735	20,6%
Marża EBITDA	7,3%	15,0%		7,8%	13,4%		7,4%	14,1%		17,4%	
Marża EBITDA LIFO	7,8%	14,7%		7,9%	13,8%		7,5%	14,7%		17,6%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	13,0%	14,7%		9,2%	15,2%		11,3%	15,5%		17,6%	
Marża EBIT	2,3%	9,2%		3,1%	8,1%		2,7%	8,5%		11,0%	
Marża zysku netto	0,3%	6,2%		1,4%	4,9%		0,5%	5,3%		7,2%	

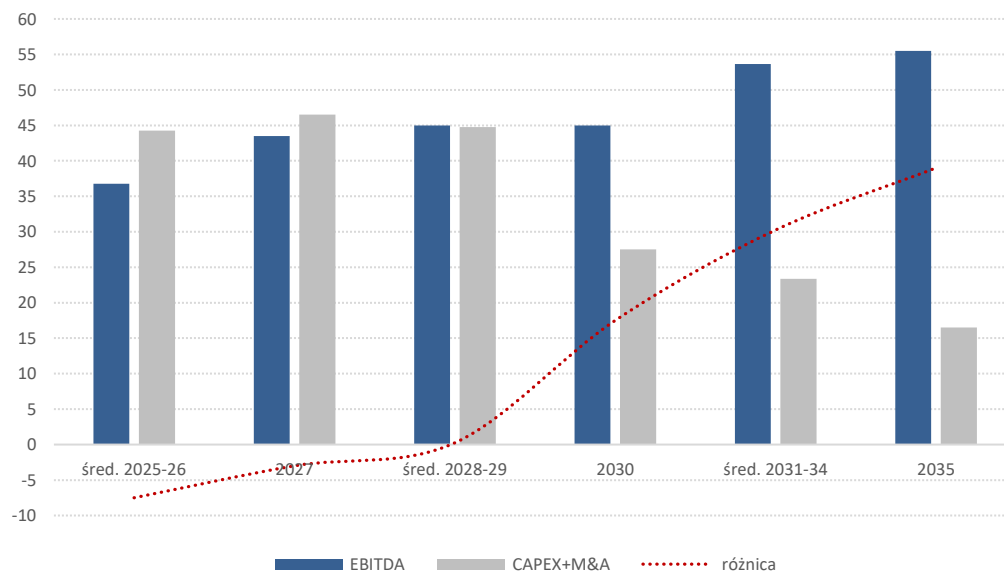
Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o całe saldo PPO/PKO (w tym wpływ hedgingu) a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (NRV, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach rapy itp)

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
3Q'25	13,2	48,0	168	714	69,1	-2,0	3,65	4,26	141	157	427

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

PEKABEX

Kupuj, TP 27,3/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	15,1	P/E	5,4	10,1	49,4	9,1
MC [mln PLN]	374,9	EV/EBITDA	4,2	5,1	8,8	4,5
		EV/EBIT	5,3	7,6	20,1	6,6
		P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7

Analizy:

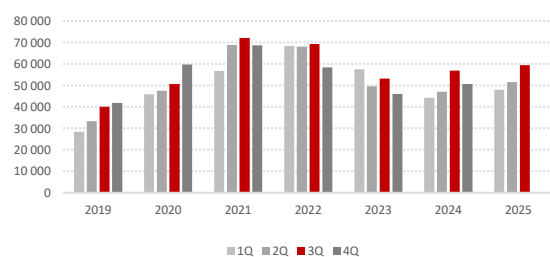
Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

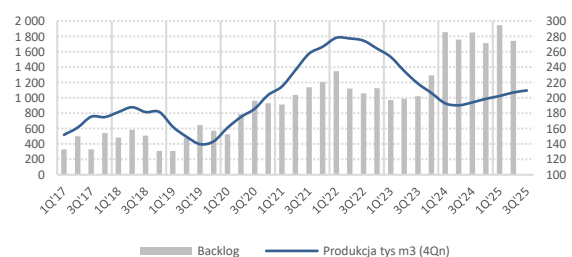
- **Produkcja.** Dane produkcyjne za 3Q'25 wskazują na 5% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 59,5 tys m3 – najwyższy poziom od 3Q'22).
- **Backlog.** Po 2Q'25 portfel zewn. (bez deweloperki) na 3-4Q'25 wynosił 0,82 mld PLN (-8% r/r). Cały backlog po 2Q'25 wynosił 1,74 mld PLN (-1% r/r, w tym 0,31 mld PLN deweloperka).
- **Deweloperka.** W końcówce 2024 roku spółka ukończyła projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech. Po 2Q'25 spółka miała zakontraktowane do przekazania m.in. 29 lokali w Częstochowie i 11 w Poznaniu – zakładamy, że większość zostanie wydana w 3Q'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 1H'25 były bardzo rozczarowujące (tylko 2,5 mln PLN zysku netto, wspartego dodatkowo przez +11,7 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej).
- **Prognoza na 3Q'25.** Poziom produkcji w 3Q'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 słabszy EBIT r/r, ale lepszy będzie wynik w GW. Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 3Q'25 może być dość porównywalny r/r (wynik w pobliżu zera - projekt w Częstochowie, w którym obecnie spółka ma największą liczbę lokali do przekazania, sprzedaje się słabo i raczej nie charakteryzuje się wysoką marżą). Zakładamy mniejszy r/r poziom korekt między segmentowych oraz braku poważniejszych one-off'ów (rok temu +7,1 mln PLN). Na poziomie skonsolidowanym w 3Q'25 estymujemy się 564 mln PLN przychodów (+16% r/r) oraz 5,3 mln PLN EBIT (-68% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 0,1 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** Z ostatnich wypowiedzi prezesa wynika, że w 2025 roku spółka chciałaby przekroczyć 2 mld PLN przychodów i wyprodukować 220 tys m3 (osiągnięcie zakładanego celu produkcji implikowałoby bardzo mocny 4Q'25 - wyższy poziom niż w 3Q'25, mimo zwykle słabszej sezonowości). Natomiast ogólna poprawa sytuacji w budownictwie spodziewana jest dopiero na wiosnę'26 (rozumiemy to też jako wskazówkę dla pojawienia się timingu poprawy marż spółki). Oczekiwania odnośnie odbudowy wyników wiążemy z 2H'26 (poprawa rynku, także zagranicą, sprzyjająca prefabrykacji, lepsze marżowo projekty w deweloperce).

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 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	486,9	563,5	15,7%	1 223,8	1 476,8	20,7%	1 728,2	1 985,7	14,9%	2 082,1	4,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	44,4	42,0	-5,4%	126,6	102,6	-19,0%	172,2	150,8	-12,4%	212,1	40,6%
Zysk na sprzedaży	9,7	5,3	-44,9%	34,9	2,7	-92,2%	44,2	12,7	-71,3%	68,1	436,0%
EBITDA	24,9	13,3	-46,4%	69,7	37,4	-46,4%	96,0	55,9	-41,8%	100,8	80,2%
EBIT	16,8	5,3	-68,3%	46,5	14,4	-69,0%	65,1	24,4	-62,5%	68,1	179,0%
Zysk brutto	13,1	0,2	-98,7%	31,9	2,0	-93,6%	46,0	8,1	-82,4%	52,4	546,8%
Zysk netto	9,4	0,1	-98,5%	23,5	2,7	-88,6%	37,1	7,6	-79,5%	41,1	441,0%
Marża brutto ze sprzedaży	9,1%	7,4%		10,3%	6,9%		10,0%	7,6%		10,2%	
Marża na sprzedaży	2,0%	0,9%		2,9%	0,2%		2,6%	0,6%		3,3%	
marża EBITDA	5,1%	2,4%		5,7%	2,5%		5,6%	2,8%		4,8%	
marża EBIT	3,5%	0,9%		3,8%	1,0%		3,8%	1,2%		3,3%	
marża netto	1,9%	0,0%		1,9%	0,2%		2,1%	0,4%		2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

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

Analizy:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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.

