

PROGNOZY WYNIKÓW 4Q 2025



Analitycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Anna Tobiasz

11 LUTEGO 2026, 09:05 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.....	9
ATAL	10
ATM GRUPA	12
BENEFIT SYSTEMS	14
BIOMAXIMA	16
BUDIMEX.....	17
CCC	18
CELON PHARMA.....	19
CYFROWY POLSAT	20
DECORA.....	22
DEKPOL	23
DIGITAL NETWORK.....	24
DOM DEVELOPMENT	26
ELEKTROTIM.....	28
ERBUD	29
ESOTIQ & HENDERSON	30
FERRO.....	31
IMS	32
INSTAL KRAKÓW	34
KĘTY	35
KINO POLSKA.....	36
LPP.....	39
MIRBUD.....	40
MOSTOSTAL ZABRZE	41
NEUCA.....	42
ONDE.....	43
ORANGE POLSKA.....	44
ORLEN	46
PEKABEX.....	48
PTWP.....	49
SELENA FM	52
SYNEKTIK	53
SYNTHAVERSE	54
ŚNIEŻKA.....	55
TORPOL	56
UNIBEP	57
UNIMOT	58
VOXEL.....	60
VRG	61
WIRTUALNA POLSKA.....	62
ZUE	66

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		4Q24	4Q'25P	zmiana r/r	4Q24	4Q'25P	zmiana r/r	4Q24	4Q'25P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
AGORA	20 mar 26	104,8	94,1	-10%	61,6	45,9	-25%	39,1	36,3	-7%	-7,0%	-1,7%	-5,0%	0,0%
ANSWEAR.COM	1 kwi 26	39,1	13,8	-65%	32,7	7,6	-77%	18,6	2,5	-86%	-5,0%	-20,3%	-16,5%	-12,6%
ATAL	26 mar 26	40,7	118,0	190%	39,5	116,8	196%	40,7	81,6	101%	0,2%	2,9%	-1,0%	7,7%
ATM GRUPA	29 kwi 26	10,3	11,5	11,7%	5,1	6,1	20,7%	3,3	5,8	74,4%	-0,5%	0,0%	0,8%	1,3%
BENEFIT SYSTEMS	20 mar 26	261,0	381,4	46,1%	164,2	241,4	47,0%	114,6	154,3	34,7%	4,1%	27,0%	15,3%	12,5%
BIOMAXIMA	30 kwi 26	1,9	2,1	9%	1,0	1,1	12%	1,0	0,8	-22%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	7,1%
BUDIMEX	27 mar 25	277,9	430,2	55%	235,6	383,0	63%	168,9	310,0	84%	11,2%	25,6%	31,5%	16,8%
CCC	30 kwi 26	448,3	200,2	-55%	294,5	0,0	-100%	559,8	-62,2	-	-16,1%	-17,8%	-31,8%	-2,5%
CELON PHARMA	22 kwi 26	11,5	-1,9	-	-2,0	-13,5	-	-1,2	-24,8	-	11,9%	9,1%	3,5%	15,2%
CYFROWY POLSAT	16 kwi 26	780,9	707,8	-9,4%	348,0	273,4	-21,4%	135,1	28,2	-79,2%	-0,9%	1,9%	-9,7%	7,5%
DECORA	24 kwi 26	28,0	32,2	15%	21,4	23,6	10%	14,6	18,9	29%	-1,0%	8,7%	2,7%	3,8%
DEKPOL	20 kwi 26	49,6	41,0	-17%	44,9	36,7	-18%	36,1	27,7	-23%	-10,0%	-9,5%	22,9%	-0,5%
DIGITAL NETWORK	30 kwi 26	16,7	30,2	80,7%	13,7	23,6	73,1%	10,3	17,4	68,6%	0,0%	48,3%	68,9%	-4,4%
DOM DEVELOPMENT	17 mar 26	340,0	361,4	6%	333,5	355,1	6%	273,3	288,2	5%	1,9%	2,3%	9,7%	6,3%
ELEKTROTIM	14 kwi 26	15,8	19,6	25%	14,6	18,3	26%	8,6	14,0	63%	7,1%	7,5%	-2,3%	11,7%
ERBUD	8 kwi 26	-1,3	9,5	-	-13,0	3,0	-	-28,3	-9,9	-	9,2%	7,5%	-7,9%	9,0%
ESOTIQ	24 kwi 26	11,0	11,7	7%	7,2	6,8	-5%	3,5	3,9	12%	0,6%	-6,2%	-8,7%	5,8%
FERRO	31 mar 26	24,9	23,6	-5%	20,3	19,1	-6%	11,8	14,2	20%	4,0%	-0,3%	-8,5%	12,3%
IMS	24 mar 26	7,5	5,8	-22,8%	6,1	4,4	-28,1%	3,9	3,1	-22,3%	-4,6%	-9,7%	-21,2%	6,7%
INSTAL KRAKÓW	31 mar 26	34,3	18,9	-45%	33,0	17,3	-48%	26,3	14,5	-45%	-2,3%	0,3%	-7,0%	4,9%
KĘTY	26 mar 26	200,9	205,5	2%	142,3	143,5	1%	95,9	93,3	-3%	7,8%	13,6%	18,4%	16,0%
KINO POLSKA	16 kwi 26	23,6	23,7	0,5%	20,3	21,0	3,3%	15,1	16,6	10,1%	6,2%	37,1%	34,1%	5,7%
LPP	26 mar 26	1 134,0	1 313,5	16%	662,0	758,6	15%	450,0	514,6	14%	-2,2%	20,3%	27,0%	-0,5%
MIRBUD	27 kwi 26	86,6	120,3	39%	79,8	112,9	41%	56,9	84,7	49%	-8,8%	-4,5%	-6,9%	-8,9%
MOSTOSTAL ZABRZE	12 mar 26	22,2	15,4	-30%	16,6	9,3	-44%	8,8	6,4	-27%	-1,5%	-3,7%	2,1%	2,1%
NEUCA	26 mar 26	79,1	95,0	20%	48,1	62,7	30%	24,5	36,7	49%	-7,7%	-1,4%	19,3%	-4,3%
ONDE	8 kwi 26	14,8	13,2	-11%	12,0	8,8	-27%	9,1	5,7	-37%	11,7%	13,4%	-0,7%	12,1%
ORANGE POLSKA*	18 lut 26	811	847	4,4%	347	184	-47,1%	208	80	-61,4%	13,8%	26,7%	39,9%	16,6%
ORLEN	19 lut 26	13 195,4	11 701,0	-11%	7 770,0	6 211,5	-20%	4 664,0	3 824,9	-18%	13,5%	7,2%	30,4%	13,6%
PEKABEX	30 kwi 26	26,4	-2,2	-	18,6	-9,9	-	13,6	-11,8	-	-2,0%	-16,4%	-25,4%	9,2%
PTWP	30 kwi 26	1,8	8,6	390,6%	1,3	8,3	530,7%	0,4	6,7	1569%	-1,4%	11,1%	4,5%	4,5%
SELENA	23 kwi 26	33,9	35,6	5%	22,5	23,0	2%	16,7	13,3	-20%	-6,4%	41,9%	57,3%	-8,6%
SYNEKTIK**	12 lut 26	50,5	59,0	17%	45,7	53,9	18%	33,1	34,6	4%	-3,1%	12,8%	40,4%	5,3%
SYNTHAVERSE	30 kwi 26	11,9	2,3	-81%	9,4	-1,0	-	7,0	-1,9	-	-10,0%	-9,1%	-23,8%	3,2%
ŚNIEŻKA	14 kwi 26	16,3	15,9	-2%	6,8	6,4	-7%	4,7	2,6	-45%	-2,3%	10,0%	7,5%	3,9%
TORPOL	20 mar 26	38,8	40,3	4%	31,9	32,8	3%	28,3	27,8	-2%	5,6%	10,2%	51,9%	3,6%
UNIBEP	31 mar 26	17,4	42,6	144%	9,5	35,3	271%	-1,6	17,9	-	7,8%	25,1%	50,5%	12,7%
UNIMOT	22 kwi 26	74,5	79,0	6%	125,9	41,7	-67%	104,7	16,6	-84%	-5,9%	-1,5%	-10,1%	0,3%
VOXEL	26 mar 26	40,8	53,7	32%	28,1	39,5	41%	29,8	30,5	2%	-1,4%	-13,0%	-23,2%	14,7%
VRG	24 kwi 26	105,2	97,5	-7%	70,6	62,8	-11%	47,2	51,1	8%	11,1%	13,3%	21,2%	12,1%
WIRTUALNA POLSKA	24 mar 26	131,9	124,1	-5,9%	77,6	48,7	-37,2%	44,9	2,7	-94,0%	-9,8%	6,7%	-21,2%	-3,0%
ZUE	25 mar 26	9,7	8,6	-11%	5,6	3,9	-31%	3,8	3,0	-21%	-3,2%	15,2%	21,7%	-2,8%

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

**- dane dotyczą 1Q'25 fin. (październik-grudzień'25) oraz 1Q'24 fin. (październik-grudzień'24)

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analityk	Komentarz
AGORA	Bobrowski	dobrze odczyty z obszaru film i książka oraz erozja skor. EBIT w pozostałych dywizjach biznesowych (łącznie)
ANSWEAR.COM	Tobiasz	trudne otoczenie konkurencyjne spowodowało znaczne obniżenie przychodów, co przełoży się na spadek rentowności
ATAL	Pado	wzrost liczby przekazania r/r i wyższe marże
ATM GRUPA	Bobrowski	dobrze dynamiki wzrostu skor. EBITDA w obszarze działalności audiowizualnej
BENEFIT SYSTEMS	Bobrowski	liczymy na poprawę skor. EBITDA w ujęciu r/r w segmencie Polska oraz w Zagranica UE oraz dobre odczyty w segmencie Turcja
BIOMAXIMA	Tobiasz	szacujemy wzrost przychodów i zysku operacyjnego; początek sprzedaży testów MIC bez większego wpływu na wyniki
BUDIMEX	Pado	spółka opublikowała już mocne, wstępne wyniki za 4Q'25
CCC	Tobiasz	spadek trafficu i obniżanie cen przez konkurencję negatywnie wpłynęło na poziom przychodów i rentowności
CELON PHARMA	Tobiasz	szacujemy dalsze wzrosty w segmencie generycznych, przy utrzymujących się wysokich kosztach działalności innowacyjnej
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	przygotowujemy się na słaby odczyt skor. EBITDA i ciekawi jesteśmy przesłania nowego prezesa na konferencji wynikowej za 2025 rok
DECORA	Pado	spodziewamy się pozytywnej dynamiki przychodów przy nieco niższych r/r marżach
DEKPOL	Pado	zakładamy poprawę po słabszym 3Q'25, ale r/r baza na EBIT jest wymagająca
DIGITAL NETWORK	Bobrowski	organiczny wzrost przychodów lekko poniżej naszych oczekiwań ale kluczowe znaczenie będzie miała konsolidacja BGMO
DOM DEVELOPMENT	Pado	podobna liczba przekazania r/r, dobra marżowość
ELEKTROTIM	Pado	zakładamy w końcu dobre dynamiki wyników uwzględniające wysoki portfel
ERBUD	Pado	wynikom nadal cięży segment modułowy, zakładamy EBIT spółki w okolicy break-even
ESOTIQ	Tobiasz	słaby listopad zmytygowany mocną sprzedażą w grudniu
FERRO	Pado	spodziewamy się lekkiej erozji wyników na poziomie EBITDA i wyraźnej poprawy zysku netto
IMS	Bobrowski	spodziewamy się, że Q4 był nadal wymagający dla obszaru reklamowego i liczymy na niewielkie wzrosty w obszarze abonamentowym
INSTAL KRAKÓW	Pado	zakładamy dobry kwartał, ale słabszy r/r (główny driver to liczba przekazanych mieszkań)
KĘTY	Pado	EBITDA w 4Q'25 wstępnie wzrosła o 2% r/r, spółka przedstawiła zgodną z naszymi oczekiwaniami prognozę na 2026 rok
KINO POLSKA	Bobrowski	baza wynikowa z Q4 2024 nie jest duża ale jednocześnie jest ryzyko podwyższonych kosztów Zoom TV (marketing/kontent)
LPP	Tobiasz	rozwój sieci stacjonarnej napędza sprzedaż, przy jednoczesnym utrzymaniu dyscypliny kosztowej
MIRBUD	Pado	zakładamy lekko dodatnią dynamikę na przychodach i skoryg. EBIT, raportowane wynikach powinny być wsparte przez wycenę Torpolu
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	widoczny powinien być wzrost przychodów, przy słabszej r/r marży
NEUCA	Tobiasz	kolejny dobry kwartał dla operatora medycznego i hurtu, jednak nadal spółka mierzy się z problemami w badaniach klinicznych
ONDE	Pado	zakładamy słabsze marże r/r (niski udział kontraktów wiatrowych w portfelu)
ORANGE POLSKA	Bobrowski	liczymy na solidne dynamiki wzrostu przychodów z kluczowych usług telco, ważny aspekt poprawy perspektyw na 2026 rok
ORLEN	Pado	spodziewamy się skoryg. EBITDA LIFO na poziomie 11,7 mld PLN (vs 13,2 mld PLN rok temu)
PEKABEX	Pado	lekki wzrost produkcji r/r w 4Q'25, ale spodziewamy się niskiej marży (lepszej niż w 3Q'25)
PTWP	Bobrowski	liczymy na kolejny mocny odczyt wynikowy w Q4 2025; bardzo ciekawe perspektywy na 2026 rok
SELENA FM	Pado	baza z 4Q'24 jest dość wysoka, spółka nadal radzić musi się sobie ze słabym popytem, ale nadrabia od strony marży brutto i optymalizacji kosztów SG&A
SYNEKTIK	Tobiasz	duże inwestycje finansowane z KPO napędzają wyniki spółki
SYNTHAVERSE	Tobiasz	wyniki pod presją niskiego wolumenu zamówień na szczepionkę oraz wysokiej bazy Onko BCG i segmentu tradycyjnego
ŚNIEŻKA	Pado	otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające, jednocześnie nadal brakuje przełomu od strony popytowej
TORPOL	Pado	wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r, spodziewamy się nieco niższej marży r/r
UNIBEP	Pado	zakładamy duże lepsze wyniki r/r (m.in. poprawa marż i więcej przekazania w deweloperce)
UNIMOT	Pado	estymujemy 79,0 mln PLN EBITDA skoryg. (vs 74,5 mln PLN rok temu)
VOXEL	Tobiasz	spodziewamy się kolejnych wzrostów wolumenów i poprawy rentowności
VRG	Tobiasz	zakładamy wzrosty sprzedaży, ale wynik powinien zostać obniżony przez odpisy, które co roku księgowane są w 4Q
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	na Q4 2025 zakładamy słaby odczyt w reklama i subskrypcje oraz dobre dynamiki wzrostu w turystyka
ZUE	Pado	„widoczność” wyników krótkoterminowych jest zwykle słaba; w średnim terminie spółka wzmocniła wyraźnie portfel

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Wstępne wyniki za 4Q'25 pokazały już **Budimex** – wysokie dynamiki przychodów i EBIT były pozytywną niespodzianką po kilku kwartałach dość przeciętnych odczytów. W **Dekpolu** zakładamy poprawę po słabszym 3Q'25, ale r/r baza na EBIT jest wymagająca zarówno w budownictwie jak i deweloperce. **Elektrotim** w 4Q'25 powinien w końcu pokazać dobre dynamiki wyników uwzględniające wysoki portfel. W **Erbudzie** wynikiom nadal cięży segment modułowy, zakładamy EBIT spółki w okolicy break-even. **Instal Kraków** zakładamy dobry kwartał, ale słabszy r/r (główny driver to liczba przekazanych mieszkań, które w 4Q'24 były wysokie na wysokiej marży). Dla **Mirbudu** zakładamy lekko dodatnią dynamikę na przychodach i skoryg. EBIT, w przypadku raportowanych wynikach powinny one być mocno wsparte przez wycenę akcji Torpolu. W przypadku **MS Zabrze** widoczny powinien być wzrost przychodów, ale raczej przy słabszej r/r marży (wiele kontraktów w początkowej fazie realizacji). W **Onde** zakładamy słabsze marże r/r (niski udział kontraktów wiatrowych w portfelu). **Pekabex** odnotował lekki wzrost produkcji r/r w 4Q'25 i posiada duży portfel zleceń, który zbudowany jest jednak w wymagającym otoczeniu konkurencyjnym. Spodziewamy się niskiej marży (ale lepszej niż w 3Q'25), wyraźniejszego przełomu na marżowości oczekujemy najwcześniej w 2H'26. W **Torpolu** wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r. Spodziewamy się nieco niższej marży r/r. W **Unibepie** zakładamy duże lepsze wyniki r/r, jako kombinację kilku czynników (m.in. poprawa marż r/r i więcej przekazów w deweloperce). W przypadku **ZUE** „widoczność” wyników krótkoterminowych jest zwykle słaba i podobnie jest tym razem (m.in. pytania o kolejne rozliczenia kończonych kontraktów i ujęcie umowy z PKP Cargo). Natomiast w średnim terminie spółka wzmocniła wyraźnie portfel (pozyskanie kontraktu na 2,6 mld PLN w 4Q'25).

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

Materiały budowlane

Wstępne wyniki za 4Q'25 pokazały już **Kęty** – EBITDA wzrosła o 2% r/r (nieco słabiej od konsensusu), spółka przedstawiła zgodną z naszymi oczekiwaniami prognozę na 2026 rok. Dla **Decory** spodziewamy się pozytywnej dynamiki przychodów (rozszerzone portfolio produktowe) przy nieco niższych r/r marżach. W przypadku **Ferro** spodziewamy się lekkiej erozji wyników na poziomie EBITDA i wyraźnej poprawy zysku netto (rok temu wysokie koszty finansowe). W przypadku **Seleny FM** baza z 4q'24 jest dość wysoka, spółka nadal radzić musi się sobie ze słabym popytem, ale nadrabia od strony marży brutto i optymalizacji kosztów SG&A (zakładamy w miarę porównywalną 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 minimalnie niższych r/r odczytów (wysoka baza z 4Q'24 na rynku PL).

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

Deweloperzy

Atal przekazał w 4Q'25 803 lokale (o 364 lokali więcej r/r). Spodziewamy się w 4Q'25 przychodów na poziomie 489 mln PLN (+80% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 28,0% (vs 19,6% rok temu). EBIT estymujemy na 116,8 mln PLN a wynik netto na 81,6 mln PLN (vs 40,7 mln PLN zysk netto rok temu). Zakładamy, że liczba przekazów w 2026 roku będzie wyższa r/r (3,1 tys lokali vs 2,1 tys w 2025 roku). Spółka ma bardzo dużą ofertę, która w 2026 roku w coraz większym stopniu będzie składała się z ukończonych lokali (zakładamy, że na koniec 2026 roku spółka może mieć nawet >3,5 tys gotowych lokali w ofercie). Konsensusu Bloomberga na lata 2025/26 na poziomie netto to obecnie 290 / 350 mln PLN. Nasza aktualna prognoza to 213 / 395 mln PLN (P/E=11,8x / 6,4x). **Dom Development** przekazał w 4Q'25 1 683 lokale klientom detalicznym (o 2 więcej r/r). Spodziewamy się w 4Q'25 przychodów na poziomie 1 317 mln PLN (+0% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 32,9% (vs 31,3% rok temu). EBIT estymujemy na 355,1 mln PLN a wynik netto na 288,2 mln PLN (vs 273,3 mln PLN zysku netto rok temu). W 2026 roku pipeline implikuje wyższą r/r liczbę przekazanych lokali (spółka ma bardzo dobrą kontraktację na tle rynku) – zakładamy ok. 4,4 tys lokali rozpoznanych w wynikach (v 4,2 tys w 2025 roku). Konsensusu Bloomberga na lata 2025/26 na poziomie netto to obecnie 667 / 709 mln PLN. Nasza aktualna prognoza to 663 / 723 mln PLN (P/E=10,3x / 9,4x).

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

Spółki paliwowe

W **Orlenie** w 4Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 11,70 mld PLN (vs 13,20 mld PLN rok temu). Na naszą estymację składa się: +3,5 mld PLN w Downstreamie, +0,7 mld PLN w Consumers&Products, +4,6 mld PLN w Upstream&Supply, +3,4 mld PLN w Energy oraz -0,6 mld PLN kosztów korporacyjnych. Dla **Unimotu** estymujemy 79,0 mln PLN EBITDA skoryg. w 4Q'25 (vs 74,5 mln PLN rok temu). Spodziewamy się m.in. lepszego r/r wyniku w segmentach Infrastruktury i Bitumenów. In minus r/r wyróżniać się mogą Gaz Ziemny i Energia (słabe wyniki na tradingu).

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

Ochrona zdrowia

W 4Q'25 **BioMaxima** powinna zanotować wzrost przychodów i zysku operacyjnego. Ze względu na korzystne rozliczenie podatku w 4Q'24, baza wyniku netto jest nieco zawyżona, stąd szacujemy spadek tej wartości r/r. W asortymencie spółki są już testy 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, jednak w naszej ocenie nie będą one w stanie zrównoważyć kosztów działalności innowacyjnej. Dodatkowo, na poziomie netto cięży udział w stracie spółki stowarzyszonej. Dla **Neuki** 4Q'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. **Synetik** informował o kolejnych istotnych umowach na dostawę sprzętu. Spodziewamy się, że 1Q'25 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 wysokiej bazy sprzedaży Onko BCG i segmentu tradycyjnego w analogicznym okresie roku poprzedniego. Wg naszych szacunków, 4Q'25 będzie kolejnym kwartałem, w którym spółka odnotuje stratę. **Voxel** w 4Q'25 w naszej ocenie powinien zanotować kolejne wzrosty wolumenów, a dzięki wzrostowi wycen badań refundowanych z lipca'25, spodziewamy się także poprawy rentowności.

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

Odzież

4Q'25 dla spółek odzieżowych był trudnym okresem ze względu na mniejszą aktywność zakupową konsumentów w listopadzie, przez co dosyć szybko rozpoczął się proces obniżania cen. **Answear.com** lekko poprawił przychody, jednak jest to poziom znacznie niższy od oczekiwań. W naszej ocenie wiąże się to ze zwiększeniem udziałów kosztów marketingu w przychodach i pogorszeniem rentowności. Zakładamy, że w 2025 r. nie zostały spełnione warunki programu motywacyjnego. W **CCC** spadek traffic'u i obniżanie cen przez konkurencję również negatywnie wpłynęło na poziom przychodów i rentowności, o czym spółka informowała we wstępnych wynikach. W **Esotiq & Henderson** słaby listopad został zmitigowany mocną sprzedażą w grudniu. Trafione współprace influencerskie i rozwój aplikacji mobilnej wydaje się pozytywnie wpływać na wyniki. W **LPP** rozwój sieci stacjonarnej napędza sprzedaż. Jednocześnie spółka utrzymuje dyscyplinę kosztową. W naszej ocenie wyniki powinny być zgodne z celami, jakie spółka przedstawiła po raporcie za 3Q'25. W **VRG** spodziewamy się wzrostu sprzedaży, jednak wynik powinien zostać obciążony sezonowym odpisem na asortyment z poprzednich kolekcji.

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

TMT

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.

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

AGORA

Kupuj, TP 12,69/akcję

Rekomendacja z dnia 10 grudnia 2025 r.

			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

Prognozy wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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.

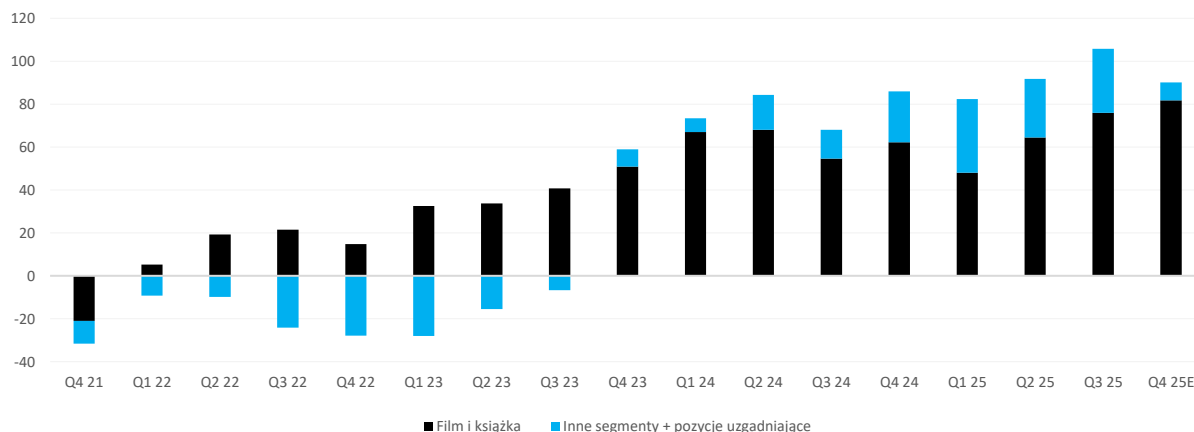
Na raportowane rezultaty Q4 2025 mogą mieć dodatkowo wpływ 2 zdarzenia jednorazowe:

- 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).

Szacujemy 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]

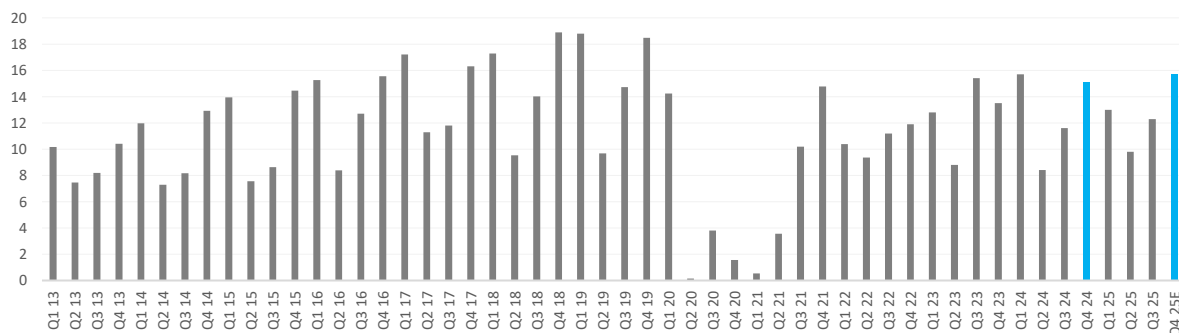


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

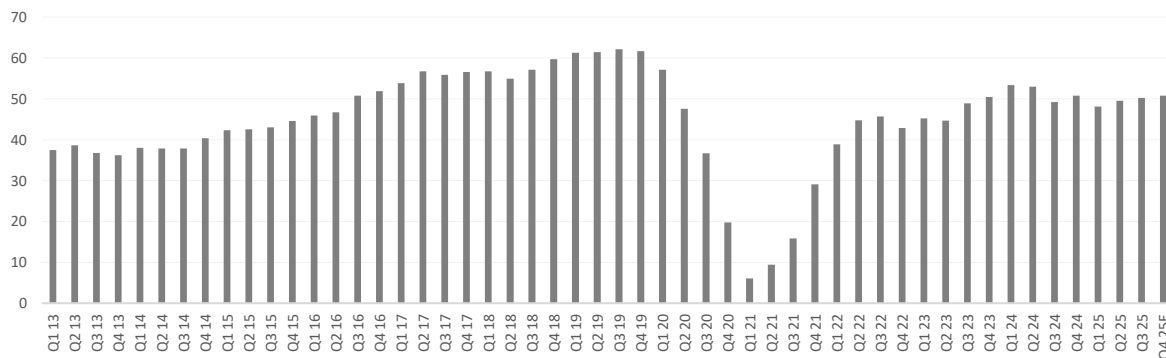
Na podstawie naszych szacunków, frekwencja w kinach w Q4 2025 mogła przynieść odbicie w okolicy 4% w ujęciu r/r. W ujęciu całego 2025 roku frekwencja w krajowych multipleksach mogła wynieść blisko 51 mln widzów (to ok 83% widowni z 2019 roku).

