



Dom Maklerski BDM S.A.

SEZON WYNIKÓW

Q4 2025

MEDIA/ROZRYWKA/TELEKOMUNIKACJA

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

Analitik:
Maciej Bobrowski

10 LUTY 2026, 13:22 CET/CEST

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

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

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	4
AGORA	6
ATM GRUPA	9
BENEFIT SYSTEMS	11
CYFROWY POLSAT	13
DIGITAL NETWORK.....	15
IMS	17
KINO POLSKA.....	20
ORANGE POLSKA	23
PTWP	25
WIRTUALNA POLSKA	28

Aktualne wyceny BDM dla spółek z obszaru media/rozrywka/telekomunikacja

	Data publikacji rekomendacji	Rekomendacja	Wycena [PLN/akcję]	Kurs [PLN/akcję]	Wycena / Kurs
AGORA	2025-12-10	KUPUJ	12,69	9,34	136%
ATM GRUPA	2025-12-17	KUPUJ	5,06	3,95	128%
BENEFIT SYSTEMS	---	BRAK	---	3 930	---
CYFROWY POLSAT	2026-01-22	KUPUJ	15,27	13,18	116%
DIGITAL NETWORK	---	BRAK	---	156,00	---
IMS	---	BRAK	---	2,80	---
KINO POLSKA	2025-12-17	KUPUJ	28,5	23,60	121%
ORANGE POLSKA	2026-01-21	TRZYMAJ	10,67	11,91	90%
PTWP	---	BRAK	---	143,00	---
WIRTUALNA POLSKA	2025-12-12	KUPUJ	76,5	59,70	128%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA +4% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E -12,1% STOPA ZWROTU 12M	ATM GRUPA +23,8% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E +2,6% STOPA ZWROTU 12M	
BENEFIT SYSTEMS +30,8% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E +29,3% STOPA ZWROTU 12M	CYFROWY POLSAT -5,8% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E -13,0% STOPA ZWROTU 12M	DIGITAL NETWORK +49,1% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E +153,5% STOPA ZWROTU 12M
IMS -19,3% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E -24,9% STOPA ZWROTU 12M	KINO POLSKA TV +1,2% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E +24,7% STOPA ZWROTU 12M	ORANGE POLSKA +3,6% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E +59% STOPA ZWROTU 12M
PTWP +188,5% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E +173,4% STOPA ZWROTU 12M	WIRTUALNA POLSKA +22,5% EBITDA LTM Y/Y Q4 2025E -21,3% STOPA ZWROTU 12M	
WIG +40,8% STOPA ZWROTU 12M	STOXX EUROPE 600 MEDIA -27,1% STOPA ZWROTU 12M	

PODSUMOWANIE

Ostatni kwartał 2025 roku w naszym odczuciu był wymagającym okresem dla podmiotów z dużą ekspozycją na wpływy reklamowe. Jednocześnie dostrzegamy szereg impulsów dla solidnych dynamik wpływów z innych kategorii bezpośrednich wydatków konsumenckich.

W edycji kwartalnika Q4 2025 w obszarze media/rozrywka/telekomunikacja pozytywnie akcentujemy ATM Grupę oraz PTWP. Umiarkowanie pozytywnie podchodzimy do Benefit Systems oraz Digital Network. W ramach sezonu Q4 2025 mamy neutralne podejście do Agory, Orange Polska i Kino Polska TV. Jednocześnie przygotowujemy się na scenariusz, że pod kątem oceny wyników za Q4 2025 słabo wypadną Wirtualna Polska, Cyfrowy Polsat oraz IMS.

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q4 2025

	Data publikacji wyników	skor. EBITDA			EBIT			Wynik netto		
		Q4'24	Q4'25E	y/y	Q4'24	Q4'25E	y/y	Q4'24	Q4'25E	y/y
AGORA	2026-03-20	104,8	94,1	-10%	61,6	45,9	-25%	39,1	36,3	-7%
ATM GRUPA	2026-04-29	10,3	11,5	11,7%	5,1	6,1	20,7%	3,3	5,8	74,4%
BENEFIT SYSTEMS	2026-03-20	261,0	381,4	46,1%	164,2	241,4	47,0%	114,6	154,3	34,7%
CYFROWY POLSAT	2026-04-16	780,9	707,8	-9,4%	348,0	273,4	-21,4%	135,1	28,2	-79,2%
DIGITAL NETWORK	2026-04-30	16,7	30,2	80,7%	13,7	23,6	73,1%	10,3	17,4	68,6%
IMS	2026-03-24	7,5	5,8	-22,8%	6,1	4,4	-28,1%	3,9	3,1	-22,3%
KINO POLSKA	2026-04-16	23,6	23,7	0,5%	20,3	21,0	3,3%	15,1	16,6	10,1%
ORANGE POLSKA	2026-02-18	811	847	4,4%	347	184	-47,1%	208	80	-61,4%
PTWP	2026-04-30	1,8	8,6	390,6%	1,3	8,3	530,7%	0,4	6,7	1569%
WIRTUALNA POLSKA	2026-03-24	131,9	124,1	-5,9%	77,6	48,7	-37,2%	44,9	2,7	-94,0%

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

Przypominamy, że w Q4 2025 efekty akwizycji będą miały istotny wpływ na nominalne/raportowane odczyty w ujęciu r/r w Benefit Systems (efekt przejęć w segmencie Turcja), w Wirtualnej Polsce (efekt akwizycji w segmencie turystyka), Agorze (na wyniki segmentu reklama zewnętrzna będzie miała konsolidacja Synergic) oraz w Digital Network (dwa pierwsze miesiące konsolidacji BGMO).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q4 2025 LTM

	Data publikacji wyników	skor. EBITDA LTM			EBIT LTM			Wynik netto LTM		
		2024	2025E	y/y	2024	2025E	y/y	2024	2025E	y/y
AGORA	2026-03-20	260,0	270,9	4%	85,9	90,1	5%	14,7	17,3	18%
ATM GRUPA	2026-04-29	56,3	69,8	23,8%	36,7	47,8	30,4%	26,8	36,2	35,1%
BENEFIT SYSTEMS	2026-03-20	981,3	1 283,8	30,8%	628,3	783,8	24,7%	449,6	565,9	25,8%
CYFROWY POLSAT	2026-04-16	3 298,9	3 106,7	-5,8%	1 766,2	1 405,4	-20,4%	710,5	293,3	-58,7%
DIGITAL NETWORK	2026-04-30	43,7	65,2	49,1%	31,7	49,5	56,1%	25,2	37,8	50,5%
IMS	2026-03-24	20,7	16,7	-19,3%	15,1	11,3	-25,5%	11,1	7,4	-32,8%
KINO POLSKA	2026-04-16	96,5	97,7	1,2%	84,2	93,8	11,3%	66,7	74,8	12,1%
ORANGE POLSKA	2026-02-18	3 338	3 459	3,6%	1 433	1 287	-10,2%	927	774	-16,5%
PTWP	2026-04-30	9,0	26,0	188,5%	7,3	24,3	230,8%	3,3	19,9	503%
WIRTUALNA POLSKA	2026-03-24	468,2	573,4	22,5%	279,6	268,4	-4,0%	155,9	99,3	-36,3%

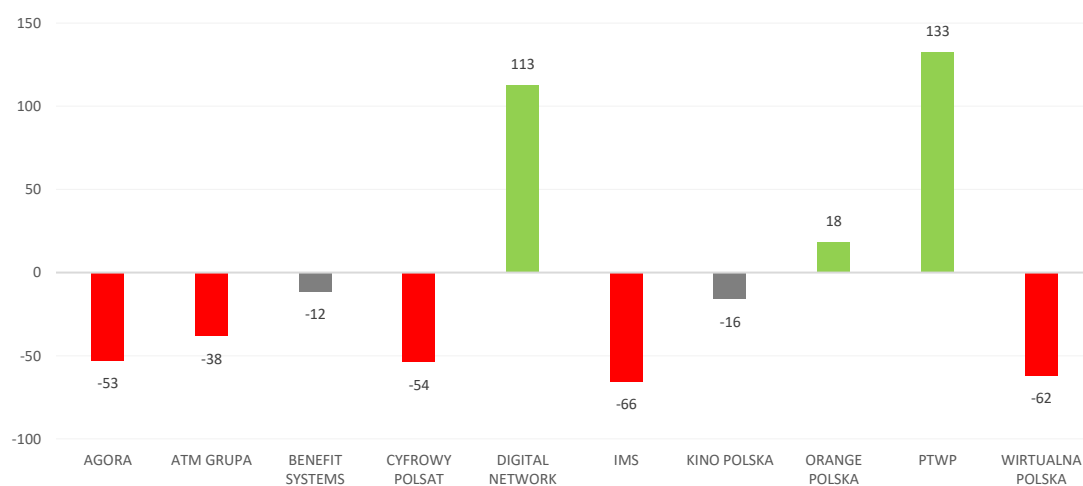
*odczyt EBITDAaL dla OPL (EBITDA po uwzględnieniu kosztów leasingu)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopa zwrotu na walorach wybranych spółek [total return; kursy z 2026-02-10]

	Stopa zwrotu w okresie [%]				Stopa zwrotu względem WIG w okresie [%]			
	3M	6M	YTD	12M	3M	6M	YTD	12M
AGORA	0,9	3,4	2,6	-12,1	-11,5	-10,7	-5,3	-52,9
ATM GRUPA	0,0	1,3	1,3	2,6	-12,3	-12,8	-6,7	-38,2
BENEFIT SYSTEMS	26,4	12,4	12,0	29,3	14,0	-1,7	4,0	-11,5
CYFROWY POLSAT	2,4	-10,1	8,0	-13,0	-9,9	-24,2	0,0	-53,8
DIGITAL NETWORK	47,7	76,5	-4,8	153,5	35,4	62,4	-12,7	112,7
IMS	-2,8	-15,3	10,2	-24,9	-15,2	-29,4	2,3	-65,7
KINO POLSKA	34,9	37,3	4,0	24,7	22,5	23,2	-4,0	-16,1
ORANGE POLSKA	27,0	37,1	16,9	59,0	14,7	23,0	8,9	18,2
PTWP	13,5	15,3	6,7	173,4	1,2	1,2	-1,2	132,6
WIRTUALNA POLSKA	8,2	-19,9	-1,6	-21,3	-4,2	-34,0	-9,6	-62,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Względna stopa zwrotu w % na walorach wybranych spółek liczona do indeksu WIG za okres 12M [kursy z 2026-02-10]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

(materiał z prognozami dla Agory po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-02-06)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	9,0	P/E	28,6x	24,3x	7,4x
Kapitalizacja [PLN m]	419	skor. EV/EBITDA	4,5x	4,1x	3,5x
EV [PLN m]	1 112	EV/Przychody	0,8x	0,7x	0,7x
EV [PLN m] (non IFRS16)	589	P/BV	0,6x	0,6x	0,6x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-03-20	DPS	0	0,25	0,50

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 12,69 PLN; data wydania: 2025-12-10)

Prognozy wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	445,7	495,1	11%	1 503,6	1 592,5	6%
Reklama	235,2	255,5	9%	762,8	808,8	6%
Bilety do kina	81,9	88,6	8%	256,4	275,3	7%
Sprzedaż wydawnictw	36,6	36,3	-1%	134,6	129,0	-4%
Bary kinowe	47,4	50,4	6%	153,7	166,0	8%
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0	---	23,1	0,0	-100%
Działalność filmowa	13,0	31,0	139%	48,8	73,6	51%
Pozostała sprzedaż	31,7	33,2	5%	124,2	139,9	13%
skor. EBITDA	104,8	94,1	-10%	260,0	270,9	4%
skor. EBIT	61,6	45,9	-25%	85,9	90,1	5%
Saldo finansowe	-26,0	1,5		-55,6	-39,1	
Wynik brutto	34,0	47,5	40%	27,6	48,2	74%
Wynik netto	42,2	40,3	-4%	26,4	24,3	-8%
akcjonariuszy jedn. dominującej	39,1	36,3	-7%	14,7	17,3	18%
skor. EBIT	61,6	45,9	-25%	85,9	90,1	5%
Film i książka	29,3	35,1	20%	62,2	81,8	31%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	32,3	10,8	-66%	23,7	8,4	-65%

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 Q4 2025 przychody Agory, według naszej symulacji, mogły być wyższe o 11% r/r. Spodziewamy się, że sieć Helios sprzedała w Q4 2025 ponad 4% więcej biletów niż w Q4 2024. W ujęciu 2025 roku założyliśmy, że Helios sprzedał niespełna 3% więcej biletów w relacji do 2024 roku. Po stronie przychodów reklamowych w Q4 2025 liczymy na solidny wzrost w segmencie radio.