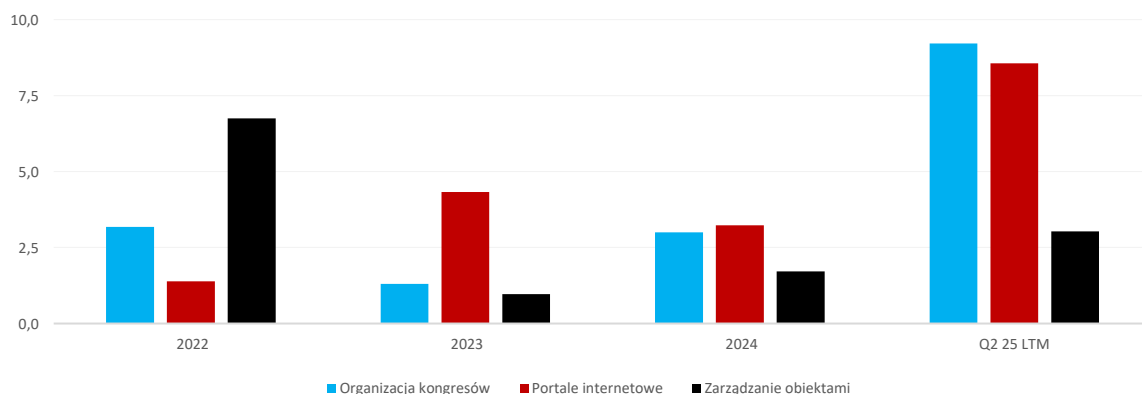
Podsumowując, w naszym odczuciu PTWP aktywnie wzmacnia swoją pozycję i prawdopodobnie będzie jednym z liderów w grupie analizowanych podmiotów z obszaru media/rozrywka pod względem dynamiki r/r wzrostu organicznego EBITDA w całym 2025 roku.

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%

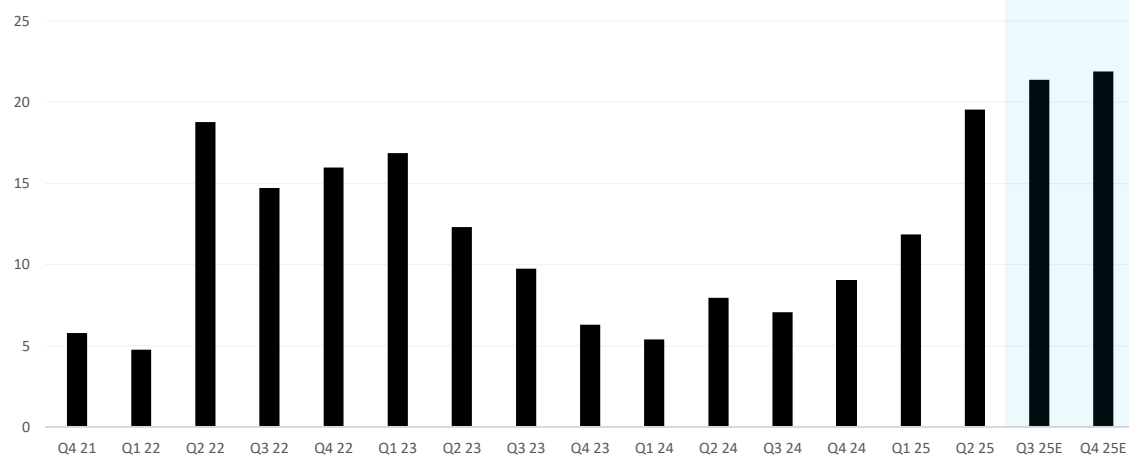
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

SELENA FM

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

Rekomendacja z dnia 3 lutego 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	37,4	P/E	16,2	9,4	9,3	7,5
MC [mln PLN]*	809,3	EV/EBITDA	6,5	5,1	4,6	4,3
		EV/EBIT	9,0	6,6	6,1	5,7
		P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0

*po skorygowaniu o akcje własne

Analizy:

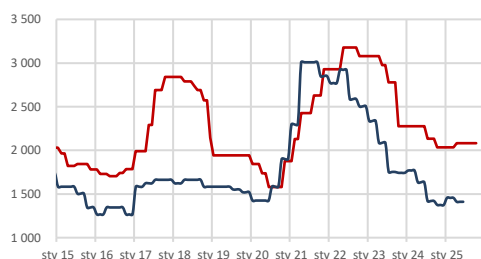
Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

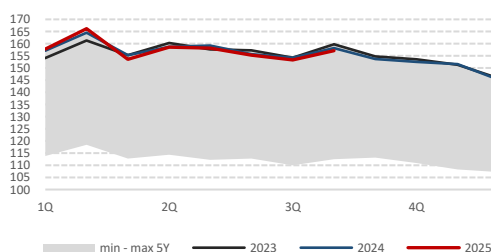
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 3Q'25 odnotował lekkie spadki (~1% r/r). Od 2022/23 roku do końca 2024 ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliole) stopniowo spadały. 1H'25 przyniósł stabilizację na niskich poziomach. Jednocześnie 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 a także w 1H'25 były rekordowe na poziomie EBITDA. Przy wymagającej sytuacji popytowej, spółka wykorzystała sprzyjające otoczenie surowcowe, widoczne są także cięcia kosztów SG&A.
- Prognoza na 3Q'25.** Przy ograniczonym nadal popycie, spółkę broni korzystne otoczenie kosztowe. EBITDA w 3Q'25 prognozujemy na 65,0 mln PLN vs 62,9 mln PLN rok temu. Zakładamy dużo mniejszy r/r wpływ ujemnych różnic kursowych netto na wynik. Na poziomie zysku netto prognozujemy 32,9 mln PLN (vs 24,9 mln PLN rok temu).
- Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku spodziewamy się 1,75 mld PLN przychodów oraz 202 mln PLN EBITDA i 87 mln PLN zysku netto. W 2026 roku liczymy na powolną odbudowę wolumenów, które przez ostatnie 3 lata były pod presją (poprawa koniunktury w Europie po obniżkach stóp procentowych). W 2H'25 wystartowała 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 (i w naszym odczuciu dyskonto w wycenie) rodzi utrzymywana ekspozycja spółki na dystrybucję na rynku rosyjskim.

