Dom Maklerski BDM S.A.

SEZON WYNIKÓW

Q3 2026

MEDIA/ROZRYWKA/TELEKOMUNIKACJA

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

Analityk:
Maciej Bobrowski

06 LISTOPAD 2026, 13:28 CET/CEST

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

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

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE 4
AGORA 7
ATM GRUPA 10
BENEFIT SYSTEMS 12
CYFROWY POLSAT 14
DIGITAL NETWORK 17
IMS 19
KINO POLSKA 21
ORANGE POLSKA 24
PTWP 27
WIRTUALNA POLSKA 29

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

	Data publikacji rekomendacji	Rekomendacja	Wycena [PLN/akcję]	Kurs [PLN/akcję]	Wycena / Kurs
AGORA	2026-09-03	KUPUJ	12,08	12,90	94%
ATM GRUPA	2026-10-20	KUPUJ	5,10	3,54	144%
BENEFIT SYSTEMS	---	BRAK	---	6 170	---
CYFROWY POLSAT	2026-01-22	KUPUJ	15,27	12,55	122%
DIGITAL NETWORK	---	BRAK	---	280,0	---
IMS	---	BRAK	---	3,44	---
KINO POLSKA	2025-12-17	KUPUJ	28,5	17,25	165%
ORANGE POLSKA	2026-01-21	TRZYMAJ	10,67	16,71	64%
PTWP	---	BRAK	---	145,0	---
WIRTUALNA POLSKA	2025-12-12	KUPUJ	76,5	55,30	138%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA +11,3% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +45,9% STOPA ZWROTU 12M	**ATM GRUPA** -3,3% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E -4,8% STOPA ZWROTU 12M	
BENEFIT SYSTEMS +48,1% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +105,5% STOPA ZWROTU 12M	**CYFROWY POLSAT** +1,5% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E -2,1% STOPA ZWROTU 12M	**DIGITAL NETWORK** +141,2% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +171,2% STOPA ZWROTU 12M
IMS +11,4% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +23,1% STOPA ZWROTU 12M	**KINO POLSKA TV** +0,3% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +2,1% STOPA ZWROTU 12M	**ORANGE POLSKA** +9,4% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026 +88,8% STOPA ZWROTU 12M
PTWP +127,2% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +11,3% STOPA ZWROTU 12M	**WIRTUALNA POLSKA** -4,2% EBITDA LTM Y/Y Q3 2026E +1,7% STOPA ZWROTU 12M	
WIG +40,8% STOPA ZWROTU 12M	**STOXX EUROPE 600 MEDIA** +10,4% STOPA ZWROTU 12M	

PODSUMOWANIE

W ramach sezonu wyników za Q3 2026 w sektorze mediów, rozrywki i telekomunikacji pozytywnie wyróżniamy **Agorę** (oczekujemy mocnych wyników segmentu film oraz relatywnie dobrych odczytów w pozostałych obszarach działalności), **Benefit Systems** (spodziewamy się dobrych wyników we wszystkich segmentach), **IMS** (w naszej ocenie spółka powraca na ścieżkę wzrostu) oraz **Orange Polska** (spółka opublikowała już wyniki za Q3 2026).

Neutralnie podchodzimy do **ATM Grupa** (spodziewamy się mocnych wyników w segmencie audiowizualnym, choć zwracamy uwagę na wymagającą bazę porównawczą z Q3 2025), **Cyfrowego Polsatu** (oczekujemy relatywnie dobrych wyników w obszarze TMT) oraz **PTWP** (Q3 jest sezonowo niskim okresem w działalności spółki).

Negatywnie oceniamy perspektywy wynikowe **Digital Network** (relatywnie słabe przychody na tle naszych wcześniejszych oczekiwań), **Kino Polska TV** (słaba koniunktura na polskim rynku reklamy w telewizji linearnej oraz oczekiwane wyższe koszty kontentu) oraz **Wirtualnej Polski** (spadek marż w segmencie reklama i subskrypcje oraz w obszarze turystyki).

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q3 2026

	Data publikacji wyników	EBITDA [PLN m]			EBIT [PLN m]			Wynik netto [PLN m]		
		Q3'25	Q3'26E	y/y	Q3'25	Q3'26E	y/y	Q3'25	Q3'26E	y/y
AGORA	2026-11-19	58,3	76,3	30,9%	14,1	21,8	54,7%	-6,0	-3,3	
ATM GRUPA	2026-11-26	29,5	28,8	-2,5%	23,3	22,9	-1,7%	18,3	16,3	-10,7%
BENEFIT SYSTEMS	2026-11-19	377,4	501,9	33,0%	239,8	307,9	28,4%	211,9	226,0	6,6%
CYFROWY POLSAT	2026-11-18	765,8	810,0	5,8%	765,8	810,0	5,8%	69,6	105,0	50,9%
DIGITAL NETWORK	2026-11-30	13,5	31,9	136,0%	10,5	18,4	74,8%	8,3	9,9	19,6%
IMS	2026-11-26	3,9	4,8	23,2%	2,5	3,3	31,9%	1,7	1,9	15,6%
KINO POLSKA	2026-11-19	29,5	26,0	-11,8%	24,2	22,8	-5,9%	19,2	18,9	-1,2%
ORANGE POLSKA	2026-10-26	1 045,0	1 181,0	13,0%	371,0	522,0	40,7%	228,0	328,0	43,9%
PTWP	2026-11-27	-3,4	3,1		-3,9	-1,2		-3,1	-1,4	
WIRTUALNA POLSKA	2026-11-17	241,6	229,3	-5,1%	158,8	153,4	-3,4%	97,7	80,6	-17,5%

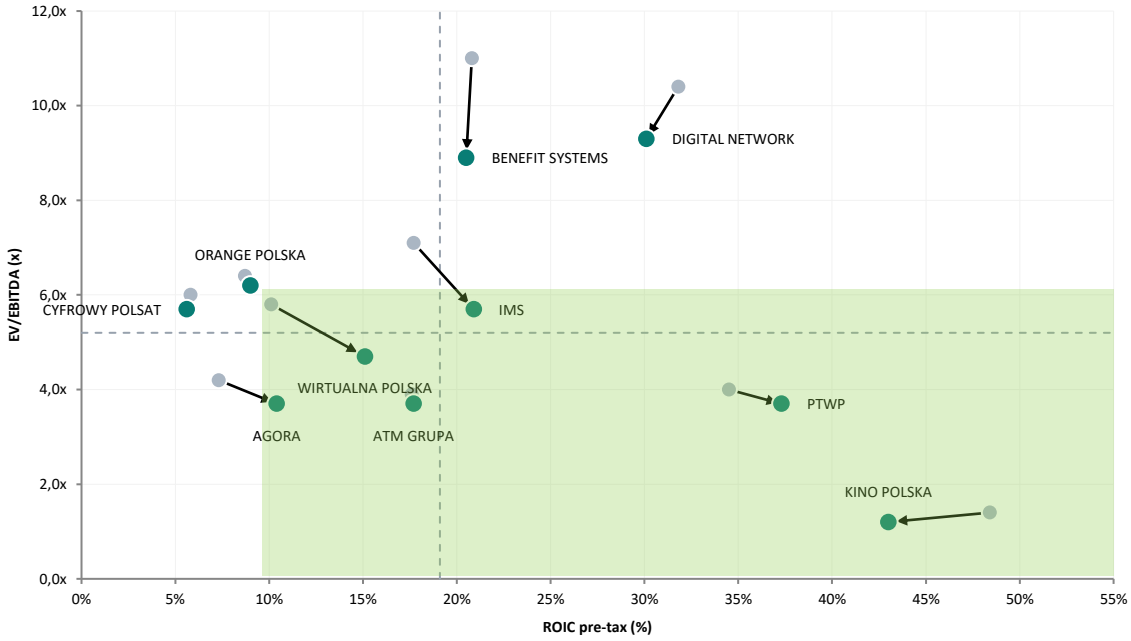
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zestawienie podsumowujące dla sezonu wyników Q3 2026 LTM

	Data publikacji wyników	EBITDA LTM [PLN m]			EBIT LTM [PLN m]			Wynik netto LTM [PLN m]		
		Q3'25	Q3'26E	y/y	Q3'25	Q3'26E	y/y	Q3'25	Q3'26E	y/y
AGORA	2026-11-19	281,6	313,5	11,3%	103,3	99,4	-3,8%	20,0	39,2	95,8%
ATM GRUPA	2026-11-26	68,6	66,3	-3,3%	46,8	43,3	-7,4%	33,7	34,2	1,3%
BENEFIT SYSTEMS	2026-11-19	1 163,3	1 722,3	48,1%	706,5	973,3	37,8%	526,1	837,0	59,1%
CYFROWY POLSAT	2026-11-18	3 179,8	3 228,7	1,5%	1 480,0	-1 291,6		400,2	-2 383,8	
DIGITAL NETWORK	2026-11-30	51,7	124,7	141,2%	39,5	81,6	106,5%	30,8	46,8	52,2%
IMS	2026-11-26	18,4	20,5	11,4%	13,0	14,7	13,1%	8,3	9,0	7,9%
KINO POLSKA	2026-11-19	109,5	109,8	0,3%	93,1	99,7	7,0%	73,2	80,9	10,4%
ORANGE POLSKA	2026-10-26	3 980,0	4 354,8	9,4%	1 443,0	1 564,8	8,4%	894,0	972,8	8,8%
PTWP	2026-11-27	19,2	43,6	127,2%	17,3	29,7	71,5%	13,5	23,6	74,5%
WIRTUALNA POLSKA	2026-11-17	581,2	556,8	-4,2%	297,3	85,9	-71,1%	141,6	-4,4	---

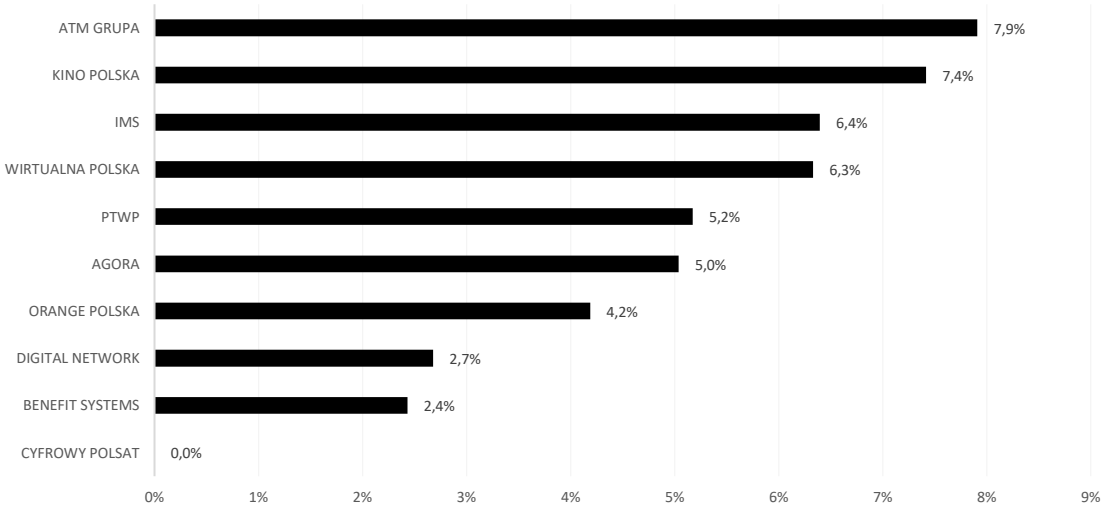
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognozowanej wartości ROIC przed podatkiem na lata 2026-2027 z mnożnikiem EV/EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności prognozowanej przez nas dywidendy (płatnej w 2027) roku do bieżącego kursu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

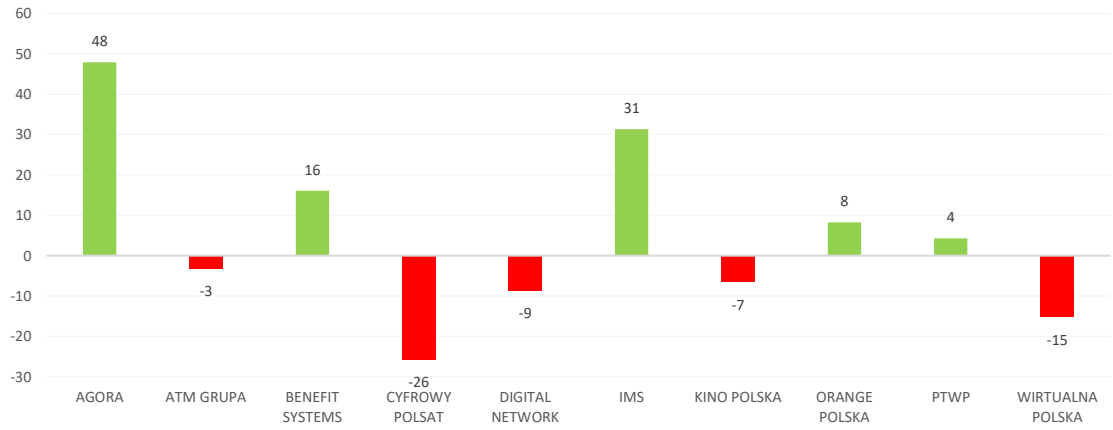
Stopa zwrotu na walorach wybranych spółek [total return; kursy z 2026-11-05]

	Stopa zwrotu w okresie [%]				Stopa zwrotu względem WIG w okresie [%]			
	3M	6M	YTD	12M	3M	6M	YTD	12M
AGORA	47,9	57,0	49,8	45,9	44,1	38,6	15,0	5,1
ATM GRUPA	-3,3	-6,3	-3,1	-4,8	-7,1	-24,7	-37,9	-45,7
BENEFIT SYSTEMS	16,1	52,3	79,1	105,5	12,2	33,8	44,3	64,6
CYFROWY POLSAT	-25,7	-22,4	2,9	-2,1	-29,6	-40,9	-31,9	-43,0
DIGITAL NETWORK	-8,7	49,2	73,9	171,2	-12,6	30,7	39,1	130,4
IMS	31,3	72,5	39,2	23,1	27,4	54,0	4,4	-17,7
KINO POLSKA	-6,5	-8,4	-19,3	2,1	-10,4	-26,9	-54,1	-38,8
ORANGE POLSKA	8,3	12,5	70,6	88,8	4,4	-6,0	35,8	47,9
PTWP	4,3	10,5	13,0	11,3	0,5	-8,0	-21,8	-29,5
WIRTUALNA POLSKA	-15,2	-3,0	-6,9	1,7	-19,0	-21,5	-41,6	-39,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

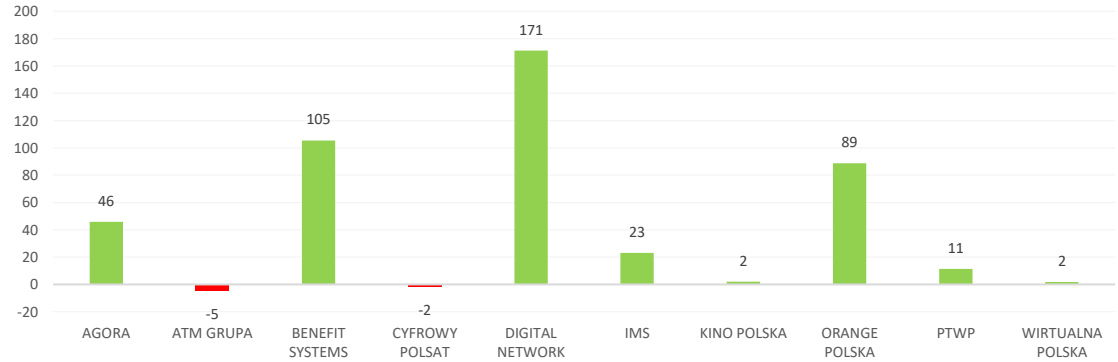
Na tle analizowanej grupy podmiotów w ostatnich 3 miesiącach pozytywnie wyróżniają się Agora (całkowita stopa zwrotu: +48%), Benefit Systems (+16%), IMS (+31%) oraz Orange Polska (+8%). Jednocześnie w ujęciu ostatnich 12 miesięcy stopy zwrotu z akcji większości spółek analizowanych w kwartalniku pozostają poniżej stopy zwrotu z indeksu WIG.