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

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdom.pl

ANSWEAR.COM**Kupuj, TP 37,9/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 lipca 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	22,8	P/E	-43,3	41,5	10,9
MC [mln PLN]	434,7	EV/EBITDA	18,7	10,8	6,9
		EV/EBIT	53,8	18,4	9,3
		P/BV	1,9	1,9	1,5

Według wstępnych danych sprzedażowych opublikowanych przez spółkę, przychody wg MSSF w 4Q'25 wyniosły ok. 553 mln PLN (+4% r/r). Zakładamy, że PRM utrzymał dwucyfrową dynamikę wzrostu (+25% r/r), osiągając 57,4 mln PLN przychodów, natomiast Answear.com zanotował niewielką zwyżkę, zwiększając sprzedaż do 495,6 mln PLN (+1,8%).

Z uwagi na trudne otoczenie konkurencyjne w listopadzie i grudniu, o którym spółka pisała w komunikacie, spodziewamy się spadku marży brutto na sprzedaży z 40,7% w 4Q'24 do 39,0% w 4Q'25. Sklepy online charakteryzują się wysokim stopniem porównywalności z konkurencją, dlatego agresywne działania sprzedażowe innych brandów negatywnie odbijają się na poziomach cen spółki.

W naszej ocenie wyniki 4Q'25 będą obciążone wysokimi kosztami marketingu. W poprzednich prognozach szacowaliśmy znacząco wyższe przychody tego okresu i zakładamy, że spółka również liczyła na bardziej przyjazne warunki rynkowe. Jednocześnie zapowiadała, że koszty marketingu się zwiększą, chociaż w odniesieniu do przychodów ich udział będzie niższy r/r. Patrząc na wyniki sprzedażowe, zakładamy, że spółka poniosła wcześniej zaplanowane wydatki, które nie przyniosły pożądanego rezultatu. Dodatkowo, zakładamy wzrost kosztów wynagrodzeń oraz usług (m. in. logistycznych). W rezultacie szacujemy zysk operacyjny na poziomie 7,6 mln PLN (vs 32,7 mln PLN rok wcześniej) oraz EBITDA na poziomie 13,8 mln PLN (-64,7% r/r).

Saldo działalności finansowej szacujemy na ok. -4,7 mln PLN, co implikuje zysk netto na poziomie 2,5 mln PLN, wobec 18,6 mln PLN rok wcześniej.

W całym 2025 r. szacujemy wzrost przychodów o +12,6% r/r do 1,7 mld PLN. Optymalizacja kosztowa, jaka była wyraźnie widoczna w poprzednich kwartałach powinna przynieść wzrost rentowności. Prognozujemy ok. 34,6 mln PLN zysku operacyjnego (vs. 12,0 w 2024 r.) i 58,9 mln PLN EBITDA (+71,4% r/r). Zysk netto szacujemy na poziomie 10,5 mln PLN, wobec straty -10,0 mln PLN w roku poprzednim.

Prognoza wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	288,5	343,4	344,0	532,7	352,5	399,3	393,7	553,0	3,8%	1 508,6	1 698,6	12,6%
EBIT	-1,7	-15,2	-3,9	32,7	4,0	14,3	8,7	7,6	-76,6%	12,0	34,6	188,9%
EBITDA	3,4	-10,2	2,1	39,1	9,9	20,3	14,8	13,8	-64,7%	34,4	58,9	71,4%
Zysk netto	-4,3	-17,6	-6,8	18,6	3,7	2,9	1,4	2,5	-86,4%	-10,0	10,5	-
Marża brutto na sprzedaży	38,8%	40,9%	38,6%	40,7%	39,6%	43,6%	39,3%	39,0%		39,3%	39,8%	
Marża EBIT	-0,6%	-4,4%	-1,1%	6,1%	1,1%	3,6%	2,2%	1,4%		0,8%	2,0%	
Marża EBITDA	1,2%	-3,0%	0,6%	7,3%	2,8%	5,1%	3,8%	2,5%		2,3%	3,5%	
Marża zysku netto	-1,5%	-5,1%	-2,0%	3,5%	1,0%	0,7%	0,4%	0,5%		-0,7%	0,6%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ATAL

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	58,2	P/E	7,4	8,5	11,8	6,4
MC [mln PLN]	2 517,8	EV/EBITDA	6,6	10,3	13,0	8,6
		EV/EBIT	6,7	10,4	13,2	8,7
		P/BV	1,5	1,4	1,5	1,3

- W 4Q'25 spółka sprzedała 534 lokale (w tym około połowa w XII'25). Jest to odczyt wyższy o 20% r/r i 26% q/q. W całym 2025 roku spółka sprzedała 1 678 lokali (-19% r/r). Ostatnim celem na 2025 roku, komunikowanym po konferencji wynikowej po 3Q'25, była sprzedaż poniżej 2,0 tys lokali.
- Przekazania w 4Q'25 wyniosły 803 lokale (o 364 lokali więcej r/r; najwięcej we Łodzi, a następnie we Wrocławiu i Poznaniu). Jest to mix podobnych marżowo projektów do 3Q'25.
- Spodziewamy się w 4Q'25 przychodów na poziomie 489 mln PLN (+80% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 28,0% (vs 19,6% rok temu i 28,4% w 3Q'25).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 28% wyższym r/r (dynamika w całym 2025 na poziomie +16% r/r), neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz wyraźny ujemny wpływ salda finansowego (podobnie jak w 1-3Q'25, efekt odwrócenia dyskonta długoterminowych zaliczek, które miały pozytywny wpływ na wyniki w latach 2023-24).
- EBIT prognozujemy na poziomie 116,8 mln PLN a wynik netto na 81,6 mln PLN.
- W 2025 roku spółka przekazała 2 065 lokali (vs 2 460 rok wcześniej). W całym 2025 roku spółka planowała ukończyć 3 815 lokali, dla których kontraktacja po 3Q'25 wynosiła wg naszych szacunków nieco ponad 50%. Zwracamy przy tym uwagę, że część dużych projektów charakteryzowała się słabym tempem sprzedaży (np. Poznań Naramowice, Katowice Olimpijska, Gliwice – Andersa), co przekłada się na istotną już teraz liczbę gotowych lokali do sprzedaży (zakładamy ok. 1,5 tys).
- W 2026 roku spółka planuje ukończyć 5 701 lokali, z tego po 3Q'25 kontraktacja wynosiła wg naszych szacunków ok. 20%.
- Według ostatnich zapowiedzi prezesa spółki w 2026 roku Atal chciałaby zarówno sprzedać jak i przekazać ok 3,0 tys lokali (ok. 0,45 tys przekazanych mieszkań przechodzi z 2025 roku). Spółka chce skupić się na redukowaniu oferty a liczba nowych projektów ma być niewielka.
- Zakładamy, że w 2026 roku spółka przekaze ok. 3,1 tys lokali (kwartał temu zakładaliśmy 3,6 tys). Na koniec 2026 roku spółka może mieć w ofercie ok 3,5-4 tys gotowych lokali (w zależności od splitu sprzedaży w 2026 roku), czyli ponad roczną sprzedaż. Biorąc pod uwagę, że na 2027 rok spółka ma do ukończenia obecnie już >3 tys. lokali, oceniamy, że ze sporą nadpodażą gotowych lokali będzie mierzyć się co najmniej przez najbliższe 2-3 lata.
- Konsensus Bloomberg na lata 2025/26 na poziomie netto to obecnie 209 / 350 mln PLN (w październiku: 302 / --- PLN). Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 213 / 395 mln PLN (poprzednio: 229 / 430 mln PLN).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	271,4	489,2	80,3%	1 486,9	1 262,1	-15,1%	2 018,5	59,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	53,1	137,0	158,1%	386,3	378,4	-2,0%	565,2	49,3%
Zysk na sprzedaży	37,3	116,8	213,4%	328,0	310,9	-5,2%	492,1	58,3%
EBITDA	40,7	118,0	190,1%	335,4	328,7	-2,0%	497,1	51,2%
EBIT	39,5	116,8	195,6%	331,1	324,0	-2,1%	492,1	51,9%
Zysk brutto	50,7	100,8	98,8%	365,8	261,6	-28,5%	488,1	86,6%
Zysk netto	40,7	81,6	100,5%	295,4	213,1	-27,9%	395,4	85,6%
Marża brutto ze sprzedaży	19,6%	28,0%		26,0%	30,0%		28,0%	
Marża na sprzedaży	13,7%	23,9%		22,1%	24,6%		24,4%	
marża EBITDA	15,0%	24,1%		22,6%	26,0%		24,6%	
marża EBIT	14,6%	23,9%		22,3%	25,7%		24,4%	
marża netto	15,0%	16,7%		19,9%	16,9%		19,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	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	4Q'25
Sprzedaż	748	582	376	385	401	735	757	940	717	552	354	445	347	386	425	534*
Przekazania	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548	806	439	218	392	652	803
Trójmiasto	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12	301	25	8	1	94	102
Katowice	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86	190	44	21	31	91	106
Kraków	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52	4	144	4	0	101	68
Łódź	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195	69	44	79	102	97	188
Poznań	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5	142	155	22	8	62	129
Warszawa	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83	16	0	0	94	2	67
Wrocław	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115	84	27	84	156	205	143
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: DM BDM S.A, spółka, *dane kwortalne za 2025 nie sumują się do podanych przez spółkę 1678 za cały rok (prawdopodobnie skorygowano dane za 1-3Q'25)

Planowany po 3Q'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
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
Krakowska 35 - Apartamenty inwestycyjne	Wrocław	5 638	131	III kw. 2025
Zakątek Harmonia II	Warszawa	5 671	95	III kw. 2025
Zerniki na Novo I	Wrocław	16 717	296	IV kw. 2025
ATAL Olimpijska bud. B	Katowice	18 227	282	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
Osiedle Przyjemne I	Gdańsk	3 138	72	IV kw. 2025
RAZEM		216 367	3 815	

Zakończone z PnU w 1-3Q	Zakończone z PnU w 4Q	Projekty w toku	Liczba lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych: 1 643
-------------------------	-----------------------	-----------------	---

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
Galaktyczna	Gdańsk	7 630	144	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
Zerniki 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 Zawisłarska	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
Akacja Wita	Kraków	6 015	102	IV kw. 2026
Heyki City	Szczecin	23 042	415	IV kw. 2026
RAZEM		325 163	5 701	

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

ATM GRUPA**Kupuj, TP 5,06/akcję**

Rekomendacja z dnia 17 grudnia 2025 r.

			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

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]

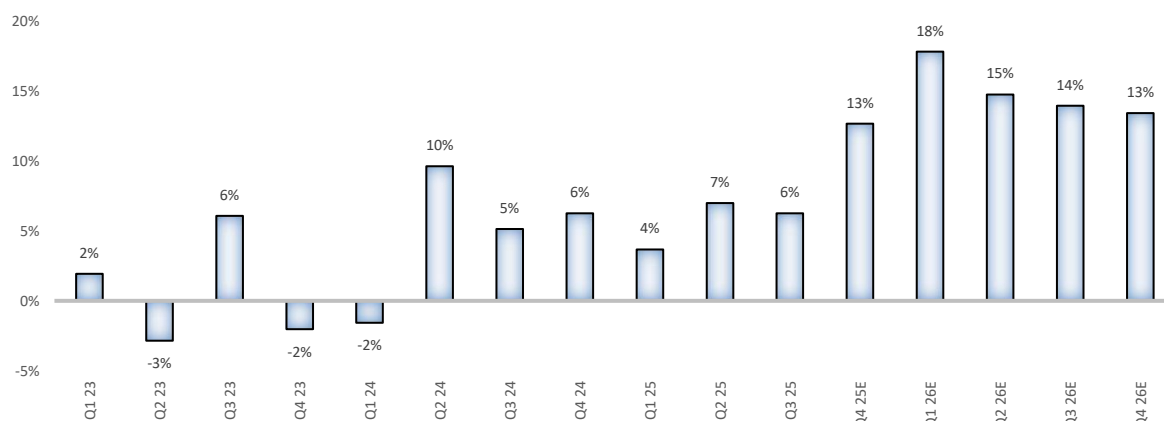
	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
Przychody	55,9	76,1	36,1%	246,5	320,5	30,0%
produkcja tv i filmowa	33,9	52,5	55,0%	153,4	226,7	47,8%
zarządzanie aktywami trw.	18,9	19,5	2,8%	80,4	72,1	-10,3%
działalność deweloperska	2,8	3,8	34,2%	11,6	20,2	74,7%
inne	0,3	0,3	31,6%	1,2	1,4	21,3%
skor. EBITDA*	10,3	11,5	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).

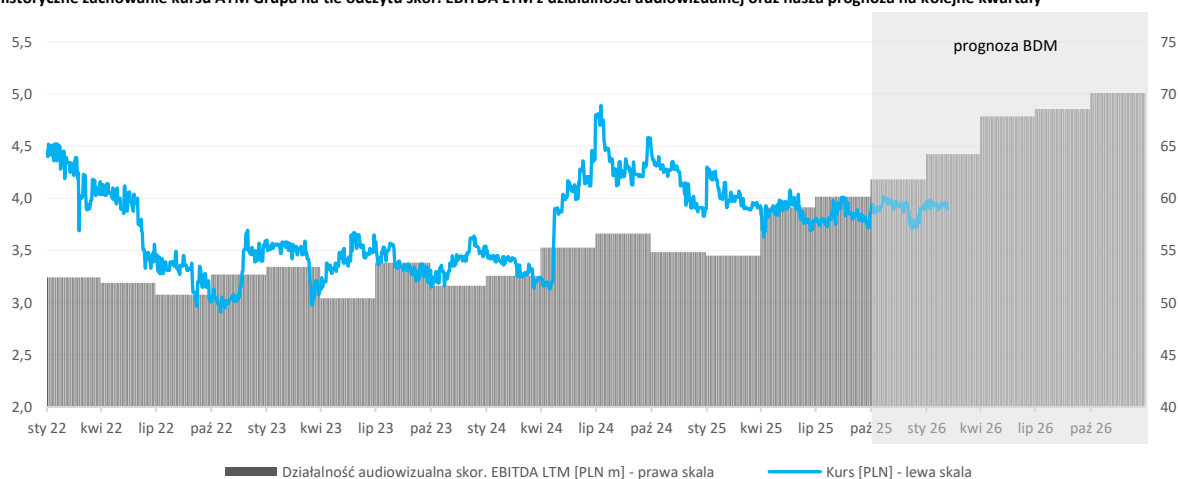
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



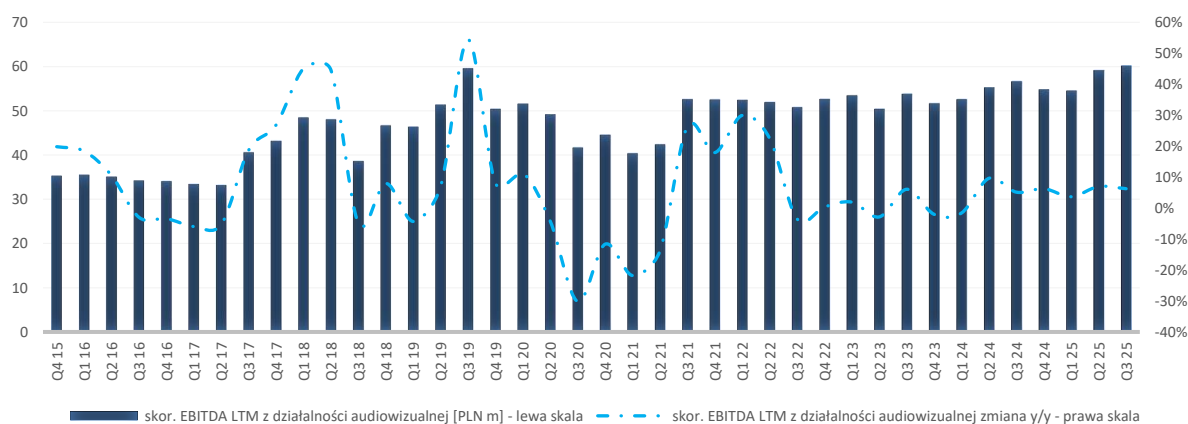
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-03-20	P/BV	10,0	5,4	4,7

Prognozy wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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	r/r	2024	2025E	r/r
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	

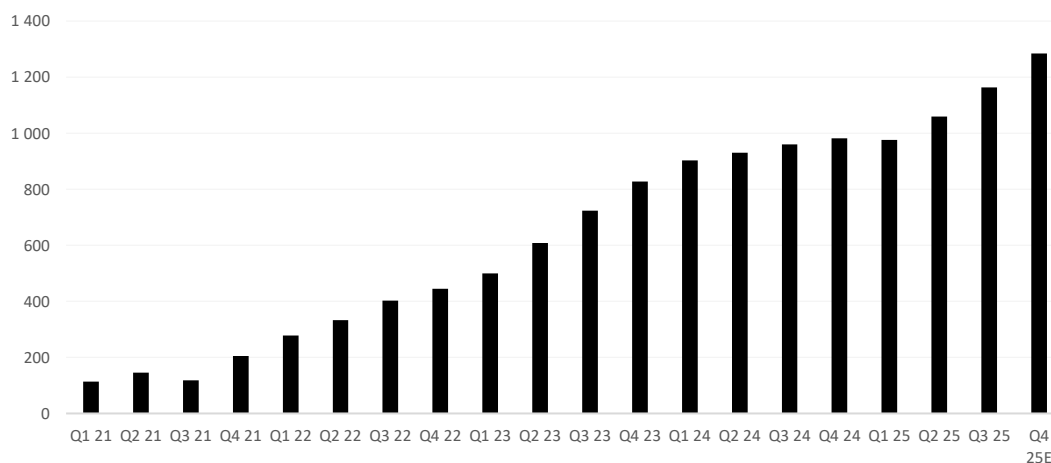
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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). Poprawę 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).

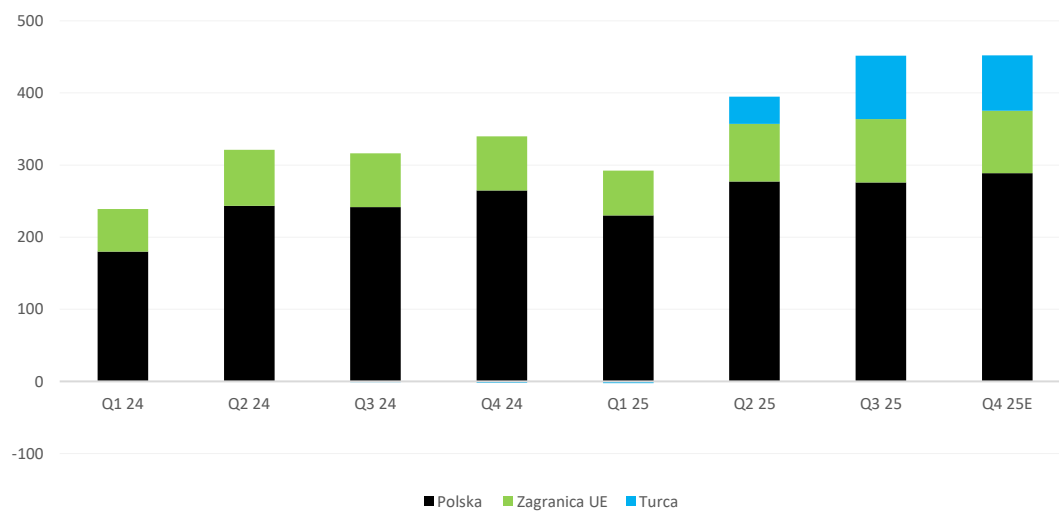
Ogółem spodziewamy się wzrostu EBITDA w Q4 2025 do 381,4 mln PLN (+46% r/r). Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q4 2025 może według naszej symulacji wynieść 154,3 mln PLN (+34,7% r/r).

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.

Analitik:Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 17,0 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 18 grudnia 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,0	P/E	101,5	124,1	8,3
MC [mln PLN]	54,3	EV/EBITDA	14,6	12,7	5,2
		EV/EBIT	52,0	42,5	7,6
		P/BV	1,1	1,1	1,0

W 4Q'25 spółka zrealizowała dwie istotne umowy: na dostawę zautomatyzowanego systemu diagnostycznego do identyfikacji bakterii i grzybów metodą analizy metabolicznej oraz na dostawę systemu do identyfikacji i inkubacji bakterii tlenowych i beztlenowych, drożdży i grzybów wraz z modulem do charakterystyki fenotypowej. Łączna wartość netto tych umów wyniosła 1,7 mln PLN. Łączne przychody w 4Q'25 szacujemy na ok. 16,6 mln PLN (+4,6% r/r).

W zakresie kosztów operacyjnych zakładamy wzrost wynagrodzeń o ok. +10% r/r oraz utrzymanie amortyzacji na poziomie ok. 0,9 mln PLN. Niższa dynamika wzrostu kosztów niż przychodów implikuje poprawę rentowności. Wysoki udział kosztów stałych powinien spadać wraz ze wzrostem sprzedaży, co stwarza pozytywną perspektywę dla rentowności na przyszłe okresy. W 4Q'25 szacujemy 1,1 mln PLN EBIT oraz 2,1 mln PLN EBITDA wobec odpowiednio 1,0 mln PLN i 1,9 mln PLN rok wcześniej.

Spodziewamy się niższych r/r kosztów obsługi długu, co pozytywnie wpływa na saldo działalności finansowej. Zysk netto za 4Q'24 stanowi dosyć wysoką bazę ze względu na roczne rozliczenie podatku dochodowego, które podbiło wynik w tym okresie. Implikuje to spadek wyniku na poziomie netto do 0,8 mln PLN, względem 1,0 mln PLN rok wcześniej.

W skali całego 2025 r. szacujemy poprawę wyniku operacyjnego. Prognozujemy 5,3 mln PLN EBITDA, wobec 4,7 mln PLN w 2024 r. (+12,7% r/r). W 3Q'25 spółka rozpoczęła sprzedaż testów MIC. Zakładamy, że na początkowym etapie wprowadzenia nowego produktu na rynek będą to niewielkie ilości, dlatego nie spodziewamy się istotnego wpływu tego asortymentu na wynik 2H'25.

Prognozy wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	15,9	16,6	4,6%	52,9	59,8	13,2%
EBITDA	1,9	2,1	8,9%	4,7	5,3	12,7%
EBIT	1,0	1,1	11,7%	1,3	1,6	20,5%
Zysk brutto	0,7	0,9	31,9%	0,3	0,7	135,9%
Zysk netto	1,0	0,8	-21,8%	0,5	0,4	-18,2%
Marża EBITDA	11,9%	12,4%		8,8%	8,8%	
Marża EBIT	6,4%	6,8%		2,5%	2,6%	
Marża zysku netto	6,1%	4,6%		1,0%	0,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

BUDIMEX

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	707,0	P/E	24,5	29,3	24,0	24,2
MC [mln PLN]	18 049,8	EV/EBITDA	15,3	16,7	14,2	13,8
		EV/EBIT	18,4	20,3	17,1	16,7
		P/BV	11,8	14,6	13,5	13,5

- **Backlog.** Portfel po 3Q'25 wynosił 16,2 mld PLN (+3% r/r, -5% q/q). Po 4Q'25 ma podobną wartość (-10% r/r), natomiast istotnie wzrósł pipeline kontraktów do pozyskania (m.in. w segmencie kolejowym).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** 1-3Q'25 przyniósł dość porównywalne wyniki r/r. W rekordowym portfelu zleceń znajduje się relatywnie dużo kontraktów P&B (kontrakty drogowe dodatkowo „cierpiały” na opóźnienia administracyjne w uzyskiwaniu ZRID-ów).
- **Wstępne wyniki 4Q'25.** Spółka podała w połowie stycznia, że w 4Q'25 wypracowała szacunkowo 3 mld PLN przychodów, 383 mln PLN EBIT oraz 310 mln PLN zysku netto. Spółka dowiozła swój guidance przychodowy z ostatniej konferencji wynikowej, który wydawał się wymagający. Pozytywnym zaskoczeniem jest także poziom EBIT, z prawie 13% marży (najwyżej od 4Q'16). Spółce sprzyja otoczenie kosztowe, w końcówce 2025 mieliśmy np. niskie ceny stali czy asfaltu (pytanie np. czy przełożyło się to na rozwiązanie jakiś rezerw kontraktowych, jeśli spółka pozyskała materiały po cenach niższych niż zakładano w budżetach). Otwarte pytanie to czy w wynikach (na poziomie EBIT) ujęte zostały jakieś one-off'y. W komunikacie spółka wskazała na poprawę rentowności segmentu budownictwa ogólnego oraz wysoką marżę w segmencie usługowym.
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2025 roku spółka wypracowała 9,4 mld PLN przychodów oraz 751 mln PLN zysku netto (>40% w 4Q'25). W 2026 rozpędzić powinien się segment drogowy, do wyniku powinna kontrybuować też deweloperka (projekt w Poznaniu). Sytuacja od strony kosztowej nadal jest sprzyjająca. Zakładamy, że rok przedwyborczy powinien przynieść wzrost kontraktacji r/r (zwracamy uwagę m.in. na spory już zbudowany pipeline w kolei, powrót na rynek większej ilości przetargów z GDDKiA czy nadal dużą aktywność PKP PLK). W naszych prognozach ujęty jest nadal FB Serwis (możliwa sprzedaż całości lub części biznesu –przegląd opcji strategicznych ma zakończyć się w IV'26).

Wstępne wyniki (przychody, EBIT, zysk netto) 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	2 607,5	3 000,0	15,1%	9 117,8	9 409,0	3,2%	10 023,4	6,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	378,2	541,7	43,2%	1 162,3	1 331,9	14,6%	1 418,1	6,5%
Zysk na sprzedaży	233,0	387,1	66,1%	716,1	836,6	16,8%	877,1	4,8%
EBITDA	277,9	430,2	54,8%	903,1	1 071,2	18,6%	1 058,3	-1,2%
EBIT	235,6	383,0	62,6%	743,8	892,5	20,0%	872,7	-2,2%
Zysk brutto	250,2	391,7	56,6%	839,7	946,2	12,7%	938,8	-0,8%
Zysk netto	168,9	310,0	83,5%	615,9	751,0	21,9%	746,7	-0,6%
Marża brutto ze sprzedaży	14,5%	18,1%		12,7%	14,2%		14,1%	
Marża na sprzedaży	8,9%	12,9%		7,9%	8,9%		8,8%	
marża EBITDA	10,7%	14,3%		9,9%	11,4%		10,6%	
marża EBIT	9,0%	12,8%		8,2%	9,5%		8,7%	
marża netto	6,5%	10,3%		6,8%	8,0%		7,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CCC

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	116,4	P/E	-	7,8	36,9
MC [mln PLN]	8 966	EV/EBITDA	14,9	7,0	8,5
		EV/EBIT	63,0	11,1	16,5
		P/BV	8,4	4,1	3,6

Spółka opublikowała wstępne wyniki za 4Q'25. Przychody ze sprzedaży w omawianym okresie wyniosły ok. 2,6 mld PLN. Szacujemy, że w tym okresie nastąpiło otwarcie 27 salonów CCC (+17,4 tys. m2 k/k), 7 eobuwie (+3,9 tys. m2 k/k), 25 HalfPrice (+50,7 tys. m2 k/k) oraz 59 Worldbox (+37,9 tys. m2 k/k). Spodziewamy się otwarcia w sumie 118 sklepów o łącznej powierzchni 109,8 tys. m2 (ok. 300 tys. m2 w całym 2025 r.) Oznacza to spadek sprzedaży na m2. Z jednej strony jest to wynik bardzo szybkiego przyrostu sieci i procesu wygrzewania się nowych sklepów, natomiast z drugiej strony mieliśmy do czynienia z trudnym otoczeniem rynkowym – słaba sprzedaż w listopadzie napędziła obniżanie cen przez konkurencję, przez co spółka musiała pogłębiać promocje. Dodatkowo, stosunkowo późne nadejście niskich temperatur negatywnie wpływało na sprzedaż asortymentu zimowego. W styczniu pogoda sprzyja, natomiast jest to miesiąc wyprzedazowy, więc nie pomaga w poprawie rentowności.