Ceny MDI oraz Polioli [EUR/t]



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

Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



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

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	483,0	473,5	-2,0%	1 357,5	1 331,1	-1,9%	1 779,6	1 750,5	-1,6%	1 815,5	3,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	165,9	167,9	1,2%	464,3	467,3	0,7%	602,5	604,0	0,3%	621,8	2,9%
Zysk na sprzedaży	52,1	52,7	1,3%	123,1	132,3	7,5%	147,4	155,7	5,6%	157,3	1,1%
EBITDA	62,9	65,0	3,4%	155,8	172,0	10,4%	189,7	202,1	6,5%	205,1	1,5%
EBIT	51,7	52,7	1,9%	123,1	135,5	10,1%	145,6	153,2	5,2%	154,8	1,1%
Zysk brutto	33,0	42,2	27,8%	90,7	101,0	11,4%	107,0	114,9	7,4%	135,7	18,1%
Zysk netto	24,9	32,9	32,0%	69,1	76,1	10,1%	85,9	87,2	1,6%	108,6	24,5%
Marża brutto ze sprzedaży	34,3%	35,5%		34,2%	35,1%		33,9%	34,5%		34,2%	
Marża na sprzedaży	10,8%	11,1%		9,1%	9,9%		8,3%	8,9%		8,7%	
marża EBITDA	13,0%	13,7%		11,5%	12,9%		10,7%	11,5%		11,3%	
marża EBIT	10,7%	11,1%		9,1%	10,2%		8,2%	8,8%		8,5%	
marża netto	5,2%	6,9%		5,1%	5,7%		4,8%	5,0%		6,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYNEKTIK**Kupuj, TP 261,1 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 25 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	256,8	P/E	26,5	22,0	19,1
MC [mln PLN]	2 190,3	EV/EBITDA	14,9	12,5	10,5
		EV/EBIT	16,8	14,2	11,6
		P/BV	11,4	10,0	7,8

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

Zgodnie z komunikatami publikowanymi przez spółkę, w 4Q'24 fin. (lipiec-wrzesień'25) Synektik zainstalował 9 systemów robotycznych – 7 w Polsce, 1 w Czechach i 1 na Słowacji. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży urządzeń (łącznie z pozostałymi urządzeniami medycznymi) wyniosła ok. 97,3 mln PLN.

Prognozujemy, że w omawianym okresie wykonano ok. 8,7 tys. zabiegów przy asyście da Vinci na wszystkich rynkach, które obsługuje spółka. Implikuje to przychody na poziomie ok. 84,3 mln PLN ze sprzedaży usług, instrumentów i materiałów zużywalnych. Spodziewamy się lekkiego spadku rentowności zysku operacyjnego r/r, co oznacza osiągnięcie w ramach segmentu 46,5 mln PLN EBIT (+39,5% r/r) i 48,9 mln PLN EBITDA (+38,5% r/r).

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się stabilnego wzrostu przychodów ok. +12% r/r do 14,7 mln PLN. Spodziewamy się utrzymania marży operacyjnej, co implikuje zysk EBIT segmentu na poziomie 3,9 mln PLN oraz 4,7 mln PLN EBITDA (+9,5% r/r).

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. 0,9 mln PLN kwartalnie. W zakresie Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami spodziewamy się kosztów rzędu 8,2 mln PLN.

Na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów do 195,4 mln PLN (+38,4% 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 poprawić rentowność EBITDA z działalności kontynuowanej z 4Q'23 fin. z poziomu 24,0% do 24,8%, co implikuje wynik EBITDA w wysokości 48,5 mln PLN, natomiast biorąc pod uwagę wynik EBITDA łącznie z kardioznacznikiem, szacujemy 40,4 mln PLN. Zysk netto prognozujemy na poziomie 28,2 mln PLN, w tym 34,8 mln PLN z działalności kontynuowanej (+52,1% r/r).

Prognoza wyników za 4Q'24 fin. [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	141,1	195,4	38,4%	624,1	677,4	8,5%
EBIT	29,2	43,5	48,9%	126,8	151,0	19,1%
EBITDA z działalności kontynuowanej	33,8	48,5	43,4%	143,1	171,0	19,6%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	35,3	48,9	38,5%	143,6	174,5	21,5%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	4,3	4,7	9,5%	16,3	17,6	8,3%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-0,7	-0,6	-	-2,5	-2,7	-
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami - część wydzielana</i>	-4,9	-8,1	-	-19,6	-25,3	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-5,0	-4,3	-	-14,3	-17,7	-
EBITDA razem	29,0	40,4	39,5%	145,6	173,7	19,3%
Wynik netto z dział. kont.	22,9	34,8	52,1%	98,5	120,5	22,3%
Działalność wydzielana	-4,0	-6,6	-	-16,0	-21,1	-
Wynik netto	18,9	28,2	49,0%	82,6	99,5	20,5%
Marża EBIT	20,7%	22,3%		20,3%	22,3%	
Marża EBITDA z dział. kont.	24,0%	24,8%		22,9%	25,2%	
Marża zysku netto z dział. kont.	16,2%	17,8%		13,2%	14,7%	

Źródło: BDM, spółka

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 5,3 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 października 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,2	P/E	39,7	-106,5	23,2
MC [mln PLN]	297,2	EV/EBITDA	19,9	24,8	9,5
		EV/EBIT	30,5	-627,1	16,5
		P/BV	2,5	2,3	2,1

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

Segment BCG

W 3Q'25 spodziewamy się rozpoczęcia realizacji wygranego przetargu z MZ, dotyczącego szczepionki przeciwgruźliczej. W tym roku przetarg obejmuje 60 tys. dawek (vs 105 tys. rok temu). Szacujemy, że ok. 1,6 mln PLN przychodów z tego tytułu zostanie rozliczone w 3Q'25, natomiast pozostała część w 4Q'25. Sprzedaż realizowana jest przez zewnętrzną hurtownię, dlatego dostawa musi nastąpić przed terminem wykonania umowy z ministerstwem.

W zakresie Onko BCG spodziewamy się płaskiej sprzedaży w stosunku do 2Q'25, co oznacza przychody na poziomie 4,9 mln PLN. Zakładamy, że podobnie jak w roku poprzednim, największy wolumen zostanie zrealizowany w 4Q, do czego przyczynić powinny się zwiększone serie produkcyjne leku.

Segment tradycyjny

Spodziewamy się, że w segmencie tradycyjnym niższe wolumeny sprzedaży utrzymają się jeszcze w 3Q'25 i dopiero w 4Q zaobserwujemy poprawę. Zakładamy, że Distreptaza zanotuje sprzedaż podobną do 2Q'25, czyli w okolicach 4,9 mln PLN i podobnie jak Onko BCG, pokaże wzrosty w 4Q, który sezonowo zazwyczaj jest mocnym sprzedażowo okresem.

W 1H'25 spółka nie zanotowała sprzedaży Gamma anty D, co może być pokłosiem wysokiej sprzedaży w 4Q'24. Zakładamy, że może być to element strategii przebudowy portfolio leków, podobnie jak zaprzestanie produkcji Lakcidu, dlatego nie uwzględniamy sprzedaży tych produktów w 3Q'25. Do aptek wszedł za to Davoster, jednak spodziewamy się, że na początkowym etapie sprzedaż tego leku będzie nieznaczna.