Stopa zwrotu na wybranych spółkach liczona za okres 3M [kursy z 2026-11-05]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Stopa zwrotu na wybranych spółkach liczona za okres 12M [kursy z 2026-11-05]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

(materiał z prognozami dla Agory po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-10-26)

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	12,90	P/E	19,5x	21,4x	11,1x
Kapitalizacja [PLN m]	601	skor. EV/EBITDA	4,2x	4,2x	3,7x
EV [PLN m]	1 443	EV/Przychody	0,7x	0,8x	0,8x
EV [PLN m] (non IFRS16)	884	P/BV	0,6x	0,9x	0,8x
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-19	DPS	0,25	0,50	0,65

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE BDM: KUPUJ (cena docelowa: 12,08 PLN; data wydania: 2026-09-03)

Prognozy wyników na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	368,6	396,3	8%	1 543,1	1 660,7	8%
Reklama	181,0	199,4	10%	788,5	886,0	12%
Bilety do kina	65,3	77,4	19%	268,5	285,4	6%
Sprzedaż wydawnictw	29,7	29,9	1%	129,3	126,4	-2%
Bary kinowe	40,5	46,1	14%	162,9	170,2	4%
Działalność filmowa	12,7	7,5	-41%	55,6	58,8	6%
Pozostała sprzedaż	39,4	35,8	-9%	138,3	133,8	-3%
skor. EBITDA	58,3	76,3	31%	281,6	313,5	11%
skor. EBIT	**14,1**	**21,8**	**55%**	**103,3**	**99,4**	**-4%**
Saldo finansowe	-15,2	-22,3		-66,6	-46,2	
Wynik netto	-5,2	-1,3		26,2	44,8	71%
akcjonariuszy jedn. dominującej	**-6,0**	**-3,3**		**20,0**	**39,2**	**96%**
skor. EBIT	**14,1**	**21,8**	**55%**	**103,3**	**99,4**	**-4%**
Segment Film	17,4	25,5	47%	75,9	78,3	3%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-3,4	-3,8		27,4	21,2	-23%

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 segmencie Film spodziewamy się, że w Q3 2026 sieć Helios sprzedała o ponad 17% więcej biletów r/r. Zakładamy również dobrą monetyzację widza, co powinno przełożyć się na mocne wyniki sprzedaży biletów oraz działalności barów kinowych.

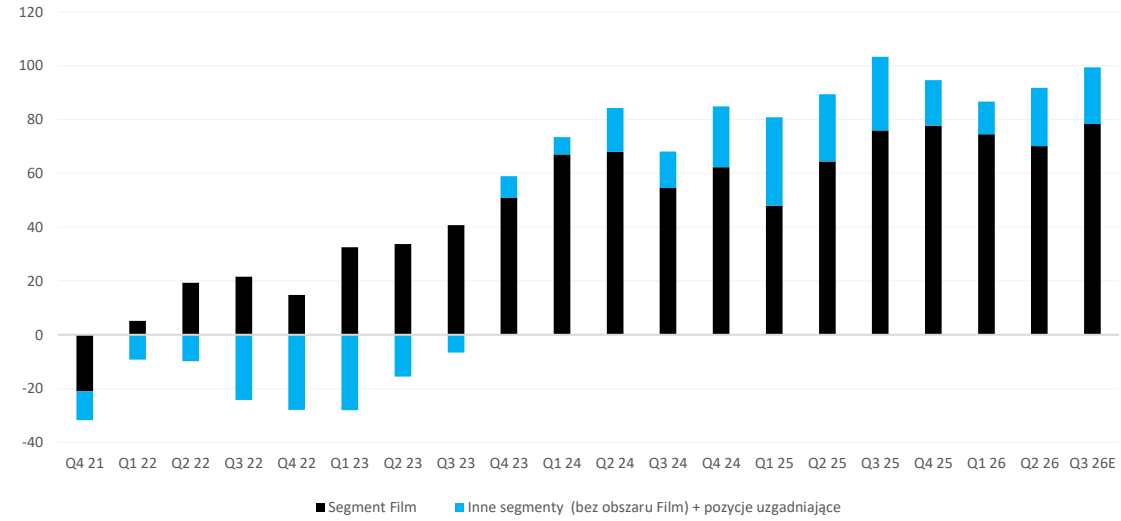
W pozostałych segmentach z ekspozycją na rynek reklamy (łącznie) oczekujemy relatywnie wysokiej dynamiki wzrostu organicznego w porównaniu z Q3 2025. Przypominamy jednocześnie, że nominalny wzrost przychodów reklamowych w 2026 roku względem 2025 roku, uwzględniony w naszej symulacji, w istotnym stopniu wynika również z konsolidacji Synergic oraz ujęcia przychodów z nowej umowy dotyczącej obsługi wiat przystankowych w Warszawie.

Zakładamy, że w Q3 2026 Agora może wykazać skor. EBIT na poziomie około 21,8 mln PLN, co oznacza poprawę o 55% r/r (w raporcie analitycznym z 2026-09-03 prognozowaliśmy wynik na poziomie 21,7 mln PLN). W ujęciu LTM skor. EBIT powinien tym samym wynieść 99,4 mln PLN, co oznacza spadek o 4% r/r. Nasza analiza segmentowa wskazuje, że segment Film może odnotować wzrost wyniku o 8,1 mln PLN r/r, podczas gdy pozostałe obszary działalności, łącznie z pozycjami uzgadniającymi, mogą wykazać nieznaczne pogorszenie wyników w ujęciu r/r.

W naszej ocenie perspektywy Agory na Q4 2026 pozostają korzystne. Oczekujemy, że wyniki za ten okres potwierdzą wejście spółki na ścieżkę wzrostu skor. EBIT w ujęciu LTM. Z obecnej perspektywy podtrzymujemy prognozę na cały 2026 rok przedstawioną w naszym ostatnim raporcie analitycznym, zakładającą skor. EBIT na poziomie około 111 mln PLN, wobec około 95 mln PLN w 2025 roku.

Dostrzegamy jednocześnie pogorszenie koniunktury na polskim rynku reklamy w obszarze telewizji linearnej. Spodziewamy się, że w H2 2026 wartość tego segmentu reklamowego spadnie w ujęciu r/r i liczymy się, że w całym 2026 roku wartość polskiego rynku reklamy telewizyjnej zmniejszy się o blisko 3% względem 2025 roku. W scenariuszu bazowym na 2027 rok przewidujemy utrzymanie negatywnych tendencji i dalszy spadek wartości rynku reklamy telewizyjnej w Polsce o około 3% r/r. Udział reklamy telewizyjnej w całkowitej wartości polskiego rynku reklamowego pozostaje relatywnie wysoki na tle innych państw UE. Obserwowana erozja tego segmentu nie stanowi obecnie dla nas wystarczającej przesłanki do akcentowania negatywnych scenariuszy dla Agory. Jednocześnie dostrzegamy rosnące ryzyko, że w kolejnych kwartałach 2027 roku spółka może napotykać trudności we wdrażaniu podwyżek cennikowych swoich usług reklamowych.

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



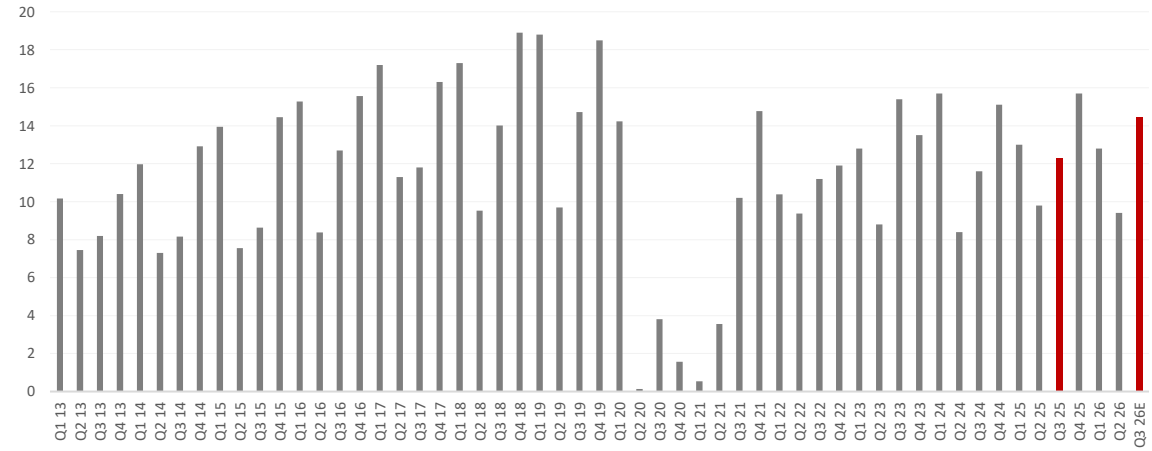
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

Po wymagającym okresie Q1–Q2 2026 roku w Q3 2026 dostrzegamy wyraźną poprawę frekwencji w polskich kinach. Szacujemy, że w ujęciu r/r szczególnie mocnymi miesiącami były lipiec i sierpień 2026 roku. W całym Q3 2026 frekwencja kinowa mogła być wyższa o blisko 17% r/r. Tym samym w ujęciu LTM, na koniec Q3 2026, liczba widzów w polskich kinach mogła przekroczyć 52 mln, co oznaczałoby wzrost o ponad 4% r/r (wobec spadku o 1,5% r/r odnotowanego w ujęciu LTM na koniec Q2 2026).

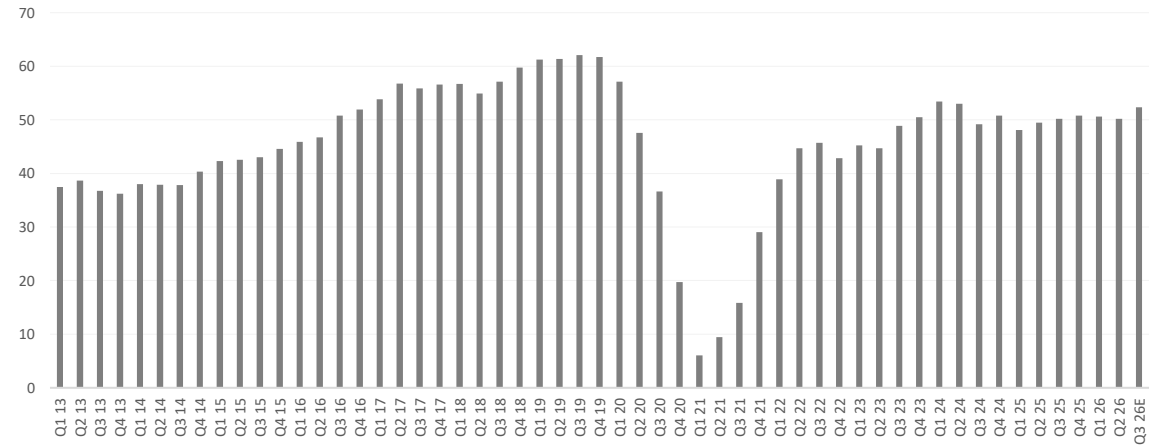
W repertuarze kinowym na Q4 2026 dostrzegamy kilka mocnych tytułów, zarówno zagranicznych, jak i polskich, które w naszej ocenie powinny pozytywnie wpłynąć na frekwencję. Z obecnej perspektywy zakładamy, że w całym 2026 roku liczba widzów w polskich kinach może wzrosnąć o około 3% względem 2025 roku.

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q3 2026 [m]



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

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu LTM) oraz nasza symulacja na Q3 2026 [m]



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

ATM GRUPA

(materiał z prognozami dla ATM Grupa po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-10-21)

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	3,55	P/E	8,8	7,6	7,0
Kapitalizacja [PLN m]	299	skor. EV/EBITDA	4,1	3,9	3,7
EV [PLN m]	281	P/BV	1,0	0,9	0,8
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-26	DPS [PLN]	0,18	0,27	0,28

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE (2026-10-20): KUPUJ z ceną docelową 5,10 PLN/akcję

Dostrzegamy silny portfel projektów w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej. Jednocześnie przypominamy, że baza porównawcza z Q3 2025 uwzględnia księgowe jednorazowe rozliczenie w rachunku wyników istotnego projektu realizowanego przez kilka wcześniejszych kwartałów, w latach 2024–2025. Efekt ten będzie szczególnie widoczny w dynamice przychodów oraz raportowanej EBITDA w ujęciu rok do roku.

Zakładamy, że w Q3 2026 łączne przychody z dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną mogły być niższe o 8% r/r w porównaniu z raportowanymi wynikami za Q3 2025. Szacujemy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w Q3 2026 wyniosła około 27,4 mln PLN, co oznaczałoby wzrost o 4% r/r względem raportowanych wyników za Q3 2025. W ujęciu LTM, po uwzględnieniu szacowanych wyników za Q3 2026, skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna według naszego modelu wynieść blisko 63,8 mln PLN (+6% r/r), wobec 62,8 mln PLN po Q2 2026.

Nasza symulacja wskazuje, że po znormalizowaniu bazy porównawczej z Q3 2025, tj. oczyszczeniu wpływu jednorazowego księgowego rozliczenia wspomnianego projektu, szacowana dynamika skor. EBITDA w Q3 2026 wyniosłaby około +17% r/r.

Spodziewamy się, że w całym 2026 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniesie około 68,4 mln PLN, co oznaczałoby wzrost o 10,2% r/r. W latach 2027–2028 zakładamy dalszy wzrost skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, odpowiednio o 4,6% i 11,2% r/r.