Koszty operacyjne rosły nieco wolniej od tempa otwierania nowych salonów. Spółka szacuje 46,4% marży brutto i 1,2 mld PLN kosztów operacyjnych, co implikuje wynik operacyjny w okolicy zera. Według wstępnych danych EBITDA w 4Q'25 wyniosła 0,2 mld PLN. Wyniki te odzwierciedlają poziom amortyzacji, która wzrosła o ok. +30% r/r do 200 mln PLN w związku z rozbudową sieci stacjonarnej.

W całym 2025 r. spółka szacuje 10,9 mld PLN przychodów i 1,4 mld PLN EBITDA. Są to wyniki znacząco niższe od pierwotnych założeń (odpowiednio 12,0 i 2,4 mld PLN) oraz od ostatniej rewizji z listopada'25 (11,3-11,5 mld PLN i 1,7-1,8 mld PLN). Czwarty kwartał, a szczególnie listopad i grudzień, sezonowo zazwyczaj jest bardzo silnym okresem sprzedażowym. W bieżącym roku jednak osłabiła go presja cenowa i bardzo konkurencyjny rynek, co wywierało silny wpływ na rentowność biznesu. Silna odsprzedaż w styczniu powinna pozwolić na zmniejszenie zapasu, chociaż spółka w tym zakresie również zmniejszyła swoje oczekiwania (3,7 mld PLN vs. 3,6 mld PLN oczekiwane wcześniej).

Prognoza wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	2 681,4	2 642,5	-1,4%	10 302,8	10 856,6	5,4%
Wynik brutto na sprzedaż	1 318,6	1 226,1	-7,0%	5 183,7	5 250,1	1,3%
EBITDA	448,3	200,2	-55,3%	1 634,7	1 447,3	-11,5%
EBIT	294,5	0,0	-100,0%	1 035,6	748,9	-27,7%
Zysk brutto	545,2	-76,8	-	918,7	317,5	-65,4%
Zysk netto	559,8	-62,2	-	1 023,2	242,9	-76,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	49,2%	46,4%		50,3%	48,4%	
Marża EBITDA	16,7%	7,6%		15,9%	13,3%	
Marża EBIT	11,0%	0,0%		10,1%	6,9%	
Marża zysku netto	20,9%	-		9,9%	2,2%	

Źródło: BDM

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

CELON PHARMA

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	21,0	P/E	-38,1	-31,1	-13,5
MC [mln PLN]	945,0	EV/EBITDA	46,8	70,6	177,9
		EV/EBIT	-39,1	-28,8	-26,8
		P/BV	2,4	2,4	2,7

W 4Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się silnego wzrostu przychodów do 52,0 mln PLN (+38,8% r/r i +0,7% k/k). Głównym czynnikiem wzrostu powinna być Zarixa, której cena wzrosła po objęciu refundacją. Dodatkowo ofertę uzupełnia Tikozeek, który został wprowadzony na rynek w czerwcu'25.

W obszarze innowacyjnym szacujemy spadek przychodów z tytułu dotacji ze względu na wysokie przepływy w 3Q'25. Łączne przychody segmentu szacujemy na 9,9 mln PLN (-11,0% r/r). W prezentowanych danych porównawczych nie ujęliśmy efektu korekty ujęcia zysku z przeniesienia praw do projektu Falkieri do Novohale w 3Q'24. Zwracamy jednak uwagę, że wynik tego okresu został podbity przez ujęcie wartości objętych udziałów w spółce Novohale w kwocie 15,5 mln PLN.

W 4Q'25 spodziewamy się straty na poziomie operacyjnym w wysokości -13,5 mln PLN, wobec -2,0 mln PLN w 4Q'24 (baza zawyżona przez wyżej opisane pozostałe przychody operacyjne). Strata EBIT wynika w głównej mierze z utrzymania wysokich kosztów działalności innowacyjnej przy niższych przychodach z tytułu dotacji. Wynik EBITDA segmentu generycznego w naszej ocenie powinien wykazać znaczącą poprawę.

Na wynik netto istotny negatywny wpływ będzie miał udział w stracie jednostek stowarzyszonych, który szacujemy na ok. -10,8 mln PLN. Dodatkowo, w naszej ocenie koszty finansowe mogą zostać obciążone ujemnymi różnicami kursowymi. Powyższe czynniki implikują stratę netto j.d. na poziomie ok. -24,8 mln PLN, wobec -1,2 mln PLN rok wcześniej.

W całym 2025 r. szacujemy wzrost przychodów do 242,6 mln PLN (+17,1% r/r), przy spadku EBITDA do 6,2 mln PLN (-59,1% r/r) oraz pogłębieniu straty netto do -79,2 mln PLN.

Prognoza wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	48,0	62,7	30,5%	207,2	242,6	17,1%
ze sprzedaży leków	37,5	52,0	38,8%	176,6	203,4	15,2%
z tytułu dotacji	11,1	9,9	-11,0%	27,4	34,0	24,1%
pozostałe	-0,6	0,7	-	3,1	5,2	65,9%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-2,0	-13,5	-	-36,8	-40,9	-
EBITDA	11,5	-1,9	-	15,0	6,2	-59,1%
s. leków generycznych	5,3	17,3	225,4%	57,5	70,7	23,1%
s. innowacyjny	6,2	-19,2	-	-41,0	-65,7	-
Wynik netto j.d.	-1,2	-24,8	-	-34,4	-79,2	-
marża EBIT	-	-	-	-	-	-
marża EBITDA	24,0%	-	-	7,3%	2,5%	-
marża zysku netto	-	-	-	-	-	-

Źródło: BDM, spółka

* wyniki 4Q'24 oczyszczone z korekty ujęcia zysku z przeniesienia praw do projektu Falkieri do Novohale w 3Q'24 (szacunki BDM)

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

CYFROWY POLSAT**Kupuj, TP 15,27/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 stycznia 2026 r.

			2024	2025E	2026E
Kurs [PLN]	13,51	P/E	12,2x	29,5x	31,2x
Kapitalizacja [PLN m]	8 640	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

Prognoza CPS Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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%

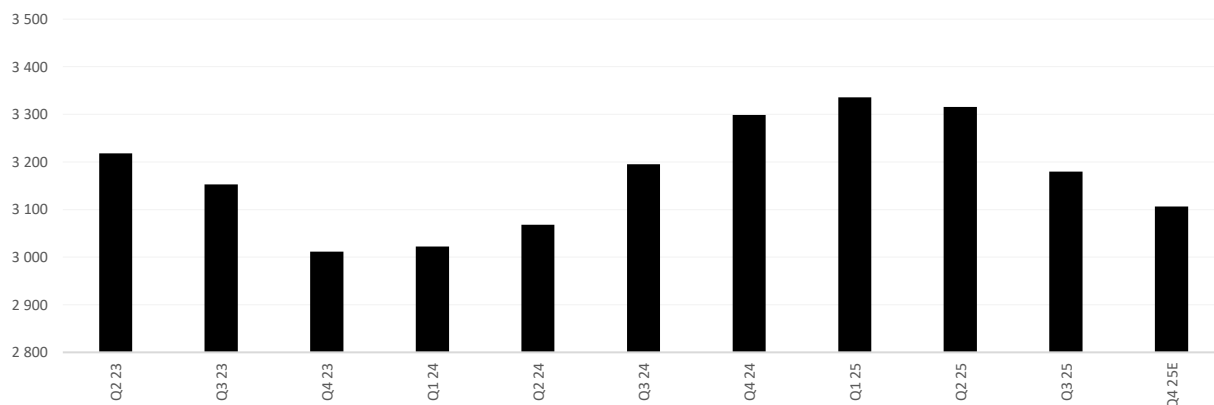
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

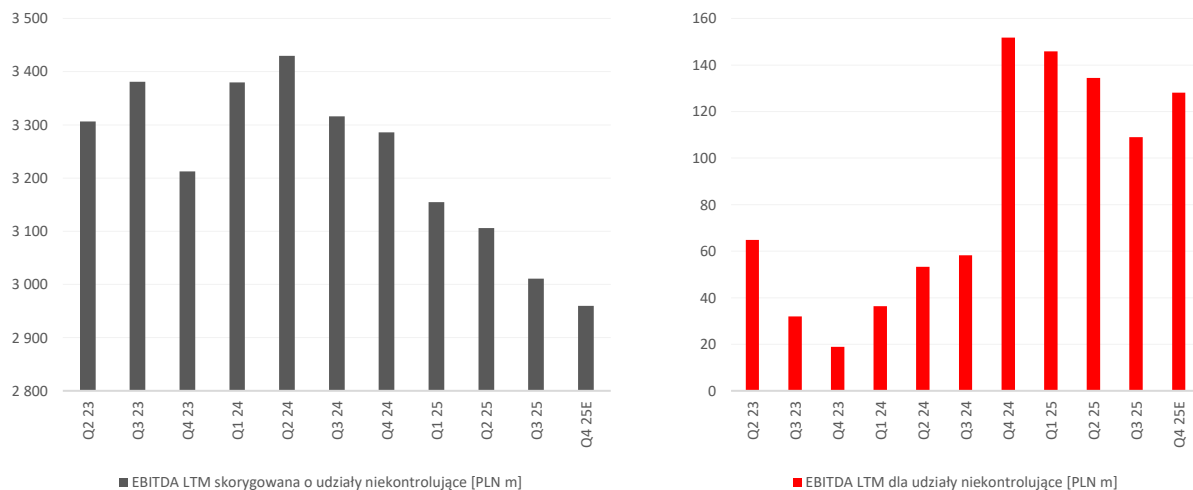
o około 8,5% r/r. W segmencie mediowym zakładamy, że Q4 2025 może wskazać na poprawę skor. EBITDA o ponad 17% r/r. Wpływ na wzrost wyników w naszej symulacji mają rosnące wpływy reklamowe oraz niższa baza kosztów kontentu (odczyt za Q4 2024 został obciążony jednorazowymi pozycjami kontentu). W segmencie 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 Drzeżewo. Przypominamy też, że zakończono proces remontowy bloku na biomasę (wpływ widoczny w Q3 2025).

Odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



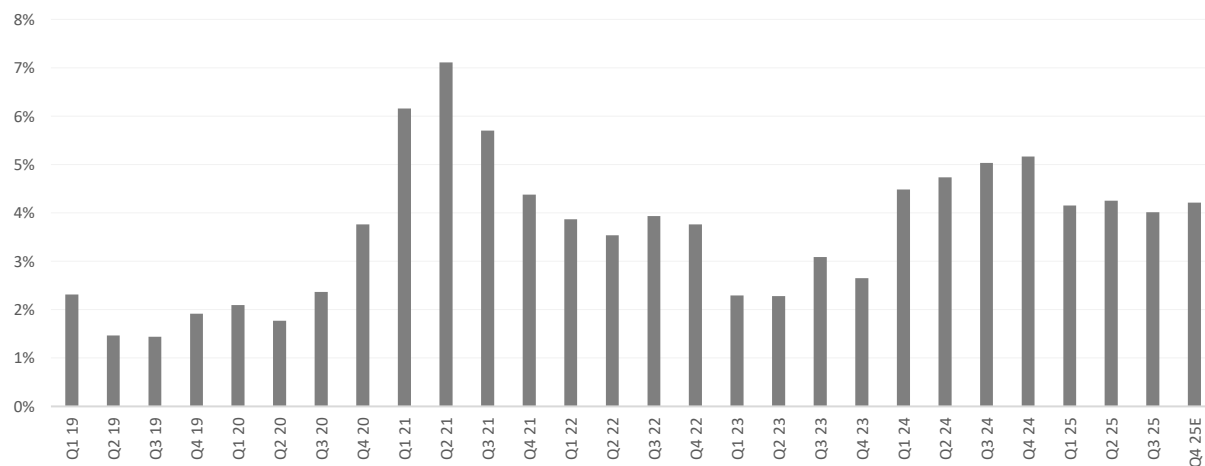
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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.

Analitik:

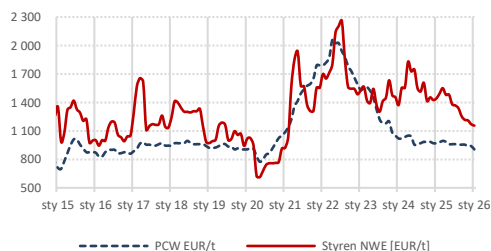
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DECORA

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	79,8	P/E	12,6	10,4	10,5	8,9
MC [mln PLN]	841,7	EV/EBITDA	8,8	7,0	6,6	5,9
		EV/EBIT	10,7	8,6	8,5	7,5
		P/BV	2,8	2,4	2,1	1,8

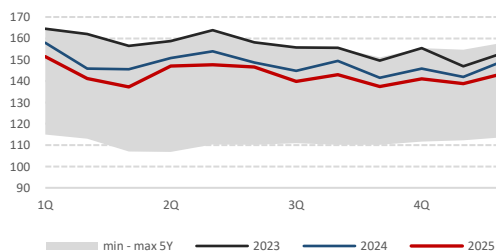
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 4Q'25 pokazał -4% spadek r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) są w trendzie spadkowym. Ceny PCV stabilizują się na niskich poziomach, natomiast ceny styrenu, po korekcie wzrostowej w 2H'23-1H'24, od drugiej połowy 2024 zaczęły znów opadać.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Oferta spółki skoncentrowana została na grupie asortymentowej Flooring (74% przychodów ogółem w 1-3Q'25), gdzie spółka oferuje panele winylowe z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC) oraz akcesoria (podkłady listwy i profile). Od 2025 roku asortyment został uzupełniony przez panele ściennie Modee. 2024 rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości, co pozwoliło na wypracowanie rekordowego zysku netto. 1-3Q'25 przyniósł dodatnie dynamiki przychodów, ale przy spadku marż r/r (sam 3Q'25 był już lepszy niż 1H'25).
- **Prognoza 4Q'25.** W 4Q'25 koniunktura na rynku materiałów budowlanych pozostawała nadal słaba, dość stabilny był kurs PLN. Spółka natomiast broni się rozszerzaniem portfolio produktowego czy bazy klientów. Sezonowość nie jest tak mocna jak u innych producentów mat. budowl. z GPW. W 4Q'25 oczekujemy 160,0 mln PLN przychodów, 32,2 mln PLN EBITDA (+15% r/r) oraz 18,9 mln PLN zysku netto (+29% r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** W 1Q'26 spółka podjęła decyzję o rozbudowie mocy za 170 mln PLN w latach 2026-27 w obszarze SPC o 5 mln m2 (wg naszych szacunków oznacza to podwojenie mocy). Spółka ma nadal potencjał do budowy udziałów rynkowych a sam produkt (panele winylowe) zyskuje na popularności (także jako alternatywa dla płytek ściennych). Baza na marżowości na kolejne kwartały nie jest już wymagająca, presja konkurencyjna może się utrzymywać (w kategorii SPC pojawiają się nowi gracze, bardzo mocny jest import z Chin), ale ceny gł. surowców są sprzyjające. Trudno określić finał postępowania UOKiK wyjaśniającego podejrzenie zawarcia porozumienia spółki ze sprzedawcami swoich produktów w kwestii cen i kanałów dystrybucji (ryzyko kary do 10% obrotu).

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)



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

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	140,2	160,0	14,1%	588,0	658,7	12,0%	703,4	6,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	58,8	66,7	13,4%	248,9	272,4	9,4%	294,7	8,2%
Zysk na sprzedaży	22,2	24,1	8,6%	109,5	110,7	1,1%	119,9	8,4%
EBITDA	28,0	32,2	15,1%	127,8	130,0	1,7%	150,5	15,7%
EBIT	21,4	23,6	10,3%	104,0	100,4	-3,5%	118,4	17,9%
Zysk brutto	20,8	23,3	12,4%	102,3	99,0	-3,2%	116,2	17,4%
Zysk netto	14,6	18,9	29,3%	81,0	79,9	-1,3%	94,1	17,7%
Marża brutto ze sprzedaży	41,9%	41,7%		42,3%	41,4%		41,9%	
Marża na sprzedaży	15,8%	15,1%		18,6%	16,8%		17,1%	
marża EBITDA	19,9%	20,1%		21,7%	19,7%		21,4%	
marża EBIT	15,3%	14,8%		17,7%	15,2%		16,8%	
marża netto	10,4%	11,8%		13,8%	12,1%		13,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	88,6	P/E	8,3	7,7	6,9	7,1
MC [mln PLN]	737,7	EV/EBITDA	6,0	6,7	4,8	4,9
		EV/EBIT	6,9	7,6	5,4	5,6
		P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0

- **Backlog.** Portfel po 3Q'25 w segmencie budowlanym wynosił 1,05 mld PLN (vs 1,16 mld PLN po 2Q'25 oraz 0,59 mld PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji wynosiła 2,22 mld PLN (vs 1,29 mld PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 77%. 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 4Q'25 spółka podpisała dwa mniejsze kontrakty na łącznie ok 100 mln PLN oraz miała najkorzystniejsze oferty na 300 mln PLN i list intencyjny na umowę na 150 mln PLN (podpisana w 1Q'26).
- **Budownictwo.** 3Q'25 rozczarował marżą ze względu na rozliczenie słabych kontraktów, spółka zapowiadała na konferencji powrót do standardowej marży w kolejnych okresach (ok 6%). W 4Q'25 zakładamy, że spółka pokaże wyższe o 16% r/r przychody. Zakładamy niższą rentowność r/r ale wyższą q/q. Biorąc pod uwagę portfel i pipeline, zakładamy, że także kolejne kwartały powinny mieć dodatnią dynamikę przychodów.
- **Deweloperka.** W 4Q'25 sprzedano 139 lokali (vs 86 rok temu) oraz przekazano 280 lokali (vs 146 rok temu). Wyraźnie niższa była w 4Q'25 średnia cena r/r oraz prawdopodobnie marżowość (dużo przekazań z segmentu popularnego). Spółka przedstawił cele segmentu na 2026 rok: sprzedaż 670 vs 666 lokali w '25 a przekazania 550 vs 665 lokali (przy wyższej średnie cenie).
- **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 4Q'25.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 4Q'25 zakładamy stratę na poziomie -12 mln PLN (-17 mln PLN w 4Q'24, -3 mln PLN w 3Q'25).
- **Podsumowanie.** Zakładamy w 4Q'25 503 mln PLN przychodów, 36,7 mln PLN EBIT (budownictwo: +19 mln PLN, deweloper: +27 mln PLN, produkcja: +2 mln PLN, pozostałe: -12 mln PLN, w 4Q'24 było to odpowiednio: +22 / +37 / +3 / -17 mln PLN) oraz 27,7 mln PLN zysku netto (-23 r/r). W całym 2025 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,77 mld PLN przychodów, 147 mln PLN EBIT (w tym 86 mln PLN deweloper) oraz 105 mln PLN zysku netto. Na 2026 rok prognozujemy 1,78 mld PLN przychodów, 141 mln PLN EBIT (w tym 79 mln PLN deweloper) oraz 105 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że w 2025 roku spółka podpisała mniej nowych kontraktów niż w 2024 roku, aczkolwiek w 1H'26 portfel może być wzmocniony przez kontrakty, gdzie spółka ma najniższe oferty).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	428,6	502,7	17,3%	1 404,0	1 767,7	25,9%	1 780,3	0,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	92,1	70,7	-23,2%	249,5	295,4	18,4%	286,4	-3,1%
Zysk na sprzedaży	62,0	36,7	-40,8%	133,7	149,6	11,9%	140,5	-6,0%
EBITDA	49,6	41,0	-17,3%	137,2	164,7	20,1%	158,7	-3,7%
EBIT	44,9	36,7	-18,3%	120,8	147,4	22,0%	140,5	-4,6%
Zysk brutto	44,9	34,6	-23,0%	122,4	131,7	7,6%	130,6	-0,8%
Zysk netto	36,1	27,7	-23,3%	96,2	104,5	8,7%	104,5	0,0%
Marża brutto ze sprzedaży	21,5%	14,1%		17,8%	16,7%		16,1%	
Marża na sprzedaży	14,5%	7,3%		9,5%	8,5%		7,9%	
marża EBITDA	11,6%	8,2%		9,8%	9,3%		8,9%	
marża EBIT	10,5%	7,3%		8,6%	8,3%		7,9%	
marża netto	8,4%	5,5%		6,9%	5,9%		5,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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	P/BV	20,5x	12,6x	9,6x
Data publikacji raportu za Q4 2025	2026-04-30				

Prognoza wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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:

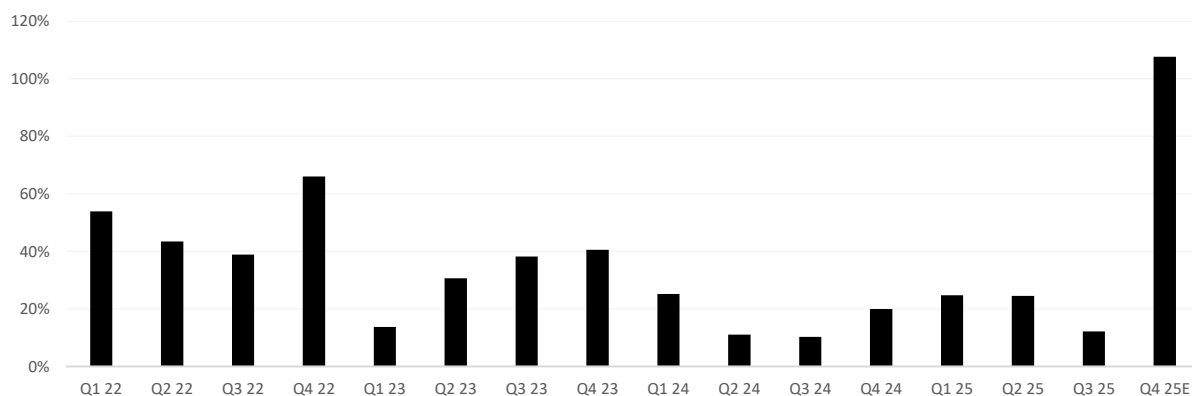
- Przychody bez uwzględnienia przejętego podmiotu Braughman Group Media Outdoor (BGMO) w Q4 2025 i całym 2025 roku wyniosły odpowiednio 29,5 mln PLN (+8% r/r) oraz 86,3 mln PLN (+16% r/r).
- Dodatkowo (według wstępnych szacunków), przychody jednostkowe podmiotu zależnego Braughman Group Media Outdoor za okres 2 miesiące (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 poniższej 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

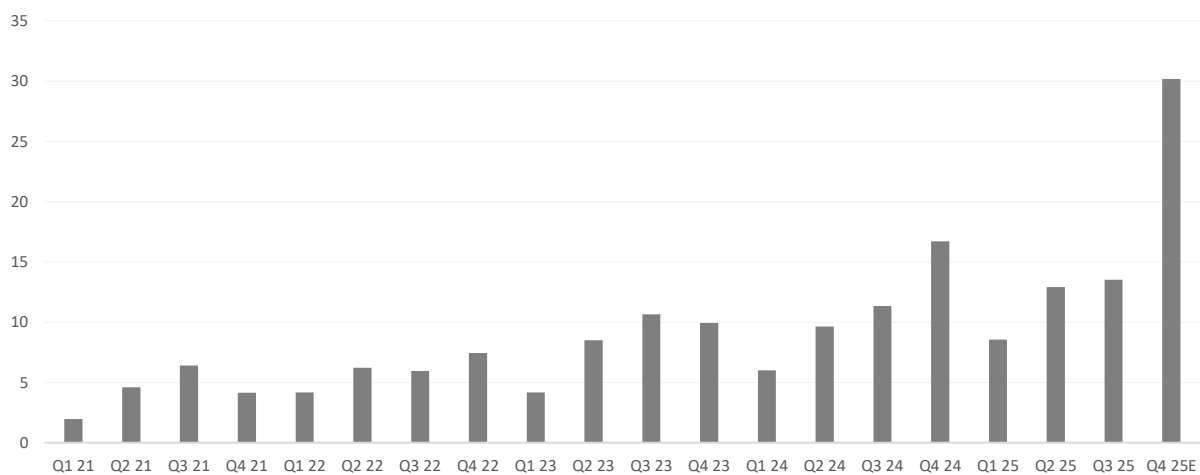
Rok 2026 będzie pod dużym wpływem konsolidacji BGMO. Przychody pro forma za 2025 rok (Digital Network + BGMO) to blisko 215,5 mln PLN. Z bieżącej perspektywy liczymy, że w 2026 roku przychody skonsolidowane połączonego podmiotu będą wykazywać wzrost w przedziale od +0% do +5% w relacji do 2025 roku.

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.