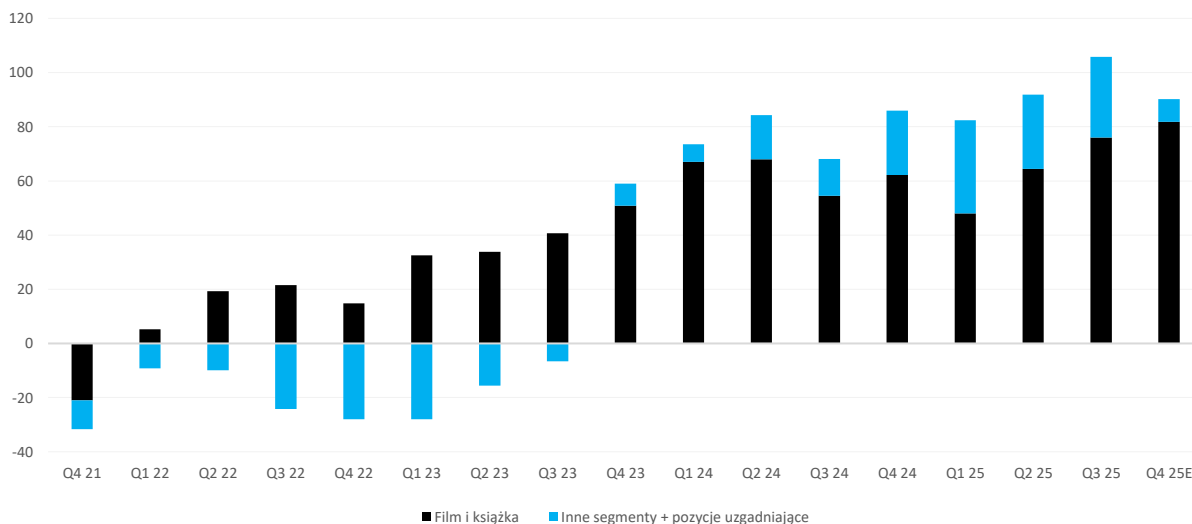
Na raportowane rezultaty Q4 2025 mogą mieć dodatkowo wpływ 2 zdarzenia jednorazowe:

- Agora zakomunikowała już w raporcie bieżącym, że uwzględni koszty związane z restrukturyzacją zatrudnienia. Łącznie spółka zwolni do 166 pracowników (ok 6,6 % pracowników Grupy) i szacowana wysokość rezerwy związanej z tymi działaniami obciąży wynik Q4 2025 (ok 11,7 mln PLN).
- Na poziomie salda finansowego staramy się uwzględnić również wpływ sprzedaży udziałów w ROI Hunter. Spółka na początku grudnia 2025 roku opublikowała komunikat o wyjściu z inwestycji w ten podmiot (Agora posiadała udział mniejszościowy). Wartość transakcji wyniosła ok 6.5 mln EUR, czyli 27,6 mln PLN (daje to blisko 0,59 PLN na 1 akcję Agory; w symulacji prognoz na Q4 2025 uwzględniamy jednorazowy zysk związany z transakcją w kwocie blisko 8,5 mln PLN).

Zacujemy zatem, iż Agora mogła w Q4 2025 wypracować skor. EBIT bliski 45,9 mln PLN (ta kwota uwzględnia koszty restrukturyzacji zatrudnienia w wysokości 11,7 mln PLN). W modelu założyliśmy wzrost na pozycji skor. EBIT w obszarze film i książka z 29,3 mln PLN do 35,1 mln PLN (+20% r/r; efekt dobrej frekwencji kinowej oraz działalności filmowej). Pozostałe segmenty z ekspozycją na rynek reklamy (z uwzględnieniem pozycji uzgadniających oraz ze wspomnianym już efektem rezerwy 11,7 mln PLN) w naszej prognozie mogą wykazać erozję skor. EBIT do poziomu 10,8 mln PLN.

Przyjęta przez nas ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada dalszy wzrost skor. EBIT. Liczymy, że Agora w 2026 roku będzie walczyć o wypracowanie zakładanego w strategii odczytu EBITDA (non IFRS 16) na poziomie minimum 200 mln PLN. Nasze założenia są jednak poniżej wspomnianego celu i w modelu uwzględniamy, iż EBITDA (non IFRS 16) będzie blisko 180 mln PLN (sygnalizowaliśmy to już w ostatnim grudniowym raporcie aktualizującym). Głównym powodem zachowawczego spojrzenia na potencjał poprawy rezultatów w 2026 roku jest wysoka baza wynikowa segmentu film i książka z 2025 roku (zwłaszcza w obszarze działalności filmowej), niskie dodatnie dynamiki wzrostu rynku reklamy w Polsce oraz erozja rezultatów w segmencie reklama zewnętrzna.

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

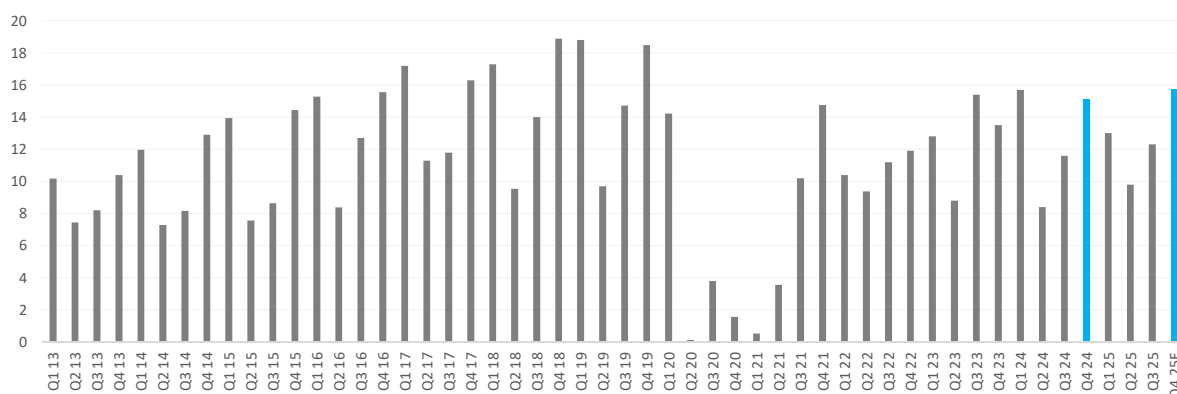


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

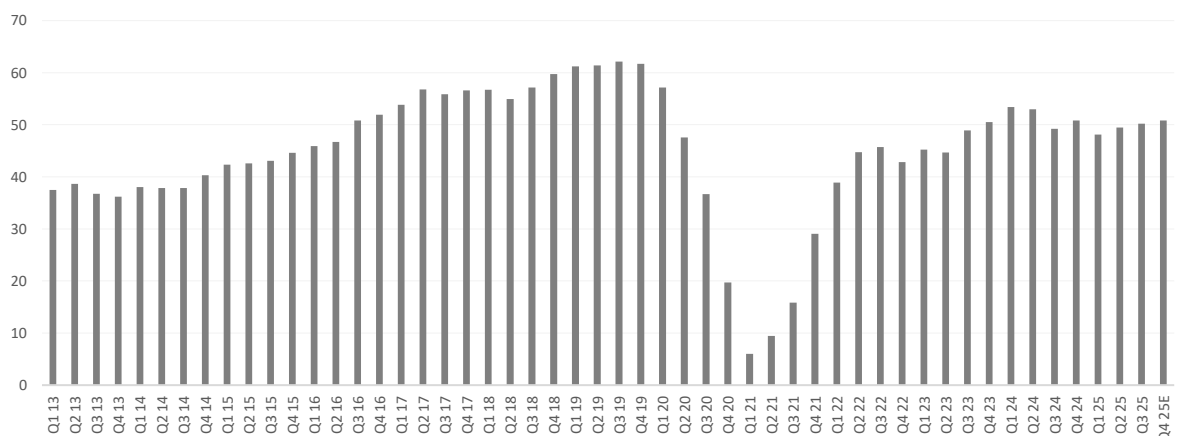
Na podstawie naszych szacunków, frekwencja w kinach w Q4 2025 mogła przynieść odbicie w okolicy 4% w ujęciu r/r. W ujęciu całego 2025 roku frekwencja w krajowych multiplexach mogła wynieść blisko 51 mln widzów (to ok 83% widowni z 2019 roku).

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q4 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 Q4 2025 [m]



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

ATM GRUPA

(materiał z prognozami dla ATM Grupa po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-02-06)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	3,90	P/E	12,3x	9,1x	7,7x
Kapitalizacja [PLN m]	329	skor. EV/EBITDA	5,1x	4,6x	4,2x
EV [PLN m]	290	P/BV	1,1x	1,0x	0,9x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-04-29	DPS [PLN]	0,26	0,18	0,26

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUIJ (z ceną docelową 5,06 PLN/akcję; data wydania: 2025-12-17)

Zakładamy, że ATM Grupa ma za sobą udaną końcówkę 2025 roku. W naszej symulacji przychody z działalności audiowizualnej za Q4 2025 zakładamy na poziomie 72 mln PLN (+36% r/r). Dlatego, prognozujemy odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za Q4 2025 w okolicy 10,8 mln PLN (oznacza to poprawę w ujęciu r/r o 18%; w Q3 2025 wzrost wyniósł blisko 4% r/r). Ogółem za cały 2025 rok skor. EBITDA z działalności audiowizualnej według naszej prognozy może wynieść 61,8 mln PLN (+12,7% względem odczytu z 2024 roku).

Utrzymujemy dotychczasowy scenariusz bazowy wskazujący, iż ATM Grupa w ramach działalności audiowizualnej w kolejnych kwartałach 2026 roku będzie systematycznie budowała odczyt skor. EBITDA LTM. W ujęciu całego 2026 roku spodziewamy się, iż skor. EBITDA powinna zbliżyć się do 70 mln PLN (+13% r/r).

Prognoza wyników na Q4 2025 [PLN m]

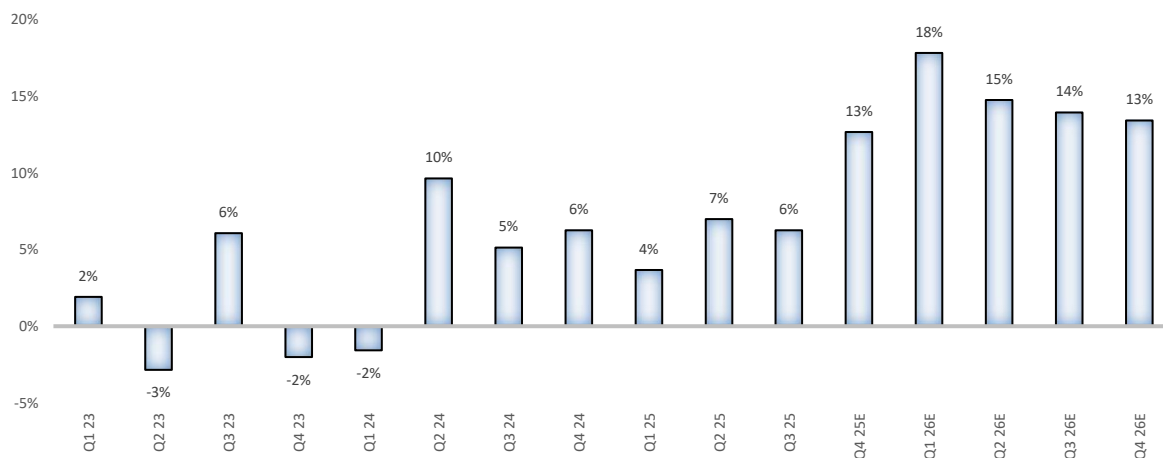
	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	55,9	76,1	36,1%	246,5	320,5	30,0%
produkcja tv i filmowa	33,9	52,5	55,0%	153,4	226,7	47,8%
zarządzanie aktywami trw.	18,9	19,5	2,8%	80,4	72,1	-10,3%
działalność deweloperska	2,8	3,8	34,2%	11,6	20,2	74,7%
inne	0,3	0,3	31,6%	1,2	1,4	21,3%
skor. EBITDA*	10,3	11,5	11,7%	56,3	69,8	23,8%
produkcja tv i filmowa	1,6	3,4	115,5%	21,9	33,0	50,8%
zarządzanie aktywami trw.	7,6	7,4	-2,1%	33,0	28,8	-12,6%
działalność deweloperska	1,6	0,9	-41,5%	2,1	6,8	217,0%
inne	-0,4	-0,2		-0,7	1,1	
EBIT	5,1	6,1	20,7%	36,7	47,8	30,4%
Saldo finansowe	-0,3	-0,3		-1,4	-1,2	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,2	1,6		-0,4	0,6	
Wynik brutto	4,5	7,5	64,9%	35,0	47,3	35,2%
Wynik netto dla akcjonariuszy	3,3	5,8	74,4%	26,8	36,2	35,1%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	52,8	72,0	36,3%	233,8	298,8	27,8%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	9,1	10,8	18,0%	54,9	61,8	12,7%

* 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.

Amortyzacja aktywów programowych w Q1 2025 i Q2 2025 wyniosła odpowiednio 3,03 mln PLN i 0 mln PLN (w Q1 2024 było to 0 mln PLN, natomiast w Q2 2024 ok 1,26 mln PLN). W Q3 2025 amortyzacja aktywów programowych to kwota 30,81 mln PLN (w Q3 2024 było 2,456 mln PLN). Przypominamy, że w całym 2024 roku amortyzacja aktywów programowych to kwota 4,8 mln PLN (w 2023 roku ok 5,6 mln PLN).