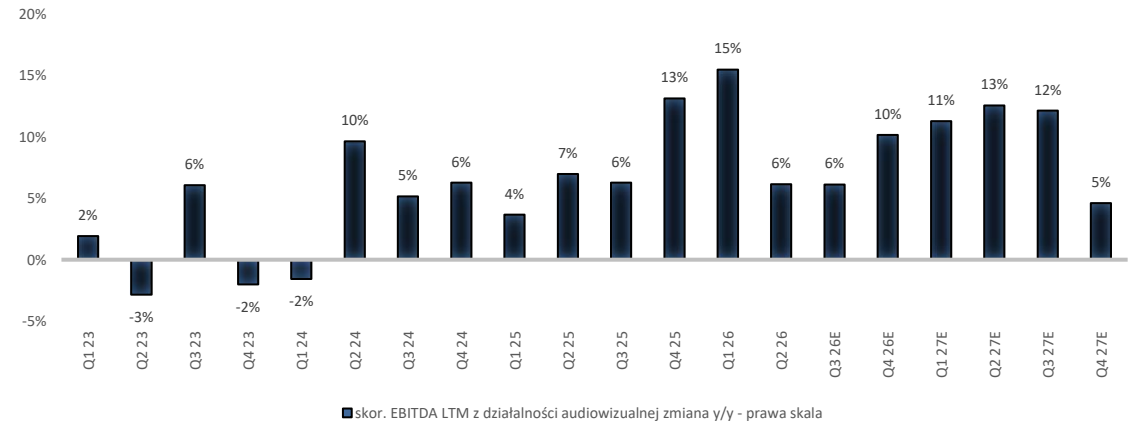
Prognoza wyników na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	118,4	107,3	-9%	300,3	328,3	9%
EBITDA	60,3	28,8	-52%	103,3	66,3	-36%
skor. EBITDA*	**29,5**	**28,8**	**-3%**	**68,6**	**66,3**	**-3%**
produkcja tv i filmowa	18,1	18,3	1%	31,2	33,6	8%
zarządzanie aktywami trw.	8,3	9,1	10%	29,0	30,3	4%
działalność deweloperska	2,4	1,5	-37%	7,4	3,1	-58%
EBIT	23,3	22,9	-2%	46,8	43,3	-7%
Saldo finansowe	-0,3	-0,5		-1,2	-1,2	
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,5	-1,7		-1,2	1,2	
Wynik brutto	23,5	20,7	-12%	44,3	43,3	-2%
Wynik netto dla akcjonariuszy	**18,3**	**16,3**	**-11%**	**33,7**	**34,2**	**1%**
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	110,1	101,0	-8%	279,7	313,4	12%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	**26,3**	**27,4**	**4%**	**60,2**	**63,8**	**6%**

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

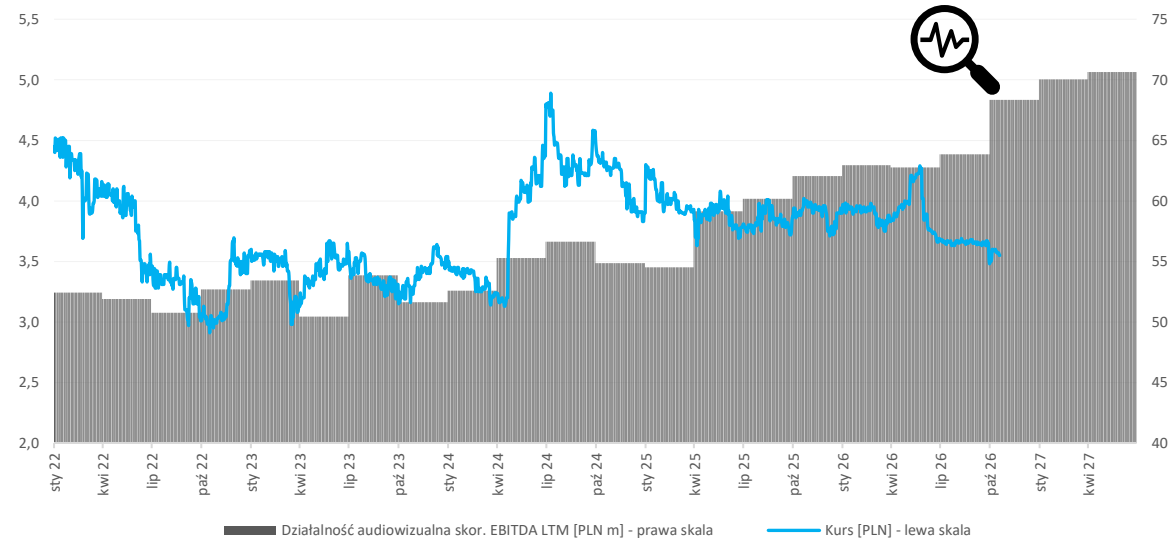
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



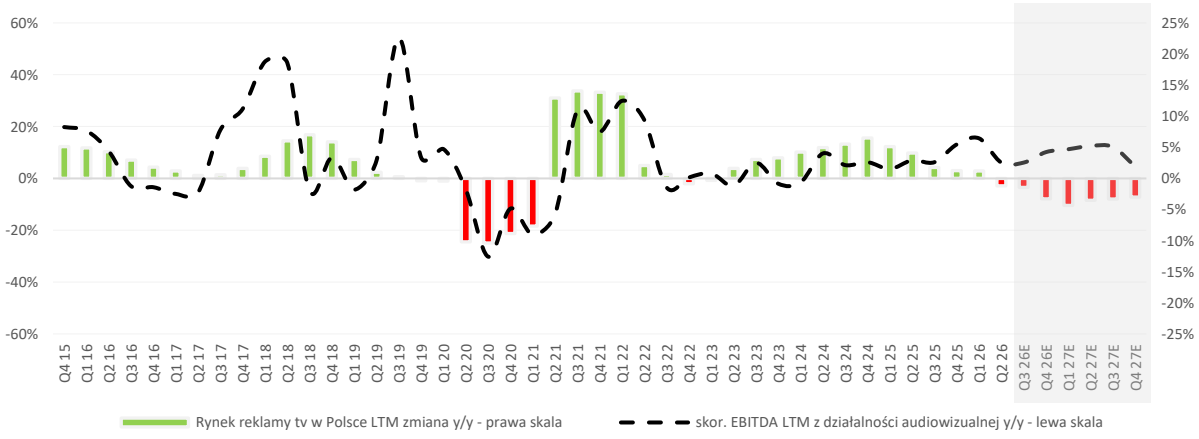
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika odczytów skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej na tle kondycji rynku reklamy telewizyjnej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

BENEFIT SYSTEMS

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	5 950	P/E	34,2	22,0	17,2
Kapitalizacja [PLN m]	19 641	EV/EBITDA	17,9	11,0	8,9
EV [PLN m]	22 008	EV/Przychody	5,0	3,7	3,3
		P/BV	8,3	6,6	4,8
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-19				

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Benefit Systems - prognozy wyników na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	1 184,2	1 506,2	27,2%	4 145,6	5 642,4	36,1%
Wynik brutto na sprzedaży	450,8	556,5	23,5%	1 468,6	1 969,0	34,1%
SG&A	-189,0	-234,7	24,2%	-724,8	-911,0	25,7%
Pozostałe saldo operacyjne	-22,0	-13,9		-37,3	-88,9	
EBITDA	**377,4**	**501,9**	**33,0%**	**1 163,3**	**1 722,3**	**48,1%**
EBIT	**239,8**	**307,9**	**28,4%**	**706,5**	**973,3**	**37,8%**
Saldo finansowe	-43,6	-68,6	57,2%	-134,4	-201,2	49,7%
Efekt hiperinflacji netto	67,8	65,0		108,4	339,8	
Wynik brutto	264,0	304,3	15,3%	680,5	1 111,7	63,4%
Podatek	-51,0	-76,1	49,2%	-152,5	-269,0	76,5%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	**211,9**	**226,0**	**6,6%**	**526,1**	**837,0**	**59,1%**

EBITDA segmentów	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Polska	248,2	319,1	28,6%	993,4	1 139,2	14,7%
Zagranica	63,2	82,0	29,9%	195,6	262,4	34,2%
Turcja	78,8	112,4	42,6%	55,6	378,8	581,4%
Uzgodnienia	-12,8	-11,6		-81,2	-58,2	

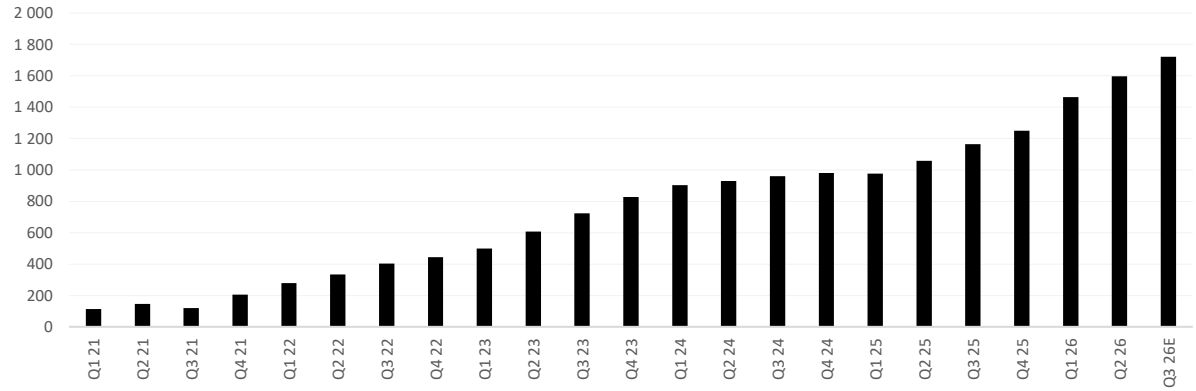
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka podała już wstępne dane operacyjne za Q3 2026 dotyczące liczby kart. Na koniec września'26 liczba aktywnych kart sportowych wyniosła 2 747,2 tys. szt. (1 902,7 tys. szt. w Polsce; 744,0 tys. szt. w segmencie Zagranica UE oraz 100,5 tys. szt. w Turcji). Zatem w ujęciu r/r spółka zwiększyła liczbę kart o 371,1 tys. szt. (w Q2 i Q1 2026 roku wzrost r/r wyniósł odpowiednio 361,2 tys. i 359,1 tys. szt.). W Polsce liczba kart zwiększyła się r/r o 205,5 tys. szt., w segmencie Zagranica UE wzrost wyniósł 108,9 tys. szt., a w Turcji 56,8 tys. szt. W ujęciu q/q liczba kart zwiększyła się o 51,5 tys. szt. W Polsce przyrost q/q wyniósł 26,4 tys. szt., w segmencie Zagranica UE 10,1 tys. szt., a w Turcji 15,0 tys. szt.

W segmencie Polska przyjmujemy, że EBITDA w Q3 2026 mogła wynieść 319,1 mln PLN (+28,6% r/r). Odczuwalnej poprawy EBITDA w ujęciu r/r spodziewamy się także w segmencie Zagranica UE (82 mln PLN; +30% r/r) i Turcja (prognozujemy odczyt na poziomie 112,4 mln PLN).

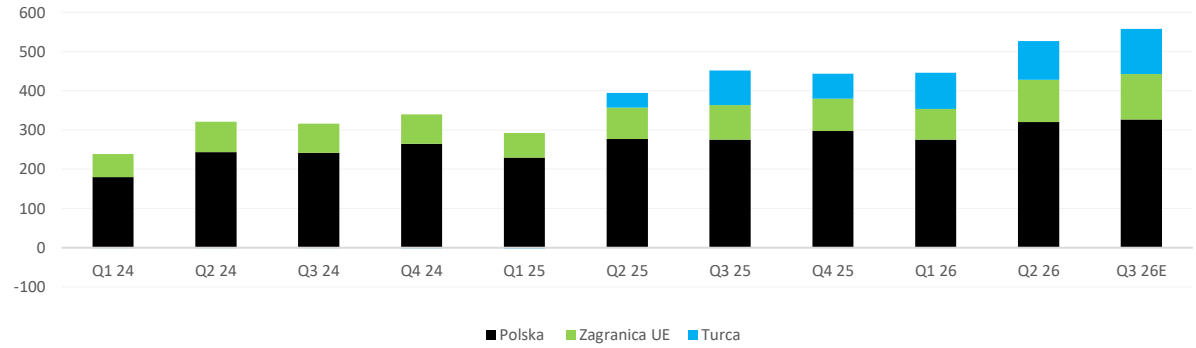
Na poziomie skonsolidowanym spodziewamy się w Q3 2026 wzrostu EBITDA do 501,9 mln PLN (+33% r/r). W ujęciu LTM, po odczycie za Q3 2026 roku, EBITDA powinna wynieść około 1,722 mld PLN. Wynik netto przypadający akcjonariuszom w Q3 2026 roku w naszej symulacji wynosi 226 mln PLN (+6,6% r/r). W ujęciu LTM, po odczycie za Q3 2026 roku, spodziewamy się zysku netto na poziomie 837 mln PLN.

Benefit Systems - historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



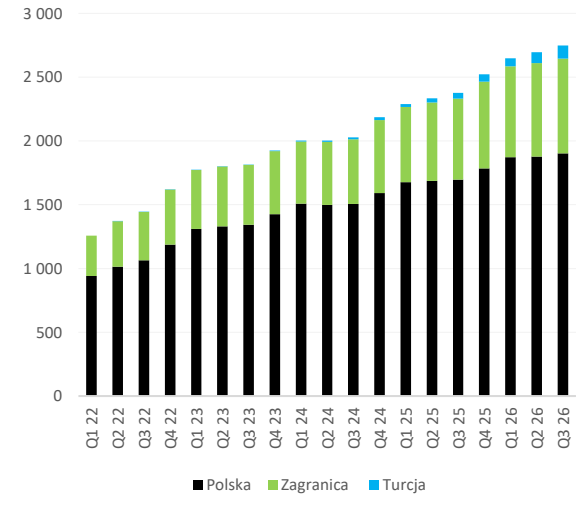
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Benefit Systems - historyczne odczyty wyniku brutto na sprzedaży według segmentów oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]

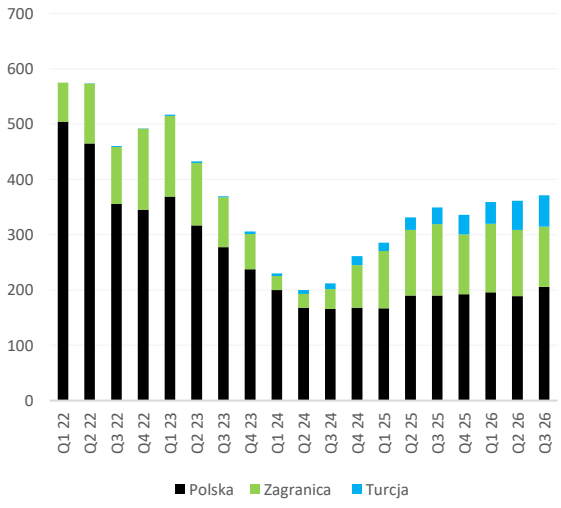


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba aktywnych kart w podziale na segmenty [tys.szt.]