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

DOM DEVELOPMENT

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	264,5	P/E	14,8	12,0	10,3	9,4
MC [mln PLN]	6 823,6	EV/EBITDA	12,2	9,7	8,4	7,5
		EV/EBIT	12,6	10,0	8,7	7,7
		P/BV	4,7	4,0	3,4	3,1

- W 4Q'25 spółka sprzedała 1 232 lokale (586 w Warszawie, 325 w Trójmieście, 168 we Wrocławiu, 153 w Krakowie). Jest to odczyt 6% wyższy niż w 4Q'24 oraz 4% wyższy q/q. W całym 2025 roku spółka sprzedała 4 448 lokali (vs 4 269 rok wcześniej). Celem na 2026 rok jest kontynuacja wzrostu.
- Przekazania w 4Q'25 wyniosły 1 683 lokale dla klienta detalicznego (+2 lokale r/r; 923 Warszawa, 381 Trójmiasto, 194 Wrocław, 184 Kraków). W Warszawie spółka najwięcej lokali przekazywała w projektach Metro Zachód, Harmonia Mokotów oraz Przy Alejach. W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projektach Beauforta i Synteza, we Wrocławiu - Międzyzleska a w Krakowie – Górka Narodowa.
- Spodziewamy się w 4Q'25 przychodów na poziomie 1,32 mln PLN (bez zmian r/r, średnia cena lokalu może być podobna r/r– spory udział segmentu popularnego, rok temu średnią ceną podbijały droższe projekty z Warszawy). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 33,5% (vs 32,6% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 3% wyższym r/r (w całym 2025 dynamika wyniosła wg naszych założeń +4% r/r) oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 355 mln PLN a wynik netto na 288 mln PLN.
- W 2025 roku spółka przekazała 4 228 lokali dla klienta detalicznego. Zakładamy, że w 2026 spółka przekaze ok 4,4 tys mieszkań. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy przy tym delikatny spadek marż, ze względu na droższe grunty i lekką presję cenową.
- Konsensus Bloomberg dla zysku netto na lata 2025/26 kształtuje się na poziomie 667 / 709 mln PLN (poprzednio: 657 / 692 mln PLN). Nasza obecna prognoza '25/'26 to odpowiednio 663 / 723 mln PLN (poprzednio: 664 / 709 mln PLN).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	1 316,3	1 317,5	0,1%	3 168,2	3 318,0	4,7%	3 764,8	13,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	429,6	441,1	2,7%	1 019,2	1 125,6	10,4%	1 237,6	10,0%
Zysk na sprzedaży	348,0	357,1	2,6%	725,7	821,7	13,2%	903,0	9,9%
EBITDA	340,0	361,4	6,3%	723,0	837,2	15,8%	923,6	10,3%
EBIT	333,5	355,1	6,5%	698,2	811,1	16,2%	895,0	10,3%
Zysk brutto	338,9	358,1	5,7%	706,4	821,5	16,3%	898,2	9,3%
Zysk netto	273,3	288,2	5,5%	569,1	662,5	16,4%	723,1	9,1%
Marża brutto ze sprzedaży	32,6%	33,5%		32,2%	33,9%		32,9%	
Marża na sprzedaży	26,4%	27,1%		22,9%	24,8%		24,0%	
marża EBITDA	25,8%	27,4%		22,8%	25,2%		24,5%	
marża EBIT	25,3%	27,0%		22,0%	24,4%		23,8%	
marża netto	20,8%	21,9%		18,0%	20,0%		19,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	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	4Q'25
Sprzedaż	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	1 033	1 000	1 183	1 232
Warszawa	385	448	414	491	488	345	402	455	422	408	491	470	432	437	560	586
Trójmiasto	236	203	161	193	180	282	374	275	267	233	242	296	260	239	258	325
Wrocław	84	92	87	91	119	194	189	145	203	176	274	267	229	208	211	168
Kraków	53	58	41	56	127	110	116	105	119	126	149	126	112	116	154	153
Sprzedaż PRS	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Warszawa	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Przekazania	659	669	663	691	692	738	727	817	829	852	827	830	813	831	800	830
Warszawa	709	709	722	741	764	890	825	912	916	926	864	878	885	859	832	878
Trójmiasto	641	660	603	648	575	673	682	708	759	731	720	760	677	708	694	722
Wrocław	522	539	531	527	654	614	617	712	732	726	753	766	779	838	741	789
Kraków	571	575	551	548	623	645	720	838	841	993	1 018	951	923	968	939	922
Przekazania PRS	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681	984	611	950	1 683
Warszawa	829	465	241	386	907	181	136	704	526	562	263	618	341	156	494	924

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 3Q'25 harmonogram przekazania lokali w 2025

PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ
Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód 10	Warszawa	145	paź.25
Osiedle Urbino Etap 2 Faza 2	Warszawa	100	paź.25
Osiedle Międzyleska Faza 2	Wrocław	248	paź.25
Górka Narodowa Etap 5 Faza 1	Kraków	113	paź.25
Osiedle Harmonia Mokotów Faza 3	Warszawa	105	lis.25
Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 3	Warszawa	208	lis.25
Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 8 Faza 4	Warszawa	249	lis.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
Osiedle Synteza	Trójmiasto	120	lis.25
Apartamenty Nad Oławką Faza 1	Wrocław	88	lis.25
Dzielnica Mieszkaniowa Metro Zachód Etap 6	Warszawa	57	gru.25
Wzgórze Hopley Etap 1 Faza 1	Trójmiasto	58	gru.25
Górka Narodowa Etap 5 Faza 2	Kraków	111	gru.25
Górka Narodowa Etap 5 Faza 3	Kraków	105	gru.25
Razem IV kw. 2025		2 084	

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	4Q'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	741,9	552,1	706,6	1 317,5
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	386,9	777,3
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	40,4	135,8
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	203,1	257,2
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	76,2	147,2
Zysk brutto ze sprzedaży	233,8	171,7	85,2	265,1	257,4	140,1	102,3	315,2	239,9	198,9	150,8	429,6	253,4	201,9	229,2	441,1
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	111,7	248,7
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	12,2	43,5
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	79,4	100,3
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	25,9	48,6
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	72,9	84,0
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	156,3	357,1
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	-3,1	-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	160,6	361,4
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	154,0	355,1
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	-4,8	-3,0
Zysk brutto	178,0	115,1	29,9	189,7	200,9	81,0	47,8	243,6	171,7	116,7	79,1	338,9	184,0	120,7	158,7	358,1
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	128,6	288,2
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-319,9	282,9	-10,9	276,9	-72,0	184,6	-43,8	245,4	86,9	1,8
Dług netto	-118,7	-170,9	14,5	107,2	-66,9	-203,2	353,0	272,0	253,8	6,0	192,5	164,4	249,2	37,1	73,2	251,7
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1298	921	716	598	1 681	984	611	950	1 683
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1081	980	1 011	943	1156	1 159	1 033	1 000	1 183	1 232
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%	32,4%	33,5%
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%	28,9%	32,0%
Wrocław	197,9%	28,3%	35,0%	20,4%	23,1%	14,9%	15,9%	16,5%	27,3%	25,9%	40,1%	30,9%	29,6%	33,9%	30,3%	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%	39,1%	39,0%
Kraków	-2,4%	1,1%	3,3%	9,5%	9,9%	18,1%	-15%	23,1%	26,1%	27,0%	22,0%	34,5%	34,2%	35,7%	33,9%	33,0%
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%	27,1%
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%	10,3%	6,4%
Marża EBITDA	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%	15,1%	26,2%	25,2%	18,1%	17,7%	25,8%	25,4%	22,9%	22,7%	27,4%
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%	21,8%	27,0%
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%	18,2%	21,9%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdom.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Kupuj, TP 46,8 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 12 grudnia 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	50,0	P/E	22,3	9,2	18,0	15,8
MC [mln PLN]	498,7	EV/EBITDA	12,2	7,9	11,1	10,0
		EV/EBIT	13,8	8,5	12,6	11,3
		P/BV	4,7	3,7	3,6	3,4

- **Backlog.** Backlog na koniec 3Q'25 wynosił 813 mln PLN (vs 727 mln PLN po 2Q'25 i 590 mln PLN rok temu). Ok. 250 mln PLN przypadało „do realizacji” jeszcze na 2025 rok. Portfel po październiku spadł do 802 mln PLN (212 mln PLN na 2025 rok). W XI-XII'25 spółka podpisała umowy za ok. 50 mln PLN. Zwracamy uwagę, że portfel należy rozumieć jako kwoty do zafakturowania, co nie musi się równać przyszłym przychodom.
- **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). Okres 2-3Q'25 wyraźnie rozczarował na poziomie rentowności (spółka wskazywała na wewnętrzną specyfikę rozliczania rentowności i niższą od oczekiwań marżę na kilku kontraktach pozyskanych w trudniejszym otoczeniu konkurencyjnym).
- **Prognoza na 4Q'25.** Wysoki poziom backlogu powinien wpłynąć na poprawę przychodów r/r. Deklarowany przez spółkę portfel na 4Q'25 wynosił ok. 250 mln PLN, przy czym należy pamiętać, że końcówka roku jest zawsze mocno zależna od warunków pogodowych i układu świąt. Zakładamy 220 mln PLN przychodów (+17% r/r), 18,3 mln PLN EBIT (+26% r/r) oraz 14,0 mln PLN zysku netto (+63% r/r). Spodziewamy się sezonowej poprawy pozycji gotówkowej vs 3Q'25 (spadek zaangażowania w kapitał obrotowy).
- **Prognoza średnioterminowa.** W 4Q'25 spółka zaprezentowała strategię, która zakłada osiągnięcie w 2030 roku 1 mld PLN przychodów, EBITDA nie niższej niż 88 mln PLN i zysku netto 67 mln PLN. Z kolei program motywacyjny (konieczne jeszcze WZA) ma zakładać wypracowania zysku brutto na poziomie 43 mln PLN w '26, 48 mln PLN w '27 oraz 53 mln PLN w '28. Zakładamy, że spółka w 2025 roku wypracuje 562 mln PLN przychodów (+7% r/r) oraz 27,8 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy na 2026 to odpowiednio 660 / 32 mln PLN. W bazowym scenariuszu przyjmujemy możliwość, że marże w 2026 roku będą jeszcze pod presją (efekt kontraktów zdobywanych po powyborczej „luce” przetargowej). Zakładamy odbicie w 2027 roku (przy czym należy mieć na uwadze rodzące się ryzyko kosztowe – kontrakty spółki mają ekspozycję na ceny miedzi – spółka stara się je zabezpieczać w momencie pozyskania umowy).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	188,7	220,0	16,6%	524,8	562,4	7,2%	660,0	17,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	24,2	29,0	20,1%	80,6	68,7	-14,8%	80,1	16,5%
Zysk na sprzedaży	14,3	18,3	27,6%	48,6	35,4	-27,2%	42,0	18,6%
EBITDA	15,8	19,6	24,5%	58,6	43,1	-26,4%	47,4	9,8%
EBIT	14,6	18,3	25,8%	54,2	38,0	-29,9%	42,0	10,3%
Zysk brutto	11,9	17,3	45,6%	64,2	34,6	-46,1%	39,1	12,7%
Zysk netto	8,6	14,0	62,7%	54,1	27,8	-48,6%	31,6	13,9%
Marża brutto ze sprzedaży	12,8%	13,2%		15,4%	12,2%		12,1%	
Marża na sprzedaży	7,6%	8,3%		9,3%	6,3%		6,4%	
marża EBITDA	8,3%	8,9%		11,2%	7,7%		7,2%	
marża EBIT	7,7%	8,3%		10,3%	6,8%		6,4%	
marża netto	4,6%	6,4%		10,3%	4,9%		4,8%	

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)

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ERBUD

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	30,2	P/E	36,0	---	---	36,4
MC [mln PLN]	360,3	EV/EBITDA	5,9	5,9	7,2	5,0
		EV/EBIT	16,8	18,1	24,7	9,8
		P/BV	0,7	0,7	0,8	0,8

- **Backlog.** Portfel grupy po 3Q'25 wynosił 2,36 mld PLN (-20% r/r, -16% q/q). Spadek portfela w ujęciu r/r odnotował każdy segment poza modułami (lekki wzrost).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki za ostatnie kwartały są mocno obciążone przez straty MOD21 (ok >100 mln PLN w okresie 2024-3Q'25). Od 3Q'24 dodatnie wyniki operacyjne notuje segment kubaturowy.
- **Prognoza na 4Q'25.** W 4Q'25 spodziewamy się, że spółka odnotuje porównywalne przychody r/r na poziomie 872 mln PLN (wzrost w Ode i MOD21). Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży będzie wyższa r/r, na co wpłynie głównie mniejsza strata w MOD21 (ale nadal będzie ona istotna). Zakładamy przy tym, że uda się wyjść minimalnie ponad break even na poziomie skonsolidowanego EBIT, który prognozujemy na poziomie +3,0 mln PLN (vs -13,0 mln PLN rok wcześniej): kubatura: +6,2 mln PLN, Ode: +8,8 mln PLN, przemysł: +7,6 mln PLN, moduły: -18,6 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje -9,9 mln PLN straty. Spodziewamy się sezonowo lepsze pozycji gotówkowej q/q w 4Q'25 (po 3Q'25 spółka miała 224 mln PLN długu netto), ale raczej nie uda się powtórzyć gotówki netto z ubiegłego roku.
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2025 był trudny od strony podaży kontraktów dla kubatury w Polsce, aczkolwiek segmentu odbudował wyniki ostatnich kwartałów (zakończenie słabych kontraktów). Biznes modułowy napotyka kolejne wewnętrzne problemy i trudno przewidzieć, kiedy uda się osiągnąć break-even. Ode nadal walczy o odbudowę portfela, przy tym otoczenie konkurencyjne pozostaje trudne (niskie marże na wykonawstwie PV) – sentyment może poprawić zakładane ożywienie w kontraktach na farmy wiatrowe w 2H'26 roku (na bazie poprzedniej liberalizacji ustawy odległościowej). W 2026 roku zakładamy, że EBIT może się poprawić r/r głównie dzięki mniejszej stracie w MOD21. Spodziewamy się spadku EBIT w kubaturze oraz przemyśle.

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	875,2	872,1	-0,4%	2 979,8	3 315,7	11,3%	3 370,6	1,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	45,7	63,6	39,3%	219,8	238,2	8,4%	272,6	14,4%
Zysk na sprzedaży	-16,1	3,0	---	-1,0	0,6	---	44,9	7658,4%
EBITDA	-1,3	9,5	---	63,8	63,6	-0,3%	89,0	40,1%
EBIT	-13,0	3,0	---	20,7	18,5	-10,5%	44,9	143,2%
Zysk brutto	-16,5	-4,4	---	0,1	-5,7	---	26,7	---
Zysk netto	-28,3	-9,9	---	-28,9	-29,9	---	9,9	---
Marża brutto ze sprzedaży	5,2%	7,3%		7,4%	7,2%		8,1%	
Marża na sprzedaży	-1,8%	0,3%		0,0%	0,0%		1,3%	
marża EBITDA	-0,2%	1,1%		2,1%	1,9%		2,6%	
marża EBIT	-1,5%	0,3%		0,7%	0,6%		1,3%	
marża netto	-3,2%	-1,1%		-1,0%	-0,9%		0,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

ESOTIQ & HENDERSON

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	33,7	P/E	10,2	6,8	7,9
MC [mln PLN]	75,3	EV/EBITDA	3,0	3,1	3,5
		EV/EBIT	6,0	6,1	7,1
		P/BV	1,2	1,1	1,1

Szacunkowe miesięczne dane sprzedażowe wskazują na dobry sentyment klientów w październiku, osłabienie w listopadzie i mocny powrót w grudniu. W 4Q'25 spółka szacuje ok. 86,6 mln PLN przychodów (+6,2% r/r). Sprzedaż internetowa w tym okresie wzrosła o +4,4% r/r do 25,9 mln PLN. Jednocześnie spółka zanotowała spadek marży brutto na sprzedaży z 67,2% w 4Q'24 do 66,4% w 4Q'25.

W 4Q'25 spółka kontynuowała przenoszenie towarów do magazynu InPost. Zakładamy, że większość kosztów z tego tytułu została poniesiona w 3Q'25, dlatego w 4Q'25 negatywny wpływ na wynik powinien być ograniczony. Jednocześnie spółka pracuje nad uruchomieniem sprzedaży na nowych marketplace'ach i rozszerza zakres dostępności swoich produktów na nowych rynkach. Spółka inwestuje także w marketing. Duży nacisk kładzie na współpracę z celebrytami – Marceliną Zawadzką, Ewą Chodakowską, Julią Wieniawą i Agatą Sieramską.

Wzrost kosztów operacyjnych, według naszych szacunków, spowoduje spadek wyniku EBIT o -5,1% r/r do 6,8 mln PLN. Zwiększony poziom amortyzacji (ok. 5 mln PLN w 4Q'25 vs 3,8 mln PLN w 4Q'24), implikuje wzrost wyniku EBITDA o +7,2% r/r do 11,7 mln PLN. W zakresie działalności finansowej spodziewamy się znacznie niższych kosztów odsetek, chociaż mogą wystąpić ujemne różnice kursowe. Mimo to, wynik na działalności finansowej powinien mniej obniżyć wynik (szacujemy -1,9 mln PLN wobec -2,6 mln PLN rok wcześniej), stąd prognozowany zysk netto wynosi 3,9 mln PLN (+12,2% r/r).

W naszej ocenie wyniki 4Q'25 i 2H'25 powinny być zadowalające, jednak z uwagi na słabe 1H'25 spodziewamy się spadku wyników rocznych. Przychody spółki wzrosły o ok. +8% r/r, jednak na poziomie EBITDA i netto szacujemy odpowiednio -4,0% i -13,2% r/r spadku.

Prognoza wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	81,5	86,6	6,2%	298,3	321,5	7,8%
Wynik brutto na sprzedaży	54,7	57,5	5,1%	201,2	215,3	7,0%
EBITDA	11,0	11,7	7,2%	36,0	34,5	-4,0%
EBIT	7,2	6,8	-5,1%	18,5	16,8	-9,0%
Zysk brutto	4,5	4,9	6,9%	13,8	11,5	-16,4%
Zysk netto	3,5	3,9	12,2%	11,0	9,6	-13,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	67,2%	66,4%		67,5%	67,0%	
Marża EBITDA	13,4%	13,6%		12,1%	10,7%	
Marża EBIT	8,8%	7,8%		6,2%	5,2%	
Marża zysku netto	4,3%	4,5%		3,7%	3,0%	

Źródło: BDM

Analitik:

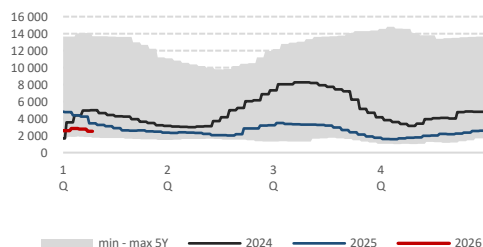
Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

FERRO

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	31,0	P/E	9,8	9,1	10,3	11,8
MC [mln PLN]	658,5	EV/EBITDA	6,4	6,2	8,0	7,9
		EV/EBIT	7,5	7,3	9,8	9,6
		P/BV	1,5	1,5	1,5	1,5

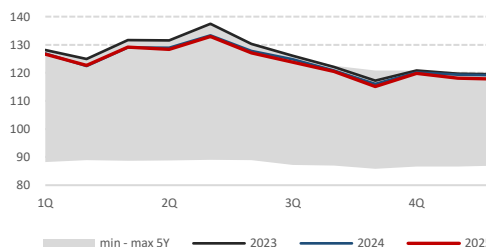
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 4Q'25 spadł o 1% r/r. Koszty frachtu po górze w 3Q'24 w kolejnych kwartałach są w trendzie spadkowym. Zagregowany mix cen miedzi, cynku, aluminium i stali wyrażony w PLN w 1Q'25 był wyższy r/r w PLN, w 2-3Q'25 był korzystniejszy, natomiast w 4Q'25 znów jest wyższy r/r z perspektywą dynamicznego wzrostu w 1Q'26 (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 (dołek na ten moment to 2Q'25, 3Q'25 był lepszy marżowo q/q). Spółka odczuwa niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w CEE), wzrost konkurencji cenowej, jednocześnie zaczyna inwestować środki w rozwój nowych rynków (zarówno produkty jak i geografia) zgodnie z założeniami strategii.
- **Prognoza na 4Q'25.** Spodziewamy się, że w 4Q'25 przychody mogą być nadal pod presją słabego popytu. Na poziomie EBITDA spodziewamy się lekko ujemnej dynamiki r/r (m.in. wzrost kosztów ogólnych). Zakładamy spadek EBITDA do 23,6 mln PLN (z 24,9 mln PLN w 4Q'24). Na poziomie netto spodziewamy się 14,2 mln PLN (vs 11,8 mln PLN rok temu, rok temu mocno ujemne było saldo finansowe). Spodziewamy się wzrostu długu netto vs 3Q'25.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka w czerwcu zrewidowała w dół swoje poprzednie strategiczne cele finansowe. 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). W prognozie na 2026 rok zwracamy uwagę na potencjalną presję kosztową w 2H'26 oraz dodatnie różnice FX, które podbiły wynik w 2025.

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 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	198,8	193,3	-2,8%	783,4	756,3	-3,5%	807,2	6,7%
EBITDA	24,9	23,6	-5,2%	119,0	97,3	-18,3%	98,1	0,8%
EBIT	20,3	19,1	-5,9%	101,6	79,5	-21,7%	80,3	1,0%
Zysk brutto	13,0	18,1	39,3%	88,8	80,0	-10,0%	73,0	-8,7%
Zysk netto	11,8	14,2	20,4%	72,2	63,7	-11,8%	56,0	-12,1%
marża EBITDA	12,5%	12,2%		15,2%	12,9%		12,1%	
marża EBIT	10,2%	9,9%		13,0%	10,5%		10,0%	
marża netto	5,9%	7,3%		9,2%	8,4%		6,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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

Prognoza wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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%

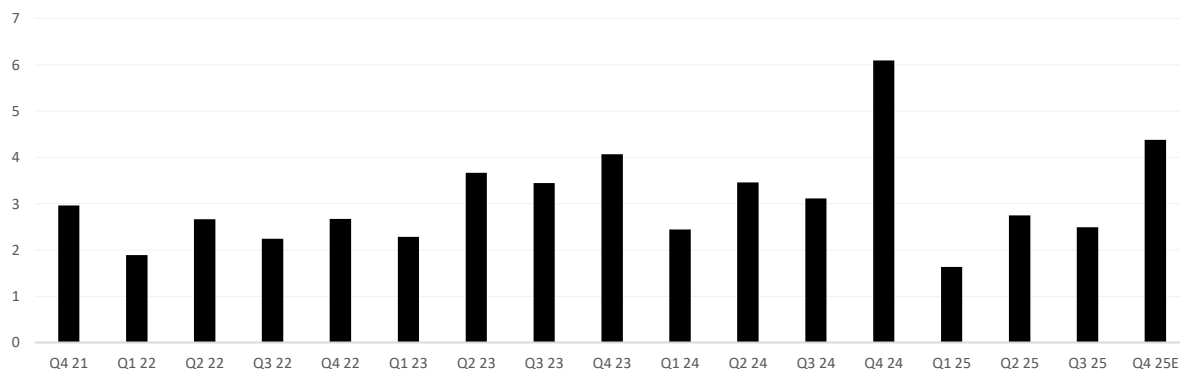
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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) wskaże 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.

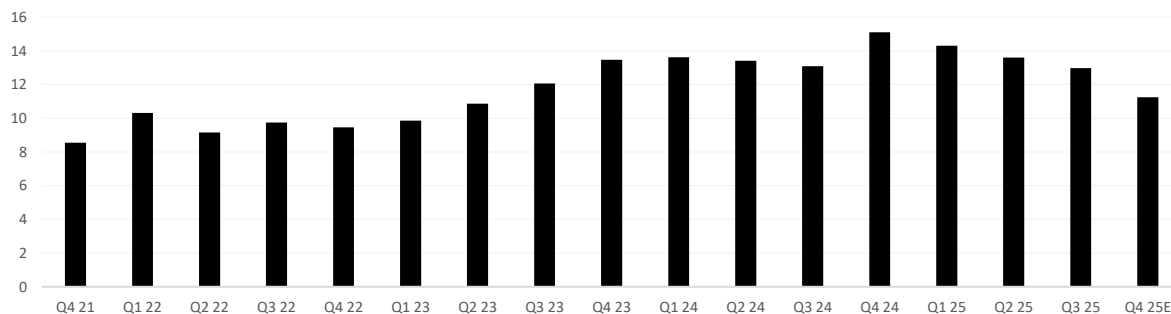
Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, że rok 2026 powinien wskazać na pojawienie się impulsów wzrostu przychodów w dwóch segmentach związanych z abonamentami (audio i wideo + aroma). Z kolei w segmencie usługi reklamowe audio wideo zakładamy stabilizację przychodów w relacji do 2025 roku.

Historyczne odczyty kwartalne EBIT oraz nasza prognoza [PLN m]



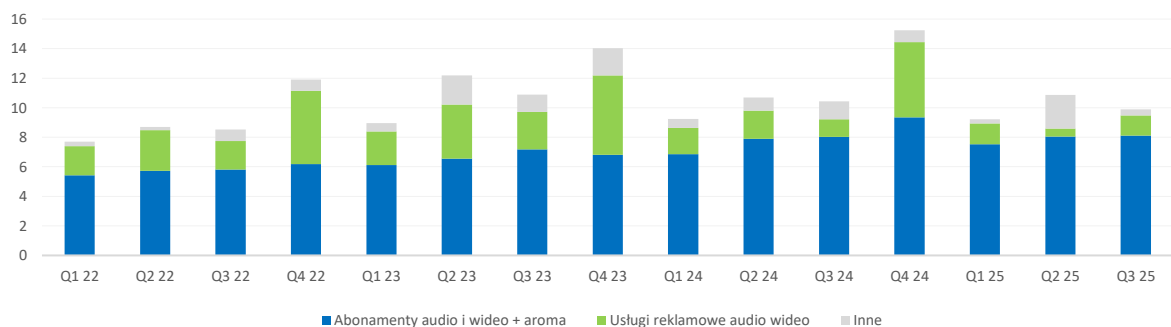
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBIT LTM oraz nasza prognoza [PLN m]



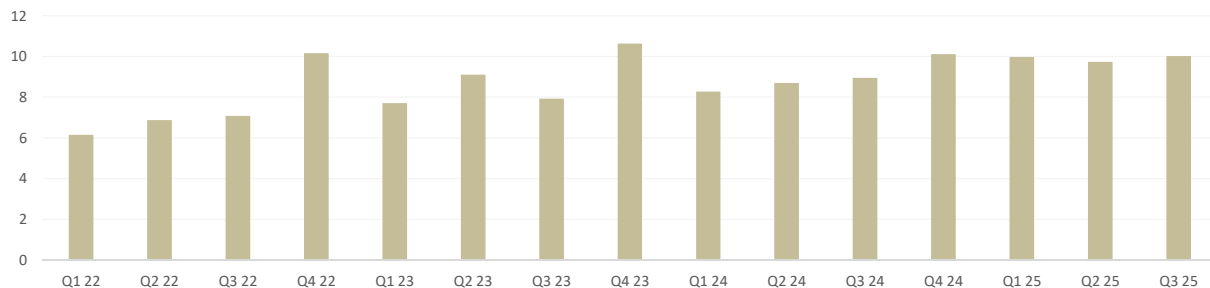
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



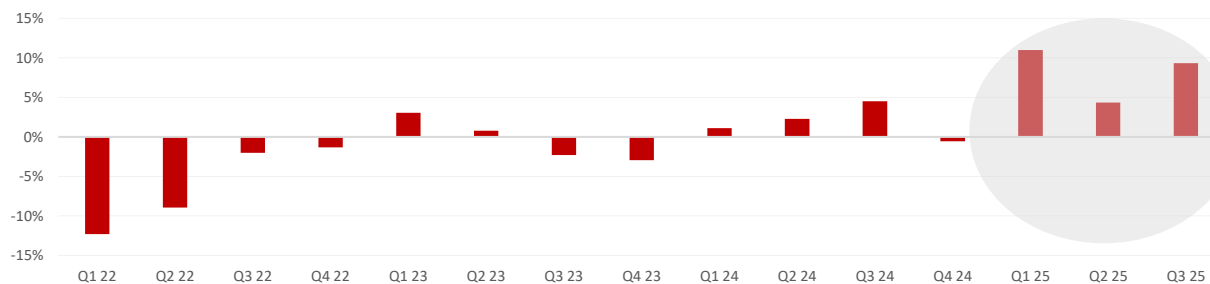
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

INSTAL KRAKÓW

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	38,9	P/E	8,0	5,4	6,8	6,6
MC [mln PLN]	283,4	EV/EBITDA	4,5	3,9	4,6	4,3
		EV/EBIT	5,2	4,2	5,1	4,7
		P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7

- **Backlog.** Spółka od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym, co wpływa na istotnie niższe przychody tego segmentu w ostatnich kwartałach w stosunku średniej z poprzednich lat.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku spółka miała 375 mln PLN przychodów (-10% r/r) oraz 52,9 mln PLN zysku netto (+50% r/r). W 1-3Q25 wyniki były nieco lepsze r/r ze względu na wyższą marżę w deweloperce oraz lepszy wynik w segmencie budowlanym (rozwiązanie rezerwy w 3Q'25).
- **Deweloperka.** Segment deweloperski to od lat główny filar wynikowy Instalu. W 2024 spółka sprzedała 130 lokali Natomiast przekazania wyniosły 263 lokali. Po 1-3Q'25 było to odpowiednio 128 / 122 lokale. W 3Q'25 uzyskano PnU dla inwestycji Mierzeja Wiślana IV (projekt na 207 lokali, z tego 69 było sprzedane do 3Q'25 a z tego 14 rozpoznano w wynikach 3Q'25). Spółka ukończyła w ostatnim czasie także projekt w Zabrze (100 lokali, sprzedaż wystartowała w 3Q'24, do 3Q'25 rozpoznano w wynikach 20 lokali). W 2025 roku spółka podpisała umowy z GW na I oraz II etap zabudowy wielorodzinnej przy ul Albatrosów (sprzedaż ma wystartować w II'26), W 1Q'26 zawarto umowę na III etap (łącznie umowy na etapy I-III to 112 mln PLN, co może implikować ok. 350-400 lokali do ukończenia w 4Q'26-3Q'27). Spółka zakłada możliwość finansowania realizacji kolejnych etapów przy ulicy Albatrosów kapitałem obcym.
- **Prognoza na 4Q'25.** Na wyniki 4Q'25 istotny wpływ powinna mieć deweloperka – kontynuowano przekazania w oddanej do użytku w 3Q'25 inwestycji Mierzeja Wiślana IV. Aczkolwiek łącznie przekazań może być mniej r/r i ciężko może także być o powtórzenie marży z 4Q'24 (w 2025 więcej rabatów w bieżącej sprzedaży). W przypadku segmentu budowlanego i zagranicznego zakładamy neutralne wyniki. Lekki plus prognozujemy dla produkcji lekkiej i pozostałej działalności. Zakładamy, że skonsolidowane przychody w 4Q'25 wyniosą 102,5 mln PLN, a zysk netto 14,3 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2026 roku wyniki będą w dalszym ciągu oparte głównie o segment deweloperski (dalsze przekazania w projektach Mierzeja Wiślana IV oraz Zabrze a także początek przekazań na Albatrosów w końcówce roku). Zakładamy obecnie w 2026 roku 350 mln PLN przychodów (+4% r/r) oraz 42,7 mln PLN zysku netto (+2% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	130,3	102,5	-21,3%	374,9	335,9	-10,4%	349,7	4,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	34,6	26,9	-22,3%	102,9	102,1	-0,8%	102,7	0,6%
Zysk na sprzedaży	23,7	17,3	-26,9%	54,4	52,0	-4,4%	52,1	0,0%
EBITDA	34,3	18,9	-45,0%	69,9	58,2	-16,7%	57,1	-1,9%
EBIT	33,0	17,3	-47,6%	64,5	52,6	-18,4%	52,1	-1,1%
Zysk brutto	33,0	18,1	-45,0%	66,4	53,3	-19,8%	53,5	0,4%
Zysk netto	26,3	14,5	-44,8%	52,9	41,9	-20,7%	42,7	1,8%
Marża brutto ze sprzedaży	26,5%	26,2%		27,5%	30,4%		29,4%	
Marża na sprzedaży	18,2%	16,9%		14,5%	15,5%		14,9%	
marża EBITDA	26,3%	18,4%		18,6%	17,3%		16,3%	
marża EBIT	25,3%	16,9%		17,2%	15,7%		14,9%	
marża netto	20,2%	14,2%		14,1%	12,5%		12,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	1045,0	P/E	18,7	18,2	18,4	15,8
MC [mln PLN]	10 264,8	EV/EBITDA	12,7	12,5	11,6	10,5
		EV/EBIT	16,0	16,2	15,1	13,5
		P/BV	5,3	5,3	5,3	4,9