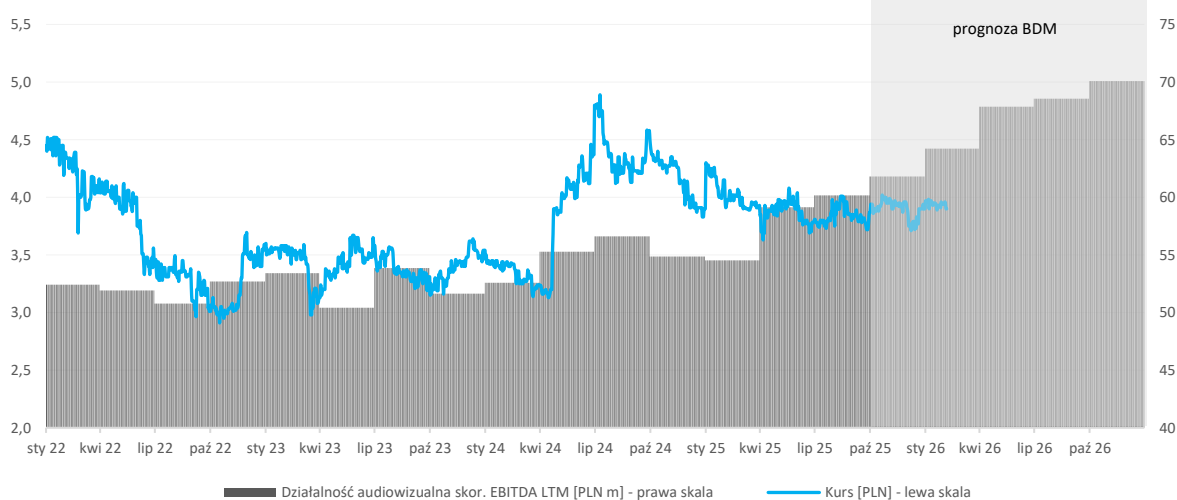
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



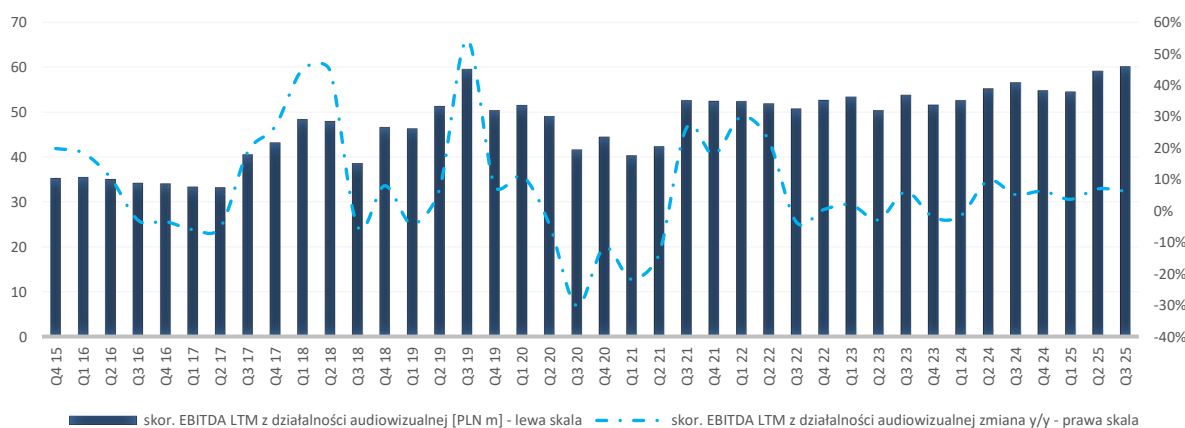
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne zachowanie kursu ATM Grupa na tle odczytu skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasza prognoza na kolejne kwartały



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

BENEFIT SYSTEMS

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	3 930	P/E	25,9	22,8	18,1
Kapitalizacja [PLN m]	12 874	EV/EBITDA	13,1	11,7	9,5
EV [PLN m]	15 077	EV/Przychody	3,8	3,3	2,6
		P/BV	10,0	5,4	4,7
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-03-20				

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Benefit Systems - prognozy wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	915,4	1 291,9	41,1%	3 397,3	4 522,1	33,1%
Wynik brutto na sprzedaży	336,8	451,1	33,9%	1 208,9	1 582,9	30,9%
SG&A	-168,1	-196,3	16,7%	-570,3	-753,0	32,0%
Pozostałe saldo operacyjne	-4,5	-13,4		-10,3	-46,1	
EBITDA	261,0	381,4	46,1%	981,3	1 283,8	30,8%
EBIT	164,2	241,4	47,0%	628,3	783,8	24,7%
Saldo finansowe	-14,9	-65,0	336,4%	-35,7	-184,5	416,4%
Efekt hiperinflacji netto	7,1	26,0		7,1	127,3	
Wynik brutto	156,4	202,4	29,4%	600,3	726,5	21,0%
Podatek	-40,9	-46,6	14,0%	-145,7	-158,2	8,6%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	114,6	154,3	34,7%	449,6	565,9	25,8%
EBITDA segmentów	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Polska	251,7	273,6	8,7%	904,0	1 015,2	12,3%
Zagranica	43,5	55,2	26,9%	193,2	207,3	7,3%
Turcja	-14,6	78,3		-29,9	148,5	
Uzgodnienia	-19,6	-25,6		-86,1	-87,2	

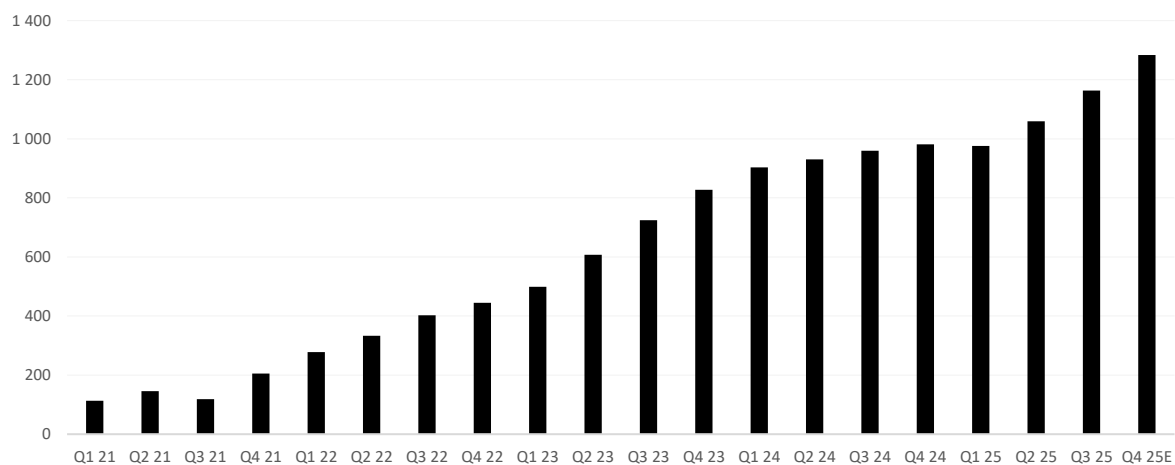
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka w raporcie bieżącym opublikowała już wstępne dane operacyjne za Q4 2025 dotyczące liczby kart (aktywne karty Polska: 1,785 m; Zagranica UE: 0,68 m; Turcja: 0,0566 m).

Zakładamy, że Q4 2025 był dobrym okresem dla Benefit. W segmencie Polska założyliśmy wzrost EBITDA do blisko 274 mln PLN (+8,7% r/r). Poprawy EBITDA spodziewamy się także w segmencie Zagranica UE (55,2 mln PLN; +26,9% r/r). Będzie to też kolejny kwartał konsolidacji z pełnym ujęciem obszaru Turcja (w tym segmencie liczymy na odczyt EBITDA w okolicy 78,3 mln PLN).

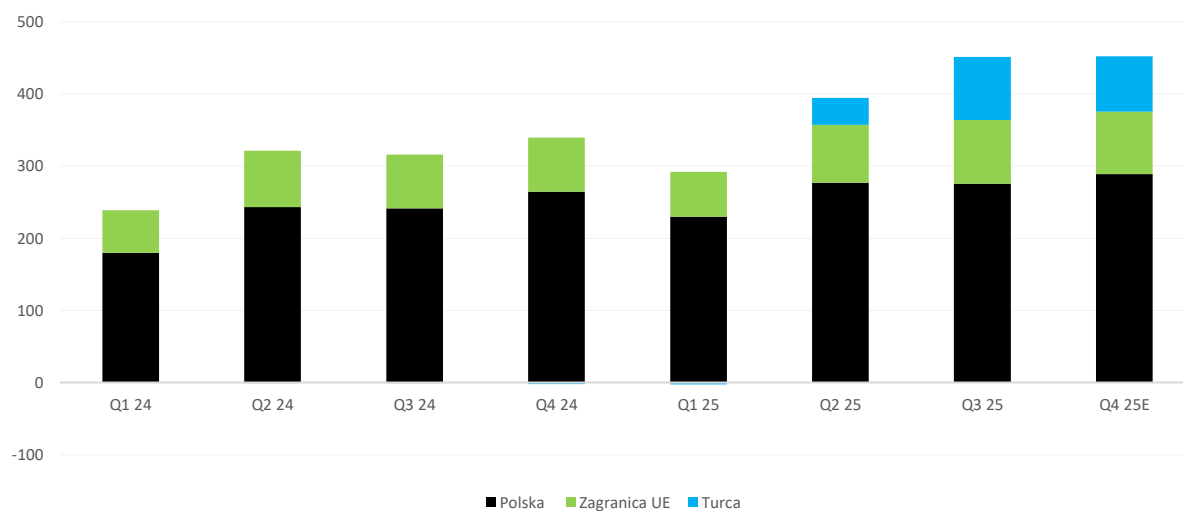
Ogółem spodziewamy się wzrostu EBITDA w Q4 2025 do 381,4 mln PLN (+46% r/r). Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q4 2025 może według naszej symulacji wynieść 154,3 mln PLN (+34,7% r/r).

Benefit Systems - historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q4 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Benefit Systems - historyczne odczyty wyniku brutto na sprzedaży według segmentów oraz nasze założenia na Q4 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

(materiał z prognozami dla CPS po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-01-15)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	13,51	P/E	12,2x	29,5x	31,2x
Kapitalizacja [PLN m]	8 640	skor. EV/EBITDA	6,1x	6,5x	6,1x
EV [PLN m]	20 076	EV/EBIT	11,3x	14,3x	13,7x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-04-16	DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE BDM (2026-01-22):

AKUMULUJ z ceną docelową 15,27 PLN/akcję

Prognoza CPS Q4 2025 [PLN m]

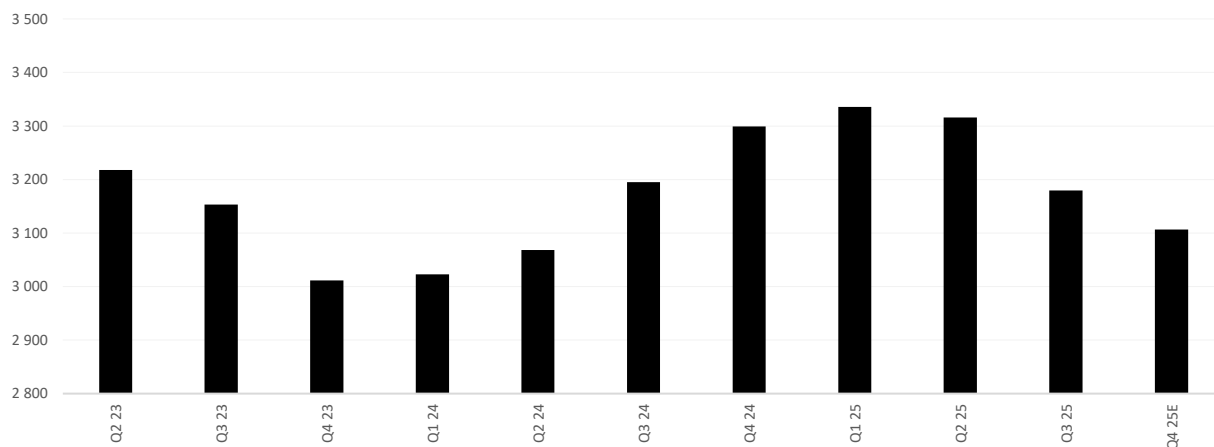
	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody razem	3 827,1	3 718,1	-2,8%	14 265,9	14 270,1	0,0%
detaliczne od klientów ind. i biznes.	1 809,6	1 849,0	2,2%	7 181,8	7 309,3	1,8%
hurtowe	898,7	910,4	1,3%	3 260,4	3 342,0	2,5%
sprzedaż sprzętu	478,6	437,9	-8,5%	1 794,5	1 640,1	-8,6%
pozostałe	640,2	520,8	-18,7%	2 029,2	1 978,7	-2,5%
Koszty operacyjne	-3 439,4	-3 432,7	-0,2%	-12 629,3	-12 824,3	1,5%
amortyzacja / utrata wartości	-373,2	-407,4	9,2%	-1 613,1	-1 581,9	-1,9%
koszty pracownicze	-352,9	-388,2	10,0%	-1 243,4	-1 343,6	8,1%
inne koszty	-2 713,3	-2 637,1	-2,8%	-9 772,8	-9 898,8	1,3%
Pozostałe przychody / koszty	-39,7	-12,0		119,6	-40,2	
EBITDA	739,9	707,8	-4,3%	3 437,6	3 087,7	-10,2%
Adj. EBITDA	780,9	707,8	-9,4%	3 298,9	3 106,7	-5,8%
EBIT	348,0	273,4	-21,4%	1 766,2	1 405,4	-20,4%
Saldo finansowe	-124,2	-204,6	64,8%	-686,0	-974,5	42,1%
Wynik brutto	223,8	68,8	-69,3%	1 079,5	430,9	-60,1%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	135,1	28,2	-79,2%	710,5	293,3	-58,7%
Adj. EBITDA	780,9	707,8	-9,4%	3 298,9	3 106,7	-5,8%
Segment usług B2C i B2B	527,1	507,5	-3,7%	2 431,3	2 345,3	-3,5%
Segment mediowy: TV i online	96,5	113,3	17,4%	486,4	448,6	-7,8%
Segment zielonej energii	79,1	84,3	6,6%	282,0	258,8	-8,2%
Segment nieruchomości	78,2	2,7	-96,5%	99,2	54,2	-45,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że skor. EBITDA w Q4 2025 wyniesie blisko 708 mln PLN (-9,4% r/r). W ujęciu 2025 roku skor. EBITDA może być wynieść 3,107 mld PLN (-5,8% r/r; po odczycie Q3 2025 LTM skor EBITDA była na poziomie 3,18 mld PLN).