Zmiana liczby aktywnych kart w ujęciu r/r w podziale na segmenty [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CYFROWY POLSAT

(materiał z prognozami dla CPS po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-10-30)

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	12,70	P/E	---	18,1x	22,0x
Kapitalizacja [PLN m]	8 122	skor. EV/EBITDA	6,1x	6,0x	5,7x
EV [PLN m]	19 267	EV/EBIT	---	12,5x	12,3x
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-18	DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE BDM (2026-01-22): KUPUJ z ceną docelową 15,27 PLN/akcję

Prognoza CPS Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody razem	3 431,4	3 630,6	5,8%	14 379	14 732	2,5%
detaliczne od klientów ind. i biznes.	1 850,0	1 901,8	2,8%	7 270	7 480	2,9%
hurtowe	786,9	820,0	4,2%	3 330	3 408	2,3%
sprzedaż sprzętu	385,9	407,1	5,5%	1 681	1 621	-3,5%
pozostałe	408,6	501,7	22,8%	2 098	2 223	6,0%
Koszty operacyjne	-3 102,9	-3 130,4	0,9%	-12 831	-15 892	23,9%
amortyzacja / utrata wartości	-403,8	-393,0	-2,7%	-1 548	-4 327	179,6%
koszty pracownicze	-319,0	-338,1	6,0%	-1 308	-1 415	8,2%
inne koszty	-2 380,1	-2 399,3	0,8%	-9 975	-10 149	1,7%
Pozostałe przychody / koszty	8,9	-12,0		-68	-32	
EBITDA	765,8	810,0	5,8%	3 120	3 157	1,2%
Adj. EBITDA	**765,8**	**810,0**	**5,8%**	**3 180**	**3 229**	**1,5%**
EBIT	337,4	388,3	15,1%	1 480	-1 292	
Saldo finansowe	-246,0	-258,4		-894	-989	
Wynik brutto	91,4	132,0	44,4%	586	-2 279	
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	**69,6**	**105,0**	**50,9%**	**400**	**-2 384**	
Adj. EBITDA	**765,8**	**810,0**	**5,8%**	**3 180**	**3 229**	**1,5%**
Segment usług B2C i B2B	624,6	652,1	4,4%	2 365	2 388	1,0%
Segment mediowy: TV i online	69,4	109,8	58,2%	432	515	19,3%
Segment zielonej energii	51,8	38,0	-26,7%	254	292	15%
Segment nieruchomości	20,0	10,2	-49%	130	34	-73%

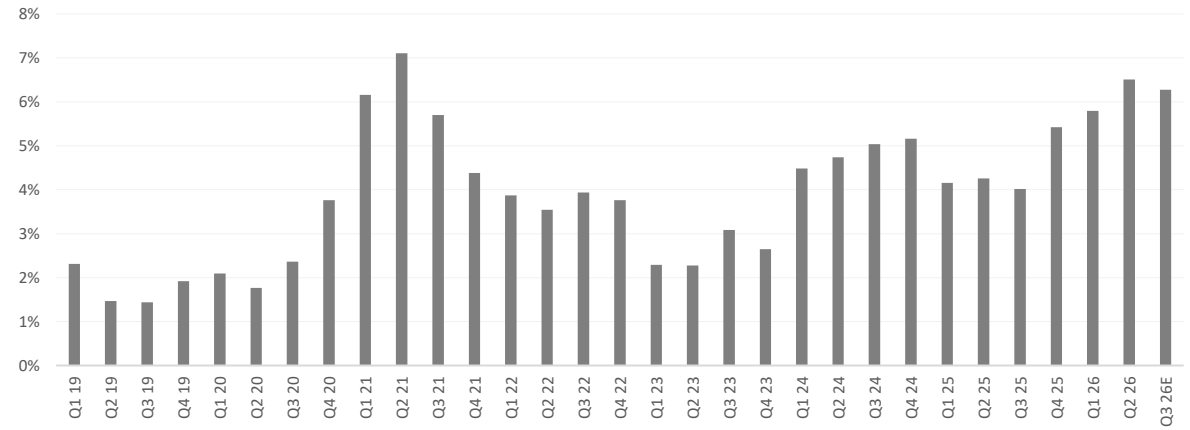
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasza symulacja wskazuje, że skor. EBITDA w Q3 2026 roku może wynieść 810 mln PLN (+5,8% r/r). W ujęciu LTM, po uwzględnieniu wyników za Q3 2026, prognozowana przez nas skor. EBITDA wynosi 3,229 mld PLN (+1,5% r/r). Według naszej symulacji skor. EBITDA obszaru TMT (segmenty B2C i B2B oraz segment mediowy) w ujęciu LTM po Q3 2026 może osiągnąć około 2,903 mld PLN.

W segmencie B2C i B2B zakładamy wzrost skor. EBITDA o 4,4% r/r w Q3 2026 roku. Oczekujemy, że CPS utrzyma korzystne trendy w zakresie ARPU klientów B2C — w naszej prognozie przyjęliśmy wzrost tego wskaźnika o blisko 6% r/r. Po stronie kosztowej zakładamy utrzymanie wysokiej dyscypliny, przy jednoczesnym braku istotnej presji ze strony kosztów technicznych (w relacji do przychodów).

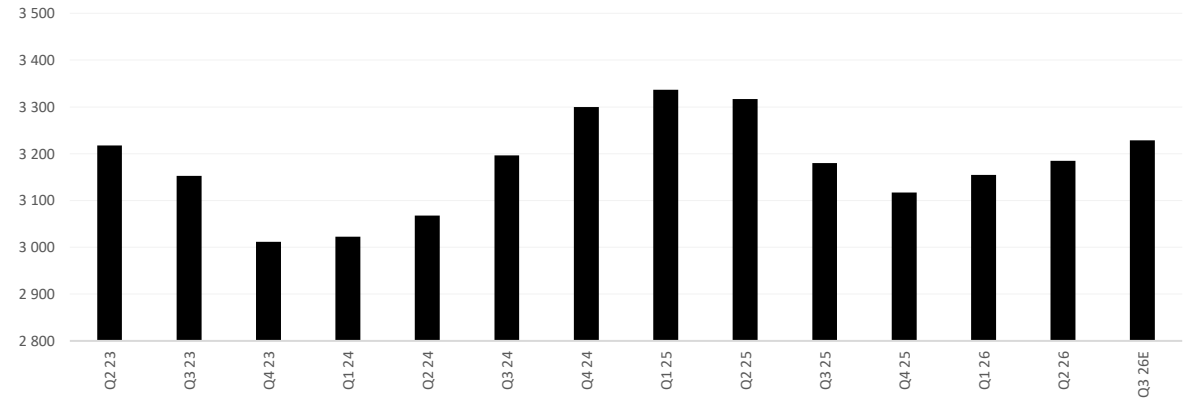
W segmencie mediowym spodziewamy się słabej dynamiki przychodów w Q3 2026 roku. Zakładamy spadek wartości rynku reklamy telewizyjnej w Polsce w ujęciu r/r zarówno w Q3, jak i Q4 2026 roku. Przypominamy, że w Q3 2025 roku spółka ujęła istotne koszty związane z transmisjami wydarzeń sportowych. W naszej analizie zakładany spadek kosztów kontentu w ujęciu r/r stanowi główny czynnik poprawy skor. EBITDA segmentu do poziomu 109,8 mln PLN w Q3 2026 roku (+58,2%).

Dynamika w ujęciu r/r dla ARPU na klienta B2C



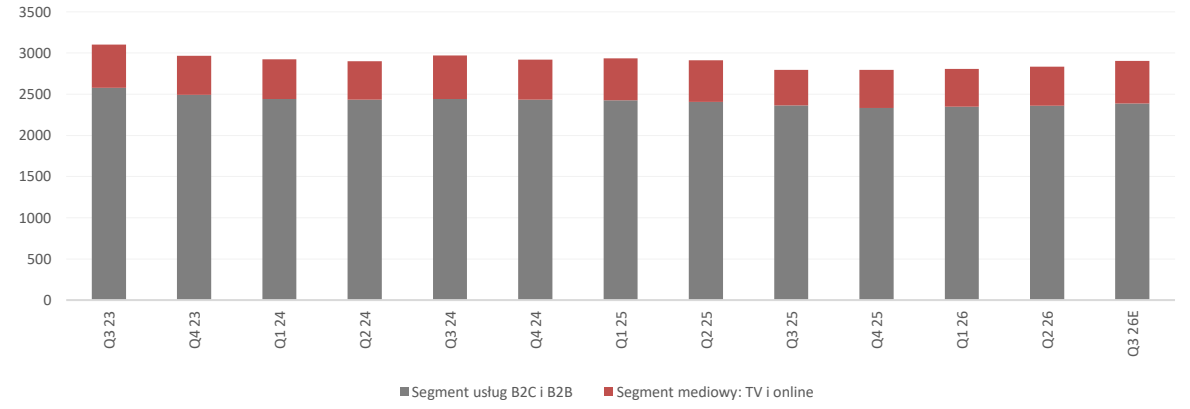
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spólka

Skorygowana EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spólka

Skorygowana EBITDA w ujęciu LTM w obszarze TMT [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spólka

CPS PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ STRATEGII 2027–2030+ ORAZ KOMENTARZ BDM

W naszej ocenie przedstawione założenia strategii 2027-2030+ nie wskazują na istotne czynniki mogące stymulować wzrost wartości equity w krótkim terminie. Symulacja ścieżki wynikowej w segmencie telekomunikacyjnym sugeruje, że w latach 2027–2028 CPS może raportować zauważalnie słabsze dynamiki wyników niż Orange Polska. Zaprezentowane cele biznesowe odebraliśmy również jako swoiste podsumowanie efektów poprzedniej strategii CPS, której konsekwencje w dalszym ciągu bardzo negatywnie wpływają na wycenę equity oraz strukturę bilansu. Za jedną z kluczowych wypowiedzi prezesa CPS podczas prezentacji uznaliśmy zaakcentowanie potrzeby odzyskania „elastyczności działania do podejmowania decyzji w przyszłości", czemu ma służyć obniżenie wskaźnika dług netto/EBITDA do poziomu poniżej 2,5x. Podsumowując, wczorajszą prezentację postrzegamy przede wszystkim jako nakreślenie perspektywy najbliższych 2–3 lat, w której spółka ma odzyskać oczekiwane przez zarząd parametry finansowe oraz zdolność do podejmowania kolejnych inicjatyw służących długoterminowej budowie wartości.

Wybrane cele/założenia strategii:

Parametr	Cel	Komentarz BDM
CAGR EBITDA TMT 2026–2029	od −3% do −2%	Bez dużego zaskoczenia od publikacji raportu bieżącego dotyczącego umowy z Cellnex.
CAGR EBITDA TMT 2029–2034	od +4% do +6%	Odległy horyzont czasowy, mający mniejsze znaczenie dla bieżącego sentymentu inwestycyjnego.
CAPEX / przychody TMT od 2027 roku	6–8%	Bez zaskoczeń
Dług netto / EBITDA do 2030 roku	poniżej 2,5x	Zmiana komunikacji. Jeżeli w latach 2027–2028 nie dojdzie do dezinwestycji w obszarze OZE lub nieruchomości, prawdopodobnie będzie to oznaczało przesunięcie terminu pierwszej wypłaty dywidendy nawet o 2 lata względem naszych wcześniejszych oczekiwań.
Potencjał do wypłat dywidendy	odbudowa do 2030 r.	

- Koncentracja na obszarze TMT (segmenty B2C i B2B oraz segment mediowy) i potencjlane wyjście z sektora energetycznego oraz nieruchomości. Środki pozyskane z dezinwestycji mają zostać przeznaczone przede wszystkim na redukcję zadłużenia.
- Spółka poinformowała w ostatnim czasie o zawarciu strategicznych umów m.in. z Cellnex, Vodafone i YouTube. Nowe inicjatywy mają zwiększyć skalę działalności, ograniczyć nakłady inwestycyjne i koszty operacyjne, a także potencjalnie otworzyć nowe źródła przychodów.
- Najbliższe 2 lata upłyną pod znakiem intensywnej modernizacji sieci 5G, co będzie wywierać presję na wzrost kosztów technicznych oraz marże w segmentach B2C i B2B.
- Spółka oczekuje wzrostu łącznych kosztów technicznych średnio o 5–6% rocznie (CAGR w latach 2026–2029). Po 2030 roku dynamika wzrostu tej kategorii kosztowej powinna wyraźnie wyhamować (CAGR na poziomie 1–2% w latach 2029–2034). Spółka podkreśliła również, że docelowo koszty te będą podlegać indeksacji inflacyjnej z limitem 4%.
- Spółka zakłada transformację kosztową, m.in. poprzez wykorzystanie możliwości oferowanych przez narzędzia AI, automatyzację procesów oraz modernizację infrastruktury IT. Przedstawiciele spółki wskazali na przykład Vodafone, który ich zdaniem potwierdza potencjał redukcji kosztów obsługi klienta nawet o 20%.
- Spółka zamierza odzyskać zdolność do wypłaty dywidendy do 2030 roku. Kluczowym celem w tym kontekście jest obniżenie wskaźnika dług netto/EBITDA do poziomu poniżej 2,5x.

DIGITAL NETWORK

			2025	2026E	2026E
Kurs [PLN]	295	P/E	32,7	25,6	18,1
Kapitalizacja [PLN m]	1 325	EV/EBITDA	21,0	10,4	9,3
EV [PLN m]	1 468	EV/EBIT	27,8x	16,1	12,7
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-30	DPS [PLN]	2,4	5,0	7,5

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Prognoza wyników na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	20,9	53,0	153,9%	84,0	212,9	153,4%
Koszty pracownicze + usługi obce	6,2	18,1	193,0%	27,0	76,7	184,6%
Pozostałe koszty (bez amortyzacji)	1,2	3,0	153,9%	5,4	11,5	114,9%
EBITDA	13,5	31,9	136,0%	51,7	124,7	141,2%
Amortyzacja	3,0	13,5	350,7%	12,2	43,1	253,7%
EBIT	**10,5**	**18,4**	**74,8%**	**39,5**	**81,6**	**106,5%**
Saldo finansowe	0,2	-5,4		1,7	-16,3	
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,0	0,0		0,0	0,0	
Zysk brutto	10,7	13,0	21,2%	41,2	65,3	58,6%
Podatek dochodowy	1,8	2,5	34,0%	7,9	16,0	104,3%
Wynik netto	8,9	10,5	18,5%	33,3	49,2	47,8%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	**8,3**	**9,9**	**19,6%**	**30,8**	**46,8**	**52,2%**

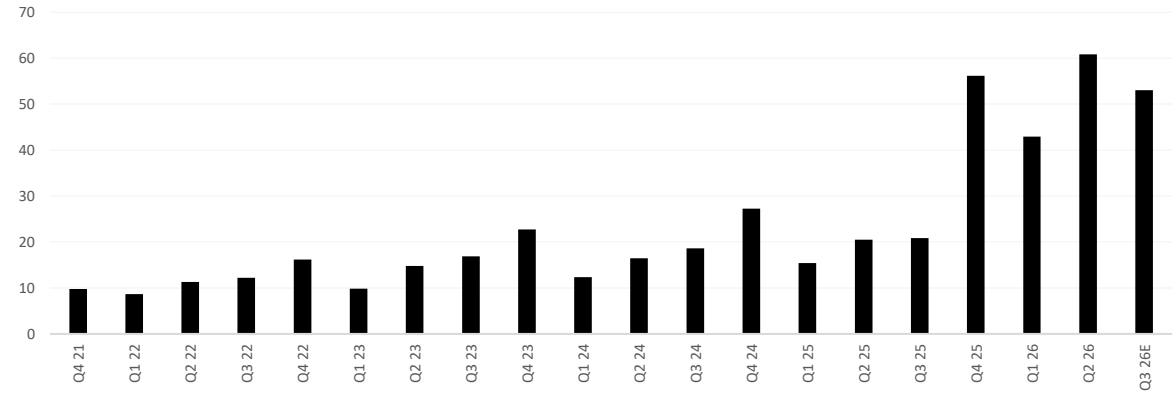
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka zaprezentowała już dane sprzedażowe za Q3 2026 i opublikowane dane wskazują na wyhamowanie wcześniejszego, wyjątkowo wysokiego tempa wzrostu r/r przychodów. Według wstępnych odczytów przychody za Q3 2026 wyniosły 53 mln PLN, czyli były o blisko 4 mln PLN niższe od naszych wcześniejszych oczekiwań. Według naszych symulacji dynamika przychodów pro forma w ujęciu r/r mogła wynieść blisko +8,5%, wobec szacowanego przez nas wzrostu pro forma w przedziale od +15 do +20% r/r w Q1 i Q2 2026 (zwracamy uwagę, że spółka nie podaje danych pro forma zatem nasze symulacje może cechować istotny błąd szacunków).