- **Wyniki wstępne za 4Q'25.** Przychody wyniosły 1,265 mld PLN (+1% r/r, przy 9% wzroście cen aluminium w PLN). W SSA i SWW dynamika była dodatnia r/r (odpowiednio: +4% r/r i +13% r/r), a w SOG spadek wyniósł -6% r/r (m.in. pochodna spadku cen surowców). W 4Q'25 na poziomie EBITDA spółka miała 205 mln PLN, czyli ok 2% powyżej 4Q'24 we wcześniejszych kwartałach wysokie dynamiki zapewniała konsolidacja Selt, w 4Q'25 baza była już porównywalna). EBITDA była 4% poniżej konsensusu. Zysk netto wyniósł 93 mln PLN (-3% r/r). Dług netto na koniec 4Q'25 wyniósł 1,55 mld PLN (vs 1,18 mld PLN po 3Q'25, wzrost podyktowany gł. wypłatą dywidendy).
- **Prognoza na 2026 rok.** Zarząd w 2026 roku spodziewa się stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce i na części rynków europejskich, na których skupiona jest działalność spółki (dokładnie to samo założenie przedstawiano przy prognozie na 2025 rok). Spółka prognozuje 1 112 mln PLN EBITDA w 2025 roku (+9% r/r) oraz zakłada poprawę EBITDA w każdym z segmentów, przy czym nadal głównym driverem wzrostu ma być SSA. Spółka prognozuje pierwszą od 2022 poprawę wyniku r/r w SWW. CAPEX ma wynieść 314 mln PLN. Prognozowany dług netto to 1,49 mld PLN (założono wypłatę 85% zysku za 2025 w formie dywidendy). Założono w prognozach USD/PLN=3,55, EUR/PLN=4,28, Aluminium =2 650 USD/t (pod koniec stycznia jest to ok. 3 200 USD/t – podnosi to zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, w SWW może pojawić się pozytywny wpływ efektu FIFO na wyniki, a w SSA presja na marże - ale uwarunkowane jest to możliwościami podwyżek cen i strategią zabezpieczającą ceny aluminium).
- **Nowa strategia.** W przedstawionej w 2025 roku nowej strategii Kęty wyraźnie zaakcentowały konieczność rozwoju poprzez akwizycje (w najbliższym czasie 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 4Q'2025

	3Q'24	3Q'25	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	1 248,3	1 265,0	1,3%	5 144,0	5 508,0	7,1%	6 182,0	12,2%
Zysk na sprzedaży	123,6	143,5	16,1%	694,0	775,5	11,7%	874,2	12,7%
EBITDA	200,9	205,5	2,3%	932,0	1 022,5	9,7%	1 128,2	10,3%
EBIT	142,3	143,5	0,8%	721,0	782,5	8,5%	874,2	11,7%
Zysk brutto	112,9	122,5	8,5%	649,0	703,5	8,4%	804,7	14,4%
Zysk netto	95,9	93,3	-2,7%	560,0	559,3	-0,1%	650,8	16,3%
Marża na sprzedaży	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	
marża EBITDA	9,9%	11,3%		13,5%	14,1%		14,1%	
marża EBIT	16,1%	16,2%		18,1%	18,6%		18,2%	
marża netto	11,4%	11,3%		14,0%	14,2%		14,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA**Kupuj, TP 28,5/akcję**

Rekomendacja z dnia 17 grudnia 2025 r.

			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

Prognozy wyników na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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 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.

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.

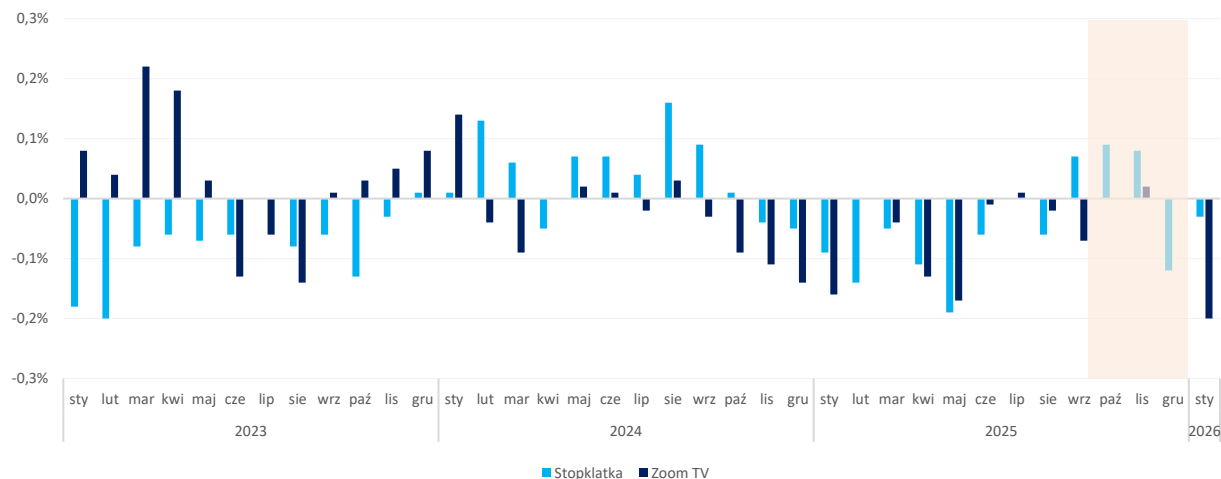
Zakładamy, że w Q4 2025 skor. EBITDA może wynieść 23,7 mln PLN (płaski odczyt r/r). W ujęciu całego 2025 roku skor. EBITDA może być w okolicy 97,7 mln PLN (+1,2% r/r). Na poziomie wyniku netto w Q4 2025 spodziewamy się odczytu blisko 16,6 mln PLN (+10,1% r/r). W ujęciu 2025 roku wynik netto w naszym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

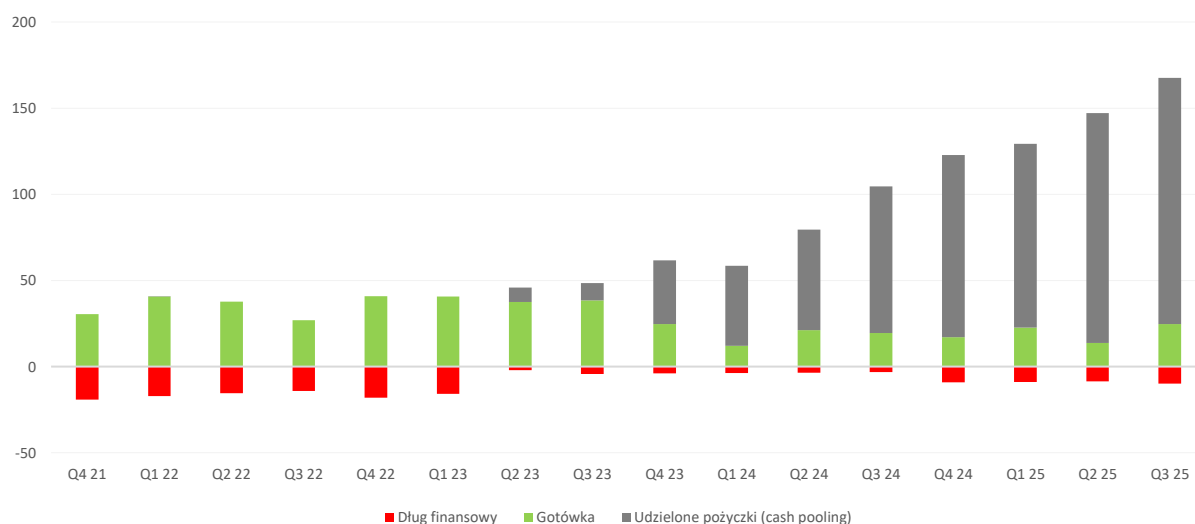


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczny widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

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

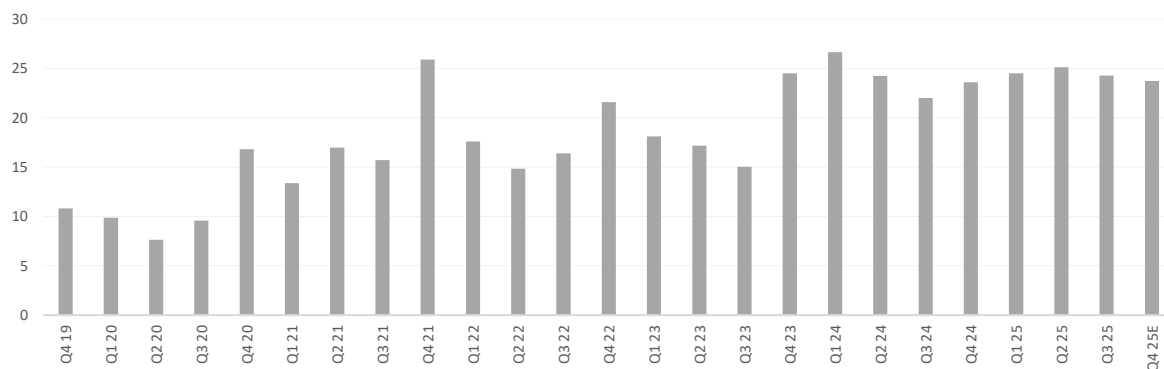
Na koniec Q3 2025 roku spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała 143 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec Q2 2025 było to 133 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec Q3 2025 to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

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



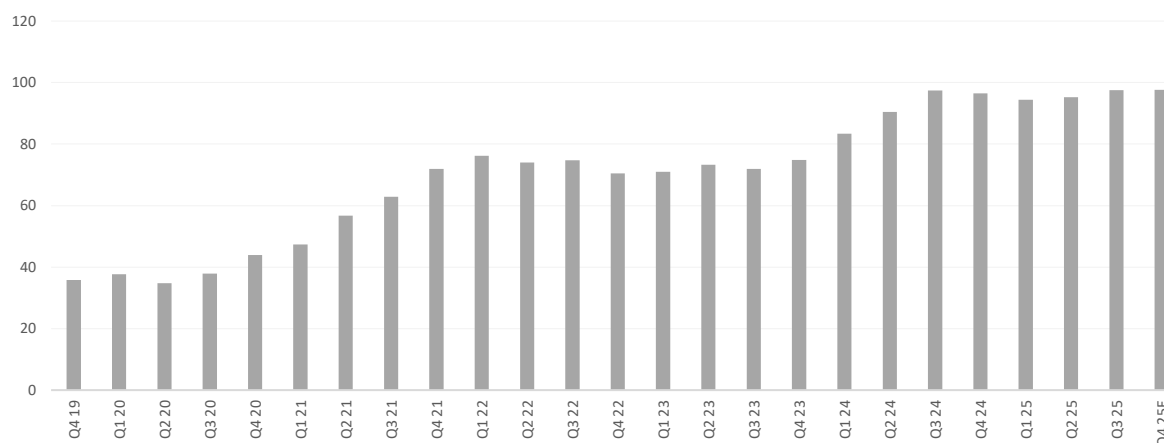
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



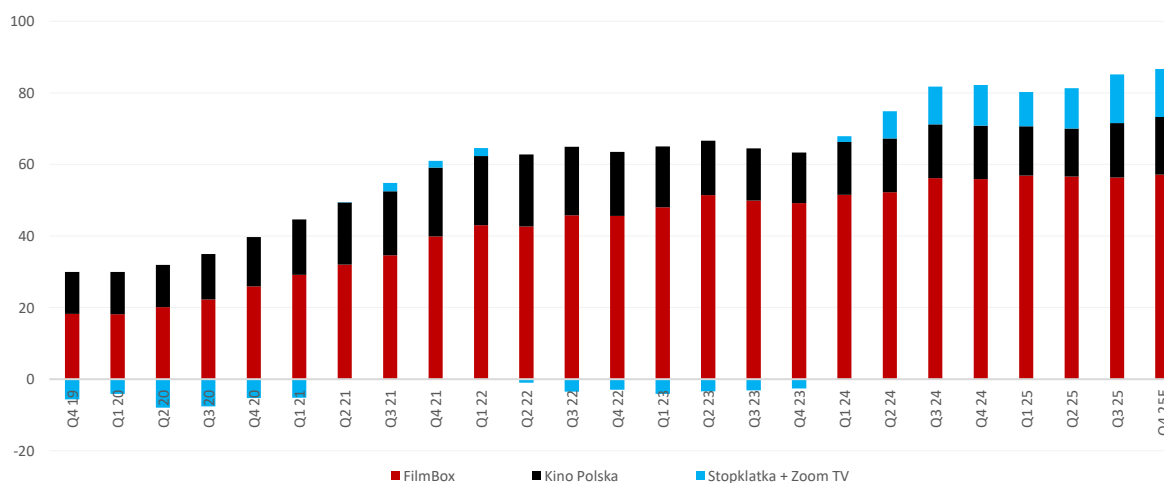
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

Analitik:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

LPP

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	19 800	P/E	22,9	21,0	28,3
MC [mln PLN]	36 747	EV/EBITDA	10,9	10,2	10,0
		EV/EBIT	17,6	17,3	18,9
		P/BV	7,8	6,9	6,8

W 4Q'25 (listopad'25-styczeń'26) spodziewamy się otwarcia 337 sklepów netto, w tym ok. 360 marki Sinsay. Oznacza to, że na koniec stycznia'26 powinno funkcjonować 3,8 tys. salonów wszystkich brandów (vs. 2,8 tys. na koniec stycznia'25). Szacujemy wzrost powierzchni handlowej o +24,7% r/r (w tym +41,6% r/r w Sinsay). Poszerzenie sieci sprzedaży powinno nieść za sobą wzrost sprzedaży, mimo ujemnych LFL w pierwszej połowie listopada. Dodatkowym wsparciem sprzedaży stacjonarnej w grudniu były niedziele handlowe, wprowadzone w zamian za wolną od pracy Wigilię Bożego Narodzenia. Szacujemy wzrost przychodów ze sprzedaży w 4Q'25 do 6,6 mld PLN (+17,1% r/r).

W omawianym okresie zakładamy delikatny wzrost marży brutto ze sprzedaży (52,8% vs. 52,7% rok wcześniej), przy wzroście kosztów SG&A o +17,9% r/r. Implikuje to wzrost wyniku operacyjnego do 759 mln PLN (+14,6% r/r) oraz EBITDA do 1,3 mld PLN (+15,8% r/r). Na poziomie netto szacujemy zysk w wysokości 514,6 mln PLN (+14,4% r/r).

W ujęciu całorocznym szacujemy wzrost przychodów do 23,3 mld PLN (+15,3% r/r) i EBITDA do 4,4 mld PLN (+6,3% r/r), natomiast zysk operacyjny i wynik netto powinny zanotować spadek odpowiednio o -4,8% i -25,7% r/r. Jest to spowodowane odpisami na należności ze spółki rosyjskiej, które w większości zostały ujęte w 3Q'25, a w okresie 1-3Q'25 wyniosły 823 mln PLN.

Prognozowane wyniki skorygowane o te odpisy wykazują znaczącą poprawę r/r. Szacujemy, że skor. zysk operacyjny wyniesie 3,1 mld PLN (+29,3% r/r), skor. EBITDA 5,2 mld PLN (+26,4% r/r), a skor. zysk netto 2,1 mld PLN (+21,4% r/r). Wyniki te mieszczą się w celach spółki na 2025 r., dlatego w naszej ocenie nie powinny być zaskoczeniem.

Prognozy wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r	2025P skor.	r/r
Przychody ze sprzedaży	5 671	6 642	17,1%	20 194	23 291	15,3%	23 291	15,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	2 990	3 507	17,3%	10 719	12 719	18,7%	12 719	18,7%
EBIT	662	759	14,6%	2 415	2 300	-4,8%	3 123	29,3%
EBITDA	1 134	1 313	15,8%	4 104	4 363	6,3%	5 186	26,4%
Wynik netto	450	515	14,4%	1 747	1 298	-25,7%	2 121	21,4%
Marża brutto ze sprzedaży	52,7%	52,8%		53,1%	54,6%		54,6%	
Marża EBIT	11,7%	11,4%		12,0%	9,9%		13,4%	
Marża EBITDA	20,0%	19,8%		20,3%	18,7%		22,3%	
Marża netto	7,9%	7,7%		8,7%	5,6%		9,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

MIRBUD**Redukuj, TP 13,0/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 września 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,4	P/E	8,4	11,2	10,1	10,2
MC [mln PLN]	1 360,7	EV/EBITDA	4,7	6,5	6,5	5,7
		EV/EBIT	5,1	7,2	7,6	6,7
		P/BV	1,4	1,2	1,1	1,0

- **Backlog.** Portfel spółki po 3Q'25 wynosił 8,87 mld PLN, natomiast po 4Q'25 spadł q/q do 8,48 mld PLN (vs 7,99 mld PLN rok temu). W 4Q'25 spółka podpisała umowy o wartości 0,27 mld PLN (komunikowane raportami bieżącymi). Jako portfel spółka prezentuje wartość przyszłych kwot do zafakturowania, a nie przychody do rozpoznania. W ostatnich tygodniach istotnie „posypał” się pipeline – wszystkie duże oferty spółki w przetargach kolejowych, które miały najniższe ceny, zostały odrzucone.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Przychody w 1-3Q'25 były pod presją w segmencie budowlanym (struktura portfela oparta w dużej mierze o kontrakty P&B), natomiast marża była dość zmienna. Istotnie słabiej r/r do wyników kontrybuowała deweloperka (niska liczba przekazania).
- **Prognoza na 4Q'25.** Zakładamy, że przychody w segmencie budowlanym powinny w końcu wejść na dodatnią dynamikę r/r (niska baza, rozpędzenie się kontraktów drogowych, które w 2025 uzyskały ZRiD-y). Outlook zarządu po 3Q'25 wskazywał na możliwość utrzymania marży w budownictwie vs 3Q'25. W deweloperce w 4Q'25 przekazano 122 lokale (vs 176 rok temu), co przełoży się na nieco niższą r/r kontrybucję segmentu deweloperskiego (wyższe ceny i marże). Zakładamy, że segment najmu będzie miał neutralny wynik na poziomie brutto ze sprzedaży. Podsumowując w 4Q'25 spodziewamy się 954 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej (+6% r/r). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży oczekujemy 8% wzrostu r/r. Natomiast na linii EBIT należy wziąć pod uwagę zmianę wycenę pakietu akcji Torpolu za cały rok (+60 mln PLN), co przełoży się według naszych estymacji na raportowany wynik na poziomie 112,9 mln PLN (+41% r/r - saldo pozostałej działalności rok temu wyniosło +29 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy 84,7 mln PLN zysku. Zakładamy sezonowy istotny spadek długu netto do poziomu kilkudziesięciu mln PLN (365 mln PLN po 3Q'25).
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2025 roku zakładamy, że spółka wypracowała 11% spadek sprzedaży. Duże drogowe kontrakty pozyskane w 2024 roku nie kontrybuowały jeszcze do sprzedaży ze względu na długie procesy uzyskiwania ZRiD, ale w 2026 powinny już stopniowo wchodzić do przerobu. Wyniki w 2026 roku nie będą już obciążone przez koszty na S1 (kontrakt skończył się 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). Wyższa r/r powinna być w 2026 kontrybucja deweloperki (wzrost liczby przekazania). Na ten moment zakładamy, że istotne przeroby z segmentu kolejowego pojawią się dopiero w 2027 roku. W prognozie wyników 2026 przyjęto na ten moment brak zmiany wyceny akcji Torpolu.

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P*	zmiana r/r	2024	2025P*	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	896,2	953,9	6,4%	3 252,1	2 902,8	-10,7%	3 502,0	20,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	77,7	83,7	7,8%	291,3	227,1	-22,1%	308,6	35,9%
Zysk na sprzedaży	51,1	53,4	4,5%	188,3	124,0	-34,1%	184,3	48,6%
EBITDA	86,6	120,3	39,0%	204,4	220,6	7,9%	218,0	-1,2%
EBIT	79,8	112,9	41,4%	182,1	190,4	4,6%	184,3	-3,2%
Zysk brutto	71,4	105,9	48,4%	151,7	169,4	11,6%	166,2	-1,9%
Zysk netto	56,9	84,7	49,0%	121,4	134,9	11,2%	133,0	-1,4%
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	8,8%		9,0%	7,8%		8,8%	
Marża na sprzedaży	5,7%	5,6%		5,8%	4,3%		5,3%	
marża EBITDA	9,7%	12,6%		6,3%	7,6%		6,2%	
marża EBIT	8,9%	11,8%		5,6%	6,6%		5,3%	
marża netto	6,3%	8,9%		3,7%	4,6%		3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *na poziomie EBIT ujęty wynik na zmianie kursu akcji Torpolu w kwocie 60 mln PLN brutto

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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

Rekomendacja z dnia 13 października 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	6,4	P/E	6,3	7,1	12,3	9,6
MC [mln PLN]	439,4	EV/EBITDA	2,7	2,6	3,7	2,8
		EV/EBIT	3,2	3,3	5,5	3,8
		P/BV	1,6	1,4	1,4	1,4

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

- **Backlog.** Wartość portfela po 3Q'25 (realnie po X'25) wynosiła ok 1,38 mld PLN (+80% r/r). W pipeline było 0,20 mld PLN (-75% r/r). W 4Q'25 spółka nie podpisała istotnych umów.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Mostostal Zabrze miał serię bardzo mocnych wyników kwartałów w okresie 2022-23. W ostatnich kwartałach wyniki skonsolidowane uległy „normalizacji”. Gotówka netto po 3Q'25 wynosiła 143 mln PLN (z uwzględnieniem 90 mln PLN obligacji).
- **Prognoza na 4Q'25.** W przypadku podstawowego biznesu MSZ spodziewamy się wyraźnie dodatniej dynamiki przychodów r/r zarówno w obszarze Realizacji Przemysłowych jak i w Budownictwie Ogólnym (konsumpcja nowych kontraktów). Przyjmujemy niższy poziom marż r/r i q/q (brak kończenia starych kontraktów, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na marże, konserwatywne podejście do nowych zleceń w początkowej fazie realizacji). Zakładamy utrzymanie presji na wyniki Produkcji Mechanicznej. W przypadku Polwaxu należy liczyć się ze spadkiem przychodów (mniejszy kontrakt dla JMP). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 363,8 mln PLN przychodów, 9,3 mln PLN EBIT oraz 6,4 mln PLN zysku netto.
- **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. Prowadzone są mediacje dotyczących sporu na starym kontrakcie na Stadionie Śląskim, aczkolwiek na konferencji wynikowej po 3Q'25 zarząd raczej sceptycznie podchodził do możliwości zakończenia ich z sukcesem. Rok 2026 może być okresem majątkowej restrukturyzacji Polwaxu.

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	306,6	363,8	18,6%	1 010,3	1 201,5	18,9%	1 461,4	21,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	41,1	39,7	-3,5%	136,1	137,7	1,2%	168,1	22,1%
Zysk na sprzedaży	12,0	9,3	-22,8%	47,4	36,3	-23,3%	63,6	74,9%
EBITDA	22,2	15,4	-30,3%	98,7	67,1	-32,1%	85,6	27,6%
EBIT	16,6	9,3	-44,0%	79,8	44,9	-43,7%	63,6	41,5%
Zysk brutto	13,3	9,6	-27,8%	78,9	53,4	-32,3%	62,8	17,7%
Zysk netto	8,8	6,4	-26,8%	61,8	35,6	-42,5%	45,6	28,2%
Marża brutto ze sprzedaży	13,4%	10,9%		13,5%	11,5%		11,5%	
Marża na sprzedaży	3,9%	2,5%		4,7%	3,0%		4,4%	
marża EBITDA	7,2%	4,2%		9,8%	5,6%		5,9%	
marża EBIT	5,4%	2,5%		7,9%	3,7%		4,4%	
marża netto	2,9%	1,8%		6,1%	3,0%		3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

NEUCA**Kupuj, TP 930 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 17 listopada 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	804,0	P/E	20,9	22,5	20,6
MC [mln PLN]	3 646,7	EV/EBITDA	10,7	11,3	9,9
		EV/EBIT	15,4	16,7	14,2
		P/BV	3,2	3,5	3,4

Hurt apteczny

4Q'25 był dobrym okresem dla sprzedaży aptecznej, jednak biorąc pod uwagę sezonowość działalności i konieczność przeprowadzenia inwentaryzacji w aptekach, zakładamy, że wartość rynku hurtowego wzrosła o ok. 6-7%. Dodatkowo, podtrzymujemy założenie wzmacniania udziału sieci aptecznych, dlatego wzrost przychodów segmentu hurtu szacujemy na ok. 4,5% r/r.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji zakładamy podobną dynamikę sprzedaży (+5% r/r). Niska baza wyniku EBITDA, spowodowana rozliczeniami promocji z segmentem hurtu, jakie miały miejsce w 2H'24, w naszej ocenie uwydatni wzrost wyniku 4Q'25 (20,3 mln PLN vs 5,6 mln PLN rok wcześniej).

Badania kliniczne

Segment badań klinicznych w 2025 r. był pod wpływem trudnej sytuacji rynkowej. Zakładamy, że 4Q'25 nadal był pod presją i przyniesie lekki wzrost przychodów r/r, natomiast wynik EBITDA będzie negatywnie kontrybuował do wyniku grupy.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dalszego rozwoju sieci placówek oraz pozyskiwania nowych pacjentów. Sezon infekcyjny w 4Q'25 był mało intensywny, dlatego zakładamy niższe r/r koszty realizacji usług medycznych.

W naszej ocenie, wyniki 4Q'25 nadal będą pod presją słabszych rezultatów badań klinicznych, natomiast pozostałe segmenty powinny pozytywnie wpłynąć na wynik całej grupy. Łącznie szacujemy 62,7 mln PLN zysku operacyjnego (+30,4% r/r) oraz 95,0 mln PLN EBITDA (+20,1% r/r). Wynik działalności finansowej w naszej ocenie może być pod presją ujemnych różnic kursowych, natomiast podatek dochodowy powinien być niższy r/r ze względu na wyższą stopę podatkową w poprzednich trzech kwartałach. Implikuje to wzrost zysku netto do 36,7 mln PLN (+49,5% r/r).