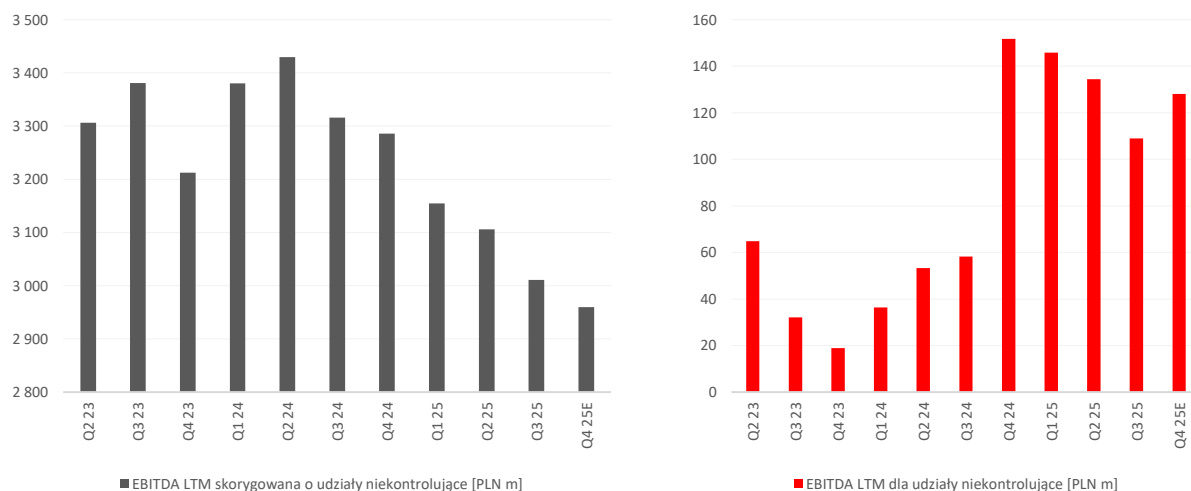
W segmencie B2C i B2B przygotowujemy się na scenariusz, iż Q4 2025 wskaże na erozję skor. EBITDA o 3,7%. Liczymy, że spółka utrzyma dobre trendy dla ARPU klienta B2C (przyjęliśmy +4,2% r/r). Z drugiej strony utrzymujemy negatywne spojrzenie na obszar sprzedaży sprzętu, gdzie założyliśmy spadek przychodów o około 8,5% r/r. W segmencie mediowym zakładamy, że Q4 2025 może wskazać na poprawę skor. EBITDA o ponad 17% r/r. Wpływ na wzrost wyników w naszej symulacji mają rosnące wpływy reklamowe oraz niższa baza kosztów kontentu (odczyt za Q4 2024 został obciążony jednorazowymi pozycjami kontentu). W segmencie zielonej energii spodziewamy się wzrostu rezultatów o 6,6% r/r. Przyjmujemy, że był to okres w którym będzie widać dodatkową kontrybucję do wyników ze strony farmy Drzezewo. Przypominamy też, że zakończono proces remontowy bloku na biomasę (wpływ widoczny w Q3 2025).

Odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



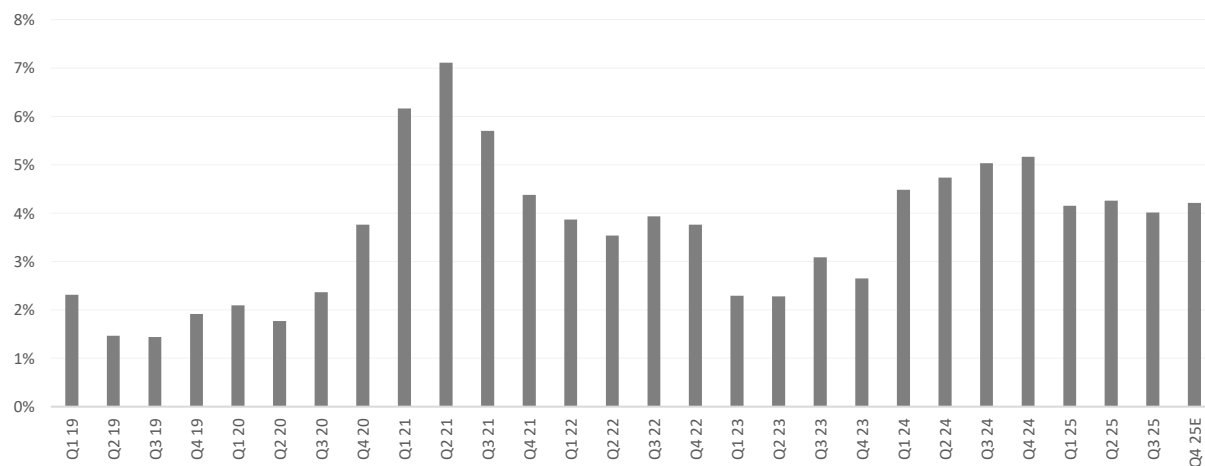
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty EBITDA w ujęciu LTM z uwzględnieniem części przypadającej na udziały niekontrolujące [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika w ujęciu r/r dla ARPU na klienta B2C



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DIGITAL NETWORK

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	153,0	P/E	25,3x	16,8x	12,1x
Kapitalizacja [PLN m]	637,3	EV/EBITDA	14,9x	9,6x	7,5x
EV [PLN m]	649,3	EV/EBIT	20,5x	12,6x	9,6x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-04-30				

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	27,3	56,6	107,6%	74,7	113,3	51,8%
EBITDA	16,7	30,2	80,7%	43,7	65,2	49,1%
EBIT	13,7	23,6	73,1%	31,7	49,5	56,1%
Saldo finansowe	0,5	0,0		2,8	1,1	-61,2%
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,0	0,0		0,0	0,0	
Wynik brutto	14,2	23,6	66,2%	34,5	50,6	46,7%
Podatek	2,9	4,5	56,7%	6,3	9,5	51,0%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	10,3	17,4	68,6%	25,2	37,8	50,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka w dniu 2025-01-28 opublikowała raport bieżący ze wstępnymi szacunkami przychodów w Q4 2025:

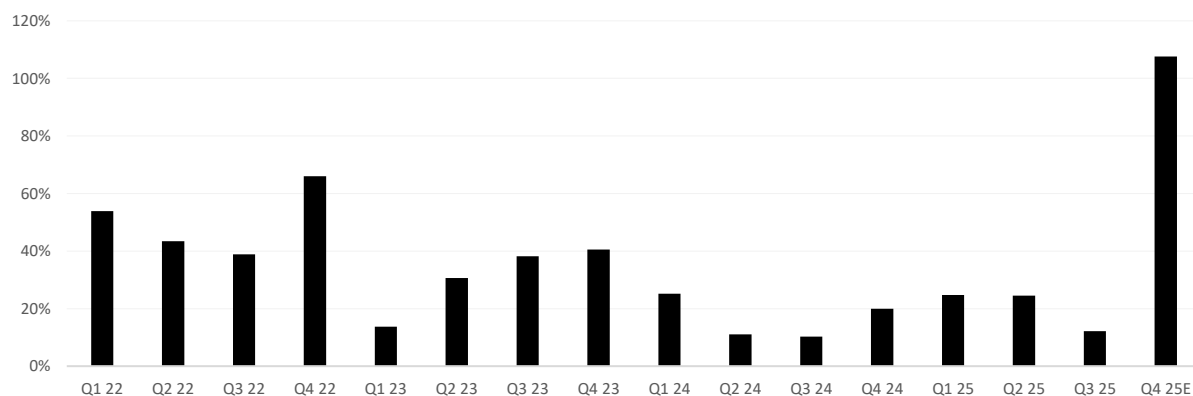
- Przychody bez uwzględnienia przejętego podmiotu Braughman Group Media Outdoor (BGMO) w Q4 2025 i całym 2025 roku wyniosły odpowiednio 29,5 mln PLN (+8% r/r) oraz 86,3 mln PLN (+16% r/r).
- Dodatkowo (według wstępnych szacunków), przychody jednostkowe podmiotu zależnego Braughman Group Media Outdoor za okres 2 miesięcy (listopad – grudzień 2025 roku) wyniosły 27,1 mln PLN. Za cały 2025 rok szacunkowa sprzedaż Braughman Group Media Outdoor to 129,2 mln PLN.

Wykazana dynamika wzrostu organicznego przychodów (bez aktywów BGMO) w Q4 2025 jest poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Przypominamy, że w okresie poprzednich kwartałów 2025 roku dynamika r/r wynosiła odpowiednio: w Q1 2025 to +24,7%, w Q2 2025 blisko +24,5%, a w Q3 2025 +12,1%.

Zwracamy uwagę, że nasze założenia na kolejne okresy mogą być obarczone podwyższonym ryzykiem błędu w związku z tym, że spółka rozpocznie konsolidację BGMO. W bieżącej symulacji zakładamy odczyt EBITDA za Q4 2025 na poziomie 30,2 mln PLN (2 miesiące konsolidacji BGMO). Wynik netto (przypisany akcjonariuszom) według naszych założeń w Q4 2025 może wynieść 17,4 mln PLN

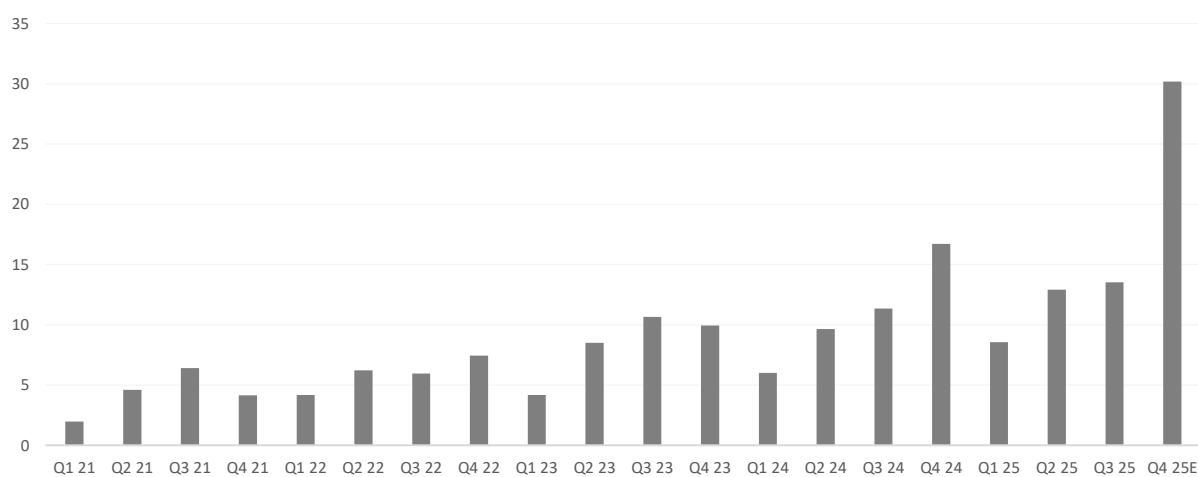
Rok 2026 będzie pod dużym wpływem konsolidacji BGMO. Przychody pro forma za 2025 rok (Digital Network + BGMO) to blisko 215,5 mln PLN. Z bieżącej perspektywy liczymy, że w 2026 roku przychody skonsolidowane połączonego podmiotu będą wykazywać wzrost w przedziale od +0% do +5% w relacji do 2025 roku.

Historyczne dynamiki wzrostu przychodów w Digital Network



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA oraz nasze założenia na Q4 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

IMS

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	2,75	P/E	8,6	12,7	13,0
Kapitalizacja [PLN m]	95	EV/EBITDA	5,7	7,2	6,8
EV [PLN m]	120	EV/EBIT	7,8	10,7	10,3
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-03-24	EV/Przychody	1,8	1,8	1,7

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza wyników na Q4 2025 [PLN m]

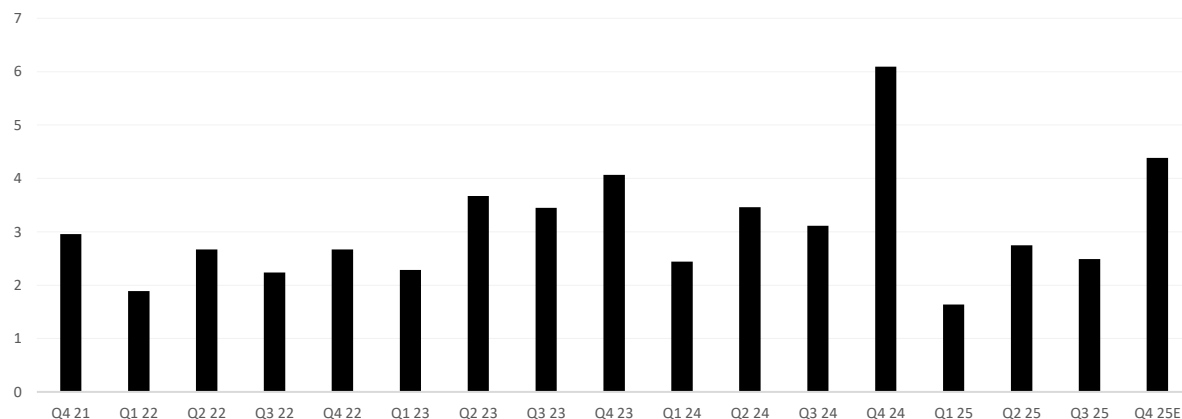
	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	20,4	19,3	-5,2%	66,4	65,4	-1,4%
EBITDA	7,5	5,8	-22,8%	20,7	16,7	-19,3%
EBIT	6,1	4,4	-28,1%	15,1	11,3	-25,5%
Saldo finansowe	-0,4	-0,6		-1,5	-2,3	
Wynik brutto	5,7	3,7	-34,6%	13,6	8,9	-34,1%
Wynik netto	4,0	2,9	-27,1%	10,6	7,0	-34,3%
Wynik netto dla akcjonariuszy	3,9	3,1	-22,3%	11,1	7,4	-32,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

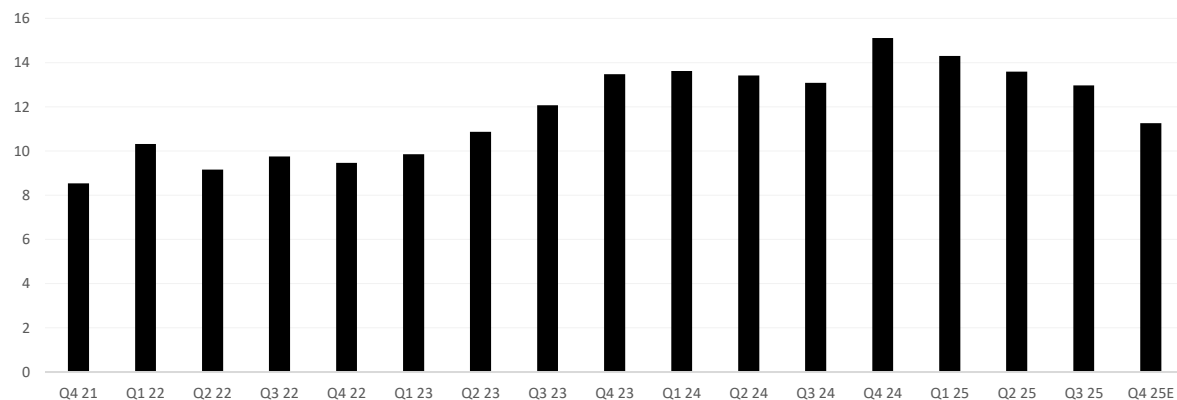
Okres Q1-Q3 2025 był wymagający dla spółki w segmencie usługi reklamowe audio wideo. Spodziewamy się że ostatni kwartał 2025 (najważniejszy dla tej dywizji biznesowej w ramach roku kalendarzowego) wskazał na erozję wyniku segmentu o ponad 10% r/r. Jednocześnie na Q4 2025 w dwóch segmentach związanych z abonamentami (audio i wideo + aroma) zakładamy niską jednocyfrową dynamikę wzrostu wyników w ujęciu r/r.