Prezes spółki, odnosząc się do wstępnych danych o przychodach za Q3 2026, wskazała m.in.: „… Wstępne wyniki kwartału oceniamy pozytywnie. Specyfika działalności w naszej branży sprawia, iż cześć budżetów reklamowych ulega przesunięciu z kwartału na kwartał, dlatego zawsze podkreślamy, aby wyniki spółki oceniać narastająco a nie biorąc pod uwagę jedynie trzy miesiące… Dlatego mimo nieco niższej dynamiki 3 kwartału, biorąc pod uwagę choćby bardzo dynamiczny drugi kwartał br., w pełni podtrzymujemy optymistyczne zapowiedzi na cały 2026 rok. Obecny rok jest przede wszystkim okresem intensywnej integracji aktywów po dużym przejęciu, wdrażania nowej strategii, której fundamentem jest digitalizacja oraz znaczące inwestycje w rozwój infrastruktury i nowych sieci. Pełne efekty tych działań będziemy widzieć w wynikach 2027 roku oraz w latach następnych…”.

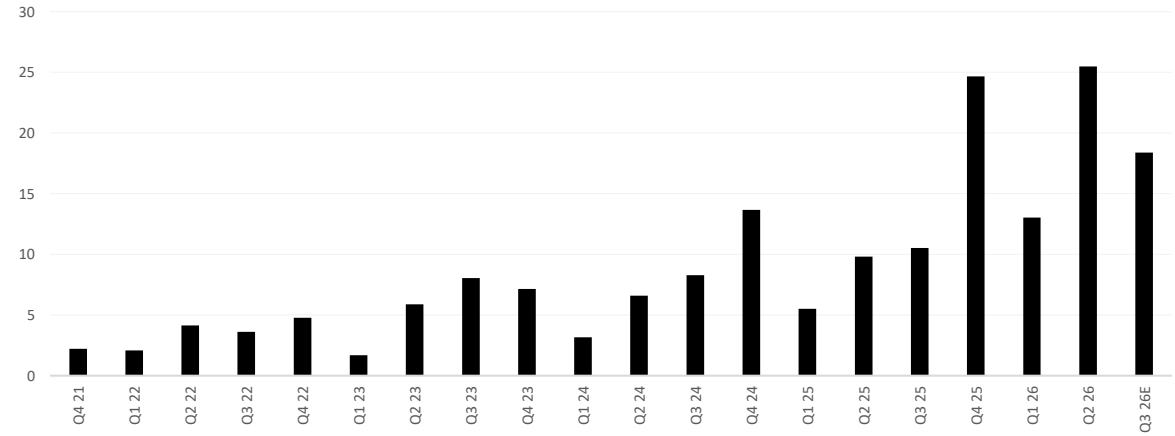
Nasza prognoza zakłada, że w Q3 2026 roku EBITDA spółki mogła wynieść 31,9 mln PLN, a EBIT 18,4 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypadającego akcjonariuszom jednostki dominującej oczekujemy odczytu na poziomie około 9,9 mln PLN.

Historyczne kwartalne odczyty przychodów w Digital Network oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



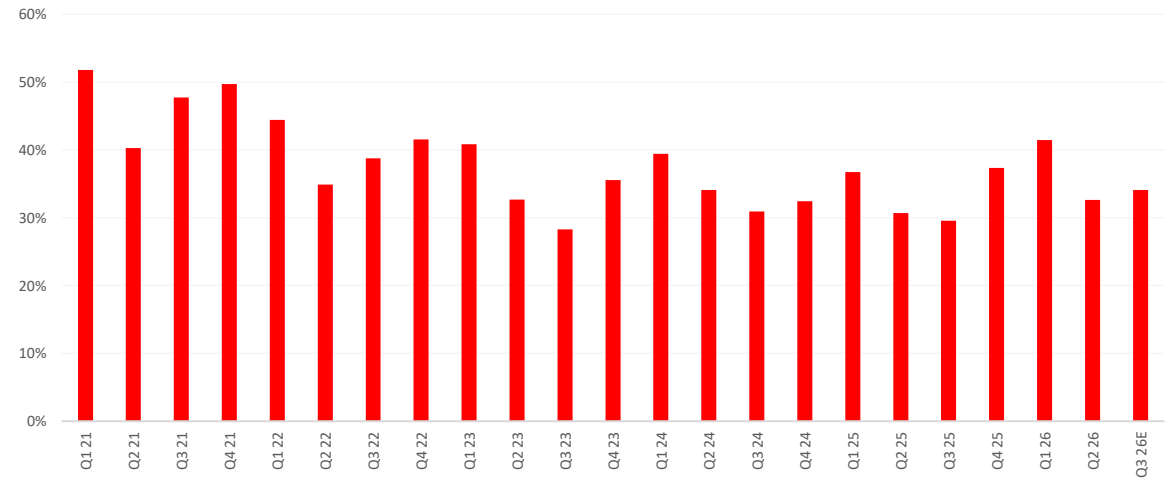
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne kwartalne odczyty EBIT oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna relacja: (koszty usług obcych + koszty pracownicze) / przychody oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

IMS

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	3,50	P/E	13,5	13,8	11,4
Kapitalizacja [PLN m]	121	EV/EBITDA	8,1	7,1	5,7
EV [PLN m]	151	EV/EBIT	11,4	10,1	7,8
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-26	EV/Przychody	2,3	1,8	1,5

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Prognoza wyników na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	15,6	19,9	27,6%	66,5	75,4	13,4%
EBITDA	3,9	4,8	23,2%	18,4	20,5	11,4%
EBIT	**2,5**	**3,3**	**31,9%**	**13,0**	**14,7**	**13,1%**
Saldo finansowe	-0,6	-0,5		-2,0	-1,8	
Wynik brutto	1,9	2,8	52,1%	10,9	12,8	17,6%
Wynik netto	1,5	2,2	46,0%	8,1	9,8	21,7%
Wynik netto dla akcjonariuszy	**1,7**	**1,9**	**15,6%**	**8,3**	**9,0**	**7,9%**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z obecnej perspektywy pozytywnie oceniamy perspektywy IMS i zakładamy, że po kilku relatywnie słabszych kwartałach spółka powraca na ścieżkę wzrostu. Oczekujemy, że w H2 2026 widoczne będą organiczny wzrost przychodów oraz pozytywny efekt dźwigni operacyjnej. Dodatkowo od Q3 2026 spółka będzie konsolidować wyniki Digitall Concept (zgodnie z raportem bieżącym z 2026-07-13), co powinno istotnie poprawić wyniki segmentu „Systemy Digital Signage".

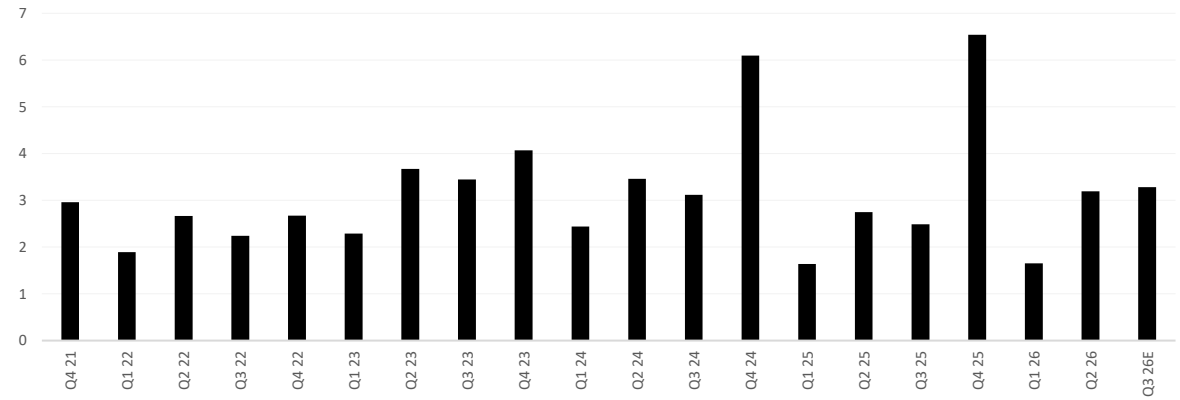
W Q3 2026 prognozujemy wzrost przychodów o 27,6% r/r, do 19,9 mln PLN. Pozytywne czynniki wzrostu dostrzegamy we wszystkich segmentach działalności, ze szczególnym uwzględnieniem segmentu „Systemy Digital Signage". Przy zakładanym poziomie przychodów oczekujemy, że w Q3 2026 spółka wypracuje EBIT na poziomie blisko 3,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 31,9% r/r. W ujęciu LTM EBIT powinien wynieść ok. 14,7 mln PLN. Na poziomie wyniku netto prognozujemy w Q3 2026 ok. 1,9 mln PLN (+15,6% r/r), co powinno przełożyć się na zysk netto LTM na poziomie ok. 9 mln PLN (+7,9% r/r).

Zwracamy uwagę na raport bieżący dotyczący wypłaty zaliczki na poczet dywidendy w wysokości 0,18 PLN na akcję. Dzień ustalenia prawa do zaliczki wyznaczono na 2026-12-01, natomiast termin jej wypłaty na 2026-12-03.

W dniu 2026-10-12 zarząd spółki podjął uchwałę w sprawie przyjęcia polityki dotyczącej rekomendowania Radzie Nadzorczej i WZA zasad przyjmowania programów motywacyjnych opartych na akcjach IMS. Zgodnie z przyjętą polityką zarząd będzie rekomendował uruchamianie kolejnych programów motywacyjnych nie wcześniej niż po upływie trzech lat od zakończenia ostatniego roku, za który przyznawano akcje w ramach ostatniego zakończonego programu motywacyjnego. Oznacza to, że potencjalnie kolejny program mógłby rozpocząć się w 2032 roku. Liczba akcji objętych programem nie będzie mogła przekroczyć 3% ogólnej liczby akcji w kapitale zakładowym spółki.

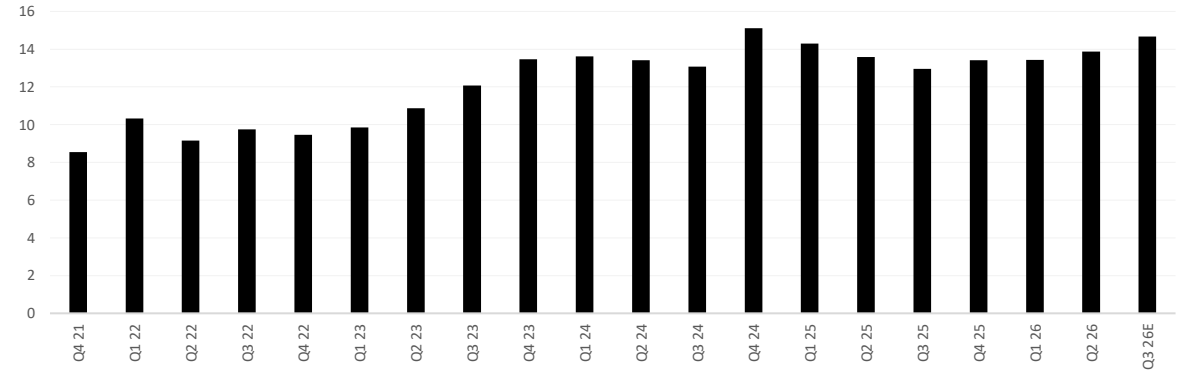
Zwracamy też uwagę na komunikat o konwersji udziałów Closer Music posiadanych przez JRH i EKIPA na akcje IMS. W wyniku wykonania prawa konwersji wskazani inwestorzy sprzedadzą na rzecz spółki 627 udziałów Closer Music za łączną cenę wysokości 3 mln PLN (JRH za cenę 2 mln PLN, a EKIPA za 1 mln PLN; cena 1 akcji IMS ustalona na 3,51 PLN) i obejmą łącznie 854 700 akcji serii E (stanowiących 2,48% ogólnej liczby akcji).

Historyczne odczyty kwartalne EBIT oraz nasza prognoza [PLN m]



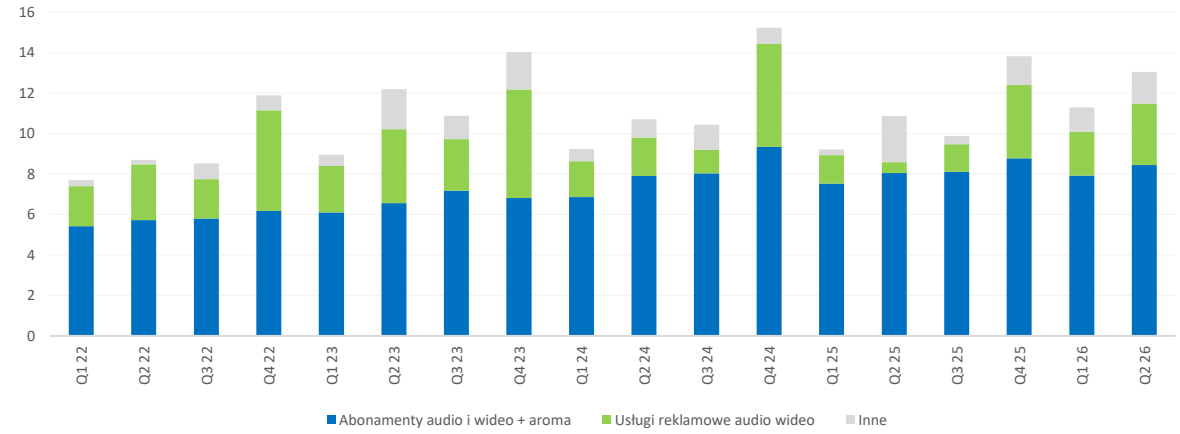
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

KINO POLSKA

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	17,5	P/E	4,4x	4,3x	4,5x
Kapitalizacja [PLN m]	347	EV/EBITDA	1,6x	1,4x	1,2x
EV [PLN m]	136	EV/EBIT	1,9x	1,5x	1,4x
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-19	DPS [PLN]	0,63	1,18	1,28

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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

Prognozy wyników na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	80,0	78,5	-1,9%	327,8	331,1	1,0%
Emisja	38,4	38,0	-0,9%	153,2	153,2	0,0%
Reklama	35,5	34,6	-2,6%	146,3	154,5	5,6%
Sprzedaż licencji	1,1	0,9	-20,0%	10,0	3,0	-70,1%
Produkcja kanałów	3,6	4,1	15,8%	14,3	17,5	22,2%
Inne	1,5	0,9	-39,1%	4,0	2,9	-27,7%
Koszty operacyjne	-58,1	-54,2	-6,7%	-239,4	-227,2	-5,1%
Pozostałe saldo operacyjne	2,3	-1,5	-161,9%	4,7	-4,2	-190,6%
skor. EBITDA	**29,5**	**26,0**	**-11,8%**	**109,5**	**109,8**	**0,3%**
EBIT	24,2	22,8	-5,9%	93,1	99,7	7,0%
Saldo finansowe	1,0	1,1	16,6%	3,3	4,1	25,0%
Wynik brutto	25,2	24,0	-5,0%	96,4	103,8	7,6%
Podatek dochodowy	-6,1	-5,0	-17,1%	-23,2	-22,9	-1,3%
Wynik netto	**19,2**	**18,9**	**-1,2%**	**73,2**	**80,9**	**10,4%**

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

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

*** w Q3 2025 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła zysk wynikający z różnic kursowych w kwocie 2,37 mln PLN.*

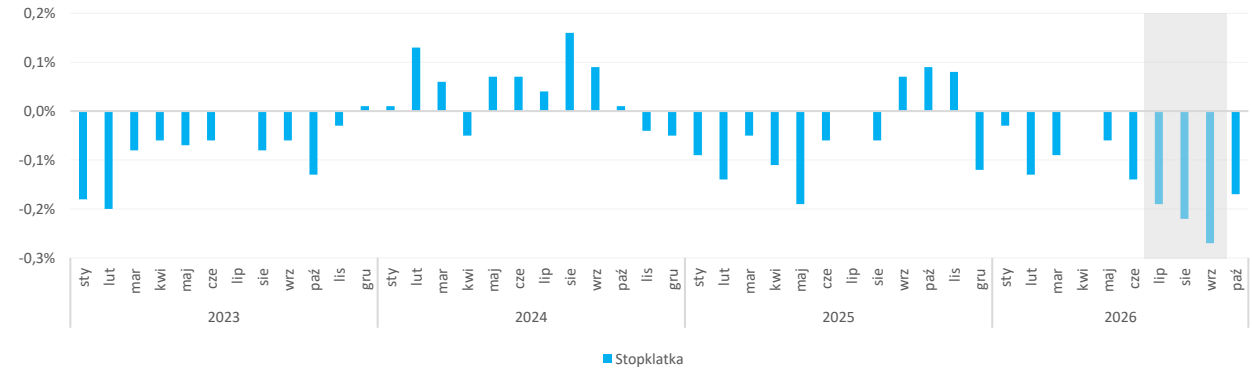
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że w Q3 2026 spółka wykaże spadek przychodów z emisji o 0,9% r/r i spadek wpływów z reklamy o 2,6% r/r. Łącznie zakładamy, że w Q3 2026 spółka może wskazać erozję przychodów o 1,9% r/r.