Ze względu na niższą sprzedaż szczepionki BCG oraz segmentu tradycyjnego, spodziewamy się istotnego spadku przychodów w 3Q'25 (-43,4% r/r). Zakładamy, że spółka będzie się skupiać na strategicznym leku Onko BCG, który jako jedyny z istotnych pozycji portfolio powinien zwiększyć wolumeny sprzedaży. Podwojenie serii produkcyjnej Onko wymagało od spółki zwiększonych wysiłków w tym zakresie, co mogło spowodować przejściowe ograniczenia produkcyjne. Wysoki udział w przychodach wysokomarżowego Onko BCG powinno skutkować wzrostem marży brutto na sprzedaży z 63,1% w 3Q'24 do ok. 67,2% w 3Q'25. Spadek przychodów przy utrzymujących się kosztach stałych implikuje wystąpienie straty na poziomie operacyjnym w wysokości -3,4 mln PLN oraz 1,2 mln PLN zysku EBITDA. Na poziomie netto szacujemy stratę w wysokości -3,3 mln PLN.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,4	7,6	-43,4%	71,8	52,3	-27,1%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	2,9	1,6	-45,8%	9,8	3,5	-64,0%
<i>Onko BCG</i>	3,4	4,9	44,0%	26,8	31,6	17,9%
<i>Distreptaza</i>	3,9	0,7	-81,5%	24,5	13,2	-45,9%
<i>Gamma Anty D</i>	0,7	0,0	-	6,2	0,0	-100,0%
<i>Lakcid</i>	0,0	0,0	-	0,5	0,2	-18,4%
<i>Inne</i>	2,5	0,1	-95,2%	3,9	3,3	-14,5%
Wynik brutto na sprzedaży	8,5	5,1	-39,7%	44,3	33,8	-23,7%
EBIT	0,0	-3,4	-	12,4	-0,6	-104,9%
EBITDA	2,5	1,2	-49,2%	19,1	15,5	-18,4%
Zysk netto	-0,4	-3,3	-	7,6	-3,0	-140,2%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,1%	67,2%	-	61,7%	64,5%	-
Marża EBIT	-0,2%	-44,8%	-	17,3%	-1,2%	-
Marża EBITDA	18,3%	16,4%	-	26,5%	29,7%	-
Marża zysku netto	-3,3%	-43,0%	-	10,5%	-5,8%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

Trzymaj, TP 80,9/akcję

Rekomendacja z dnia 6 lutego 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	78,8	P/E	12,8	14,3	14,9	13,3
MC [mln PLN]	994,3	EV/EBITDA	7,8	8,6	8,4	7,8
		EV/EBIT	10,3	11,7	11,6	10,6
		P/BV	2,9	2,7	2,5	2,2

Analitik:

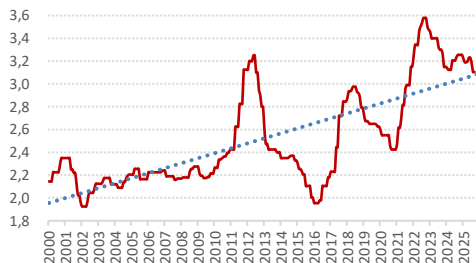
Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

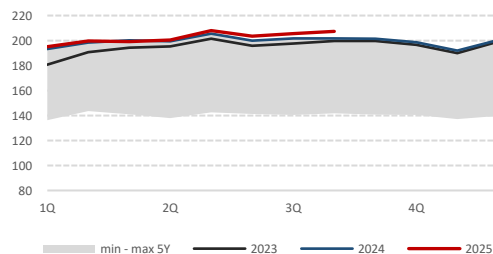
- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 3Q'25 wg PSB wzrosły o 3% r/r. Równocześnie niższe o 4% r/r były ceny bieli tytanowej w PLN. Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 3Q'25 wynosił średnio -0,7 pkt (vs +1,9 pkt w 2Q'25), na Węgrzech było to średnio -26,9 pkt (vs -28,4 pkt w 2Q'25).
- 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 1H'25 przychody spadły o kolejne 6% r/r. Bardzo dobrze natomiast wyglądała marża brutto ze sprzedaży oraz udało się zatrzymać wzrost kosztów SG&A, tym samym EBITDA była prawie porównywalna r/r.
- Prognoza na 3Q'25.** Na konferencji wynikowej w trakcie 3Q'25 spółka komunikowała, że widzi pewne sygnały ożywienia, ale aktywność konsumentów w obszarze farb pozostaje słaba. Na rynku węgierskim spółka dokonała rebrandingu, który ma przynieść efekty w średnim terminie. Spodziewamy się, że przychody w 3Q'25 mogą spaść o -2% r/r. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży (indeks PSB sugeruje wzrosty cen farb, a podstawowy surowiec jest tańszy r/r). Zakładamy, że uda się utrzymać kontrolę nad kosztami SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 57,8 mln PLN (vs 59,1 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 34,6 mln PLN vs 34,6 mln PLN w 3Q'24.
- Prognoza średnioterminowa.** Rynek farb dekoracyjnych w 2024 w Polsce wolumenowo spadał już czwarty rok z rzędu (rynek to głównie popyt remontowy). W 2025 rok ten trend raczej się jeszcze nie odwróci. Zakładamy, że Śnieżka w 2025 roku wypracuje 776 mln PLN przychodów (-3% r/r), 141 mln PLN EBITDA oraz 67 mln PLN zysku netto. 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.

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 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	245,0	241,2	-1,5%	647,7	621,6	-4,0%	798,4	775,9	-2,8%	811,0	4,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	123,4	122,8	-0,5%	318,1	312,6	-1,7%	393,8	390,0	-1,0%	405,9	4,1%
Zysk na sprzedaży	49,2	48,3	-1,9%	100,4	95,1	-5,3%	107,3	102,5	-4,4%	109,5	6,9%
EBITDA	59,1	57,8	-2,2%	126,5	124,3	-1,7%	142,8	140,6	-1,6%	146,2	4,0%
EBIT	49,7	48,3	-2,8%	98,4	95,6	-2,8%	105,2	102,5	-2,6%	108,3	5,7%
Zysk brutto	44,4	43,4	-2,1%	83,8	82,9	-1,1%	87,3	85,1	-2,6%	93,6	10,0%
Zysk netto	34,6	34,6	-0,2%	64,6	64,6	-0,1%	69,4	66,7	-3,8%	75,0	12,4%
Marża brutto ze sprzedaży	50,4%	50,9%		49,1%	50,3%		49,3%	50,3%		50,0%	
Marża na sprzedaży	20,1%	20,0%		15,5%	15,3%		13,4%	13,2%		13,5%	
marża EBITDA	24,1%	24,0%		19,5%	20,0%		17,9%	18,1%		18,0%	
marża EBIT	20,3%	20,0%		15,2%	15,4%		13,2%	13,2%		13,4%	
marża netto	14,1%	14,3%		10,0%	10,4%		8,7%	8,6%		9,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

TORPOL**Akumuluj, TP 49,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 wrzesień 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	52,6	P/E	11,9	17,8	16,3	13,9
MC [mln PLN]	1 208,2	EV/EBITDA	5,6	10,6	7,0	5,7
		EV/EBIT	6,8	14,3	9,3	7,4
		P/BV	2,4	2,3	2,1	1,9

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- Spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 3Q'25 24/10/2025
- **Backlog.** Po 2Q'25 portfel Torpolu wynosił 3,15 mld PLN (vs 4,19 mld PLN rok wcześniej i 3,35 mld PLN po 1Q'25). Ponad połowę portfela stanowi kontrakt w Katowicach, na którym w końcówce 3Q'24 rozpoczęły się prace budowlane. W 3Q'25 spółka podpisała nową umowę z PKP PLK na 0,51 mld PLN, natomiast na początku 4Q'25 zwiększono wartość kontraktu w Katowicach o 0,31 mld PLN oraz podpisano umowę z PKP PLK na 1,44 mld PLN. Torpol ma także złożoną najniższą cenę w przetargu Białystok-Ełk za 3,7 mld PLN (z tego 50% dla TOR)
- **Wyniki za 3Q'25.** W 3Q'25 na poziomie skonsolidowanych przychodów Torpol miał 505 mln PLN (+45% r/r). Wzrost przychodów r/r, jest głównie konsekwencją wysokiego portfela zleceń kolejowych w bieżącej realizacji. Po zakończeniu dużego kontraktu dla Orlenu, wyraźnie obecnie natomiast spadły przychody zależnego TOG. Rentowność brutto ze sprzedaży w 3Q'25 (7,2%) była nieco słabsza q/q (7,5%) oraz r/r (8,1% rok temu). Na poziomie jednostkowym marża wyniosła 7,0%, natomiast TOG miał 13,1% marży. EBIT wyniósł 22,4 mln PLN (vs 16,8 mln PLN rok temu), natomiast wynik netto to 17,8 mln PLN (vs 13,7 mln PLN w 3Q'24). Wyniki na tych liniach są nieco poniżej naszych założeń, co jest konsekwencją nieco niższej od założeń marży. Gotówka po 3Q'25 na poziomie 332 mln PLN (gotówkę netto można szacować na ok 250 mln PLN przyjmując dług z 2Q'25).
- **Prognoza średnioterminowa.** Na ostatnich konferencjach wynikowych spółka sygnalizowała, że toczy z zamawiającym rozmowy o finalnym rozliczeniu kilku starych kontraktów, co potencjalnie może pozytywnie wpłynąć na wyniki w końcówce roku. W 2026 roku spółka będzie kończyć szereg kontraktów pozyskanych w 2023 roku, stąd wydaje się agresywniejsze w tym roku podejście do budowy portfela. W marcu'25 spółka przedstawiła strategię na lata 2025-30, w której zakłada osiągnięcie 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).