W perspektywie całego roku spodziewamy się wzrostu przychodów, natomiast zysk operacyjny i netto szacujemy na poziomach niższych r/r (spadek odpowiednio o -4,0% i -5,0%). Jest to głównie efekt spadku wyniku segmentu badań klinicznych.

Prognozy wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	3 221,0	3 348,9	4,0%	12 611,8	13 471,6	6,8%
Wynik brutto na sprzedaży	352,7	384,6	9,0%	1 440,5	1 550,7	7,6%
EBITDA	79,1	95,0	20,1%	394,9	389,4	-1,4%
<i>Hurt apteczny</i>	63,8	66,0	3,5%	243,0	240,1	-1,2%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	5,6	20,3	263,0%	77,9	101,4	30,2%
<i>Badania kliniczne</i>	-0,7	-4,4	-	34,7	-7,5	-
<i>Operator Medyczny</i>	4,7	5,7	22,2%	20,8	35,0	67,8%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	5,8	7,4	28,1%	18,4	20,3	10,2%
EBIT	48,1	62,7	30,4%	274,7	263,7	-4,0%
Zysk brutto	43,1	50,3	16,7%	227,0	213,1	-6,1%
Zysk netto	24,5	36,7	49,5%	171,6	163,0	-5,0%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,0%	11,5%		11,4%	11,5%	
Marża EBITDA	2,5%	2,8%		3,1%	2,9%	
Marża EBIT	1,5%	1,9%		2,2%	2,0%	
Marża zysku netto	0,8%	1,1%		1,4%	1,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ONDE

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,5	P/E	15,5	17,1	21,8	19,5
MC [mln PLN]	517,3	EV/EBITDA	8,0	8,7	9,3	9,0
		EV/EBIT	9,5	10,5	12,9	13,0
		P/BV	1,5	1,4	1,4	1,4

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 3Q'25 wynosił 411 mln PLN (-34% r/r, -33% q/q). W 4Q'25 podpisano umowy na ok. 400 mln PLN na budowę farm PV (z czego część ma charakter warunkowy, zależny od polecenia rozpoczęcia prac). Pod względem projektów nowych farm wiatrowych rynek w Polsce powinien w 2026 roku wychodzić z dołka (zakładamy, że w 2H'26 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m – wpływ na przychody w 2027 roku). Aby zapłacić lukę spółka stara się ofertować zagranicę (m.in. Rumunia).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka odnotowywała ostatnio dobre marże w segmencie OZE (sprzyjająca sytuacja kosztowa), natomiast spore straty miał segment drogowy. W 2Q'25 po raz pierwszy pojawiły się przychody ze sprzedaży energii (PV Lewańd).
- **Prognoza na 4Q'25.** Baza przychodowa z ubiegłego 4Q'24 jest niska, zakładamy, że mino niższego portfela, uda się zrealizować wyższą r/r sprzedaż. Pod kątem marżowości kontraktów oczekujemy natomiast niższych odczytów r/r (malejący udział kontraktów na FW). Spodziewamy się w 4Q'25 przychodów na poziomie 248 mln PLN, 8,8 mln PLN EBIT oraz 5,7 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka stara się mocno ofertować, by odbudować portfel (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 (także kwestia kosztów rozwoju struktur zagranicznych). W obszarze własnych projektów OZE 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 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	221,5	248,3	12,1%	803,9	889,5	10,6%	1 029,7	15,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,1	29,4	-11,2%	90,7	105,1	15,9%	115,9	10,3%
Zysk na sprzedaży	11,2	7,8	-30,5%	27,3	34,4	26,0%	39,7	15,6%
EBITDA	14,8	13,2	-10,8%	56,0	56,0	0,1%	57,3	2,2%
EBIT	12,0	8,8	-26,8%	46,1	40,6	-12,0%	39,7	-2,1%
Zysk brutto	11,3	7,0	-37,6%	39,9	31,6	-20,9%	32,7	3,6%
Zysk netto	9,1	5,7	-37,3%	30,3	23,7	-21,7%	26,5	11,8%
Marża brutto ze sprzedaży	15,0%	11,8%		11,3%	11,8%		11,3%	
Marża na sprzedaży	5,1%	3,1%		3,4%	3,9%		3,9%	
marża EBITDA	6,7%	5,3%		7,0%	6,3%		5,6%	
marża EBIT	5,4%	3,5%		5,7%	4,6%		3,9%	
marża netto	4,1%	2,3%		3,8%	2,7%		2,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Portfel projektów OZE [moc w MW*]

	mar'25	sie'25	paź'25
Projekty do sprzedaży			
PV	292	180	180
status RtB	112	0	0
bez RtB	180	180	180**
wiatr	36	36	36
status RtB	0	0	0
bez RtB	36	36	36**
magazyny	0	0	0
Projekty do hybrydyzacji			
PV	285	247	215
wiatr	336	294	294
magazyny	105	125	125
Projekty PV	292	320	320
Projekty wiatr greenfield	120	708	708
RAZEM (bez magazynów)	1 361	1 785	1 753

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

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

** „blisko RtB”

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ORANGE POLSKA**Akumuluj, TP 10,67 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 stycznia 2026 r.

			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

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

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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)

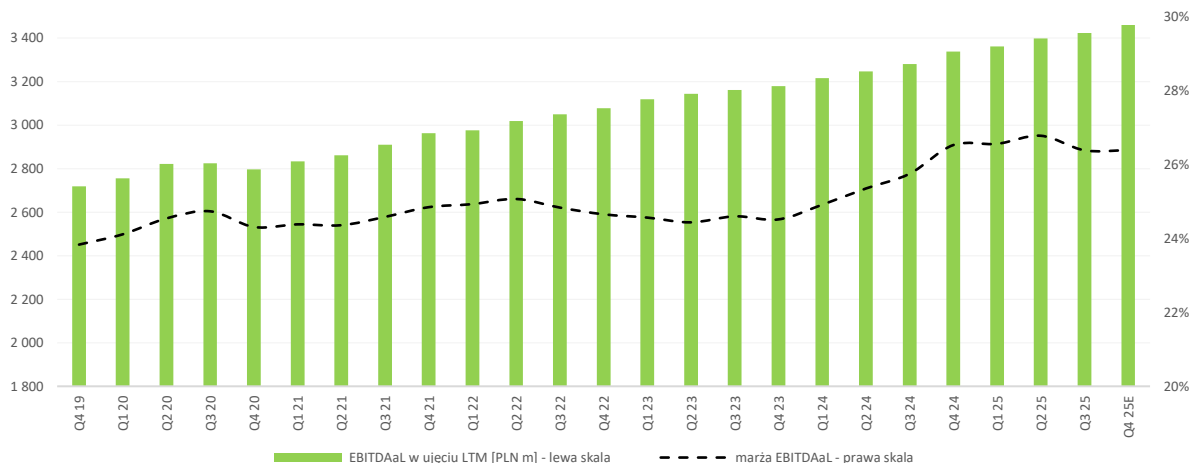
*** EBIT w Q4 2025 w naszej symulacji uwzględnia jednorazowe koszty rozwiązania stosunku pracy związane z nową umową społeczną w kwocie 150 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane elementy założeń dla prognozy:

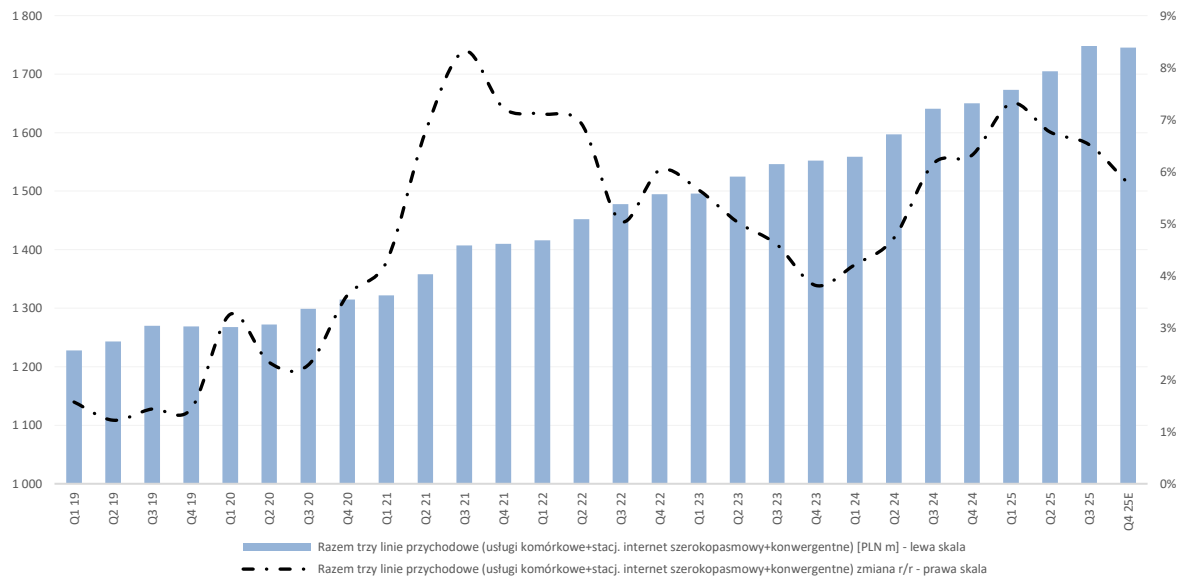
- Według naszej symulacji spółka za Q4 2025 powinna wykazać wzrost przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych o 5,8% r/r (suma obejmująca wpływy z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego). Łączne skonsolidowane przychody w Q4 2025 w 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 wykaze 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 LTM 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

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

ORLEN

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	105,0	P/E	5,4	78,6	10,3	10,3
MC [mln PLN]	121 876	EV/EBITDA	3,0	6,4	4,0	4,5
		EV/EBIT	4,3	17,7	6,9	8,1
		P/BV	0,8	0,8	0,8	0,8

- Otoczenie makro w segmencie rafineryjnym w 4Q'25 było lepsze na poziomie marży modelowej (z dyferencjałem, 58,9 PLN/bbl) w ujęciu q/q (48,0 PLN/bbl w 3Q'25) oraz r/r (34,6 PLN/bbl w 4Q'24). Wyższe niż w 3Q'25 oraz r/r były wg naszych kalkulacji premie lądowe na paliwach na rynku polskim. Modelowe marże w segmencie petrochemicznym były niższe r/r oraz wyższe q/q. Niższe w ujęciu q/q i r/r były ceny ropy i gazu TTF.
- W 4Q'25 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie **11,70 mld PLN** (vs 13,20 mld PLN rok temu).
- Upstream&Supply (wydobycie + hurt gaz)** – zakładamy ok. 4,6 mld PLN skoryg. EBITDA (wynik zbudowany gł. w segmencie wydobywczym, wynik na hurcie niższy r/r – dalsza normalizacja marż)
- Downstream (rafineria + petrochemia)** – zakładamy w 4Q'25 ok. 3,5 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (w tym neutralny wynik w pet-chem, a wynik w rafinerii wsparty przez wysokie marże. Na wyniku raportowanym należy zakładać dalsze odpisy bieżącego CAPEX na Olefiny III oraz negatywny wpływ efektu LIFO).
- Energy (energetyka + ciepłownictwo + dystrybucja energia + dystrybucja gaz)** – zakładamy ok. 3,4 mld PLN skoryg. EBITDA (mocny sezonowo kwartał ze względu na dystrybucję gazu i ciepłownictwo)
- Consumers&Products (detal paliw + detal energia + detal gaz)** – zakładamy ok. 0,7 mld PLN skoryg. EBITDA (sezonowo słabszy wynik na detalu paliwowym, spadek taryfy w gazie)
- Funkcje korporacyjne** – zakładamy ok. -0,60 mld PLN skoryg. EBITDA
- Outlook.** W 2025 roku oczekujemy EBITDA LIFO skoryg. na poziomie ok 41,5 mld PLN. W strategii spółka założyła średnią EBITDA w latach 2025-26 na poziomie ok. 36,8 mld PLN. Spodziewamy się spadku wyniku r/r w 2026 roku (m.in. normalizacja marż w rafinerii, spadek marż w hurcie gazu, niższy wynik w segmencie Energy).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	77 169	64 983	-15,8%	294 976	260 184	-11,8%	234 693	-9,8%
EBITDA	11 483	9 901	-13,8%	21 961	34 665	57,8%	33 099	-4,5%
EBITDA LIFO	11 527	10 701	-7,2%	22 232	36 247	63,0%	33 363	-8,0%
EBITDA LIFO skorg*	13 195	11 701	-11,3%	33 740	41 492	23,0%	36 363	-12,4%
Upstream & Supply	---	4 609	---	---	16 808	---	14 364	-14,5%
Downstream	---	3 541	---	---	9 151	---	7 775	-15,0%
Energy	---	3 406	---	---	12 140	---	11 289	-7,0%
Consumers&Products	---	746	---	---	5 663	---	5 335	-5,8%
Corporate functions	---	-600	---	---	-2 263	---	-2 400	6,1%
Wyłączenia	---	0	---	---	-6	---	0	---
EBIT	7 770	6 211	-20,1%	7 947	20 143	153,5%	18 346	-8,9%
EBIT LIFO	7 814	7 012	-10,3%	8 218	21 725	164,4%	18 610	-14,3%
EBIT LIFO skoryg.	9 482	8 012	-15,5%	19 726	26 970	36,7%	21 610	-19,9%
Zysk (strata) brutto	7 398	5 961	-19,4%	7 760	19 093	146,0%	17 215	-9,8%
Zysk (strata) netto	4 664	3 825	-18,0%	1 551	11 806	661,2%	11 883	0,7%
Marża EBITDA	14,9%	15,2%		7,4%	13,3%		14,1%	
Marża EBITDA LIFO	14,9%	16,5%		7,5%	13,9%		14,2%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	17,1%	18,0%		11,4%	15,9%		15,5%	
Marża EBIT	10,1%	9,6%		2,7%	7,7%		7,8%	
Marża zysku netto	6,0%	5,9%		0,5%	4,5%		5,1%	

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 ropy itp)

Dane makro – Orlen

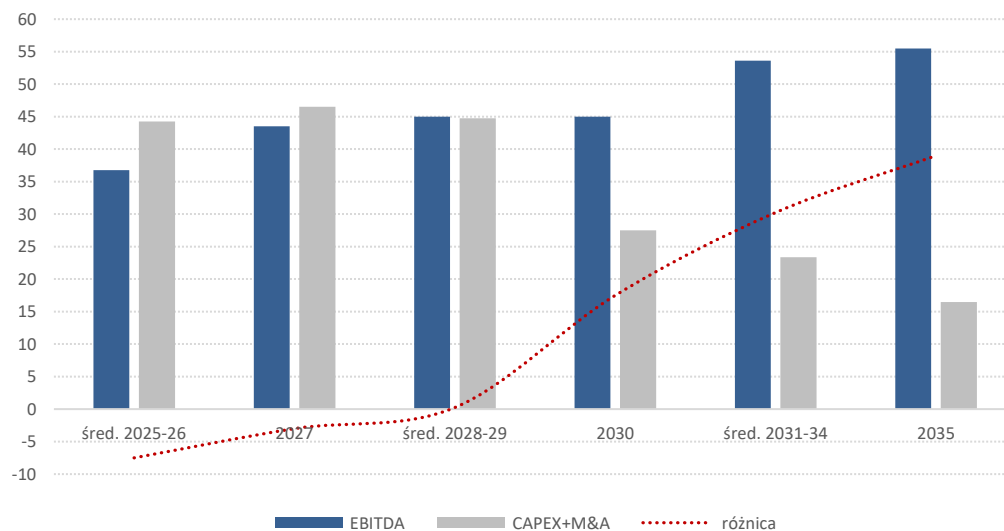
	PKN Orlen				rynek						
	modelowa marża rafineryjna*		modelowa marża petrochemiczna**		Brent	Dyferencjał	USD/PLN	EUR/PLN	gaz TTF 1M	gaz TGEgasDA	energia TGeBase
	[USD/bbl]	[PLN/bbl]	[EUR/t]	[PLN/t]							
1Q'17	7,4	30,2			53,8	2,1	4,06	4,32			
2Q'17	8,4	32,3			49,8	1,5	3,84	4,22			
3Q'17	8,9	32,3			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
4Q'25	16,1	58,9	155	656	63,7	-0,8	3,64	4,24	127	159	486

Źródło: DM BDM S.A., spółka,

*z dyferencjałem (od 2022 dyferencjał efektywny do ropy Brent, wcześniej modelowy Brent – Ural),

**od 2024 zmiana formuły

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



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

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

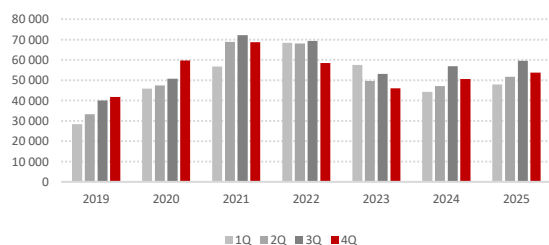
tel.: 032 208 14 32

PEKABEX

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,6	P/E	4,5	8,4	---	---
MC [mln PLN]	311,6	EV/EBITDA	3,7	4,5	198,0	19,7
		EV/EBIT	4,7	6,6	---	---
		P/BV	0,6	0,6	0,6	0,7

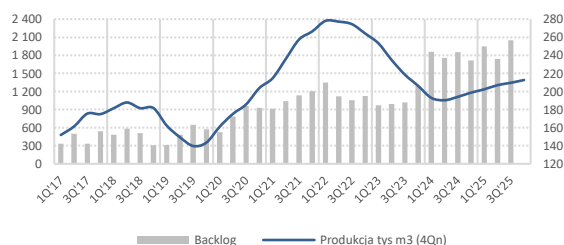
- **Produkcja.** Dane za 4Q'25 wskazują na 6% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 53,7 tys m3).
- **Backlog.** Po 3Q'25 portfel zewn. (bez deweloperki) na 4Q'25 wynosił 0,59 mld PLN (+9% r/r). Cały backlog po 3Q'25 wynosił 2,05 mld PLN (+11% r/r, w tym 0,47 mld PLN deweloperka).
- **Deweloperka.** W końcówce 2024 roku spółka ukończyła projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech. Po 3Q'25 spółka miała zakontraktowane do przekazania lokale głównie w Częstochowie (19 lokali). 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, w 2026 roku ma zakończyć się także II część projektu w Mechelinkach – 58 lokali)
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Od 2Q'24 wyniki spółki są pod presją niskich marż, najpierw w prefabrykacji, później także w GW. Wyniki 1H'25 były rozczarowujące, a 3Q'25 przyniósł pierwszą w giełdowej historii spółki ujemną EBITDA (m.in. efekt przeszacowania marż na kontraktach oraz presji cenowej).
- **Prognoza na 4Q'25.** Na konferencji wynikowej spółka zapowiadała, że 4Q'25 będzie lepszy marżowo niż 3Q'25, ale nie należy oczekiwać przełomu. Poziom produkcji w 4Q'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, porównywalny będzie wynik w GW (ale widzimy tu ryzyko przeszacowań marż). Wpływ segmentu deweloperskiego w 4Q'25 będzie raczej znikomy (projekt w Częstochowie nie charakteryzuje się dobrą marżą). Zakładamy porównywalny r/r poziom korekt między segmentowych oraz braku poważniejszych one-off'ów (rok temu +9,3 mln PLN). Na poziomie skonsolidowanym w 4Q'25 estymujemy 514 mln PLN przychodów (+2% r/r) oraz -9,9 mln PLN EBIT (vs +18,6 mln PLN rok temu). Na poziomie netto oczekujemy -13,1 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka spodziewa się poprawy sytuacji w budownictwie dopiero na wiosnę'26 (rozumiemy to też jako wskazówkę dla pojawienia się timingu poprawy marż spółki). Oczekiwania odnośnie odbudowy wyników wiążemy bardziej z 2H'26 (poprawa rynku, także zagranicą, lepsze marżowo projekty w deweloperce). Obecnie zakładamy, że cały 2026 rok może zakończyć się stratą netto, wyraźnego wyjścia na plus oczekujemy w 2027 roku.

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 4Q'25

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	504,4	513,5	1,8%	1 728,2	1 932,4	11,8%	2 071,4	7,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	45,5	27,4	-39,8%	172,2	97,6	-43,3%	143,0	46,6%
Zysk na sprzedaży	9,3	-9,9	---	44,2	-39,1	---	-2,4	---
EBITDA	26,4	-2,2	---	96,0	2,5	-97,4%	25,8	923,8%
EBIT	18,6	-9,9	---	65,1	-25,9	---	-2,4	---
Zysk brutto	14,1	-14,5	---	46,0	-40,2	---	-20,3	---
Zysk netto	13,6	-11,8	---	37,1	-30,3	---	-17,7	---
Marża brutto ze sprzedaży	9,0%	5,3%	---	10,0%	5,0%	---	6,9%	---
Marża na sprzedaży	1,8%	-1,9%	---	2,6%	-2,0%	---	-0,1%	---
marża EBITDA	5,2%	-0,4%	---	5,6%	0,1%	---	1,2%	---
marża EBIT	3,7%	-1,9%	---	3,8%	-1,3%	---	-0,1%	---
marża netto	2,7%	-2,3%	---	2,1%	-1,6%	---	-0,9%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PTWP

			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

Prognoza PTWP na Q4 2025 [PLN m]

	Q4 24	Q4 25E	r/r	2024	2025E	r/r
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.

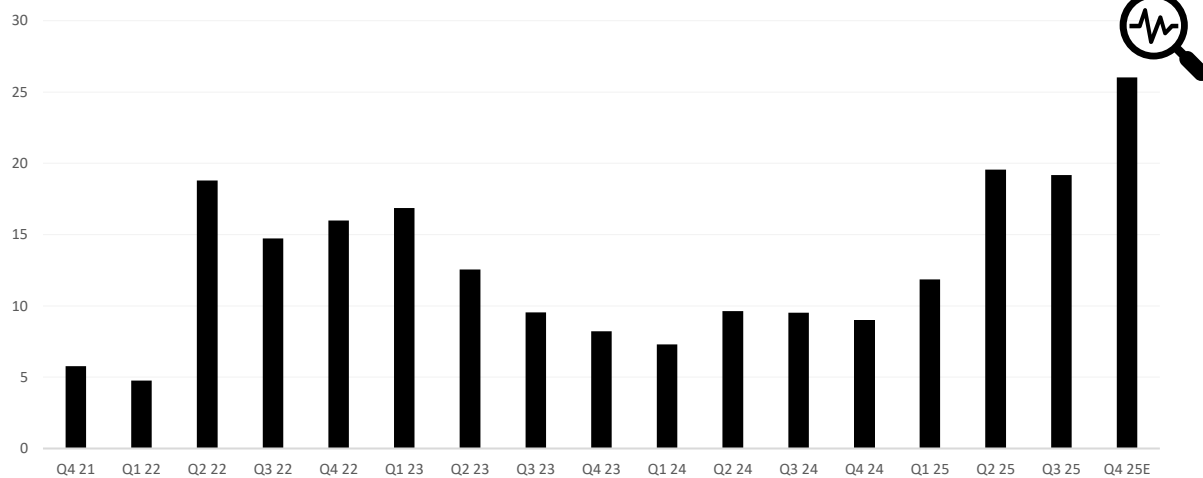
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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).

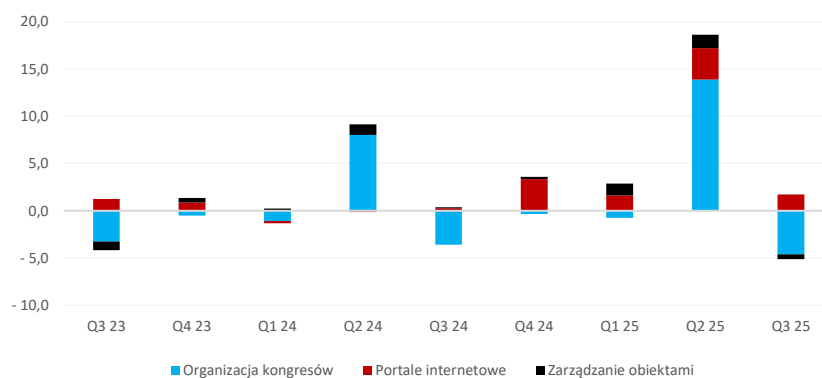
Rok 2026 w naszym odczuciu zapowiada się bardzo ciekawie dla PTWP. Spodziewamy się dalszego wzrostu w segmencie organizacja kongresów. Z kolei w segmencie portali internetowych liczymy na utrzymanie impulsu wzrostu, który spółka wykazała w 2025 roku (w naszym odczuciu biznes mediowy z uwagi na swoją 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]



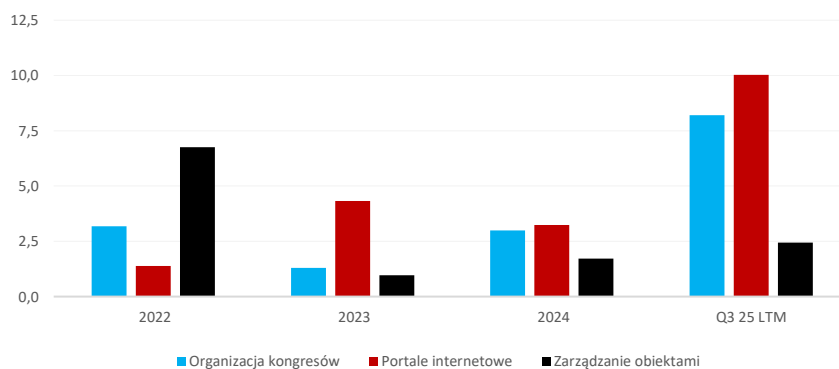
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 stanowią 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

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

SELENA FM

Kupuj, TP 49,8/akcję (rekomendacja zrealizowana)

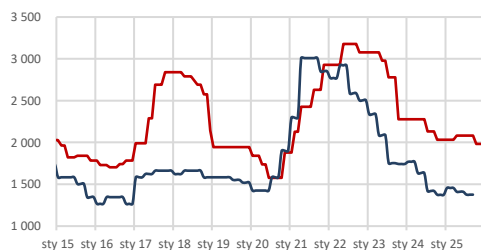
Rekomendacja z dnia 3 grudnia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	57,2	P/E	24,7	14,4	11,6	10,3
MC [mln PLN]*	1 237,8	EV/EBITDA	9,4	7,3	6,2	5,9
		EV/EBIT	12,9	9,5	7,9	7,6
		P/BV	1,8	1,7	1,6	1,4

*po skorygowaniu o akcje własne

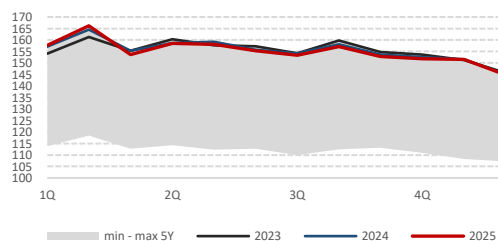
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 4Q'25 odnotował brak zmian r/r. Od 2022/23 roku do końca 2024 ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliole) stopniowo spadały. 2025 rok przyniósł stabilizację na niskich poziomach. Jednocześnie sprzyja 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 1-3Q'25 były rekordowe na poziomie EBITDA. Przy wymagającej sytuacji popytowej, spółka wykorzystała sprzyjające otoczenie surowcowe, widoczne są także cięcia kosztów SG&A.
- Prognoza na 4Q'25.** Podtrzymujemy prognozy zbliżone do wartości z naszego ostatniego raportu analitycznego. Sezonowość w spółce jest bardzo wyraźna (1Q i 4Q mocno poniżej 2Q i 3Q). Przy ograniczonym nadal popycie, spółkę powinno bronić korzystne otoczenie kosztowe (przy czym baza na marży z 4Q'24 nie jest niska). EBITDA w 4Q'25 prognozujemy na 35,6 mln PLN vs 33,9 mln PLN rok temu. Na poziomie zysku netto prognozujemy 13,3 mln PLN (vs 16,7 mln PLN rok temu – rozpoznano wtedy „ujemny” podatek).
- Prognoza średnioterminowa.** W całym 2025 zakładamy 1,78 mld PLN przychodów, 222 mln PLN EBITDA (12,5% marży) oraz 107 mln PLN zysku netto. W 2026 roku spodziewamy się odpowiednio 1,79 mld PLN oraz 222 / 121 mln PLN. Nasze prognozy nie uwzględniają ewentualnego przejęcia IGM (dodatkowe 60-70 mln EUR przychodów). Liczymy na początek stopniowej odbudowy wolumenów w 2026-27, które przez ostatnie lata były pod presją. 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 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	422,1	417,0	-1,2%	1 779,6	1 775,9	-0,2%	1 792,9	1,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	138,2	135,5	-2,0%	602,5	609,5	1,2%	616,3	1,1%
Zysk na sprzedaży	24,4	24,4	0,0%	147,4	171,2	16,1%	175,1	2,3%
EBITDA	33,9	35,6	4,9%	189,7	221,5	16,7%	222,4	0,4%
EBIT	22,5	23,0	2,4%	145,6	172,7	18,6%	172,6	-0,1%
Zysk brutto	16,3	16,7	2,1%	107,0	132,8	24,1%	150,7	13,5%
Zysk netto	16,7	13,3	-20,3%	85,9	106,9	24,5%	120,5	12,7%
Marża brutto ze sprzedaży	32,7%	32,5%		33,9%	34,3%		34,4%	
Marża na sprzedaży	5,8%	5,8%		8,3%	9,6%		9,8%	
marża EBITDA	8,0%	8,5%		10,7%	12,5%		12,4%	
marża EBIT	5,3%	5,5%		8,2%	9,7%		9,6%	
marża netto	4,0%	3,2%		4,8%	6,0%		6,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SYNEKTIK**Kupuj, TP 308,0 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 grudnia 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	298,0	P/E	24,9	19,2	17,1
MC [mln PLN]	2 541,7	EV/EBITDA	14,1	11,2	10,8
		EV/EBIT	15,9	12,3	12,0
		P/BV	11,4	9,7	7,5

W 1Q'25 fin. (październik-grudzień'25) zakładamy instalację 8 systemów robotycznych da Vinci (wszystkie w Polsce). W ostatniej rekomendacji ([link](#)) spodziewaliśmy się dodatkowych 2 systemów w Czechach i na Słowacji, jednak spółka poinformowała o podpisaniu umów na tamtym rynku w styczniu'26, dlatego w aktualnych prognozach przesuwamy je na 2Q'25 fin. Ze względu na pierwsze dostawy da Vinci 5, szacujemy wzrost średniej ceny sprzedaży tych urządzeń. Uwzględniając sprzedaż pozostałego sprzętu, w tym pierwszą dostawę systemu Symani, prognozujemy przychody ze sprzedaży urządzeń na ok. 119,8 mln PLN. Zakładamy, że w omawianym okresie zostało przeprowadzonych ok. 9,4 tys. zabiegów w asyście systemu da Vinci, co daje kolejne 93,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży usług, instrumentów i akcesoriów zużywalnych. Sumarycznie, przychody segmentu szacujemy na 212,8 mln PLN. Zysk EBITDA segmentu prognozujemy na poziomie 59,0 mln PLN (marża EBITDA 27,7%).