W ujęciu segmentowym zakładamy poprawę wyniku segmentu FilmBox o 1,5 mln PLN r/r. Oczekujemy również łącznej poprawy wyników segmentów Stopklatka i Zoom TV o 0,6 mln PLN r/r. Przypominamy, że od Q1 2026 segment Zoom funkcjonuje w zmienionej strukturze kosztowej w związku z rezygnacją z nadawania na MUX 8.

Na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że w Q3 2026 skor. EBITDA wyniesie 26 mln PLN, co oznacza spadek o 11,8% r/r. W ujęciu LTM skor. EBITDA w naszym modelu wynosi 109,8 mln PLN, tj. o 0,3% więcej r/r. Według naszych szacunków EBIT w Q3 2026 może wynieść 22,8 mln PLN, co oznacza spadek o 5,9% r/r. W ujęciu LTM zakładamy EBIT na poziomie około 99,7 mln PLN, tj. o 7% więcej r/r. Na poziomie wyniku netto oczekujemy w Q3 2026 około 18,9 mln PLN, co oznacza odczyt niższy o 1,2% r/r. W ujęciu LTM, po uwzględnieniu wyniku za Q3 2026, zysk netto w naszym modelu wynosi 80,9 mln PLN, tj. o 10,4% więcej r/r.

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

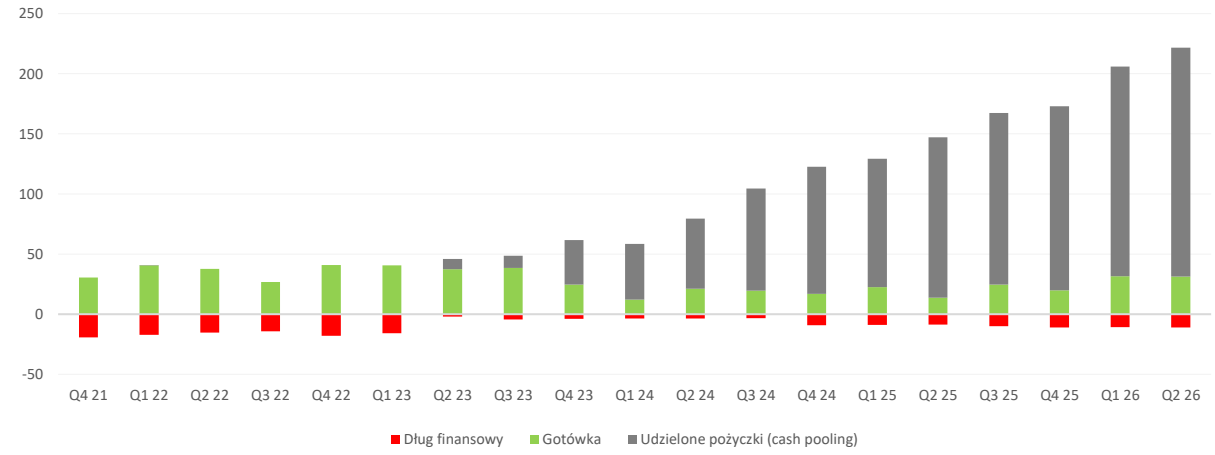


SHR – udziały rynkowe kanałów telewizyjnych. Udział średniej liczny widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję w określonym czasie.

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

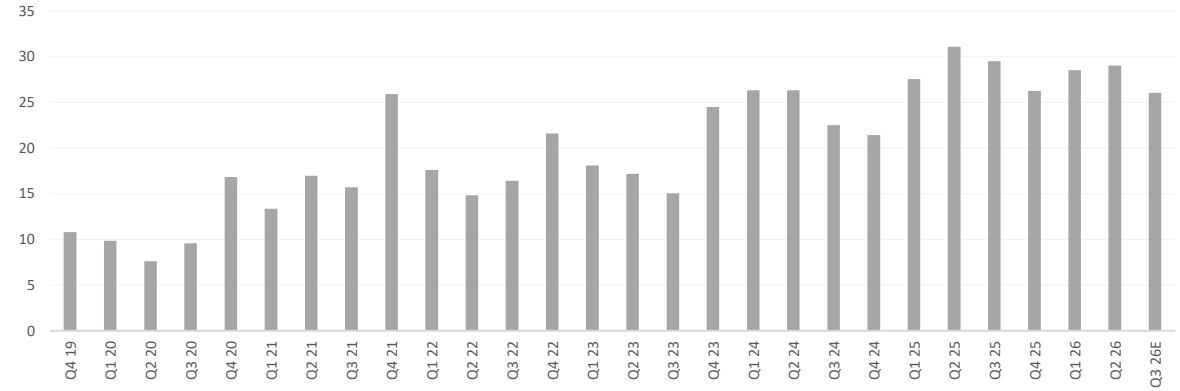
Na koniec czerwca 2026 roku spółka uczestniczyła w mechanizmie cash poolingu w ramach grupy kapitałowej Canal+ i wykazała w bilansie 190 mln PLN po stronie udzielonych pożyczek. Dla porównania, na koniec 2025 roku wartość ta wynosiła 153,0 mln PLN, a na koniec 2024 roku 105,6 mln PLN. Szacujemy, że **gotówka netto, z uwzględnieniem środków ulokowanych w cash poolingu, przekroczyła na koniec Q2 2026 poziom 210 mln PLN !** (wobec około 162 mln PLN na koniec 2025 roku). Przy kursie rynkowym z 2026-11-05 wartość akcji pozostających poza posiadaniem głównego akcjonariusza wynosi około 118 mln PLN.

Struktura gotówki netto Kino Polska TV [PLN m]



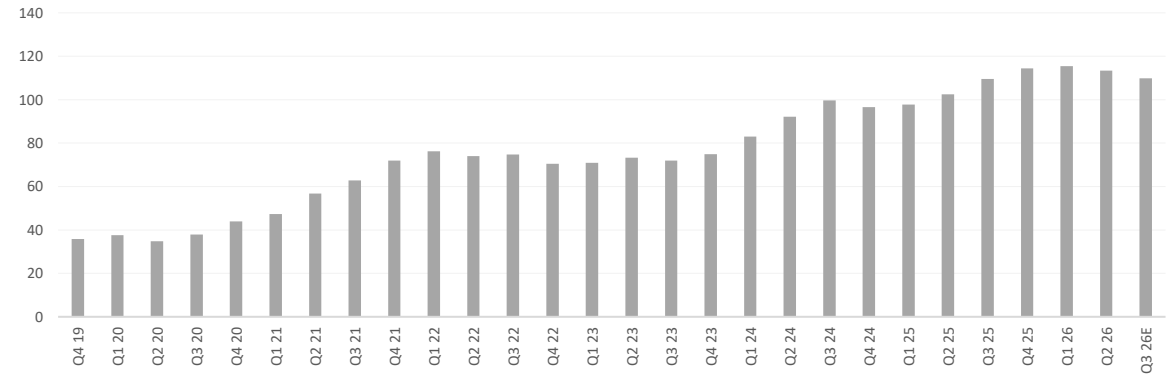
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



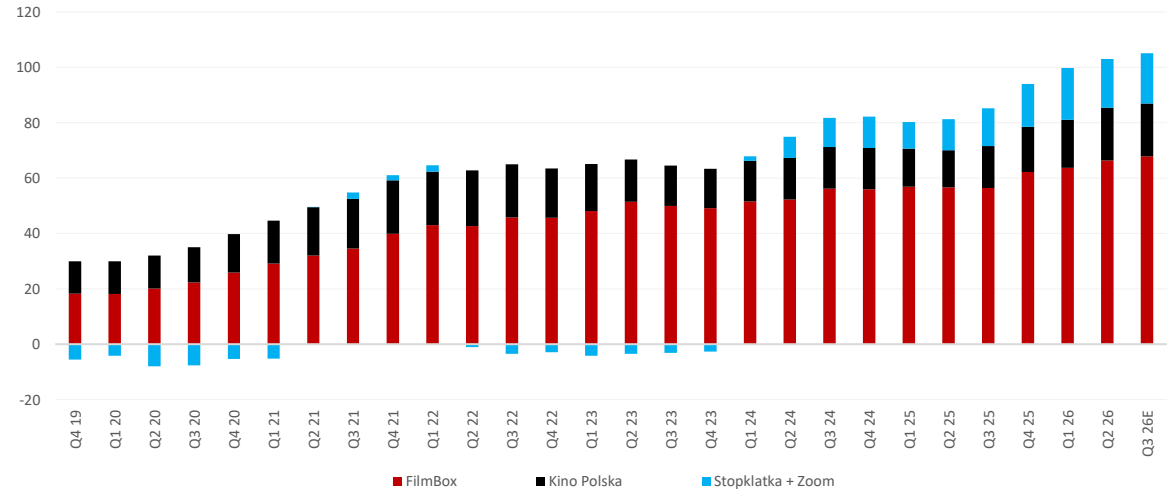
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

(materiał z prognozami dla Orange po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-09-25;
materiał z komentarzem do wyników Q3 2026 Orange po raz pierwszy został opublikowany w dniu 2026-10-27)

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	16,60	P/E	28,6x	18,9x	17,9x
Kapitalizacja [PLN m]	21 785	EV/EBITDA	7,1x	6,4x	6,2x
EV [PLN m]	29 010	P/BV	1,6x	1,6x	1,5x
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-10-26	DPS [PLN]	0,53	0,61	0,70

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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

Wyniki Orange Polska za Q3 2026 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q3 25	Q3 26	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26 LTM	y/y	Q3 26E	realizacja
Przychody razem	**3 329**	**3 592**	**7,9%**	**12 879**	**13 768**	**6,9%**	**3 486**	**103%**
Usługi wyłącznie komórkowe	806	833	3,3%	3 111	3 202	2,9%	833	100%
Usługi wyłącznie stacjonarne	431	431	0,0%	1 739	1 721	-1,0%	427	101%
Usługi konwergentne B2C	714	773	8,3%	2 758	2 990	8,4%	767	101%
Sprzedaż sprzętu	426	458	7,5%	1 730	1 831	5,8%	443	103%
Usługi IT i integracyjne	494	611	23,7%	1 802	2 155	19,6%	522	117%
Usługi hurtowe	436	463	6,2%	1 646	1 776	7,9%	470	99%
Pozostałe przychody	22	23	4,5%	93	93	0,0%	25	92%
Przychody trzy linie biznesowe *	**1 748**	**1 844**	**5,5%**	**6 776**	**7 127**	**5,2%**	**1 835**	**101%**
Koszty razem	2 430	2 553	5,1%	9 434	10 026	6,3%	2 467	103%
Koszty świadczeń pracowniczych	354	361	2,0%	1 490	1 544	3,6%	357	101%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 939	2 100	8,3%	7 535	8 072	7,1%	1 980	106%
EBITDAaL	**899**	**1 039**	**15,6%**	**3 445**	**3 742**	**8,6%**	**1 019**	**102%**
skor. EBITDA	1 045	1 181	13,0%	3 980	4 355	9,4%	1 183	100%
EBIT	**371**	**522**	**40,7%**	**1 443**	**1 565**	**8,4%**	**491**	**106%**
Koszty finansowe, netto	94	119	26,6%	350	381	8,9%	106	112%
Skonsolidowany wynik netto	**228**	**328**	**43,9%**	**894**	**973**	**8,8%**	**311**	**105%**

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka zaprezentowała mocne wyniki za Q3 2026. W minionym kwartale widoczny był pozytywny wpływ wzrostu przychodów (m.in. efekt zwiększenia liczby klientów, szczególnie w segmencie usług komórkowych i światłowodowych, w połączeniu z wysoką dynamiką wzrostu ARPO) oraz korzyści wynikających z trwającej transformacji operacyjnej. W Q3 2026 EBITDAaL wyniosła 1 039 mln PLN, co oznacza wzrost o 15,6% r/r (na tle danych historycznych jest to wyjątkowo wysoka dynamika wzrostu w OPL; nasza prognoza na Q3 2026 była o około 2% niższa od zaraportowanego wyniku). W ujęciu nominalnym EBITDAaL w Q3 2026 była wyższa niż w Q3 2025 o 140 mln PLN, do czego przyczyniły się poprawa marży bezpośredniej o 105 mln PLN oraz ograniczenie kosztów pośrednich o 35 mln PLN. W ujęciu LTM EBITDAaL po Q3 2026 wyniosła 3,742 mld PLN, co oznacza wzrost o 8,6% r/r.

W Q3 2026 dynamika wzrostu przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych wyniosła 5,5% r/r. W poprzednich kwartałach kształtowała się następująco: 4,9% r/r w Q2 2026, 4,8% r/r w Q1 2026, 5,5% r/r w Q4 2025, 6,5% r/r w Q3 2025 oraz 6,8% r/r w Q2 2025. W ujęciu LTM po Q3 2026 dynamika ta wyniosła 5,2%.

W minionym kwartale przychody z usług IT i integracji wzrosły o 23,7% r/r. Był to drugi z rzędu kwartał wysokiej dynamiki wzrostu w tej linii biznesowej (w Q2 2026 przychody wzrosły aż o 49,6% r/r), co wynikało z „kumulacji pozyskanych kontraktów dotyczących transformacji cyfrowej".