Wstępne wyniki za 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25W	zmiana r/r	3Q'25P BDM	odchyl.	1-3Q'24	1-3Q'25W	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	347,4	504,6	45,2%	480,0	5,1%	905,9	1 357,7	49,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	28,0	36,4	29,8%	36,0	1,2%	77,2	95,0	23,1%
Wynik na sprzedaży	17,4	---	---	23,2	---	45,6	---	---
PPO/PKO	-0,6	---	---	0,0	---	-3,0	---	---
EBITDA	23,5	---	---	30,4	---	61,6	---	---
EBIT	16,8	22,4	33,2%	23,2	-3,4%	42,6	57,3	34,5%
Wynik brutto	17,5	---	---	23,9	---	49,6	---	---
Wynik netto	13,7	17,8	29,8%	19,4	-8,3%	39,6	48,3	21,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	8,1%	7,2%		7,5%		8,5%	7,0%	
Marża na sprzedaży	5,0%	---		4,8%		5,0%	---	
Marża EBITDA	6,8%	---		6,3%		6,8%	---	
Marża EBIT	4,8%	4,4%		4,8%		4,7%	4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

UNIBEP

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	11,0	P/E	---	8,6	12,4	11,0
MC [mln PLN]	384,0	EV/EBITDA	---	2,6	4,0	4,5
		EV/EBIT	---	3,1	5,3	6,4
		P/BV	2,8	2,1	1,9	1,7

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Backlog.** Portfel po 2Q'25 wynosił 3,50 mld PLN (-6% r/r, +16% q/q). Po 3Q'25 wzrosnąć po tym jak spółka pozyskała m.in. duży kontrakt w energetyce oraz kontrakt na drogę wzdłuż bariery na granicy z Białorusią (do realizacji w 2H'25).
- **Deweloperka.** W 3Q'25 spółka sprzedała 92 lokali (+411% r/r, +53% q/q) i przekazała 58 lokali (-69% r/r, +49% 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. W 1H'25 oczyszczone wyniki były wyraźnie lepsze r/r (pomimo dużo niższej kontrybucji deweloperki).
- **Prognoza na 3Q'25.** Spodziewamy się w 3Q'25 610 mln PLN przychodów (-9% r/r, ubytek podyktowany głównie deweloperką). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy 8,4% (vs 10,0% rok temu - dużo do wyniku dołożyła wtedy deweloperka). Zakładamy EBIT na poziomie 22,9 mln PLN (vs 38,9 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje 11,0 mln PLN zysku (po wyłączeniu zysków mniejszości). Spodziewamy się, że wyraźnego spadku zadłużenia netto vs 2Q'25 (m.in. kwestia zaliczek na nowych kontraktach).
- **Prognoza średnioterminowa.** 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. Segment modułowy pozostał w grupie, spółka chce zwiększyć jego automatyzację, pozyskano także duży kontrakt w Niemczech. 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). 4Q'25 powinien być dość mocny – do wyników pozytywnie powinna dołożyć się deweloperka, mocny powinien być segment infrastruktury (budowa drogi wzdłuż granicy z Białorusią). W 2026 roku na ten moment widzimy ryzyko erozji wyników w segmencie budowlanym (w 2025 niszowe kontrakty mają ponadprzeciętne marże, natomiast otoczenie konkurencyjne jest trudne pod kątem nowych kontraktów).

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	666,4	609,8	-8,5%	1 825,7	1 645,3	-9,9%	2 606,9	2 549,7	-2,2%	2 645,2	3,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	66,6	51,0	-23,4%	124,6	132,7	6,5%	176,6	213,7	21,0%	208,1	-2,6%
Zysk na sprzedaży	41,4	22,9	-44,6%	52,3	51,0	-2,5%	67,7	88,0	30,0%	77,2	-12,3%
EBITDA	46,9	30,6	-34,7%	181,4	82,1	-54,7%	198,9	126,4	-36,4%	109,0	-13,8%
EBIT	38,9	22,9	-41,0%	159,1	58,7	-63,1%	168,6	95,7	-43,3%	77,2	-19,3%
Zysk brutto	25,5	14,7	-42,5%	131,4	27,5	-79,1%	134,8	53,4	-60,4%	54,4	1,9%
Zysk netto	6,8	11,0	60,7%	46,5	11,3	-75,6%	44,9	30,9	-31,1%	43,5	40,9%
Marża brutto ze sprzedaży	10,0%	8,4%		6,8%	8,1%		6,8%	8,4%		7,9%	
Marża na sprzedaży	6,2%	3,8%		2,9%	3,1%		2,6%	3,5%		2,9%	
marża EBITDA	7,0%	5,0%		9,9%	5,0%		7,6%	5,0%		4,1%	
marża EBIT	5,8%	3,8%		8,7%	3,6%		6,5%	3,8%		2,9%	
marża netto	1,0%	1,8%		2,5%	0,7%		1,7%	1,2%		1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

UNIMOT

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Data publikacji raportu za 3Q'25 – 2025-11-18