Ogółem w naszej symulacji zakładamy, że w Q4 2025 spółka mogła wypracować EBIT na poziomie 4,4 mln PLN (-28,1% r/r). W skali całego 2025 roku spodziewamy się zatem odczytu EBIT na poziomie 11,3 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom zakładamy odczyt za Q4 2025 równy 3,1 mln PLN (-22%), co powinno przełożyć się na całoroczny wynik netto za 2025 rok w okolicy 7,4 mln PLN.

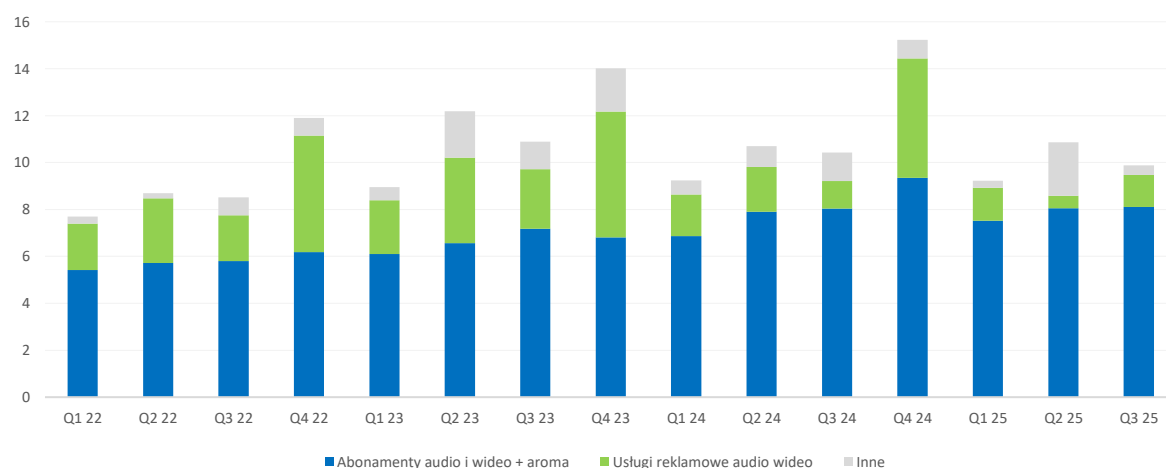
Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, że rok 2026 powinien wskazać na pojawienie się impulsów wzrostu przychodów w dwóch segmentach związanych z abonamentami (audio i wideo + aroma). Z kolei w segmencie usługi reklamowe audio wideo zakładamy stabilizację przychodów w relacji do 2025 roku.

Historyczne odczyty kwartalne EBIT oraz nasza prognoza [PLN m]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

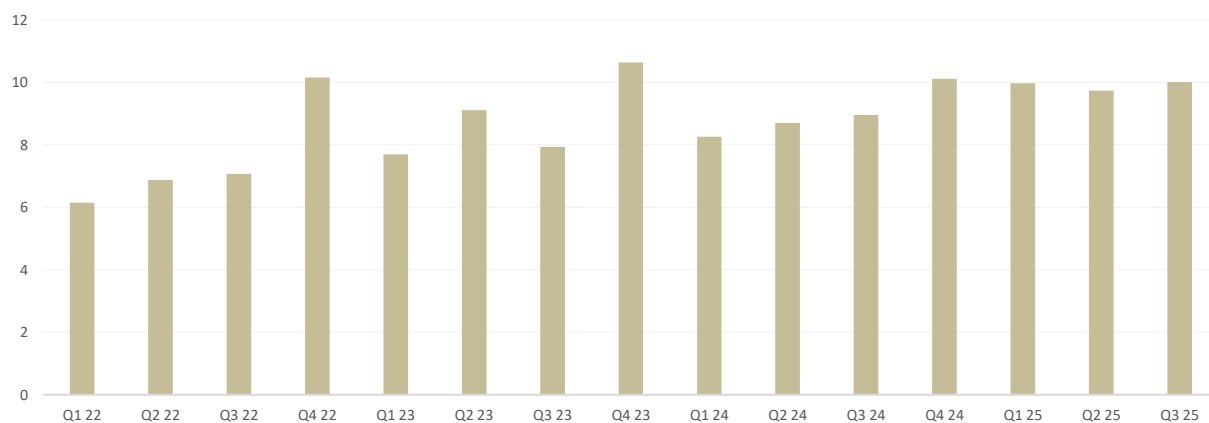
Historyczne odczyty EBIT LTM oraz nasza prognoza [PLN m]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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


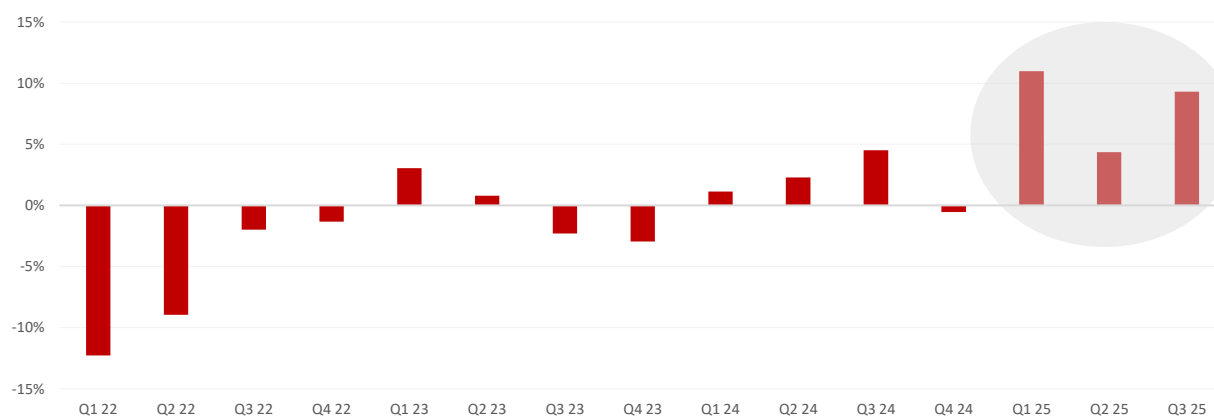
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	24,0	P/E	7,1x	6,4x	6,2x
Kapitalizacja [PLN m]	476	EV/EBITDA	3,8x	3,2x	2,5x
EV [PLN m]	318	EV/EBIT	4,3x	3,3x	2,8x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-04-16	DPS [PLN]	0,63	0,63	0,75

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

KUPUJ (cena docelowa: 28,5 PLN; data wydania: 2025-12-17)

Prognozy wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	86,3	87,8	1,7%	315,5	329,3	4,4%
Emisja	37,9	38,7	2,1%	151,2	154,0	1,8%
Reklama	39,1	41,5	6,2%	136,4	148,8	9,1%
Sprzedaż licencji	5,2	3,1	-40,0%	15,3	7,9	-48,4%
Produkcja kanałów	3,4	3,6	6,5%	9,6	14,5	51,3%
Inne	0,9	0,9	5,7%	3,0	4,1	37,1%
Koszty operacyjne	-64,7	-66,3		-228,1	-241,0	
Pozostałe saldo operacyjne	-1,3	-0,5		-3,1	5,5	
skor. EBITDA	23,6	23,7	0,5%	96,5	97,7	1,2%
EBIT	20,3	21,0	3,3%	84,2	93,8	11,3%
Saldo finansowe	0,9	1,1	31,6%	2,6	3,6	35,7%
Wynik brutto	21,2	22,1	4,5%	86,9	97,4	12,1%
Podatek dochodowy	-6,1	-5,5		-20,1	-22,6	
Wynik netto	15,1	16,6	10,1%	66,7	74,8	12,1%

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

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W modelu na Q4 2025 przyjęliśmy wzrost wpływów z emisji o 2,1% r/r. Z kolei wpływy reklamowe w naszej symulacji rosną o 6,2% r/r (powinny pomagać rynki zagraniczne). Ogółem przychody Kino Polska za Q4 2025 prognozujemy na poziomie 87,8 mln PLN.

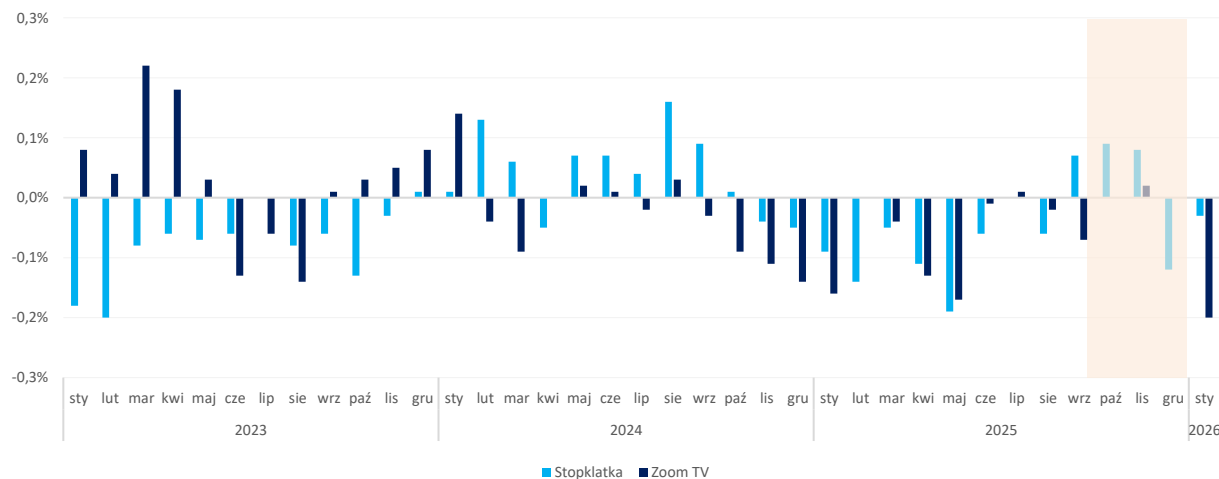
Zakładamy, że w Q4 2025 skor. EBITDA może wynieść 23,7 mln PLN (płaski odczyt r/r). W ujęciu całego 2025 roku skor. EBITDA może być w okolicy 97,7 mln PLN (+1,2% r/r). Na poziomie wyniku netto w Q4 2025 spodziewamy się odczytu blisko 16,6 mln PLN (+10,1% r/r). W ujęciu 2025 roku wynik netto w naszym modelu wynosi 74,8 mln PLN (+12,1% r/r).

Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q4 2025 założyliśmy na poziomie 21,6 mln PLN (w Q4 2024 było to 21,1 mln PLN). Spodziewamy się poprawy wyniku segmentu FilmBox. Jednocześnie w symulacji uwzględniamy łączny odczyt dla Stopklatka oraz Zoom TV o 6% niższy r/r (m.in. efekt wyższych kosztów marketingu oraz kontentu w Zoom TV).

W okresie 2026-2027 (w naszej ocenie) spółka powinna być w stanie utrzymać ścieżkę wzrostu skor. EBITDA. Obecnie na lata 2026 zakładamy wzrost r/r skor. EBITDA o 6,9%. Liczymy, że impulsem dla dalszego wzrostu wyników w nadchodzącym 2026 roku będą wpływy z rynków międzynarodowych oraz ograniczenie kosztów działania Zoom TV.

Przypominamy, że od Q1 2026 roku w modelu staramy się uwzględnić rezygnację Zoom TV z obecności na MUX8. W przyjętej symulacji ma to wpływ na obniżenie przychodów w segmencie Zoom TV. Jednocześnie istotnie zmieniliśmy strukturę kosztów operacyjnych segmentu: i) od Q1 2026 brak amortyzacji koncesji MUX8 i niższe koszty nadawania oraz ii) w średnim horyzoncie utrzymujemy w Zoom TV podwyższone koszty kontentu i promocji w związku z nowym pozycjonowaniem kanału.