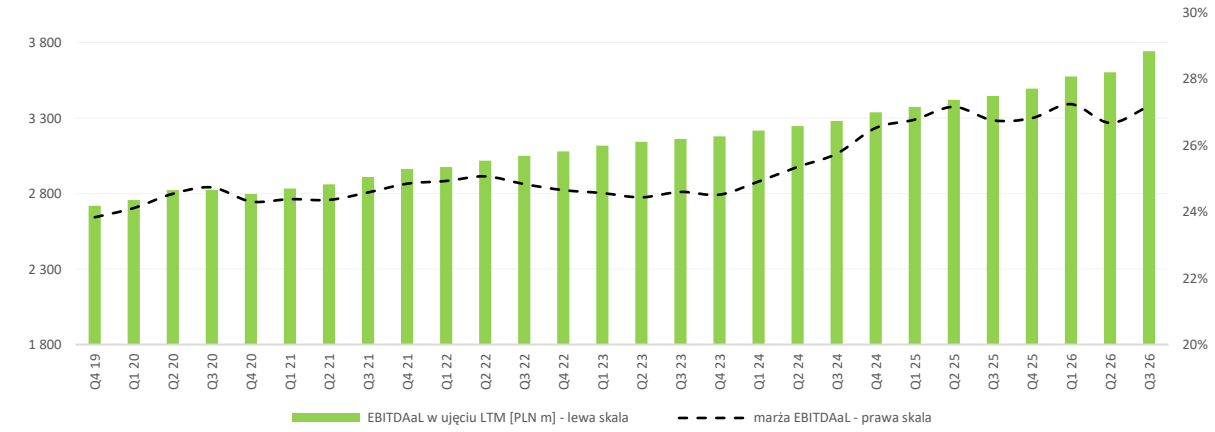
Orange odnotował również relatywnie wysoki wzrost przychodów ze sprzedaży sprzętu, o 7,5% r/r (w Q2 2026 dynamika wyniosła 19,3% r/r). Spółka wskazała, że poprawa sprzedaży sprzętu była efektem dobrego popytu konsumenckiego oraz wyższych średnich cen sprzedaży telefonów komórkowych (w Q2 2026 widoczny był również efekt ujęcia dużego kontraktu dotyczącego urządzeń IoT dla branży energetycznej).

Pozostałe saldo operacyjne wyniosło w Q3 2026 114 mln PLN wobec 68 mln PLN w Q3 2025 (nominalnie poprawa o 46 mln PLN). Spółka wskazała na wyższe niż przed rokiem zyski ze sprzedaży miedzi oraz wzrost marży na rozbudowie sieci dla spółki Światłowód Inwestycje (nastąpiło przyspieszenie realizacji drugiego programu inwestycyjnego).

Organiczne przepływy pieniężne wyniosły w Q3 2026 blisko 378 mln PLN wobec 324 mln PLN w Q3 2025, a w ujęciu LTM po Q3 2026 osiągnęły 1,216 mld PLN w porównaniu z 1,013 mld PLN w 2025 roku. Jednocześnie wolne przepływy pieniężne wyniosły w Q3 2026 blisko 332 mln PLN wobec 439 mln PLN w Q3 2025. W ujęciu LTM wolne przepływy pieniężne osiągnęły 0,982 mld PLN.

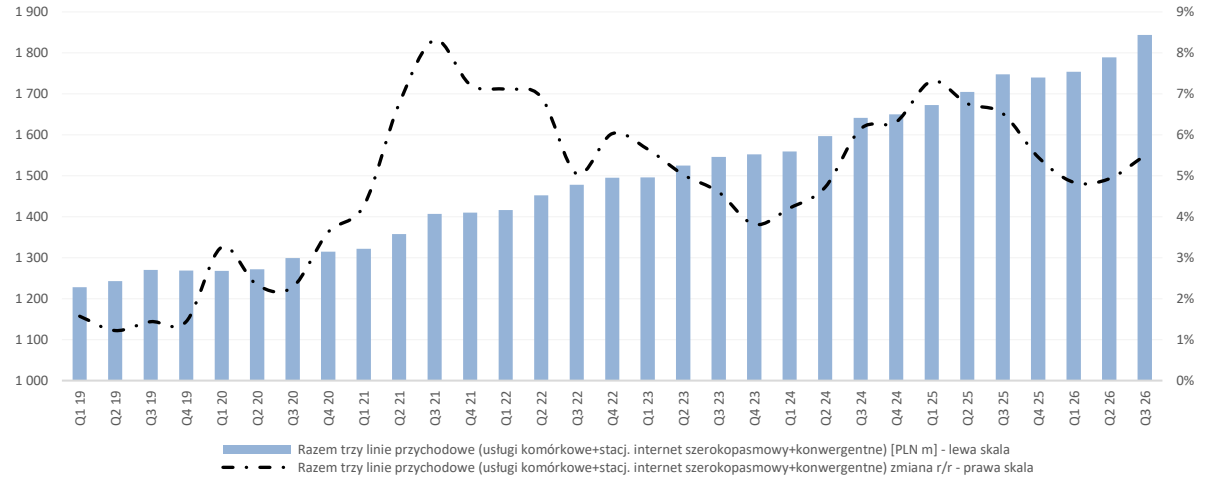
Przypominamy, że po Q2 2026 spółka zaakcentowała „silne trendy bazowe oraz transformację kosztową" i podniosła prognozy EBITDAaL oraz organicznych przepływów pieniężnych na 2026 rok. Przy okazji poprzedniej publikacji wyników kwartalnych OPL wskazał, że oczekuje w 2026 roku wzrostu EBITDAaL o ponad 6% r/r (wobec wcześniej zakładanego przedziału od 3% do 5%) oraz organicznych przepływów pieniężnych na poziomie co najmniej 1,2 mld PLN (wobec wcześniejszej prognozy na poziomie co najmniej 1,1 mld PLN). W komentarzu do wyników prezes Orange wskazała, że wyniki za Q3 2026 stawiają spółkę „…w doskonałej pozycji do osiągnięcia bardzo dobrych wyników za cały 2026 rok. Z optymizmem patrzymy na dalsze perspektywy naszego wzrostu i możliwości tworzenia wartości dla akcjonariuszy…".

Historyczne odczyty EBITDAaL LTM Orange Polska



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

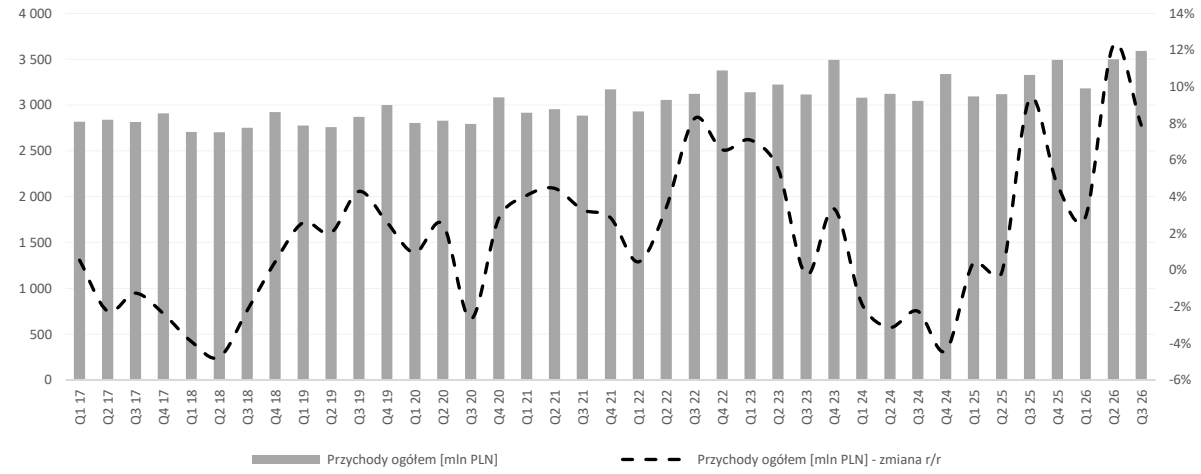
Przychody z kluczowych usług



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

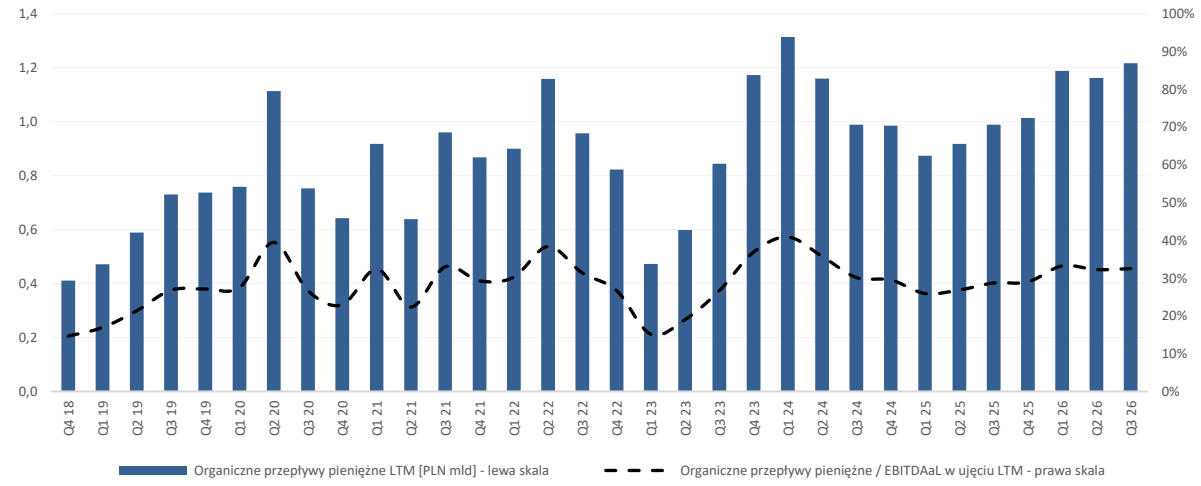
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika przychodów ogółem



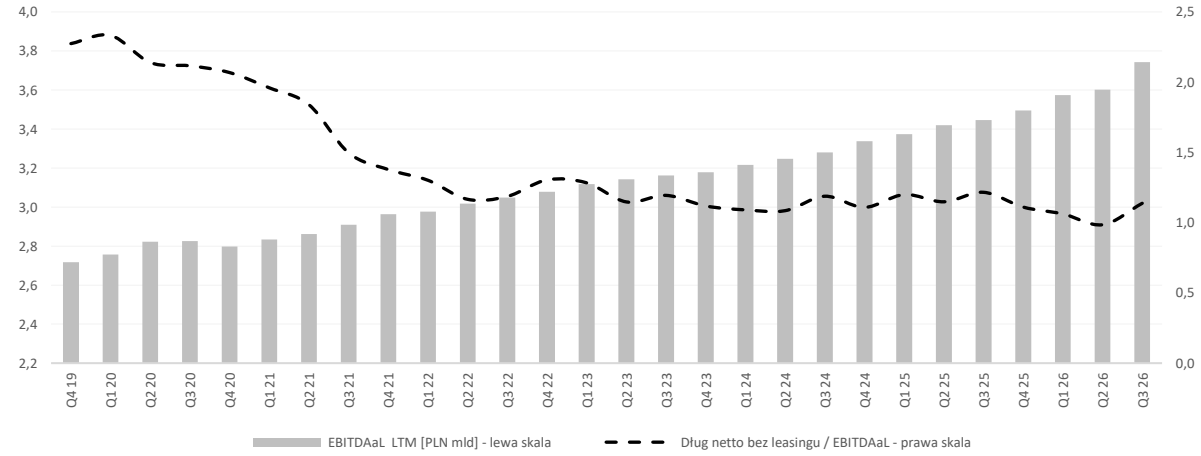
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDAaL w ujęciu LTM i poziom długu netto (bez leasingu) do EBITDAaL



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PTWP

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	145,0	P/E	11,5x	9,6x	8,6x
Kapitalizacja [PLN m]	233,0	EV/EBITDA	7,5x	4,0x	3,7x
EV [PLN m]	195,2	P/BV	8,2x	6,0x	4,9x
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-27	DPS [PLN]	7,28	5,89	7,50

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Prognoza PTWP na Q3 2026 [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y%	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y%
Przychody	18,2	48,9	168,1%	120,3	233,5	94,1%
EBITDA	**-3,4**	**3,1**		**19,2**	**43,6**	**127,2%**
EBIT	-3,9	-1,2		17,3	29,7	71,5%
Saldo finansowe	0,1	-0,2		0,4	-0,1	
Zysk brutto	-3,8	-1,4		17,7	29,6	67,2%
Wynik netto	0,7	-0,4		-3,8	-6,1	60,4%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	**-3,1**	**-1,8**		**13,5**	**23,5**	**73,5%**

Przypominamy, że od Q1 2026 spółka uwzględnia pełną konsolidacją z Gremi Media oraz Elamed Media Group.

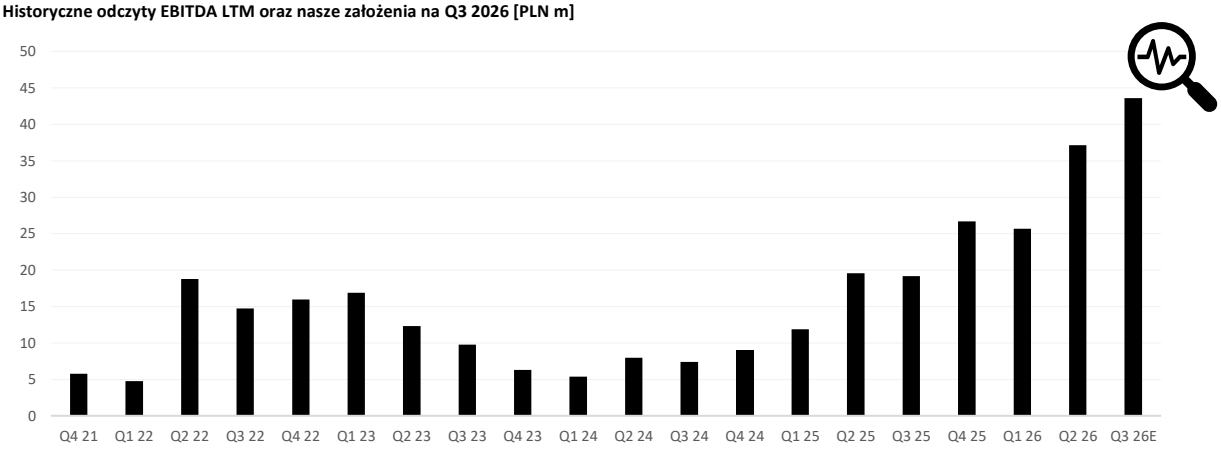
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W naszej symulacji wyników na kolejne okresy staramy się uwzględnić rozbudowany portfel wydarzeń zaplanowanych na H2 2026 w ramach segmentu „organizacja kongresów, konferencji, targów".

W segmencie mediowym obserwujemy proces zmian związanych z przejęciem kontroli nad Gremi Media. Oczekujemy, że na przełomie 2026 i 2027 roku w wynikach finansowych zaczną być widoczne pierwsze pozytywne efekty zmian organizacyjnych oraz ekspansji produktowej.