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	127,2	P/E	2,1	7,5	80,5	9,0
MC [mln PLN]	1 042,8	EV/EBITDA	2,5	4,9	6,6	4,9
		EV/EBIT	2,9	7,7	13,9	8,3
		P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Paliwa.** W 3Q'25 premie lądowe (liczone dla wyrobów ARA) były wg naszych kalkulacji słabsze niż w 2Q'25 i porównywalne r/r. Zakładamy, że wynik 3Q'25 może być słabszy w ujęciu r/r i q/q (niekorzystny efekt backwardation na cenach diesla na początku kwartału). Zakładamy ok. 23 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs 31 mln PLN w 3Q'24).
- **LPG.** Problemy kosztowe tego obszaru mogą kulminować w 3Q'25 – 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 -14 mln PLN (vs +8 mln PLN rok temu i +1 mln PLN w 3Q'25).
- **Stacje paliw.** W 3Q'25 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r. Spodziewamy się 8 mln PLN EBITDA vs niecałe 7 mln PLN rok temu.
- **Bitumeny.** 2-3Q to szczyt sezonu. Obecnie marżowość na rynku jest nieco niższa niż rok temu (ale spółka wspiera wolumeny importem). Spodziewamy się +49 mln PLN EBITDA (vs +53 mln PLN rok temu).
- **Infrastruktura.** Biznes obecnie generuje w miarę powtarzalne wyniki na terminalach, poprawiły się nieco marże w logistyce. W 3Q'25 spodziewamy się 27 mln PLN EBITDA (vs 20 mln PLN rok temu).
- **Pozostałe segmenty.** W segmentach gazu ziemnego i energii 3Q'25 według naszych szacunków łączny wynik powinien być porównywalny r/r (kilka mln PLN na plus). W przypadku innych segmentów (PV, paliwa stałe) w 3Q'25 spodziewamy lekko dodatniej kontrybucji do wyników. Przyjmujemy ok 14 mln PLN kosztów korporacyjnych.
- **Podsumowując** spodziewamy się 86,0 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy 23,2 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 przyniósł bardziej wymagające warunki pod kątem krzywej terminowej). Zawiedzie segment LPG (projekt nowych sankcji unijnych zakłada uszczelnienie rynku od 2H'26). Liczymy na lepszy r/r wynik Infrastruktury, porównywalny może być wynik Bitumenów. Zakładamy poprawę wyniku z 2024 w Detalu.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'25	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	3 652	3 901	6,8%	10 135	11 099	9,5%	14 085	14 970	6,3%	14 874	-0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	170,9	182,7	6,9%	570,4	607,4	6,5%	880,5	824,4	-6,4%	893,7	8,4%
Zysk na sprzedaży	9,9	12,0	20,9%	113,6	54,0	-52,5%	239,4	69,3	-71,1%	92,3	33,2%
EBITDA skoryg	105,3	86,0	-18,4%	233,2	243,6	4,5%	307,7	325,1	5,6%	365,4	12,4%
Paliwa	31,0	23,0	-25,8%	48,8	83,1	70,2%	80,4	116,3	44,6%	130,4	12,1%
LPG	7,6	-14,0	---	18,8	-9,3	---	12,2	-15,8	---	5,2	---
Stacje paliw	6,7	7,6	12,3%	11,9	14,7	23,9%	17,4	19,3	10,9%	17,4	-9,8%
Bitumeny	53,1	49,1	-7,4%	94,8	85,7	-9,6%	113,8	111,5	-2,0%	108,5	-2,7%
Infrastruktura	19,9	27,1	36,3%	63,5	78,7	23,9%	85,1	104,9	23,2%	108,2	3,2%
pozostałe	-12,9	-6,8	---	-4,6	-9,2	---	-1,3	-11,2	---	-4,3	---
EBITDA	42,2	86,0	103,9%	207,8	201,8	-2,9%	370,1	283,3	-23,5%	365,4	29,0%
EBIT	8,7	48,0	453,6%	107,6	90,0	-16,3%	233,5	134,1	-42,6%	215,4	60,6%
Zysk brutto	-24,3	28,7	---	51,7	7,8	-84,9%	187,2	30,9	-83,5%	143,3	364,3%
Zysk netto	-20,6	23,2	---	35,2	-5,4	---	139,3	13,0	-90,7%	116,0	795,8%
Marża brutto ze sprzedaży	4,7%	4,7%		5,6%	5,5%		6,3%	5,5%		6,0%	
Marża na sprzedaży	0,3%	0,3%		1,1%	0,5%		1,7%	0,5%		0,6%	
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%	2,2%		2,2%	2,2%		2,5%	
marża EBIT	0,2%	1,2%		1,1%	0,8%		1,7%	0,9%		1,4%	
marża netto	-0,6%	0,6%		0,3%	0,0%		1,0%	0,1%		0,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Proгноzy wyników wg 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'25	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	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	3 717,9	3 900,5	3 870,9
Zysk brutto ze sprzedaży	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	248,1	182,7	217,0
Zysk na sprzedaży	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	31,8	12,0	15,3
EBITDA skoryg.	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	110,4	86,0	81,5
ON+Bio	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	35,7	23,0	33,3
LPG	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	1,2	-14,0	-6,5
Gaz ziemny	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	7,5	0,4	8,4
Energia	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	2,2	3,6	4,0
PV	-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	-0,5	0,9	0,2
Stacje paliw	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	3,5	7,6	4,6
Bitumeny	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	43,6	49,1	25,8
Infrastruktura	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	25,3	27,1	26,2
Paliwa stałe	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	-0,6	2,3	0,5
Pozostałe	-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	-7,6	-14,0	-15,0
EBITDA	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	74,0	86,0	81,5
ON+Bio	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	10,3	23,0	33,3
LPG	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	8,7	-14,0	-6,5
Gaz ziemny	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	7,8	0,4	8,4
Energia	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	0,5	3,6	4,0
PV	-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	-1,0	0,9	0,2
Stacje paliw	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	2,5	7,6	4,6
Bitumeny	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	27,1	49,1	25,8
Infrastruktura	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	23,5	27,1	26,2
Paliwa stałe	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	-0,5	2,3	0,5
Pozostałe	-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	-4,9	-14,0	-15,0
EBIT	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	37,0	48,0	44,1
Zysk brutto	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	-10,6	28,7	23,0
Zysk netto	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	-18,5	23,2	18,7
Dług netto	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	760,2	755,2	827,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL**Redukuj, TP 153,3 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 19 sierpnia 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	160,2	P/E	17,2	15,6	14,6
MC [mln PLN]	1 682,5	EV/EBITDA	10,5	9,3	9,0
		EV/EBIT	14,8	12,9	12,4
		P/BV	4,7	4,6	3,9

Analizy:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

Diagnostyka

W 3Q'25 spodziewamy się wzrostu wolumenów badań wykonywanych przez grupę. Szacujemy 34,1 tys. TK (+1,5% r/r), 77,9 tys. MR (+10,0% r/r), 4,8 tys. PET (-2,0% r/r) oraz 4,8 tys. SPECT (+9,0% r/r). Prognozy te uwzględniają pracownię MR w Malborku. Implikuje to wzrost łącznej liczby badań o +7,0% r/r. Dynamika przychodów całego segmentu powinna być wyższa ze względu na podwyżki wycen badań refundowanych, jakie miały miejsce w lipcu'25, dlatego szacujemy wzrost sprzedaży z tego tytułu na +9,7% r/r. Spodziewamy się też poprawy rentowności segmentu i wzrostu wyniku EBITDA do 52,4 mln PLN (+11,3% r/r). Dodatkowo, Voxel przejął spółkę posiadającą jedną pracownię MR w Koninie, która będzie kontrybuowała do wyniku grupy od 4Q'25.

IT i wyposażenie pracowni

Po bardzo mocnym 1H'25 spodziewamy się spokojniejszego 3Q'25 pod kątem przychodowym. Sprzedaż segmentu szacujemy na ok. 27,2 mln PLN (-20% r/r). Podtrzymujemy jednak założenie mocnego 4Q'25 i przekroczenia backlogu, który w ostatnim raporcie szacowany był na 142 mln PLN (130 mln PLN Alteris i 12 mln PLN Radpoint).

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 3Q'25 zakładamy wykonanie 147 (płasko r/r). Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (+5,0% r/r).

Na poziomie grupy szacujemy 138,0 mln PLN przychodów (+2,6% r/r) oraz 52,4 mln PLN EBITDA (+11,3% r/r). Zakładamy poprawę w segmencie IT, chociaż spodziewamy się, że wyższy poziom przychodów może zostać odnotowany w 4Q'25, co wynika z sezonowości branży. Powyższe założenia implikują wzrost zysku netto do 28,0 mln PLN (+10,1% r/r).