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się nieznacznego spadku sprzedaży produktów podstawowych, przy wzroście przychodów z tytułu radiofarmaceutyków specjalnych. Przychody segmentu szacujemy na poziomie 14,1 mln PLN (+12,6% r/r). Zakładamy wzrost marży EBITDA do ok. 33% (vs. 31,2% rok wcześniej), co oznacza wzrost zysku EBITDA do 4,7 mln PLN.

W związku z trwającymi badaniami klinicznymi 3 fazy nad kardioznaczniakiem, oczekujemy utrzymania wysokich kosztów w segmencie CBR. Podtrzymujemy szacunki wydatków na poziomie ok. 32 mln PLN w całym 2025 r. fin., natomiast ze względu na harmonogram prac, spodziewamy się wyższych wydatków w 1H'25 i ich spadku w 2H'25. Implikuje to zwiększenie straty na działalności zaniechanej w 1Q'25 fin., jednak nie wpływa na prognozy roczne.

Na poziomie grupy szacujemy ok. 225,8 mln PLN przychodów (+11,2% r/r) oraz wzrost rentowności. Wynik EBITDA z działalności kontynuowanej prognozujemy na poziomie 59,0 mln PLN (+16,8%). Wzrost wyników jest zasługą głównie segmentu sprzętu diagnostycznego i IT. Zakładamy, że wynik netto z działalności kontynuowanej wzrośnie do 43,2 mln PLN (+18,2% r/r). Dynamikę zysku na poziomie grupy obniżają koszty działalności wydzielanej, stąd szacujemy +4,4% wzrostu tej wartości.

Aktualne prognozy 1Q'25 fin. są nieco niższe od naszych założeń z ostatniej rekomendacji ([link](#)), jednak wynika to z przesunięcia kilku instalacji da Vinci na kolejny kwartał. Prognozy całoroczne zostały na bardzo zbliżonym poziomie z delikatną korektą w górę.

Prognozy wyników za 1Q'25 fin. [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	203,1	225,8	11,2%	624,1	681,3	860,9	26,4%
EBIT	45,7	53,9	18,0%	126,8	157,0	197,0	25,5%
EBITDA z działalności kontynuowanej	50,5	59,0	16,8%	143,1	177,1	217,7	22,9%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	<i>50,6</i>	<i>59,0</i>	<i>16,5%</i>	<i>143,6</i>	<i>185,6</i>	<i>224,8</i>	<i>21,1%</i>
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	<i>3,9</i>	<i>4,7</i>	<i>20,0%</i>	<i>16,3</i>	<i>16,1</i>	<i>18,4</i>	<i>14,6%</i>
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,3</i>	<i>-</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,4</i>	<i>-1,4</i>	<i>-</i>
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami - część wydzielana</i>	<i>-4,1</i>	<i>-10,5</i>	<i>-</i>	<i>-19,6</i>	<i>-27,6</i>	<i>-31,1</i>	<i>-</i>
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	<i>-3,5</i>	<i>-4,1</i>	<i>-</i>	<i>-14,3</i>	<i>-21,5</i>	<i>-23,4</i>	<i>-</i>
EBITDA razem	46,4	48,6	4,6%	123,5	149,5	186,6	24,8%
Wynik netto z dział. kont.	36,5	43,2	18,2%	98,5	125,2	157,7	26,0%
Działalność wydzielana	-3,4	-8,6	-	-16,0	-23,0	-25,6	-
Wynik netto	33,1	34,6	4,4%	82,6	102,2	132,1	29,3%
Marża EBIT	22,5%	23,9%		20,3%	23,0%	22,9%	
Marża EBITDA z dział. kont.	24,9%	26,1%		22,9%	26,0%	25,3%	
Marża zysku netto z dział. kont.	18,0%	19,1%		13,2%	15,0%	15,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 5,0 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 18 grudnia 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,0	P/E	37,4	-	-
MC [mln PLN]	280,3	EV/EBITDA	19,0	-	27,2
		EV/EBIT	29,1	-	-
		P/BV	2,3	2,4	2,5

Segment BCG

W 4Q'25 zakładamy realizację dostawy pozostałej części zamówienia na szczepionkę BCG 10 do Ministerstwa Zdrowia. Spółka w 3Q'25 zrealizowała większość wolumenu, dlatego szacujemy, że w omawianym okresie przychody z tego tytułu wyniosą ok. 0,4 mln PLN. Sprzedaż strategicznego leku Onko BCG szacujemy na ok. 9,2 mln PLN. Oznacza to spadek o -32,7% r/r, jednak podkreślamy, że byłby to drugi najwyższy wynik sprzedaży kwartalnej tego preparatu w historii spółki, a baza 4Q'24 jest bardzo wysoka przez kumulację zamówień w tamtym okresie.

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym głównym źródłem przychodów jest Distreptaza. Sprzedaż tego leku szacujemy na ok. 7,1 mln PLN, co oznacza powrót do regularnych wolumenów po dwóch kwartałach niskiej sprzedaży. Zakładamy, że podobnie jak w 3Q'25, może wystąpić sprzedaż innych produktów, które zostają wycofywane z portfolio spółki, co może obniżyć poziom rentowności. Spodziewamy się też pierwszych sprzedaży leku Davoster, jednak zakładamy, że w początkowym etapie będzie ona nieistotna.

W 4Q'25 spodziewamy się spadku łącznych przychodów ze sprzedaży do 17,4 mln PLN (-40,7% r/r). Jednocześnie zakładamy utrzymanie kosztów SG&A na poziomie zbliżonym r/r. Dodatkowo, w naszej ocenie mogą pojawić się zwiększone pozostałe koszty operacyjne, które obserwowaliśmy w 3Q'25. Implikuje to spadek zysku operacyjnego do -1,0 mln PLN oraz EBITDA do 2,3 mln PLN (-80,9% r/r). Stratę netto szacujemy na -1,9 mln PLN. Mamy do czynienia z bardzo wysoką bazą z zeszłego roku, natomiast podkreślamy, że wynik ten pokazuje odbudowę sprzedaży po trudnościach w poprzednich kwartałach. Wysoki udział kosztów stałych przy spadku przychodów mocno odbija się na rentowności spółki.

W kontekście całego roku szacujemy przychody na 41,9 mln PLN, EBIT na -13,0 mln PLN, EBITDA 0,3 mln PLN i stratę netto na -15,0 mln PLN. Spółka ma za sobą trudny rok, w którym dokonała wejścia na ważne rynki zachodnie (Francja i Niemcy), natomiast proces ten okazał się bardziej czasochłonny i nie przyniósł natychmiastowych efektów. Spodziewamy się, że stopniowe budowanie pozycji na rynku i zaufania wśród nowych klientów będą skutkować poprawą wyników w kolejnych okresach. Dużym ciosem było też znaczące ograniczenie zamówienia na szczepionkę BCG 10, które okazało się istotnie niższe niż w poprzednich latach. Dodatkowo, wysokie zapasy u klientów i trwające negocjacje obniżyły sprzedaż Distreptazy.

Prognozy wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,9	15,2	13,4	29,2	13,4	6,3	4,8	17,4	-40,7%	71,8	41,9	-41,7%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	2,5	2,6	2,9	1,9	1,2	0,0	2,0	0,4	-79,6%	9,8	3,6	-63,7%
<i>Onko BCG</i>	4,3	5,5	3,4	13,7	7,7	5,0	0,5	9,2	-32,7%	26,8	22,4	-16,4%
<i>Distreptaza</i>	5,5	6,1	3,9	9,0	4,4	0,6	1,2	7,1	-21,0%	24,5	13,2	-45,9%
<i>Gamma Anty D</i>	0,9	0,8	0,7	3,7	-	-	-	-	-	6,2	0,0	-100,0%
<i>Lakcid</i>	0,5	-	-	-	-	0,2	0,6	-	-	0,5	0,8	55,6%
<i>Inne</i>	0,2	0,2	2,5	1,0	0,1	0,6	0,4	0,4	-56,6%	3,9	1,6	-59,5%
Wynik brutto na sprzedaży	7,4	9,4	8,5	19,0	8,2	4,2	1,7	9,2	-51,3%	44,3	23,3	-47,3%
EBIT	0,2	2,8	0,0	9,4	-0,2	-4,5	-7,4	-1,0	-	12,4	-13,0	-
EBITDA	1,8	4,4	2,5	11,9	3,4	-1,1	-4,2	2,3	-80,9%	19,1	0,3	-98,3%
Zysk netto	-0,4	1,4	-0,4	7,0	-0,5	-4,8	-7,7	-1,9	-	7,6	-15,0	-
Marża zysku brutto na sprzedaży	53,3%	62,1%	63,1%	64,8%	60,9%	67,2%	34,8%	53,3%	-	61,7%	55,7%	-
Marża EBIT	1,8%	18,2%	-	32,3%	-	-	-	-	-	17,3%	-	-
Marża EBITDA	13,1%	28,8%	18,3%	40,6%	25,0%	-	-	13,1%	-	26,5%	0,8%	-
Marża zysku netto	-	9,3%	-	23,8%	-	-	-	-	-	10,5%	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ŚNIEŻKA

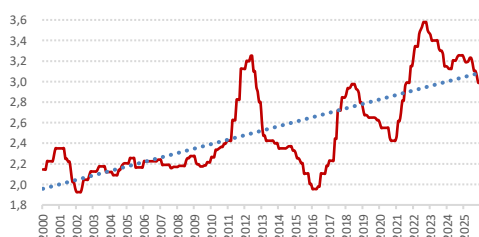
Akumuluj, TP 88,7/akcję

Rekomendacja z dnia 3 grudnia 2025 r.

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	84,4	P/E	13,7	15,4	14,7	12,4
MC [mln PLN]	1 064,9	EV/EBITDA	8,3	9,1	8,5	7,4
		EV/EBIT	10,9	12,4	11,4	9,8
		P/BV	3,1	2,9	2,6	2,3

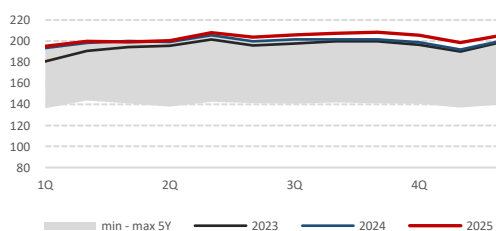
- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 4Q'25 wg PSB wzrosły o 3% r/r. Równocześnie niższe o 9% r/r były ceny bieli tytanowej w PLN. Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 4Q'25 wynosił średnio -3,5 pkt (vs -0,7 pkt w 2Q'25), na Węgrzech było to średnio -22,3 pkt (vs -26,8 pkt w 3Q'25).
- 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 1-3Q'25 przychody spadły o kolejne 2% r/r. Bardzo dobrze natomiast wyglądała marża brutto ze sprzedaży oraz udało się zatrzymać wzrost kosztów SG&A, tym samym EBITDA była o 4% wyższa r/r. Pozytywnie zaskoczył sam 3Q'25 (EBITDA na rekordowym poziomie – porównywalnym z 3Q'23).
- Prognoza na 4Q'25.** Sezonowo 4Q to najsłabszy kwartał w roku. W ostatniej wypowiedzi prasowej prezes Śnieżki zaznaczył, że wyniki 3Q'25 nie stanowią wyznacznika dla 4Q'25 - nastroje konsumenckie w branży wciąż pozostają na poziomie poniżej oczekiwań. Spodziewamy się, że przychody w 4Q'25 mogą spaść o -3% r/r (dość wysoka baza z 4Q'24 na rynku PL). 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 15,9 mln PLN (vs 16,3 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 2,6 mln PLN vs 4,7 mln PLN w 4Q'24.
- Prognoza średnioterminowa.** Rynek farb dekoracyjnych w 2025 w Polsce wolumenowo prawdopodobnie spadał już piąty rok z rzędu (rynek to głównie popyt remontowy). Spółka liczy, że w kolejnych okresach nastroje konsumenckie w branży będą stopniowo ulegać poprawie, jednak w odniesieniu do wolumenów zachowuje ostrożność. Zakładamy, że Śnieżka w 2026 roku wypracuje 815 mln PLN przychodów (+4% r/r), 160 mln PLN EBITDA oraz 86 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę na szybki spadek długu netto oraz spadek kosztów długu). 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 wynikach 4Q'25 cel przychodowy może w naszym odczuciu zostać zrewidowany w dół, co raczej jest już uwzględnione przez rynek, ale może nieco podnieść cel dla marży.

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 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	150,8	146,9	-2,5%	798,4	781,6	-2,1%	814,9	4,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	75,7	75,5	-0,2%	393,8	399,8	1,5%	419,7	5,0%
Zysk na sprzedaży	6,8	6,4	-6,4%	107,3	109,2	1,8%	122,5	12,1%
EBITDA	16,3	15,9	-2,5%	142,8	147,1	3,0%	159,5	8,5%
EBIT	6,8	6,4	-6,7%	105,2	108,8	3,4%	121,3	11,4%
Zysk brutto	3,5	2,8	-20,9%	87,3	93,6	7,2%	108,6	16,0%
Zysk netto	4,7	2,6	-44,9%	69,4	72,5	4,6%	86,1	18,7%
Marża brutto ze sprzedaży	50,2%	51,4%		49,3%	51,2%		51,5%	
Marża na sprzedaży	4,5%	4,3%		13,4%	14,0%		15,0%	
marża EBITDA	10,8%	10,8%		17,9%	18,8%		19,6%	
marża EBIT	4,5%	4,3%		13,2%	13,9%		14,9%	
marża netto	3,1%	1,8%		8,7%	9,3%		10,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TORPOL**Trzymaj, TP 62,2/akcję**

Rekomendacja z dnia 11 grudnia 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	57,5	P/E	13,0	19,5	17,4	14,4
MC [mln PLN]	1 320,8	EV/EBITDA	6,4	11,7	7,2	6,2
		EV/EBIT	7,8	15,8	9,5	8,1
		P/BV	2,6	2,5	2,3	2,1

- **Backlog.** Po 3Q'25 portfel Torpolu wynosił 4,48 mld PLN (vs 4,01 mld PLN rok wcześniej i 3,15 mld PLN po 2Q'25). Portfel uwzględniał już podpisaną w X'25 umowę za 1,44 mld PLN na linię do EJ.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W 2024 roku marża brutto wróciła do poziomów jednocyfrowych. Okres 1-3Q'25 przyniósł odbudowę pozycji gotówkowej, wyraźny wzrost przychodów i dalszą erozję marży r/r.
- **Prognoza na 4Q'25.** Spodziewamy się w 4Q'25 wysokich przychodów (593 mln PLN, +7% r/r), przy nadal nieco niższych r/r marżach (8,0% vs 8,9% rok temu, wyżej niż w 1-3Q'25). Duże znaczenie dla przerobu ma obecnie kontrakt w Katowicach, którego marża raczej będzie jeszcze rozpoznawana konserwatywnie (w dalszym horyzoncie może pomagać podpisany w 2H'25 aneks). Nowe kontrakty z 2H'25 mogły także istotnie kontrybuować poprzez sprzedaż materiałów. Zakładamy, że w 4Q'25 EBIT będzie nieco wyższy r/r (32,8 mln PLN vs 31,9 mln PLN rok temu). Zysk netto prognozujemy na poziomie 27,8 mln PLN. Oczekujemy mocnej pozycji gotówkowej (po 3Q'25 było 262 mln PLN gotówki netto, a w 4Q'25 spółka miała otrzymać II część zaliczki z kontraktu w Katowicach w kwocie ok 0,2 mld PLN).
- **Prognoza średnioterminowa.** 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%). Zakładamy w całym 2025 roku wypracowanie 1,95 mld PLN przychodów (+34% r/r, przy marży w okolicy 7,3%) oraz 76,1 mln PLN zysku netto (+12% r/r). W 2026 roku spółka będzie kończyć szereg kontraktów pozyskanych w 2023 roku, co w naszym odczuciu może pozytywnie wpływać na raportowane marże. Niekorzystny wyrok KIO bardzo ograniczył możliwość zdobycia umowy na odcinek Białystok-Ełk (w naszym odczuciu bardziej jest to „bolesne” dla MRB niż TOR). Jednocześnie istotna jest zakładana wartość ofertowania w najbliższych miesiącach dla PKP PLK (a w perspektywie 2027 powinien naszym zdaniem nabrać znaczenia rynek CPK), co powinno wpływać pozytywnie na możliwości budowy portfela na okres 2027+.

Prognozy wyników na 4Q'2025

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	552,3	592,5	7,3%	1 458,2	1 950,2	33,7%	1 947,5	-0,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,0	47,3	-3,5%	126,2	142,2	12,7%	158,9	11,7%
Zysk na sprzedaży	36,7	33,3	-9,2%	82,2	90,5	10,0%	106,2	17,4%
EBITDA	38,8	40,3	4,0%	100,4	118,0	17,5%	137,4	16,4%
EBIT	31,9	32,8	2,6%	74,5	90,1	20,8%	105,2	16,9%
Zysk brutto	33,0	34,3	3,7%	82,6	95,3	15,4%	113,3	18,9%
Zysk netto	28,3	27,8	-1,8%	67,9	76,1	12,0%	91,8	20,7%
Marża brutto ze sprzedaży	8,9%	8,0%		8,7%	7,3%		8,2%	
Marża na sprzedaży	6,6%	5,6%		5,6%	4,6%		5,5%	
marża EBITDA	7,0%	6,8%		6,9%	6,1%		7,1%	
marża EBIT	5,8%	5,5%		5,1%	4,6%		5,4%	
marża netto	5,1%	4,7%		4,7%	3,9%		4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	15,1	P/E	---	11,8	16,0	17,4
MC [mln PLN]	527,8	EV/EBITDA	---	3,3	4,2	5,9
		EV/EBIT	---	3,9	5,5	8,4
		P/BV	3,9	2,9	2,6	2,3

- **Backlog.** Portfel po 3Q'25 wynosił 4,13 mld PLN (+18% r/r, +18% q/q). Po 4Q'25 może lekko spaść (spółka podpisała gł. umowy w kubaturze + bocznice dla CPK w konsorcjum).
- **Deweloperka.** W 4Q'25 spółka sprzedała 94 lokale (60 rok temu) i przekazała 148 lokali (105 rok temu).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2024 roku wynik był wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, jednocześnie spółka pokazała jeszcze spore straty w segmencie energetyczno-przemysłowym. W 1-3Q'25 oczyszczone wyniki były lepsze r/r (pomimo dużo niższej kontrybucji deweloperki).
- **Prognoza na 4Q'25.** Spodziewamy się w 4Q'25 704 mln PLN przychodów (-10% r/r, ubytek głównie w budownictwie ogólnym). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy 11,0% (vs 6,7% rok temu – rok temu stratę miał segment energetyczny, w 4Q'25 mocny powinien być segment infrastruktury - budowa drogi wzdłuż granicy z Białorusią). Zakładamy EBIT na poziomie 35,3 mln PLN (vs 9,5 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje 17,9 mln PLN zysku (po wyłączeniu zysków mniejszości). Spodziewamy się, że dalszego spadku zadłużenia netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** W obszarze budowlanym spółka chce opierać wzrost głównie na infrastrukturze (spółka coraz wyraźniej widoczna jest w segmencie kolejowym w konsorcjach – ostatnio podpisano umowę na bocznice dla CPK czy złożono najniższą cenę w przetargu na Warszawę Wschodnią) 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). W 2026 roku na ten moment widzimy ryzyko erozji wyników w segmencie bud. ogólnego. Niższa może być także kontrybucja deweloperki (aczkolwiek może to zależeć od harmonogramu przekazania w końcówce 2026).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	781,1	704,0	-9,9%	2 606,9	2 318,9	-11,0%	2 499,4	7,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,0	77,3	48,5%	176,6	223,0	26,2%	211,2	-5,3%
Zysk na sprzedaży	15,4	35,3	129,0%	67,7	94,2	39,1%	72,5	-23,1%
EBITDA	17,4	42,6	144,0%	198,9	132,0	-33,6%	104,3	-21,0%
EBIT	9,5	35,3	270,8%	168,6	101,3	-39,9%	72,5	-28,5%
Zysk brutto	3,3	23,7	609,1%	134,8	55,0	-59,2%	59,8	8,7%
Zysk netto	-1,6	17,9	---	44,9	33,1	-26,2%	47,8	44,5%
Marża brutto ze sprzedaży	6,7%	11,0%		6,8%	9,6%		8,5%	
Marża na sprzedaży	2,0%	5,0%		2,6%	4,1%		2,9%	
marża EBITDA	2,2%	6,0%		7,6%	5,7%		4,2%	
marża EBIT	1,2%	5,0%		6,5%	4,4%		2,9%	
marża netto	-0,2%	2,5%		1,7%	1,4%		1,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

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

- **Paliwa.** W 4Q'25 premie lądowe (liczone dla wyrobów ARA) były wg naszych kalkulacji wyższe niż w 3Q'25 i r/r. Zakładamy, że wynik 4Q'25 może być porównywalny w ujęciu r/r, ale lepszy q/q (unormowanie się cen forward na dieslu). Zakładamy ok. 31-32 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs 32 mln PLN w 4Q'24).
- **LPG.** Problemy kosztowe tego obszaru mogą kulminowały w 3Q'25, w 4Q'25 zakładamy neutralną EBITDA (vs -7 mln PLN rok temu i -14 mln PLN w 3Q'25).
- **Stacje paliw.** W 4Q'25 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r. Spodziewamy się 7 mln PLN EBITDA vs 5,5 mln PLN rok temu.
- **Bitumeny.** 4Q to schyłek sezonu. Marżowość na rynku jest nieco niższa niż rok temu, ale spółka wspiera wolumeny importem. Spodziewamy się +25 mln PLN EBITDA (vs +19 mln PLN rok temu).
- **Infrastruktura.** Biznes obecnie generuje w miarę powtarzalne, wysokie wyniki na terminalach. W 4Q'25 spodziewamy się 25 mln PLN EBITDA (vs 22 mln PLN rok temu).
- **Pozostałe segmenty.** W segmentach gazu ziemnego i energii 4Q'25 według naszych szacunków łączny wynik powinien być wyraźnie niższy r/r (kwestia słabszych wyników na tradingu w obu obszarach). W przypadku innych segmentów (OZE, paliwa stałe) w 4Q'25 spodziewamy lekko dodatniej kontrybucji do wyników. Przyjmujemy ok 15 mln PLN kosztów korporacyjnych (wyższe niż w poprzednich kwartałach ze względu na rezerwy na premie).
- **Podsumowując** spodziewamy się 79,0 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy 16,3 mln PLN zysku.
- **Outlook.** W całym 2025 roku szacujemy EBITDA skoryg. na 325 mln PLN. W 2026 spodziewamy się lepszego r/r wyniku w segmencie Paliw (m.in. dobre warunki zakupowe w rocznych kontraktach, niska baza z 3Q'25). Oraz braku straty w segmencie LPG (nowe sankcje UE mają uszczelnić rynek). Liczymy także na lepszy r/r wynik Infrastruktury (podwyższa stawek), słabszy może być wynik Bitumenów (niższy r/r popyt). Zakładamy nieznaczną poprawę wyniku w Detalu. Wyraźnie mogą wzrosnąć przychody w segmencie OZE (realizacja kontraktów).