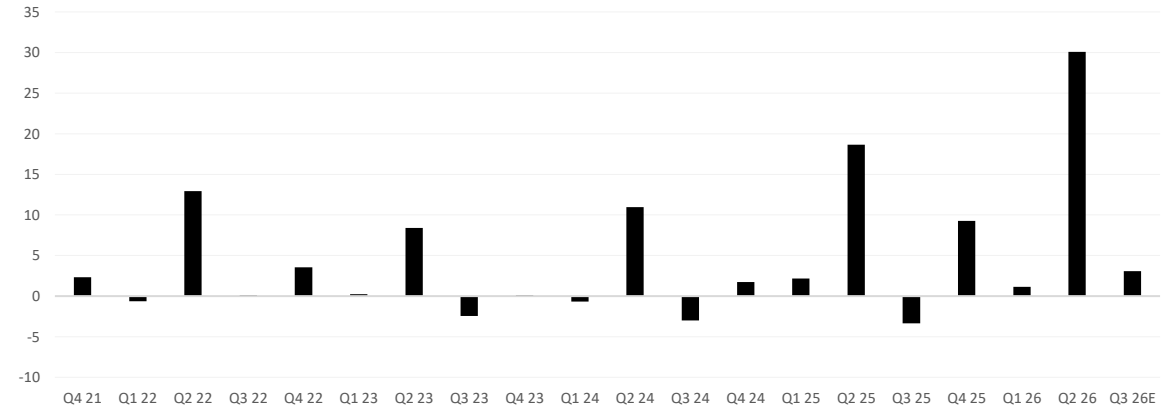
Zakładamy, że w Q3 2026 EBITDA wyniesie około 3,1 mln PLN, co po publikacji wyników za ten okres może przełożyć się na wzrost EBITDA w ujęciu LTM do 43,6 mln PLN. Na poziomie wyniku netto prognozujemy stratę w wysokości około 1,8 mln PLN. Zgodnie z naszą symulacją wynik netto w ujęciu LTM może wynieść około 23,5 mln PLN.

Historyczne odczyty EBITDA LTM oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



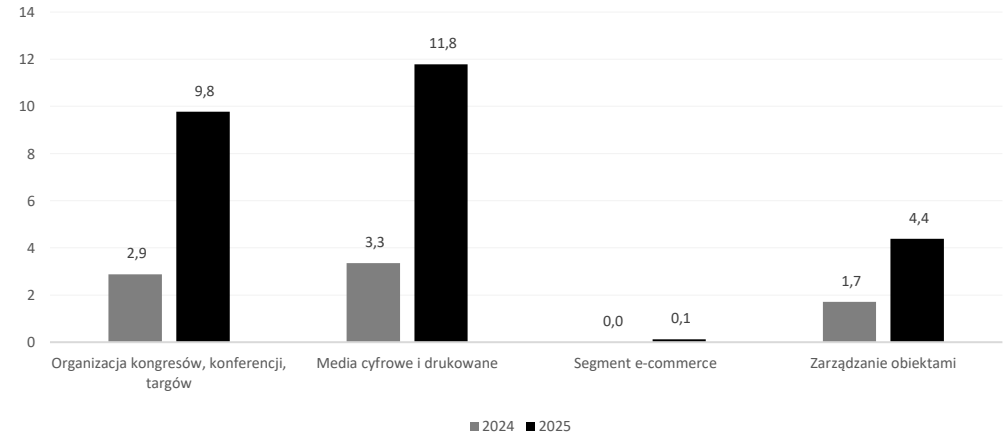
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu kwartalnym oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA w podziale na segmenty [dane roczne 2024-2025; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WIRTUALNA POLSKA

			2025	2026E	2027E
Kurs [PLN]	56,0	P/E	---	13,7x	18,6x
Kapitalizacja [PLN m]	1 667	skor. EV/EBITDA	8,5x	5,8x	4,7x
EV [PLN m]	2 920	EV/EBIT	24,9x	13,2x	8,5x
Data publikacji raportu za Q3 2026	2026-11-17	DPS	2,2	1,3	3,5

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

Ostatnia rekomendacja BDM (2025-12-12): KUPUJ z ceną docelową 76,5 PLN/akcję

Prognoza Q3 2026 (dane raportowane) [PLN m]

	Q3 25	Q3 26E	y/y	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	y/y
Przychody	722,2	746,6	3,4%	2 035,2	2 489,1	22,3%
Reklama i subskrypcje	153,9	160,4	4,2%	677,8	694,9	2,5%
Turystyka	490,0	509,0	3,9%	1 050,9	1 482,5	41,1%
Finanse konsumenckie	60,6	58,8	-3,0%	226,5	240,7	6,2%
adj. EBITDA	**241,6**	**229,3**	**-5,1%**	**581,2**	**556,8**	**-4,2%**
Reklama i subskrypcje	47,3	36,0	-23,8%	257,8	201,9	-21,7%
Turystyka	182,3	183,2	0,5%	282,9	314,9	11,3%
Finanse konsumenckie	10,3	8,2	-20,2%	34,6	34,3	-1,0%
EBITDA	229,3	225,3	-1,8%	516,3	368,3	-28,7%
Amortyzacja	70,5	72,0	2,0%	219,0	282,4	29,0%
EBIT	**158,8**	**153,4**	**-3,4%**	**297,3**	**85,9**	**-71,1%**
Saldo finansowe	-34,4	-31,7	---	-86,7	-104,7	---
Wynik brutto	129,7	114,8	-11,5%	213,6	-13,0	---
Wynik netto	101,9	84,9	-16,7%	152,9	9,7	-93,6%
wynik przypisany akcjonariuszom	**97,7**	**80,6**	**-17,5%**	**141,6**	**-4,4**	**---**
EBITDA skor. marża %	33,5%	30,7%	-2,7 pp	28,6%	22,4%	-6,2 pp
Reklama i subskrypcje	30,7%	22,5%	-8,3 pp	38,0%	29,1%	-9,0 pp
Turystyka	37,2%	36,0%	-1,2 pp	26,9%	21,2%	-5,7 pp
Finanse konsumenckie	16,9%	13,9%	-3,0 pp	15,3%	14,2%	-1,0 pp

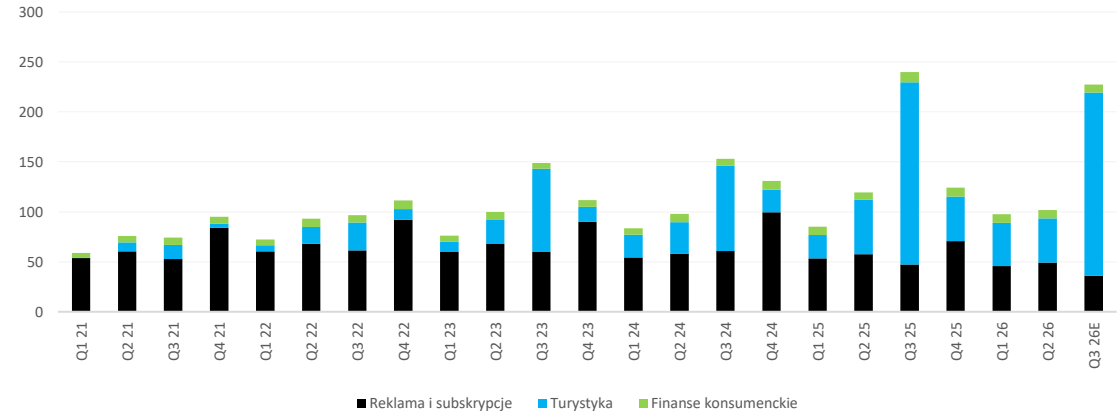
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że w Q3 2026 w segmencie reklamy i subskrypcji widoczna była dodatnia dynamika przychodów na poziomie 4,2% r/r. W naszych szacunkach uwzględniamy jednocześnie szereg inicjatyw oraz inwestycji podejmowanych w ramach segmentu, w tym nakłady na rozwój treści wideo. W rezultacie oczekujemy, że w Q3 2026 skor. EBITDA segmentu może być niższa o 23,8% w ujęciu r/r, czyli wyniosła 36 mln PLN. W ujęciu LTM prognozujemy skor. EBITDA segmentu na poziomie około 201,9 mln PLN.

Spodziewamy się, że Q3 2026 może wskazać na dobre dynamiki wzrostu w turystyce zagranicznej i nadal słabych odczytów w turystyce krajowej. Łącznie spodziewamy się, że przychody segmentu turystyka w Q3 2026 powinny być bliskie 510 mln PLN. Biorąc pod uwagę dynamiczne zmiany w otoczeniu działania tej dywizji biznesowej liczymy się w erozją rentowności. W naszej symulacji zakładamy, że skor. EBITDA segmentu w Q3 2026 będzie blisko 183,2 mln PLN. W ujęciu LTM skor. EBITDA segmentu turystyki może osiągnąć 314,9 mln PLN.

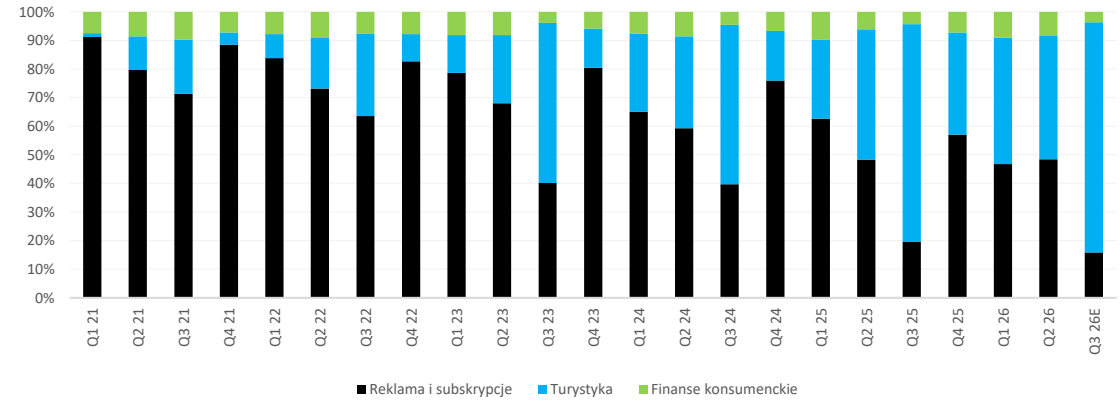
Na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że skor. EBITDA w Q3 2026 wyniosła 229,3 mln PLN, co oznacza spadek o 5,1% r/r. Na poziomie EBIT zakładamy odczyt w okolicy 153,4 mln PLN (-3,4% r/r).

Historyczne kwartalne odczyty skor. EBITDA w ujęciu segmentowym oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



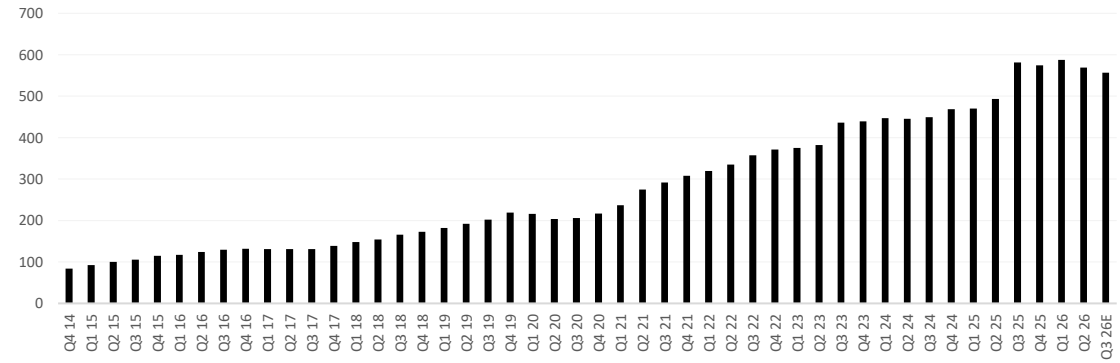
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna struktura kwartalnych odczytów skor. EBITDA w ujęciu segmentowym oraz nasze założenia na Q3 2026



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q3 2026 [PLN m]



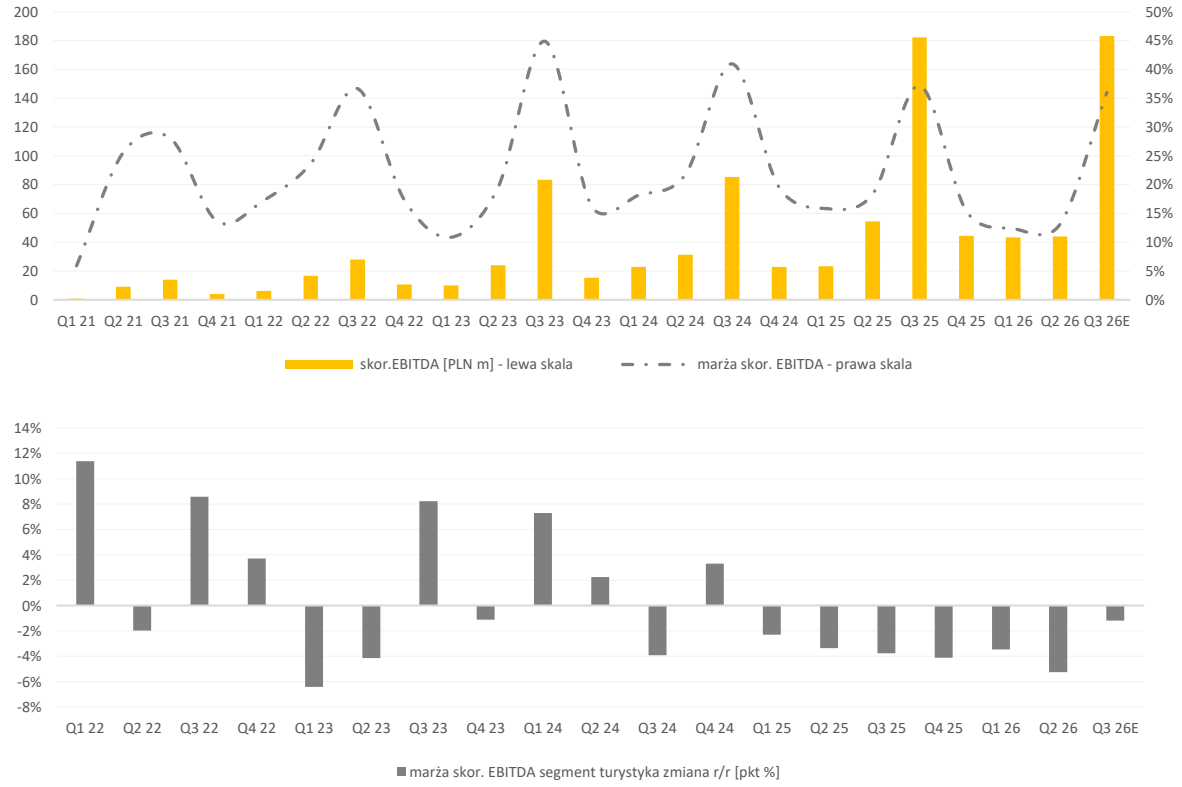
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – skor. EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment turystyka – skor. EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

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

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

Jakub Zamorski
Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

Krystian Grzegorczyk
Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krystian.grzegorczyk@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Tomasz Figiel
tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@bdm.pl

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

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

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

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

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

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

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2026-11-06.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-11-06 (13:28 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-11-15.

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

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

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 jakakolwiek 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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być
w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym 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.

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

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

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

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

Na dzień 2026-11-06:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.