Aktualnie konsultowany jest projekt obniżenia wycen badań podstawowych TK i MR. Zwracamy uwagę, że w ofercie spółki znajdują się też bardziej specjalistyczne badania, które powinny pozostać na takich samych poziomach wycen lub zostać podniesione. Biorąc pod uwagę, że aktualizacja wycen może być wprowadzona w 2026 r., w naszej ocenie może się to wiązać z ograniczeniem podwyżek dla pracowników, dlatego nie powinno istotnie wpłynąć na oczekiwane wyniki w średnim okresie.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	134,5	138,0	2,6%	507,8	580,6	14,3%
Wynik brutto na sprzedaży	41,4	45,4	9,7%	154,6	176,8	14,3%
EBITDA	46,1	51,3	11,3%	166,5	198,8	19,4%
Diagnostyka	47,1	52,4	11,3%	175,1	203,2	16,1%
Neurochirurgia	1,8	1,8	-0,6%	7,5	7,6	2,2%
IT i wyposażenie pracowni	3,8	4,5	17,3%	16,9	18,7	11,0%
Wyłączenia	-6,5	-7,3		-32,9	-30,7	
EBIT	34,2	37,5	9,6%	118,8	144,1	21,2%
Zysk brutto	31,9	35,1	10,1%	119,6	134,7	12,6%
Zysk netto	25,4	28,0	10,1%	97,7	107,9	10,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,8%	32,9%		30,4%	30,4%	
Marża EBITDA	34,3%	37,2%		32,8%	34,2%	
Marża EBIT	25,5%	27,2%		23,4%	24,8%	
Marża zysku netto	18,9%	20,3%		19,2%	18,6%	

Źródło: BDM, spółka

WIRTUALNA POLSKA

KUPUJ z ceną docelową 75,9 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 15 września 2025 r.

(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	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 Q2 2025	2025-11-18	DPS [PLN]	2,0	2,2	2,5

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdom.pl

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.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	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%

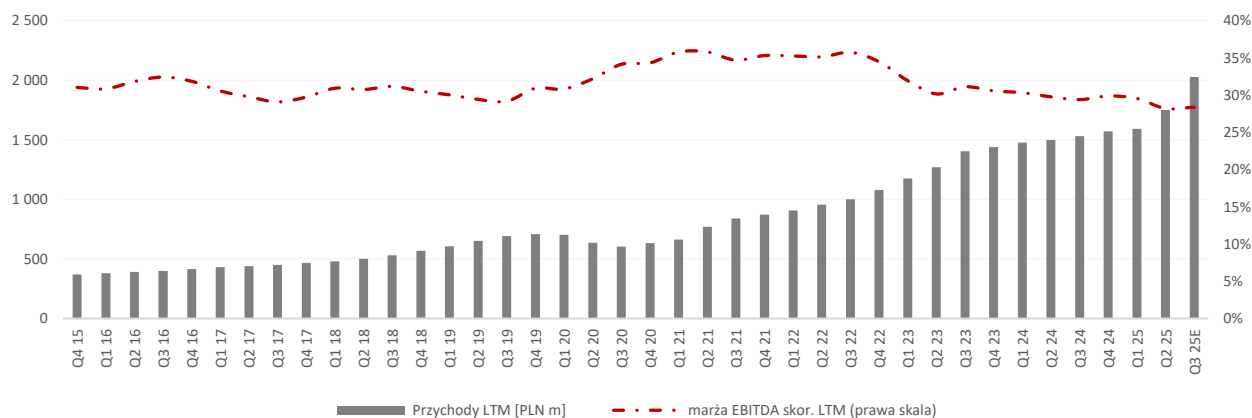
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

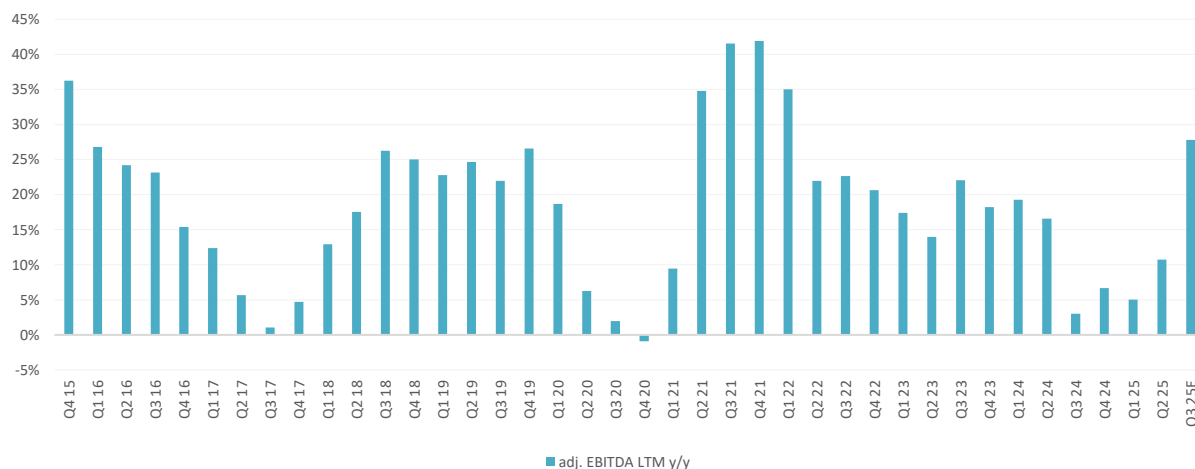
Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że skor. EBITDA wzrośnie o 1,3% (ujęcie bazy porównawczej pro forma) do poziomu 234,6 mln PLN. Na poziomie danych raportowanych dynamika wzrostu skor. EBITDA może wynieść +52,7% (wpływ przejścia Invia). Odczyt EBIT w naszym modelu w Q3 2025 to 153,4 mln PLN.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

Przychody w ujęciu LTM i marża EBITDA skor.



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika r/r odczytów skor. EBITDA LTM



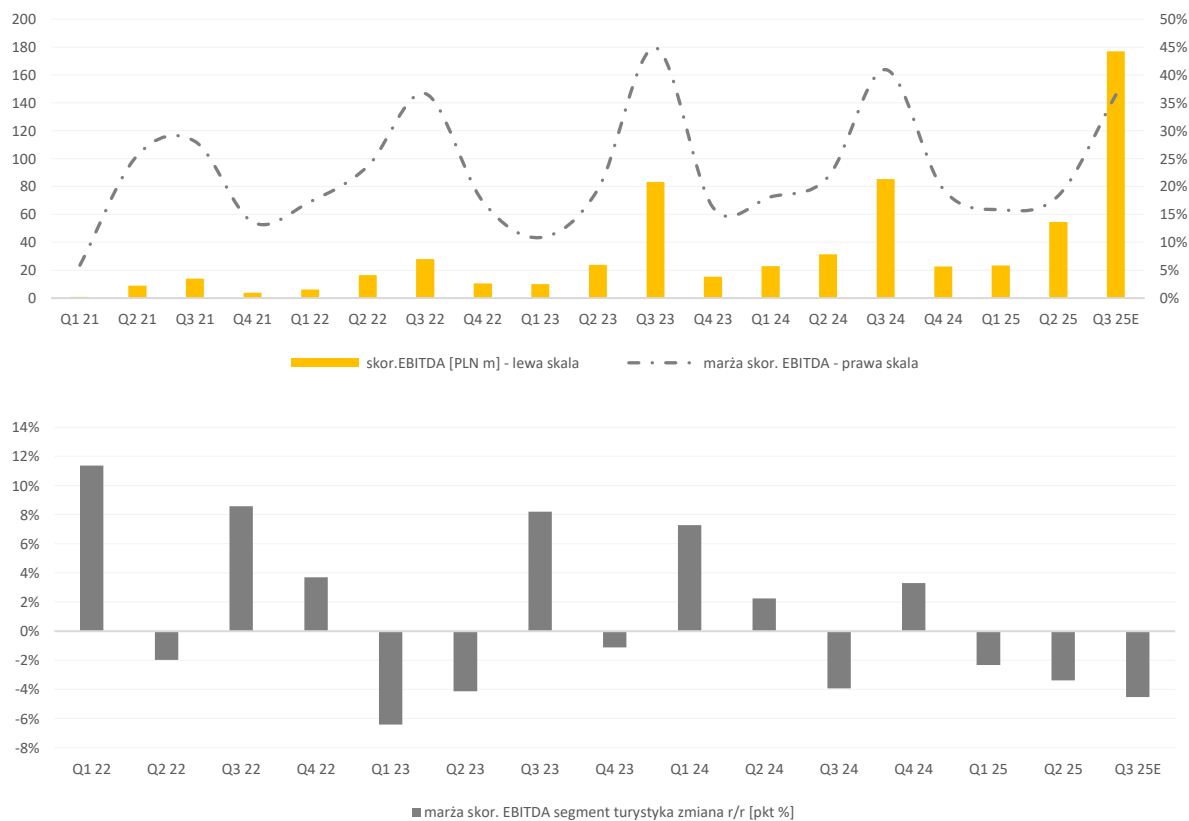
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