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

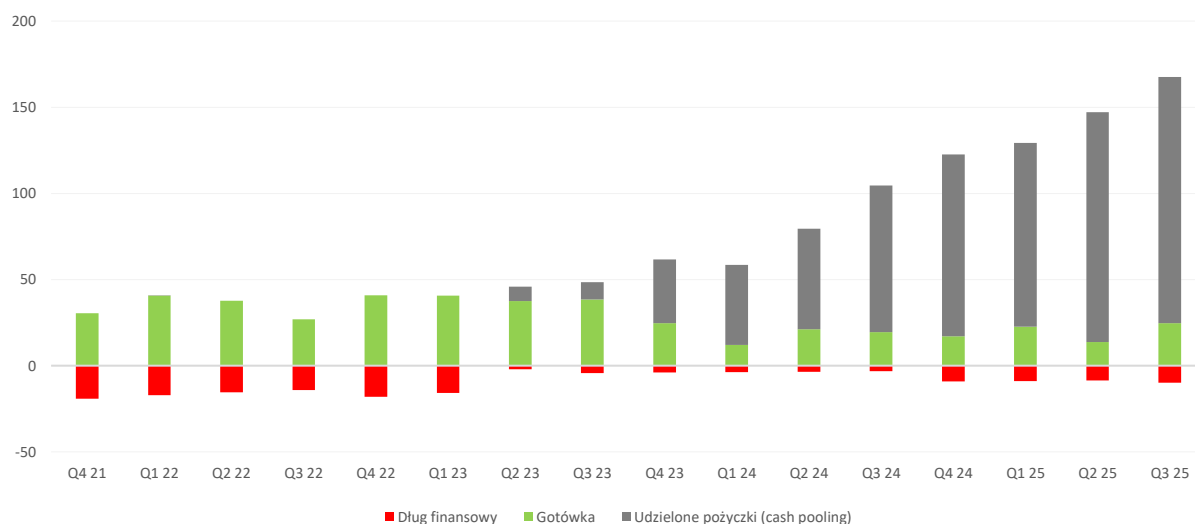


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczby widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

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

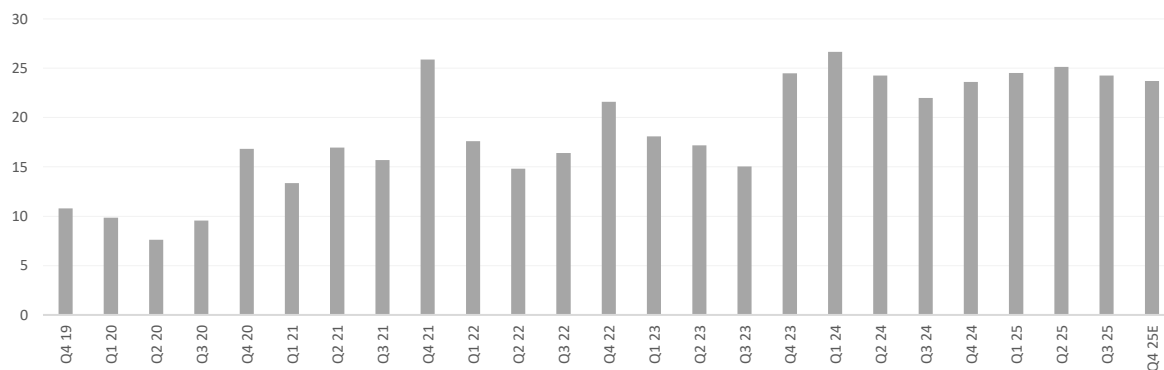
Na koniec Q3 2025 roku spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała 143 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec Q2 2025 było to 133 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec Q3 2025 to 158 mln PLN (nadwyżka gotówki).

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



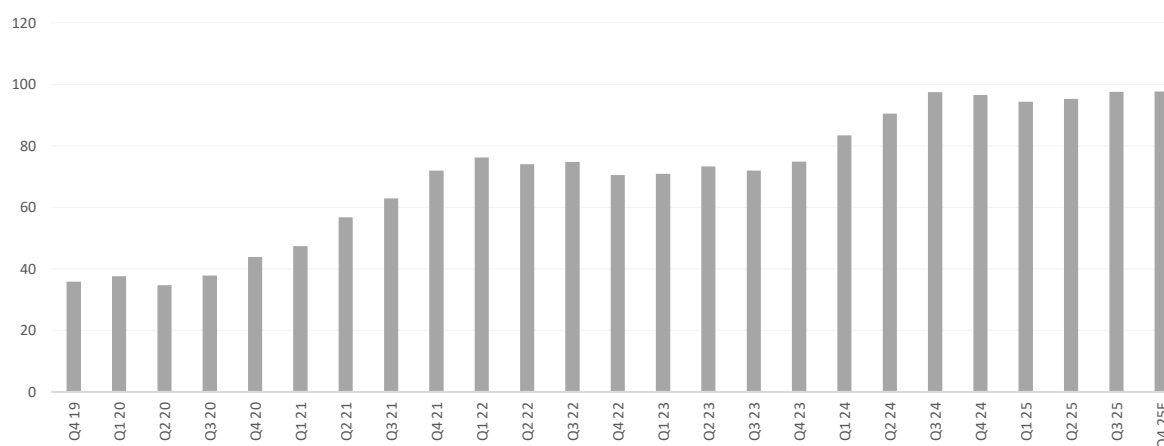
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach oraz nasze założenia na Q4 2025 [PLN m]



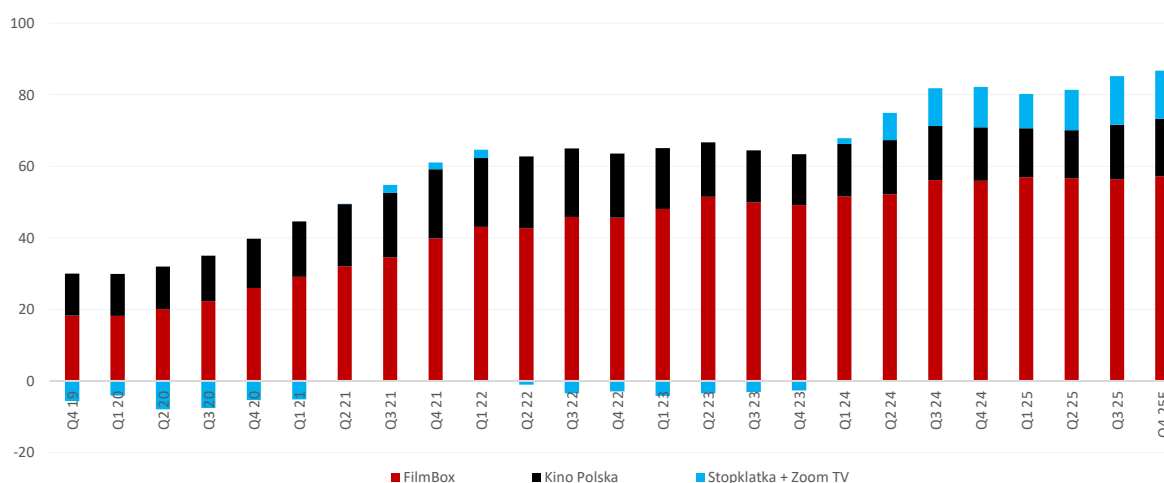
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) oraz nasze założenia na Q4 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q4 2025 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

(materiał z prognozami na Q4 2025 dla Orange po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2025-12-19)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	11,87	P/E	16,8x	20,1x	17,4x
Kapitalizacja [PLN m]	15 578	EV/EBITDA	5,8x	5,6x	5,3x
EV [PLN m]	22 463	P/BV	1,1x	1,1x	1,1x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-02-18	DPS [PLN]	0,48	0,53	0,60

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

AKUMULUJ z ceną docelową 10,67 PLN/akcję (2026-01-21)

Założenia dla wyników Orange Polska na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody razem	3 338	3 473	4,1%	12 587	13 114	4,2%
Usługi wyłącznie komórkowe	759	795	4,7%	2 982	3 147	5,5%
Usługi wyłącznie stacjonarne	437	426	-2,4%	1 763	1 728	-2,0%
Usługi konwergentne B2C	667	722	8,2%	2 580	2 813	9,0%
Sprzedaż sprzętu	523	524	0,1%	1 816	1 731	-4,7%
Usługi IT i integracyjne	518	539	4,0%	1 587	1 823	14,9%
Usługi hurtowe	410	443	8,1%	1 622	1 679	3,5%
Pozostałe przychody	24	24	2,0%	237	192	-18,8%
Przychody trzy linie biznesowe*	1 650	1 745	5,8%	6 447	6 871	6,6%
Koszty razem	2 527	2 626	3,9%	9 249	9 654	4,4%
Koszty świadczeń pracowniczych	354	376	6,3%	1 455	1 517	4,3%
Koszty zakupów zewnętrznych	2 057	2 114	2,7%	7 324	7 699	5,1%
EBITDAaL	811	847	4,4%	3 338	3 459	3,6%
EBIT	347	184***	-47,1%	1 433	1 287	-10,2%
Koszty finansowe netto	88	82	-6,7%	291	344	18,3%
Skonsolidowany wynik netto	208	80	-61,4%	927	774	-16,5%

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

** Dane za H2 2024 przekształcone (efekt sprzedaży Orange Energia w czerwcu 2025 roku; nowa baza porównawcza nie obejmuje Orange Energia za H2 2024)

*** EBIT w Q4 2025 w naszej symulacji uwzględnia jednorazowe koszty rozwiązania stosunku pracy związane z nową umową społeczną w kwocie 150 mln PLN

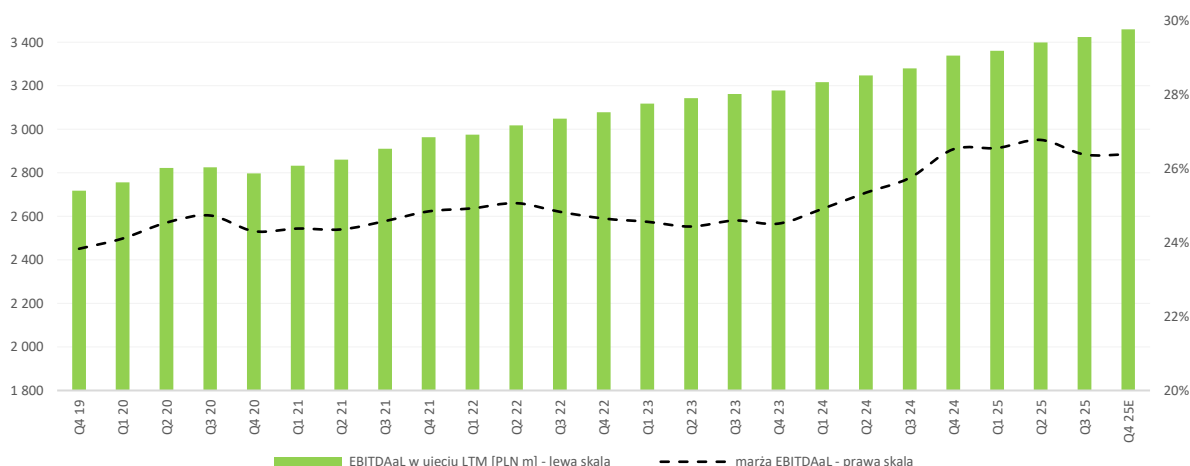
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane elementy założeń dla prognozy:

- Według naszej symulacji spółka za Q4 2025 powinna wykazać wzrost przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych o 5,8% r/r (suma obejmująca wpływy z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego). Łączne skonsolidowane przychody w Q4 2025 w naszej prognozie wskazują na wzrost r/r o blisko 4,1%.
- W Q4 2025 spodziewamy się stabilnych r/r wpływów ze sprzedaży sprzętu. W ujęciu całego 2025 roku wpływy ze sprzedaży sprzętu w naszej prognozie spadają o 4,7%.
- Liczymy, że ostatni kwartał br. wskaże na dalsze impulsy wzrostu przychodów z usług IT i integracji (przypominamy, że w Q3 2025 dynamika wzrostu r/r wyniosła aż 47%).

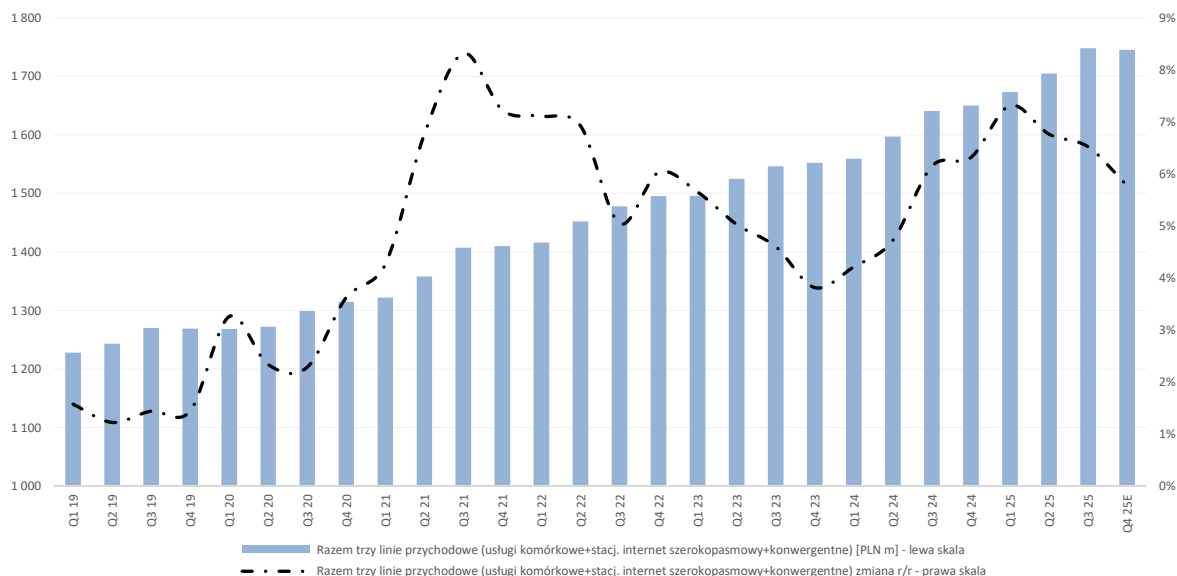
- W strukturze kosztów zakładamy umiarkowaną presję na koszty wynagrodzeń i jednocześnie staramy się uwzględnić efekt relatywnie niskiej bazy z Q4 2024. Koszty zakupów zewnętrznych w Q4 2025, wg nas, mogą być wyższe r/r o 2,7%.
- Liczymy, że na poziomie EBITDAaL spółka w Q4 2025 wykaże wzrost r/r o 4,4%, czyli do 847 mln PLN. W skali całego 2025 roku spodziewamy się, że EBITDAaL wyniesie 3,459 mln PLN (+3,6% r/r). Na poziomie EBIT spodziewamy się w Q4 2025 spadku odczytu o 47% r/r do 184 mln PLN (kwota ta uwzględnia jednorazowy koszt 150 mln PLN związany z nową umową społeczną, dodatkowo w Q4 2025 poziom amortyzacji w naszym modelu jest wyższy r/r o blisko 60 mln PLN). Finalnie, w Q4 2025 na poziomie wyniku netto spodziewamy się odczytu 80 mln PLN (-61% r/r). W ujęciu całego 2025 roku wynik netto może wynieść 774 mln PLN (-16,5% r/r).