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	3 950	4 040	2,3%	14 085	14 958	6,2%	14 827	-0,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	310,1	213,5	-31,2%	880,5	815,0	-7,4%	814,1	-0,1%
Zysk na sprzedaży	125,8	11,2	-91,1%	239,4	89,5	-62,6%	63,5	-29,0%
EBITDA skoryg	74,5	79,0	6,0%	307,7	324,6	5,5%	371,6	14,5%
Paliwa	31,6	31,5	-0,4%	80,4	109,6	36,2%	129,2	17,9%
LPG	-6,6	0,0	---	12,2	-9,6	---	5,0	---
Stacje paliw	5,5	6,6	19,0%	17,4	20,2	16,4%	20,0	-1,2%
Bitumeny	19,0	24,5	29,2%	113,8	110,9	-2,5%	99,7	-10,1%
Infrastruktura	21,6	25,0	15,5%	85,1	108,6	27,6%	115,2	6,1%
pozostałe	3,4	-8,6	---	-1,3	-15,1	---	2,4	---
EBITDA	162,3	79,0	-51,3%	370,1	269,8	-27,1%	348,1	-29,0%
EBIT	125,9	41,7	-66,9%	233,5	120,1	-48,5%	198,4	-65,2%
Zysk brutto	135,5	20,5	-84,9%	187,2	8,2	-95,6%	124,5	-1413,1%
Zysk netto	104,7	16,6	-84,2%	139,3	4,8	-96,6%	100,8	-2000,4%
Marża brutto ze sprzedaży	7,9%	5,3%		6,3%	5,4%		5,5%	
Marża na sprzedaży	3,2%	0,3%		1,7%	0,6%		0,4%	
marża EBITDA	1,9%	2,0%		2,2%	2,2%		2,5%	
marża EBIT	3,2%	1,0%		1,7%	0,8%		1,3%	
marża netto	2,7%	0,4%		1,0%	0,0%		0,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy 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'25	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	3 719,5	4 040,3
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	176,9	213,5
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	36,2	11,2
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	88,0	79,0
Paliwa	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	18,0	31,5
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	-14,3	0,0
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	0,5	5,7
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	0,3	0,0
OZE	-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	0,5	0,1
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	6,5	6,6
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	49,8	24,5
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	32,1	25,0
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	2,4	0,6
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	-7,8	-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	74,9	79,0
Paliwa	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	28,8	31,5
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	-24,9	0,0
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	-1,3	5,7
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	2,0	0,0
OZE	-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	0,6	0,1
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	3,9	6,6
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	41,8	24,5
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	28,6	25,0
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	2,4	0,6
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	-7,1	-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	36,4	41,7
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	8,6	20,5
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	17,2	16,6
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	976,0	834,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

VOXEL**Redukuj, TP 153,3 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 sierpnia 2025 r.

			2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	139,0	P/E	14,9	13,9	11,7
MC [mln PLN]	1 459,9	EV/EBITDA	9,2	8,3	7,2
		EV/EBIT	12,9	11,6	9,8
		P/BV	4,0	4,0	3,4

Diagnostyka

W 4Q'25 spodziewamy się wzrostu wolumenów badań wykonywanych przez grupę. Szacujemy 34,2 tys. TK (+8,3% r/r), 79,4 tys. MR (+15,2% r/r), 5,2 tys. PET (+18,2% r/r) oraz 4,2 tys. SPECT (płasko r/r). Prognozy te uwzględniają niedawno przejęte pracownie MR w Malborku i Koninie. Implikuje to wzrost łącznej liczby badań o +12,8% 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 +17,8% r/r. Zakładamy rozliczenie nadwykonań za okres 1-3Q'25 w wysokości ok. 2,5 mln PLN (podobnie, jak rok wcześniej). Implikuje to wzrost wyniku EBITDA segmentu do 53,1 mln PLN

IT i wyposażenie pracowni

Przy okazji ostatniego sprawozdania kwartalnego, spółka informowała, że backlog Alterisa wynosi 130 mln PLN, natomiast w Radpoint 15 mln PLN. Spodziewamy się przekroczenia tego poziomu i osiągnięcia przychodów w łącznej wysokości 162,7 mln PLN w 2025 r. (43,1 mln PLN w 4Q'25). Oznacza to spadek sprzedaży kwartalnej w ujęciu r/r, jednak podkreślamy, że baza z zeszłego roku była wysoka, a spółka odnotowała silną pierwszą połowę roku.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 4Q'25 zakładamy wykonanie 139 (płasko r/r). Implikuje to przychody na poziomie 3,6 mln PLN (+10,1% r/r).

Na poziomie grupy szacujemy 153,5 mln PLN przychodów (+9,1% r/r) oraz 53,7 mln PLN EBITDA (+31,7% r/r). Zakładamy spadek w segmencie IT, jednak wskazujemy, że mocny 1Q'25 zaburzył nieco sezonowość tego obszaru. Wynik netto w 4Q'24 był podbity wyceną udziałów w Radpoint w wysokości 8,9 mln PLN, co było zdarzeniem jednorazowym. Powyższe założenia implikują wzrost zysku netto do 30,5 mln PLN (+2,3% r/r).

W całym 2025 r. szacujemy dwucyfrowe wzrosty przychodów i wyniku operacyjnego. Nie wykluczamy wystąpienia odpisów, które obniżyłyby wynik 4Q'25, jednak nie uwzględniamy ich w prognozie ze względu na dużą niepewność ich wystąpienia. Ryzykiem dla naszych prognoz może być przesunięcie rozliczenia nadwykonań na 2026 r., co obniżyłoby wynik EBITDA o 2,5 mln PLN.

Prognozy wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	140,7	153,5	9,1%	507,8	581,7	14,6%
Wynik brutto na sprzedaży	39,7	47,3	19,1%	154,6	170,4	10,2%
EBITDA	40,8	53,7	31,7%	166,5	193,7	16,3%
Diagnostyka	43,4	53,1	22,4%	175,1	196,7	12,4%
Neurochirurgia	1,7	1,5	-13,7%	7,5	7,1	-4,8%
IT i wyposażenie pracowni	6,5	5,7	-11,5%	16,9	19,4	15,1%
Wyłączenia	-10,8	-6,6		-32,9	-29,6	
EBIT	28,1	39,5	40,7%	118,8	138,6	16,6%
Zysk brutto	34,9	37,7	7,8%	119,6	130,2	8,9%
Zysk netto	29,8	30,5	2,3%	97,7	105,2	7,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,2%	30,8%		30,4%	29,3%	
Marża EBITDA	29,0%	35,0%		32,8%	33,3%	
Marża EBIT	20,0%	25,8%		23,4%	23,8%	
Marża zysku netto	21,2%	19,9%		19,2%	18,1%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

VRG

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	5,1	P/E	11,8	13,6	12,2
MC [mln PLN]	1 196	EV/EBITDA	6,0	5,9	5,6
		EV/EBIT	12,8	12,2	11,2
		P/BV	1,2	1,1	1,0

W segmencie odzieżowym spółka kontynuuje proces optymalizacji sieci salonów stacjonarnych. Zakładamy, że przyczyni się to do wzrostu sprzedaży w przeliczeniu na m2, ale też skonsolidowanych przychodów segmentu. Szacujemy 202,3 mln PLN przychodów w 4Q'25, co oznacza wzrost o +7,5% r/r. Spodziewamy się, że kolekcja jesień-zima została dobrze odebrana przez klientów, którzy cenią sobie dobre składy odzieży, dlatego prognozujemy wzrost marży brutto ze sprzedaży segmentu z 62,0% w 4Q'24 do 62,5% w 4Q'25.

W segmencie jubilerskim 4Q'25 jest ostatnim kwartałem przed konsolidacją przejętej spółki Lilou. Zakładamy, że rynkowy wzrost cen kruszców implikuje wzrosty cen biżuterii. Jednocześnie szacujemy, że procentowa marża brutto na sprzedaży zostanie utrzymana na poziomie podobnym r/r. W tym segmencie spółka kontynuuje rozwój sieci salonów stacjonarnych. Według ostatnich publikowanych planów, w 4Q'25 miało zostać otwartych 8 salonów sieci W.KRUK. Mimo to, spodziewamy się wzrostu sprzedaży na m2, chociaż w naszej ocenie będą to niskie jednocyfrowe dynamiki. Przychody segmentu szacujemy na 270,5 mln PLN (+5,5% r/r).

Wynik operacyjny 4Q jest sezonowo obciążony odpisami aktualizacyjnymi niesprzedanych towarów z poprzednich kolekcji. Zakładamy, że będzie on wyższy niż w roku poprzednim (ok. 11 mln PLN w 4Q'25 vs 5,5 mln PLN w 4Q'24), co obniży EBIT segmentu odzieżowego o ok. -47,5% r/r. Lepiej natomiast powinien zachować się segment jubilerski, w którym szacujemy wzrost EBIT o +4,1% r/r, stąd zysk operacyjny grupy szacujemy na poziomie 62,8 mln PLN (-11,0% r/r), a EBITDA w wysokości 97,5 mln PLN (-7,3% r/r).

Działalność finansowa w 4Q'25, w naszej ocenie, powinna neutralnie lub lekko pozytywnie wpłynąć na wynik kwartału, głównie dzięki korzystnemu kształtowaniu się kursów walutowych. Implikuje to wynik netto na poziomie 51,2 mln PLN, czyli +8,4% wzrostu r/r.

W całym roku spodziewamy się przychodów sięgających 1,5 mld PLN, przy nieco wyższej marży brutto na sprzedaży. Zakładamy utrzymanie na zbliżonym poziomie r/r rentowności EBIT oraz zysku netto. Oznacza to wzrost tych wartości do odpowiednio 135,5 mln PLN (+6,8% r/r) oraz 98,2 mln PLN (+11,8% r/r). Ze względu na niższą dynamikę wzrostu amortyzacji, szacujemy spadek marżowości EBITDA, jednak prognozujemy wzrost tej pozycji do 271,8 mln PLN (+4,1% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	444,6	472,7	6,3%	1 375,0	1 489,8	8,3%
segment odzieżowy	188,2	202,3	7,5%	604,1	654,1	8,3%
segment jubilerski	256,4	270,5	5,5%	770,9	835,8	8,4%
Wynik brutto na sprzedaży	254,7	272,2	6,9%	762,8	834,5	9,4%
EBITDA	105,2	97,5	-7,3%	261,1	271,8	4,1%
EBIT	70,6	62,8	-11,0%	126,8	135,5	6,8%
segment odzieżowy	20,6	10,8	-47,5%	-3,9	4,6	-
segment jubilerski	49,9	52,0	4,1%	130,7	130,9	0,2%
Zysk brutto	60,6	62,8	3,7%	111,9	122,7	9,7%
Zysk netto	47,2	51,2	8,4%	87,8	98,2	11,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	57,3%	57,6%		55,5%	56,0%	
Marża EBITDA	23,7%	20,6%		19,0%	18,2%	
Marża EBIT	15,9%	13,3%		9,2%	9,1%	
Marża zysku netto	10,6%	10,8%		6,4%	6,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

WIRTUALNA POLSKA**Kupuj, TP 76,5 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 12 grudnia 2025 r.

			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 [PLN]	2,0	2,2	2,5

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	r/r	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.

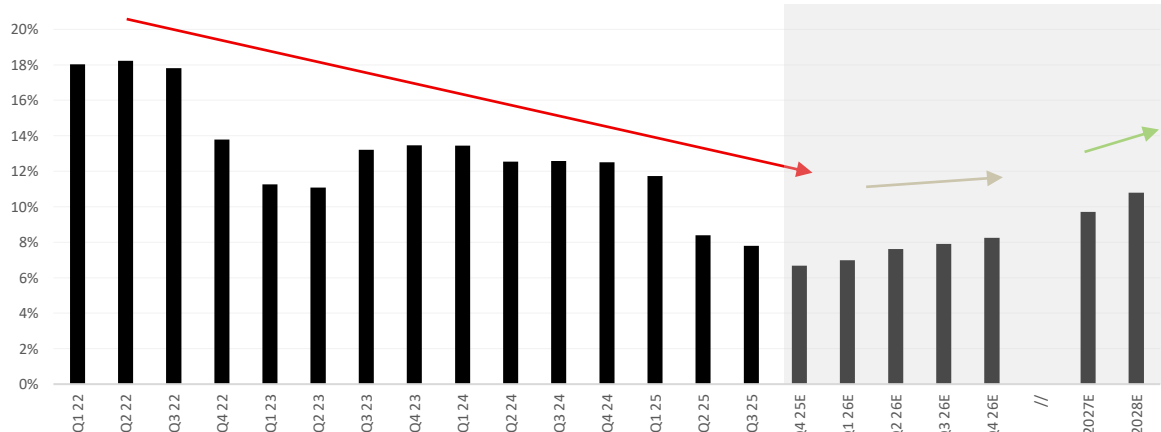
W symulacji staramy się uwzględnić wymagające dla spółki uwarunkowania na rynku reklamy internetowej. Jednocześnie w ramach segmentu reklama i subskrypcje założyliśmy wysokie jednocyfrowe wzrosty w obszarze wpływów z subskrypcji. W strukturze kosztów segmentu reklama i subskrypcje staramy się dodatkowo 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 przejścia 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 rosłać r/r odpowiednio o 6,9% i 6,1%.

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



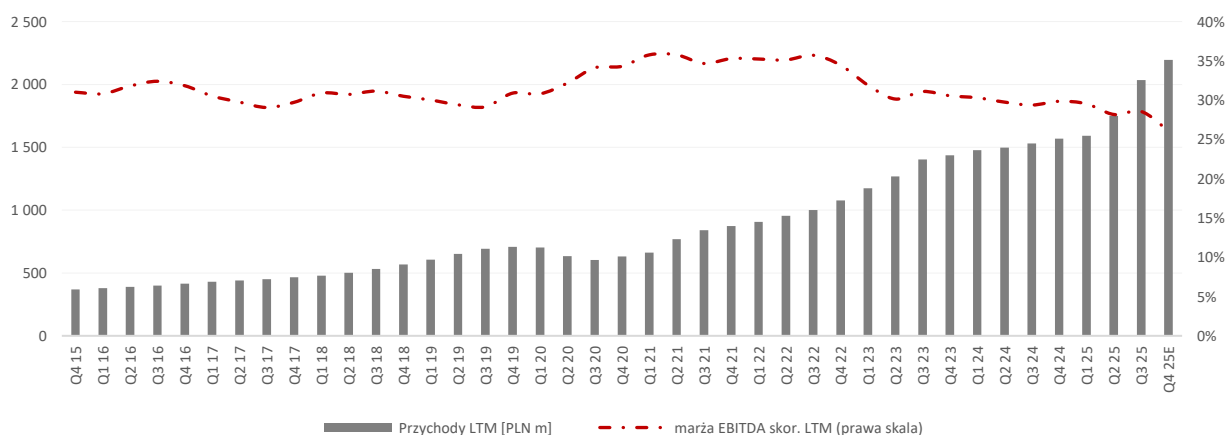
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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%

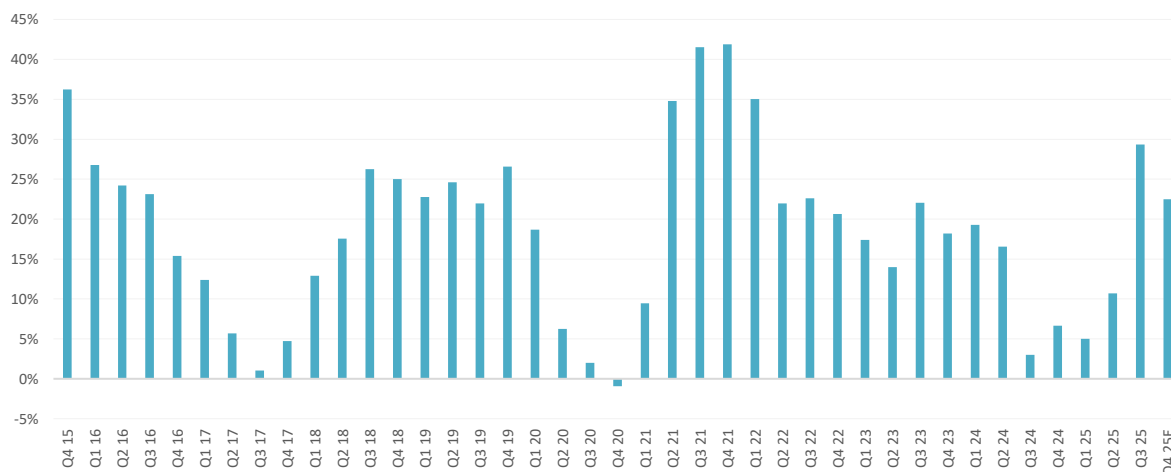
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w ujęciu LTM i marża skor. EBITDA



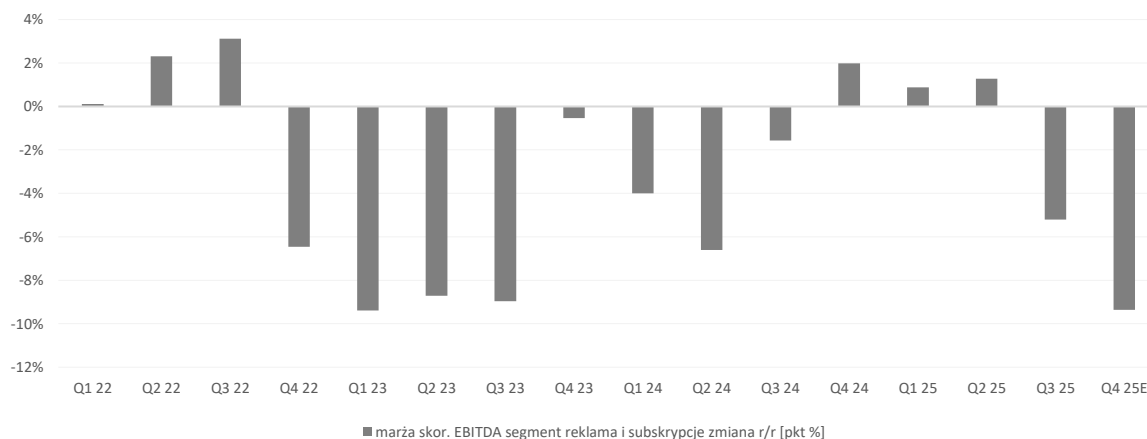
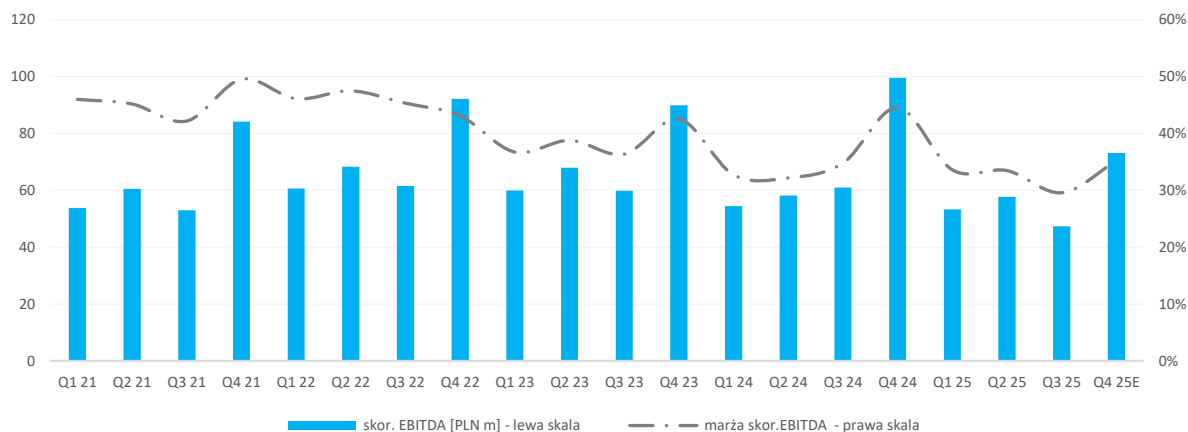
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika r/r odczytów skor. EBITDA LTM



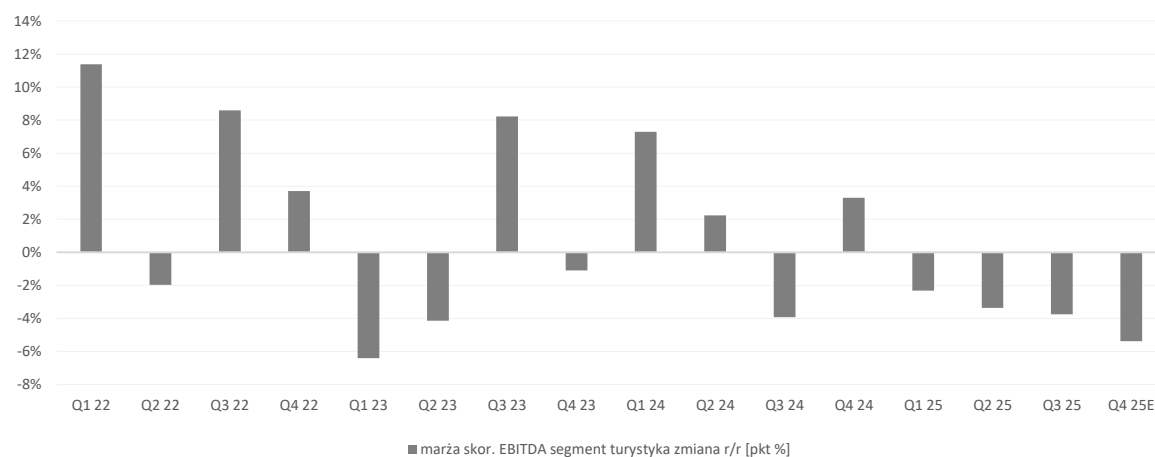
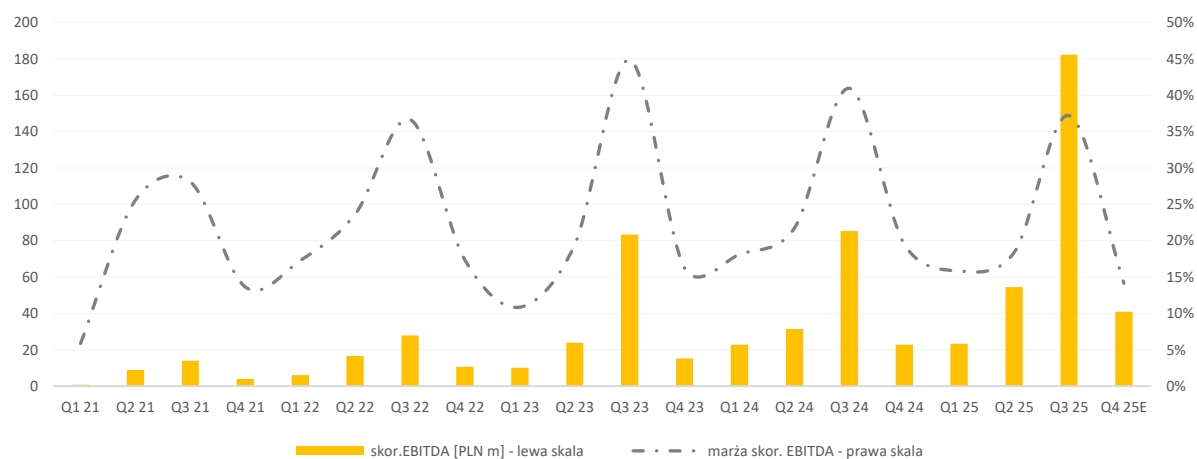
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

ZUE**Kupuj, TP 12,4/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 9 grudnia 2025 r

			2023	2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,6	P/E	13,8	27,1	35,3	36,4
MC [mln PLN]	290,2	EV/EBITDA	3,5	9,1	9,9	8,2
		EV/EBIT	5,1	16,6	21,9	19,0
		P/BV	1,5	1,4	1,4	1,3

- **Backlog.** Portfel wynosił po 3Q'25 1,14 mld PLN (-7% r/r, -4% q/q). W XII'25 spółka podpisała umowę z PKP PLK na 2,6 mld PLN (Gdynia – Łębork), co istotnie stabilizuje portfel na kolejne lata. W I'26 złożono także najniższą ceną w kolejnym przetargu PKP PLK na 0,9 mld PLN (w tym 50% dla spółki), a jeszcze w końcówce 2025 roku w przetargu w Rumunii (w konsorcjum, potencjalny przerób dla spółki: ok. 0,13 mld PLN).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1-3Q'25 spółka miała 691 mln PLN przychodów (-25% r/r) oraz 5,2 mln PLN zysku netto (-25% r/r). Wyniki za sam 3Q'25, po bardzo pozytywnym zaskoczeniu w 2Q'25, zgodnie z oczekiwaniami przyniosły spadek marży w ujęciu q/q. Aczkolwiek erozja marży była nieco większa niż się spodziewaliśmy. Na koniec 3Q'25 dług netto wynosił 38 mln PLN (spadek q/q).
- **Prognoza na 4Q'25.** Spółka od dłuższego czasu wyznacza sobie cel osiągnięcia marży brutto ze sprzedaży na poziomie 6% (średnia za 2020-24 to 4,0%). Kwartalne marże w ostatnim czasie pozostają jednak dość zmienne – prawdopodobnie jest to kwestia dość niskiego portfela i punktowego rozliczenia kończonych kontraktów. Pozytywny wpływ na 4Q'25 powinna mieć ugoda z PKP Cargo (spółka ma otrzymać 7,6 mln PLN netto, ale rozłożone na raty do 2031 roku). Z drugiej strony pewną niewiadomą pozostaje finalne rozliczenie kontraktu Annopol. Biorąc pod uwagę brak nowych doniesień w tym zakresie, podtrzymujemy nasze prognozy z ostatniego raportu analitycznego, Zakładamy w 4Q'25 245 mln PLN przychodów (-18% r/r), 4,6% marży brutto ze sprzedaży oraz zysk netto na poziomie 3,0 mln PLN (vs 3,8 mln PLN rok temu).
- **Prognoza średnioterminowa.** Portfel spółki na koniec roku powinien być na rekordowym poziomie (ok 3,5 mld PLN), po podpisaniu umowy na odcinek Gdynia Chylonia – Łębork. Nie spodziewamy się po nim wybitnej marży, ale nie wydaje też nadmiernie „agresywny” (3% poniżej II oferty, 14% poniżej budżetu) i powinien zapewnić spółce stabilną „bazę” na kolejne 4-5 lat. Kontrakt ma charakter P&B, więc główny strumień przychodów pojawi się dopiero od 2027 roku (przy czym w 2026 możliwa powinna być sprzedaż materiałów pod kontrakt do zamawiającego). Strategia spółki zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (np. Rumunia, kraje bałtyckie, Niemcy, Słowacja), aby ograniczać ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 4Q'2025

	4Q'24	4Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	297,9	245,0	-17,8%	1 219,4	935,9	-23,2%	965,3	3,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	16,0	11,4	-28,9%	50,5	48,7	-3,4%	52,4	7,5%
Zysk na sprzedaży	6,1	1,5	-75,4%	16,6	10,5	-37,1%	13,3	26,7%
EBITDA	9,7	8,6	-10,9%	34,7	30,7	-11,6%	30,5	-0,5%
EBIT	5,6	3,9	-30,6%	19,1	13,8	-27,4%	13,3	-4,2%
Zysk brutto	4,1	3,8	-8,2%	12,1	9,7	-20,3%	10,0	2,8%
Zysk netto	3,8	3,0	-21,3%	10,7	8,2	-23,4%	8,0	-2,8%
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	4,6%		4,1%	5,2%		5,4%	
Marża na sprzedaży	2,1%	0,6%		1,4%	1,1%		1,4%	
marża EBITDA	3,3%	3,5%		2,8%	3,3%		3,2%	
marża EBIT	1,9%	1,6%		1,6%	1,5%		1,4%	
marża netto	1,3%	1,2%		0,9%	0,9%		0,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Piotr Barcz

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

System rekomendacji:

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

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

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2026-02-11.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-02-11 (09:05 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-04-01.

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 uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 11.02.2026 roku:

	ATAL	BUDIMEX	DECORA	DEKPOL	DOM DEVELOPMENT	ELEKTROTIM	ERBUD	FERRO	INSTAL KRAKÓW	KĘTY	MIRBUD	MOSTOSTAL ZABRZE	ONDE	PKN ORLEN	PEKABEX	SELENA FM	ŚNIEŻKA	TORPOL	UNIBEP	UNIMOT	ZUE
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	T A K	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K	T A K	T A K	N I E	T A K	T A K	N I E	N I E
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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	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	T A K	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	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
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
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
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
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	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	T A K
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
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznemu 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
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

	AGORA	ATM GRUPA	BENEFIT SYSTEMS	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	IMS	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PTWP	WIRTUALNA POLSKA	ANSWEAR.COM	BIOMAXIMA	CCC	CELON PHARMA	ESOTIQ & HENDERSON	LPP	NEUCA	SYNETIK	SYNTHAVERSE	VOXEL	VRG
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	T A K	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	N I E	T A K	T A K	N I E	T A K	N I E
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	T A K	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	T A K	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K	N I E
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
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
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
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
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	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	T A K *	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	T A K *	N I E
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E	N I E
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
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
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

*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