ZUE

Akumuluj, TP 10,9/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 22 sierpień 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	11,2	P/E	12,2	24,0	24,5	25,7
MC [mln PLN]	256,8	EV/EBITDA	2,7	8,2	8,0	6,5
		EV/EBIT	4,0	14,9	16,0	13,7
		P/BV	1,3	1,3	1,2	1,2

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

- **Backlog.** Portfel wynosił po 2Q'25 1,19 mld PLN (-19% r/r, -10% q/q). Oferta spółki w przetargu PKP PLK na 2,6 mld PLN jest uznana za najkorzystniejszą. Złożono także najniższą ceną w powtórzonym przetargu tramwajowym w Bratysławie (w konsorcjum, ok. 0,2 mld PLN dla spółki).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała rekordowy 2023 rok (głównie dzięki stronie przychodowej). W 2024 roku wynik netto się przepełnił. 2Q'25 pozytywnie zaskoczył i miał jednak diametralnie inny obraz (10% marży brutto ze sprzedaży, 10 mln PLN zysku netto) niż 1Q'25 (3% marży brutto i -5 mln PLN straty netto). Spółka z jednej strony uzyskała dopłaty na części kończonych kontraktów, z drugiej poprawiła także marże na kontraktach w toku (sprzyjające otoczenie kosztowe).
- **Prognoza na 3Q'25.** Spółka od dłuższego czasu wyznaczała sobie cel osiągnięcia marży brutto ze sprzedaży na poziomie 6% (średnia za 2020-24 to 4,0%), co udało się osiągnąć w 1H'25 (6,7%). Na konferencji wynikowej zarząd sygnalizował, że chciałby utrzymać dobrą rentowność (aczkolwiek uważamy, że utrzymania marży z 1H'25 będzie raczej wyzwaniem). Obecny portfel sugeruje ujemną dynamikę przychodów. Zakładamy w 3Q'25 250 mln PLN przychodów (-18% r/r), 4,6% marży brutto ze sprzedaży oraz zysk netto na poziomie 1,1 mln PLN (vs -0,2 mln PLN rok temu).
- **Prognoza średnioterminowa.** Portfel spółki jest o ok. połowę niższy niż jeszcze w 3Q'23. Obecnie estymujemy, że w 2025 roku spółka będzie miała 0,88 mld PLN przychodów oraz 10,5 mln PLN zysku netto. Wzrost w kolejnym roku oparty jest na założeniu, że spółka podpisze umowę z PKP PLK na odcinek Gdynia Chylonia – Łębork. Nie spodziewamy się po nim wybitnej marży, ale oferta nie wydaje też nadmiernie „agresywna” (3% poniżej II oferty, 14% poniżej budżetu; jednocześnie spółka nie ma tym rejonie obecnie innych kontraktów, z którymi można „zbudować” synergie), ale jego brak zmusiłby spółkę prawdopodobnie do agresywnego ofertowania w kolejnych przetargach. Strategia spółki zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (np. Rumunia, kraje bałtyckie, Niemcy, Słowacja), aby ograniczać ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 3Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	304,3	250,0	-17,8%	921,5	652,8	-29,2%	1 219,4	877,8	-28,0%	957,7	9,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	7,0	11,5	63,7%	34,5	38,5	11,5%	50,5	53,1	5,2%	54,2	2,1%
Zysk na sprzedaży	-1,0	2,0	---	10,5	10,7	1,9%	16,6	15,5	-6,7%	15,5	0,2%
EBITDA	5,2	6,2	19,0%	25,0	24,3	-2,9%	34,7	33,5	-3,5%	32,8	-2,1%
EBIT	1,2	2,0	71,8%	13,4	11,9	-11,4%	19,1	16,7	-12,4%	15,5	-7,0%
Zysk brutto	-1,3	1,4	---	8,0	7,6	-4,4%	12,1	12,3	1,3%	12,3	0,2%
Zysk netto	-0,2	1,1	---	6,9	6,8	-1,9%	10,7	10,5	-2,1%	10,0	-4,9%
Marża brutto ze sprzedaży	2,3%	4,6%		3,7%	5,9%		4,1%	6,0%		5,7%	
Marża na sprzedaży	-0,3%	0,8%		1,1%	1,6%		1,4%	1,8%		1,6%	
marża EBITDA	1,7%	2,5%		2,7%	3,7%		2,8%	3,8%		3,4%	
marża EBIT	0,4%	0,8%		1,5%	1,8%		1,6%	1,9%		1,6%	
marża netto	-0,1%	0,4%		0,7%	1,0%		0,9%	1,2%		1,0%	

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;
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

Pozzczególne 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: 2025-11-03.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-11-03 (09:45 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-01.

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 publicznie, 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 (analyticy) 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 31.10.2025 roku:

	ATAL	BUDIMEX	DECORA	DEKPOL	DOM DEVELOPMENT	ELEKTROTIM	ERBUD	FERRO	INSTAL KRAKÓW	KĘTY	MIRBUD	MOSTOSTAL ZABRZE	ONDE	PRN ORLEN	PEKABEX	SELLENA FM	ŚNIEŻKA	TORPOL	UNIBEP	UNIMOT	ZUE	AGORA
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	N I E	T A K	N I E	N I E	T A K	T A K	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K	N I E	N I E	T A K	T A K	T A K	N I E	T A K	T A K	T A K	N I E	T A K
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wymiutowanego 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 % wymiutowanego 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 % wymiutowanego 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	T A K	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	T A K	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	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	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K *	N I E	N I E	T A K *	T A K *
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	T A K *	N I E	N I E	N I E	T A K *	T A K *	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
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

	ARTIFEX	ATM GRUPA	BENEFIT SYSTEMS	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	IMS	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PTWP	WIRTUALNA POLSKA	ANSWEAR.COM	BIOMAXIMA	CCC	CELON PHARMIA	ESOTIQ & HENDERSON	LPP	NEUCA	SYNEKTIK	SYNTHAVERSE	VOXEL
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	N I E	N I E	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	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
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
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
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	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 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
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
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
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
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	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
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
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
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
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

*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