Historyczny odczyt EBITDAaL TLM dla Orange Polska oraz nasza prognoza na Q4 2025



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne przychody z kluczowych usług Orange Polska oraz nasza prognoza na Q4 2025



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PTWP

(materiał z prognozami na Q4 2025 dla PTWP po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-02-06)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	140,0	P/E	29,6x	11,3x	9,3x
Kapitalizacja [PLN m]	225,0	EV/EBITDA	16,8x	7,7x	6,1x
EV [PLN m]	200,0	P/BV	8,0x	8,8x	7,4x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-04-30	DPS [PLN]	4,69	7,28	7,28

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE:

BRAK

Prognoza PTWP na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	30,2	38,2	26,5%	103,0	128,3	24,6%
EBITDA	1,8	8,6	390,6%	9,0	26,0	188,5%
EBIT	1,3	8,3	530,7%	7,3	24,3	230,8%
Saldo finansowe	0,0	0,0		0,4	0,3	-17,3%
Zysk brutto	1,4	8,3	513,5%	7,7	24,7	218,6%
Wynik netto	0,4	6,7	1561%	2,8	19,9	613,8%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	0,4	6,7	1569%	3,3	19,9	502,9%

Dane historyczne zostały przekształcone i wynik Farmer Direct wykazano jako stratę netto z działalności zaniechanej.

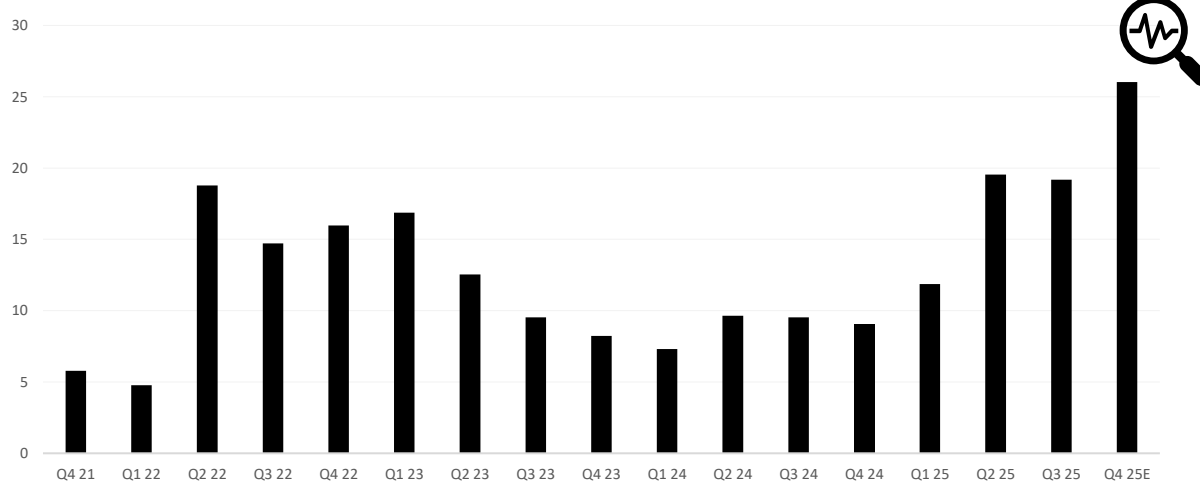
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W naszych poprzednich komentarzach akcentowaliśmy, że PTWP systematycznie podejmuje szereg istotnych działań, które odczuwalnie wzmacniają pozycję spółki w jej dwóch kluczowych filarach biznesowych. Dlatego liczymy, że ostatni kwartał 2025 roku był kolejnym mocnym okresem dla PTWP. Dostrzegamy impulsy wzrostu zarówno w segmencie portali internetowych jak i w segmencie organizacja kongresów.

Nasza symulacja zakłada, że w Q4 2025 spółka mogła wypracować EBIT w okolicy 8,3 mln PLN (w Q4 2024 było to 1,3 mln PLN). W ujęciu całego 2025 roku zakładamy, że EBIT mógł wynieść blisko 24 mln PLN (w 2024 roku było to 7,3 mln PLN). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się w Q4 2025 ok 6,7 mln PLN (w Q4 2024 było to 0,4 mln PLN), co powinno przełożyć się na całoroczny odczyt wyniku netto w okolicy 19,39 mln PLN (w 2024 roku było to 3,3 mln PLN).

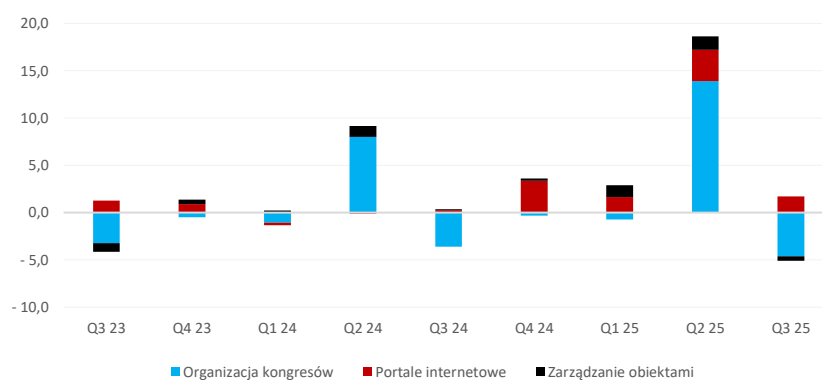
Rok 2026 w naszym odczuciu zapowiada się bardzo ciekawie dla PTWP. Spodziewamy się dalszego wzrostu w segmencie organizacja kongresów. Z kolei w segmencie portali internetowych liczymy na utrzymanie impulsu wzrostu, który spółka wykazała w 2025 roku (w naszym odczuciu biznes mediowy z uwagi na swoją specjalizację wykazuje odporność na działania big tech). Dodatkowo w 2026 roku w wynikach skonsolidowanych będzie widać ujęcie Gremi Media. Oceniamy, że w ramach tego aktywa spółka będzie chciała istotnie poprawić marżę operacyjną.

Historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenia na kolejne okresy [PLN m]



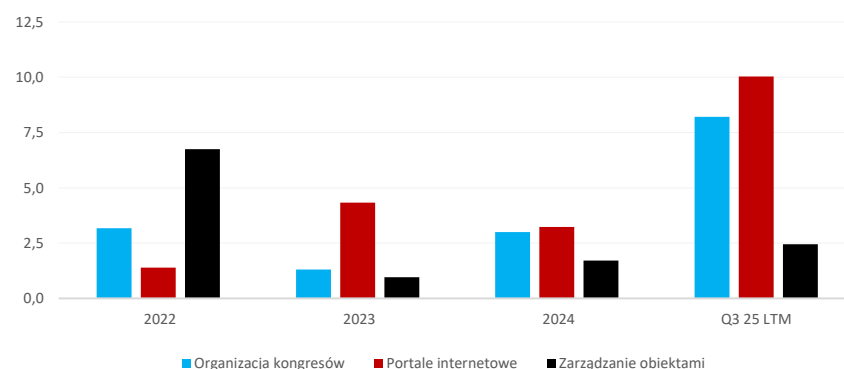
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT w podziale na segmenty [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT w podziale na segmenty [dane roczne 2022-2024 oraz Q3 2025 LTM; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PTWP - PRZEJĘCIE KONTROLI NAD GREMI MEDIA

W dniu 2025-11-21 spółka opublikowała raport bieżący informujący o zawarciu umowy inwestycyjnej z Pluralis B.V. z siedzibą w Amsterdamie (Pluralis) w sprawie przejęcia pakietu kontrolnego w Gremi Media (wydawcy m.in. "Rzeczpospolitej" i "Parkietu").

W ramach umowy inwestycyjnej Pluralis zobowiązał się do wniesienia do PTWP wkładu niepieniężnego w postaci 1 017 115 akcji Gremi Media (łącznie 56,82 % udziału w kapitale zakładowym Gremi Media i uprawniających do wykonywania 1 430 369 głosów, które stanowić będą 60,62% głosów). Powyższy wkład niepieniężny został wniesiony na pokrycie nowo wyemitowanych 369 590 akcji serii C w PTWP (emisja serii C to 23 % udziału w podwyższonym kapitale zakładowym PTWP; cena emisyjna 1 akcji została ustalona na kwotę 122,43 PLN).

Wyniki Gremi Media oraz PTWP w ujęciu LTM po odczycie za Q3 2025 [PLN m]

	Gremi Media	PTWP
	Q3 2025 LTM	Q3 2025 LTM
Przychody	104,4	120,3
EBITDA skor.	8,3	19,2
EBIT	0,1	17,3
Saldo finansowe	-0,8	0,4
Wynik brutto	-0,7	17,7
Wynik netto	-1,0	13,5
dla akcjonariuszy	-0,9	13,5
dla pozostałych	-0,1	0,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Gremi Media, PTWP

Wyniki Gremi Media w latach 2023-2024 i po odczycie za Q3 2025 w ujęciu LTM [PLN m]

	2023	2024	Q3 2025 LTM
Przychody	96,0	99,9	104,4
Koszt własny sprzedaży	-54,3	-52,1	-55,2
Zysk brutto ze sprzedaży	41,6	47,8	49,2
Koszty sprzedaży	-25,8	-30,8	-34,4
Koszty ogólnego zarządu	-12,5	-13,9	-13,9
Pozostałe przychody	1,0	0,3	0,1
Pozostałe koszty operacyjne	-0,4	-1,1	-0,9
EBIT	4,0	2,3	0,1
Wynik brutto	3,3	1,4	-0,7
Wynik netto	2,0	0,4	-1,0
dla akcjonariuszy	2,3	0,7	-0,9
EBITDA skor.	9,6	9,4	8,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WIRTUALNA POLSKA

(osobny materiał z prognozami dla WPL po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-02-04)

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	61,7	P/E	11,8x	18,5x	10,5x
Kapitalizacja [PLN m]	1 837	skor. EV/EBITDA	5,3x	6,2x	4,7x
EV [PLN m]	3 323	EV/EBIT	8,3x	12,0x	8,6x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-03-24	DPS	2,0	2,2	2,5

Analityk:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

Ostatnia rekomendacja BDM (2025-12-12):

KUPUJ z ceną docelową 76,5 PLN/akcję

W naszym odczuciu ostatni kwartał 2025 roku wskazał, że ścieżka wynikowa była dla spółki nadal wymagająca. Zwracamy uwagę, że najbliższy odczyt kwartalny za Q4 2025 będzie istotnie inny pod względem struktury od rezultatów Q3 2025. Z bieżącej perspektywy zakładamy, iż EBITDA skor. spółki w Q4 2025 może być niższa o blisko 14,4% r/r (pro forma).

Prognoza Q4 2025 (baza porównawcza PRO FORMA WP Q4 2024)

	Q4 24	Q4 25E	y/y	Q4 25E LTM
Przychody	531,1	559,1	5,3%	2 470,4
Reklama i Subskrypcje	201,7	200,7	-0,5%	676,8
Turystyka	261,5	289,6	10,8%	1 500,3
Finanse konsumenckie	49,4	52,4	6,0%	229,5
adj. EBITDA	144,9	124,1	-14,4%	630,0
Reklama i Subskrypcje	99,5	73,1	-26,5%	231,4
Turystyka	35,8	41,0	14,4%	357,7
Finanse konsumenckie	8,8	9,1	4,2%	35,0
adj. EBITDA margin	27,3%	22,2%	-5,1%	25,5%
Reklama i Subskrypcje	49,3%	36,4%	-12,9%	34,2%
Turystyka	13,7%	14,1%	0,4%	23,8%
Finanse konsumenckie	17,7%	17,4%	-0,3%	15,2%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że w Q4 2025 skor. EBITDA mogła spaść o 14,4% (ujęcie bazy porównawczej pro forma) do poziomu 124,1 mln PLN. Na poziomie danych raportowanych dynamika spadku skor. EBITDA może wynieść 5,9%. Odczyt EBIT w naszym modelu w Q4 2025 to 48,7 mln PLN. Wynik netto przypisany akcjonariuszom prognozujemy na poziomie 2,7 mln PLN.

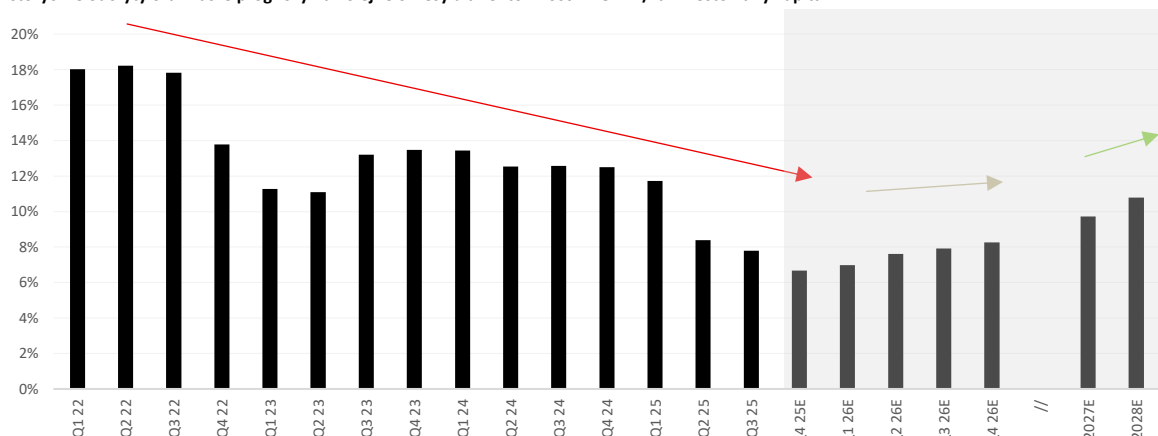
W symulacji staramy się uwzględnić wymagające dla spółki uwarunkowania na rynku reklamy internetowej. Jednocześnie w ramach segmentu reklama i subskrypcje założyliśmy wysokie jednocyfrowe wzrosty w obszarze wpływów z subskrypcji. W strukturze kosztów segmentu reklama i subskrypcje staramy się dodatkowo uwzględnić „jednorazowe” wydatki związane z kampanią wizerunkową (o czym spółka sygnalizowała już w raporcie okresowym za Q3 2025). Dlatego, na Q4 2025 prognozujemy, iż skor. EBITDA segmentu spadła do 73,1 mln PLN (-26,5% r/r). W ujęciu całego 2025 skor. EBITDA w tej dywizji biznesowej może zatem wynieść 231,4 mln PLN. Z bieżącej perspektywy zakładamy, że rok 2026 wskaże na stopniową stabilizację odczytów w ujęciu r/r skor. EBITDA segmentu (w H1 erozja r/r; w H2 niska jednocyfrowa poprawa r/r). Nasz scenariusz bazowy zakłada, że skor. EBITDA w tej dywizji biznesowej w 2026 roku będzie powyżej 220 mln PLN.

W segmencie turystyki założyliśmy na Q4 2025 wzrost przychodów o niespełna 11% r/r (ujęcie bazy porównawczej pro forma). Liczymy w szczególności na budujące odczyty w obszarze turystyki zagranicznej (w tym dobre odczyty z Invia). Skor. EBITDA segmentu w naszej symulacji w Q4 2025 rośnie o 14,4% r/r (ujęcie bazy porównawczej pro forma). W ujęciu całego 2025 roku raportowana skor. EBITDA w segmencie turystyka może wynieść blisko 301,1 mln PLN (pro forma niespełna 358 mln PLN).

Przypominamy, że na początku grudnia 2025 roku spółka opublikowała komunikat o zawarciu umowy warunkowej na sprzedaż Invia Flights Germany (Fluege.de). W ramach transakcji wartość sprzedaży (enterprise value) została ustalona na 42,3 mln EUR. W 2024 roku ten podmiot miał blisko 4,7 mln EUR skor. EBITDA. Implikowany mnożnik EV/EBITDA w tej transakcji sprzedaży jest zatem bliski 9,0x. W ramach zeszłorocznej transakcji przejęcia Invia mnożnik EV/EBITDA był ustalony na 7,2x. W ujęciu LTM (po odczycie Q3 2025) Fluege.de miało blisko 138 mln PLN przychodów i odczyt EBITDA na poziomie 19 mln PLN (stanowiło to zatem 9,4% łącznych przychodów segmentu turystyka w ujęciu LTM i niespełna 5,5% odczytu skor. EBITDA). Wpływ sprzedaży tego aktywa na wyniki w naszej symulacji staramy się uwzględnić w H1 2026.

Liczymy, że 2026 rok na poziomie przychodów będzie udanym okresem dla segmentu turystyka. Zwracamy uwagę, że dla wyników tej dywizji biznesowej (poza dynamiką przychodów) kluczowe znaczenie na najbliższe dwa lata mogą mieć również nakreślone przez zarząd inicjatywy, które powinny wpływać na stopniową poprawę marżowości Invia. Nasza aktualna prognoza zakłada, że skor. EBITDA segmentu turystyka w latach 2026-2027 będzie rosnąć r/r odpowiednio o 6,9% i 6,1%.

Historyczne odczyty oraz nasze prognozy na kolejne okresy dla rentowności: NOPAT/zainwestowany kapitał

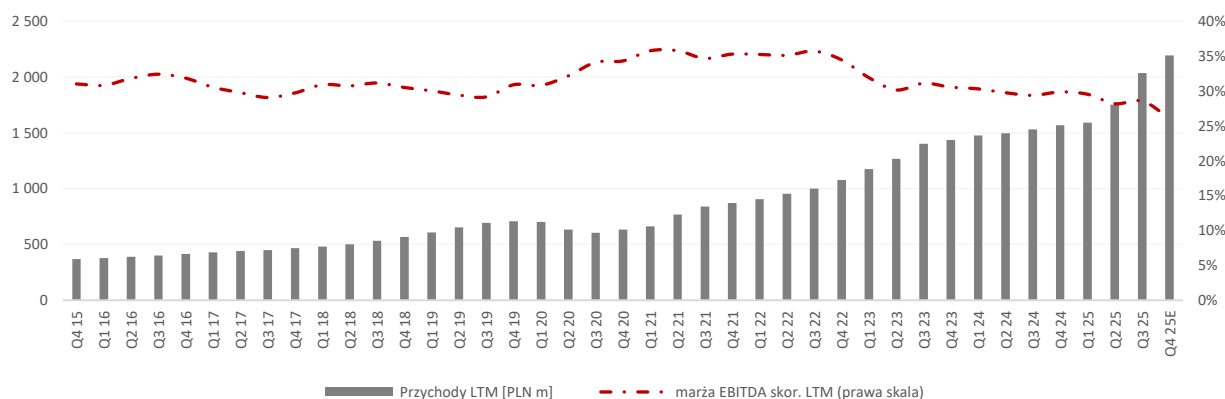


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

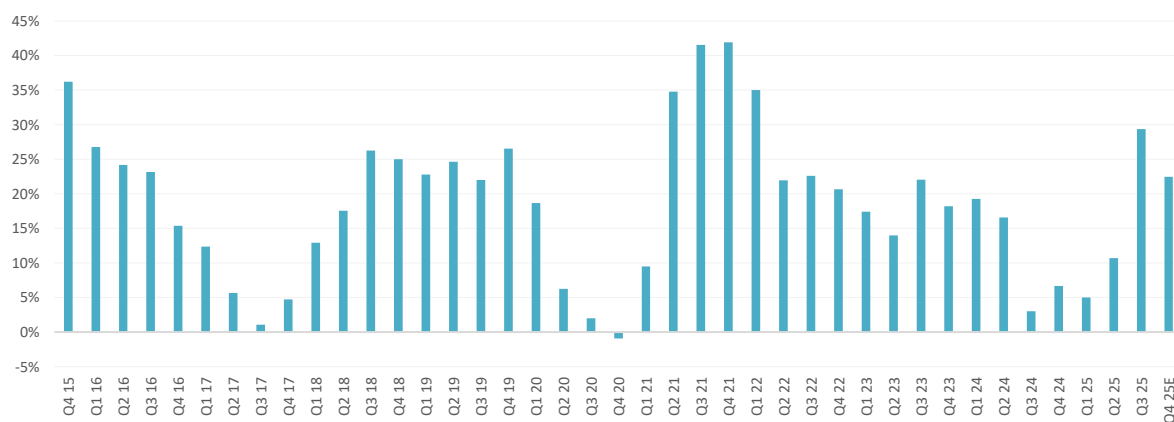
Prognoza na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	y/y	2024	2025E	y/y
Przychody	400,2	559,1	39,7%	1 568,3	2 194,1	39,9%
Reklama i subskrypcje	201,7	200,7	-0,5%	682,3	676,8	-0,8%
Turystyka	116,6	289,6	148,5%	595,4	1 224,0	105,6%
Finanse konsumenckie	49,4	52,4	6,0%	194,5	229,5	18,0%
adj. EBITDA	131,9	124,1	-5,9%	468,2	573,4	22,5%
Reklama i subskrypcje	99,5	73,1	-26,5%	272,9	231,4	-15,2%
Turystyka	22,8	41,0	80,0%	162,3	301,1	85,5%
Finanse konsumenckie	8,8	9,1	4,2%	30,5	35,0	14,7%
EBITDA	119,5	119,9	0,3%	438,6	516,6	17,8%
Amortyzacja	42,0	71,1	69,5%	159,0	248,2	56,1%
EBIT	77,6	48,7	-37,2%	279,6	268,4	-4,0%
Saldo finansowe	-13,9	-34,1	---	-58,5	-106,9	---
Wynik brutto	63,8	15,7	-75,4%	220,3	165,5	-24,9%
Wynik netto	47,9	6,0	-87,5%	165,9	111,0	-33,1%
wynik przypisany akcjonariuszom	44,9	2,7	-94,0%	155,9	99,3	-36,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

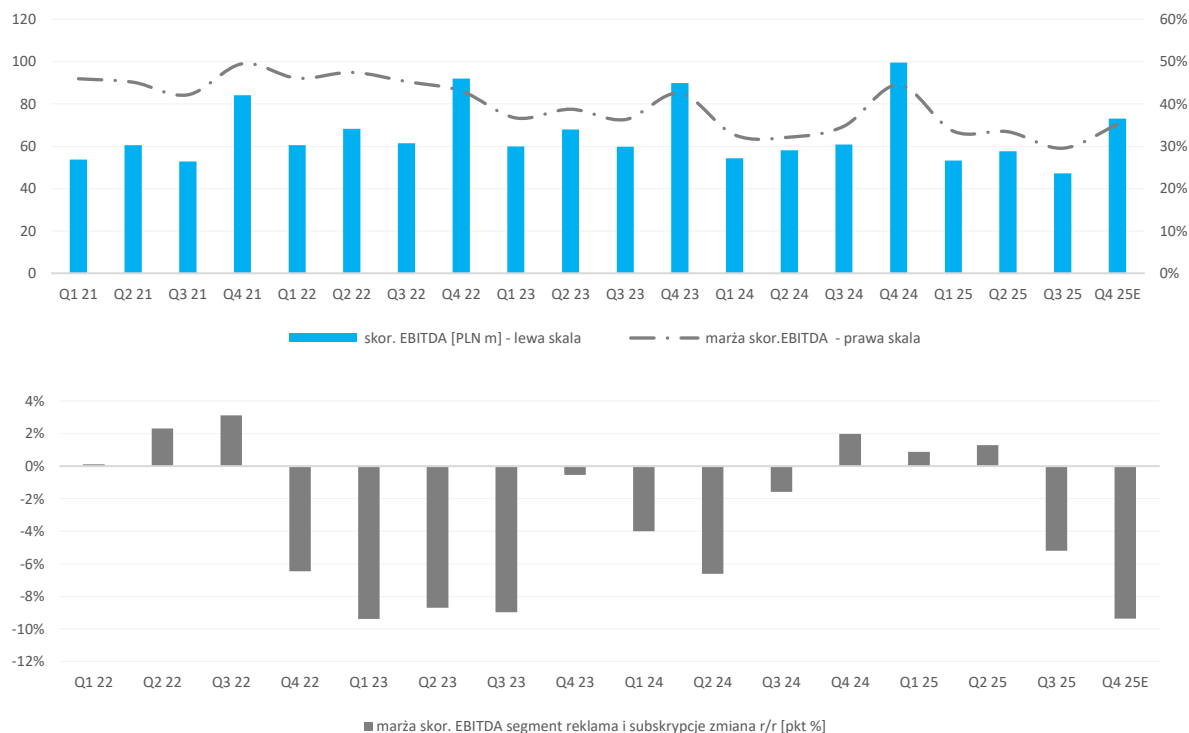
Przychody w ujęciu LTM i marża skor. EBITDA


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika r/r odczytów skor. EBITDA LTM


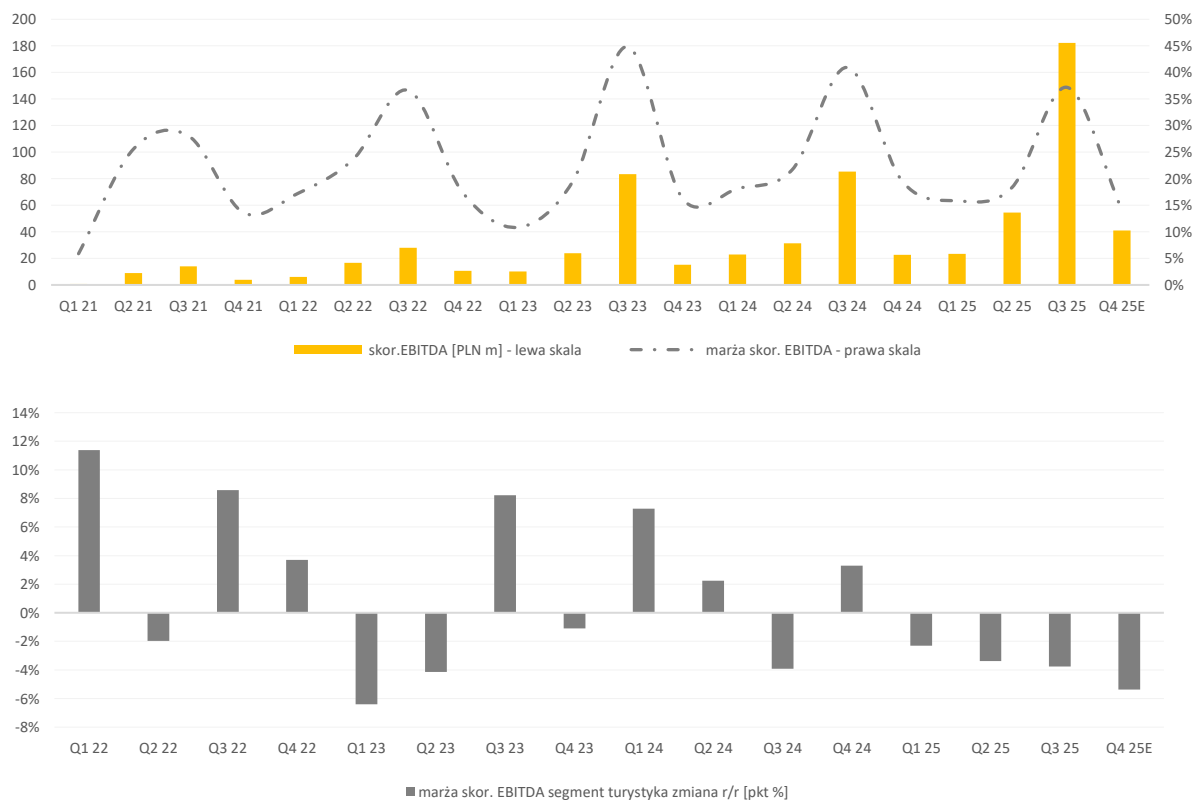
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – skor. EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment turystyka – skor. EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2026-02-10.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-02-10 (13:22 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-02-22.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie 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.”

Na dzień 2026-02-10:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.