



Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

W bieżącym raporcie analitycznym decydujemy się na zmianę zalecenia z Akumuluj na Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 15,27 PLN/akcję (poprzednio było 16,69 PLN). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2026-2027 na poziomie odpowiednio 5,9x i 5,3x.

W naszym odczuciu krótkoterminowa ścieżka wynikowa nadal nie jest korzystna. Jednocześnie zauważamy potencjalne istotne impulsy, które powinny mieć decydujące znaczenie dla sentymentu inwestycyjnego wobec CPS w średnim i dłuższym horyzoncie. Przede wszystkim liczymy na przełamanie negatywnych trendów wynikowych w kluczowym segmencie, czyli w B2C i B2B (stopniowe zatrzymanie erozji r/r wyników, a od H2 2026 powrót do wzrostów r/r). Kolejnym ważnym elementem decydującym o naszym podejściu jest zakończenie (wraz z ukończeniem budowy farmy w Drzeżewie) kilkuletniego procesu inwestycyjnego w segmencie zielonej energii, który z perspektywy sporej części akcjonariuszy mniejszościowych mógł być definiowany jednoznacznie (bardzo negatywnie).

Zwracamy uwagę, iż kreślona przez nas krótkoterminowa ścieżka wynikowa wskazuje, że Cyfrowy Polsat może w Q4 2025 wykazać erozję na poziomie adj. EBITDA o 9,4% r/r (przypominamy, iż w Q3 2025 było to -15,1% r/r). W kolejnych kwartałach 2026 roku liczymy na stopniową poprawę dynamik w ujęciu r/r (płaskie odczyty r/r na poziomie adj. EBITDA w H1 2026 i odczuwalne wzrosty r/r w H2 2026).

Łącznie w ramach dwóch segmentów TMT (B2C i B2B + media) na 2025 rok prognozujemy odczyt adj. EBITDA w okolicy 2,794 mld PLN (względem 2,918 mld PLN z 2024 roku). Oznacza to zatem spadek o 4,2% r/r (a nominalnie ubytek 124 mln PLN). W latach 2026-2027 w ramach dwóch segmentów TMT uwzględniamy odbudowę adj. EBITDA odpowiednio o 2,9% r/r i 3,2% r/r (nominalnie odpowiednio 82 mln PLN i 93,4 mln PLN). Nasze podejście do segmentu zielonej energii jest zachowawcze względem dotychczasowych oczekiwań spółki. W latach 2026-2027 adj. EBITDA segmentu zielonej energii wynosi w naszym modelu 350 mln PLN i 358 mln PLN.

W scenariuszu bazowym liczymy, że pierwszy strumień dywidend pojawi się w 2028 roku (0,5 PLN/akcję). W kolejnych dwóch latach (2029-2030) liczymy na wzrost DPS do odpowiednio 1,0 PLN i 1,25 PLN. Realizacja przyjętego przez nas scenariusza (wyplata dywidendy w 2028 roku) będzie oznaczała, iż okres braku wypłat dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie 5 lat. Podobny okres był wymagany w przypadku Orange Polska (brak wypłat dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych w latach 2017-2021).

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	13 626	14 266	14 270	14 369	14 792	15 065
Adj. EBITDA [PLN m]	3 012	3 299	3 107	3 253	3 398	3 483
EBIT [PLN m]	1 312	1 766	1 405	1 465	1 607	1 719
Wynik netto [PLN m]	279	711	293	334	445	596
P/E	30,3	11,9	28,8	25,3	19,0	14,2
EV/EBITDA skor.	6,5	6,0	6,4	5,9	5,3	4,9
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	0%	0%	4%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 15,27 PLN

22 STYCZEŃ 2026, 15:19 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	15,27
Wycena DCF [PLN]	15,38
Wycena mnożnikowa [PLN]	15,15
Potencjał do wzrostu / spadku	+16%

Kurs [PLN]	13,20
Kapitalizacja [PLN mld]	8,45
Ilość akcji [m]	639,5

Total return [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-7,3	-16,3
6M stopa zwrotu	-18,9	-31,4
YTD stopa zwrotu	7,5	4,4
12M stopa zwrotu	-12,1	-53,8

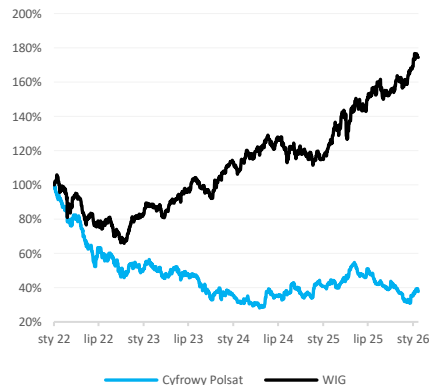
(1) - absolutna stopa zwrotu

(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat:	
TiVi Foundation	69,13%
Reddev Investments Limited	69,13%
Cyfrowy Polsat S.A.	10,85%
Pozostali	30,87%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
DŁUG FINANSOWY	9
WYNIKI Q3 2025.....	10
PROGNOZA NA Q4 2025	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącym raporcie analitycznym decydujemy się na zmianę zalecenia z **Akumuluj na Kupuj** i wyznaczamy cenę docelową na poziomie **15,27 PLN/akcję** (poprzednio było **16,69 PLN**). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2026-2027 na poziomie odpowiednio **5,9x** i **5,3x**.

W naszym odczuciu krótkoterminowa ścieżka wynikowa nadal nie jest korzystna. Jednocześnie zauważamy potencjalne istotne impulsy, które powinny mieć decydujące znaczenie dla sentymentu inwestycyjnego wobec CPS w średnim i dłuższym horyzoncie. Przede wszystkim liczymy na przełamanie negatywnych trendów wynikowych w kluczowym segmencie, czyli w B2C i B2B (stopniowe zatrzymanie erozji r/r wyników, a od H2 2026 powrót do wzrostów r/r). Kolejnym ważnym elementem decydującym o naszym podejściu jest zakończenie (wraz z ukończeniem budowy farmy w Drzeżewie) kilkuletniego procesu inwestycyjnego w segmencie zielonej energii, który z perspektywy sporej części akcjonariuszy mniejszościowych mógł być definiowany jednoznacznie (bardzo negatywnie).

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość **15,38 PLN/akcję**. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2026-2027 wskazuje na cenę **15,15 PLN/akcję**. Końcowa wycena wynosząca **15,27 PLN/akcję** jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny CPS

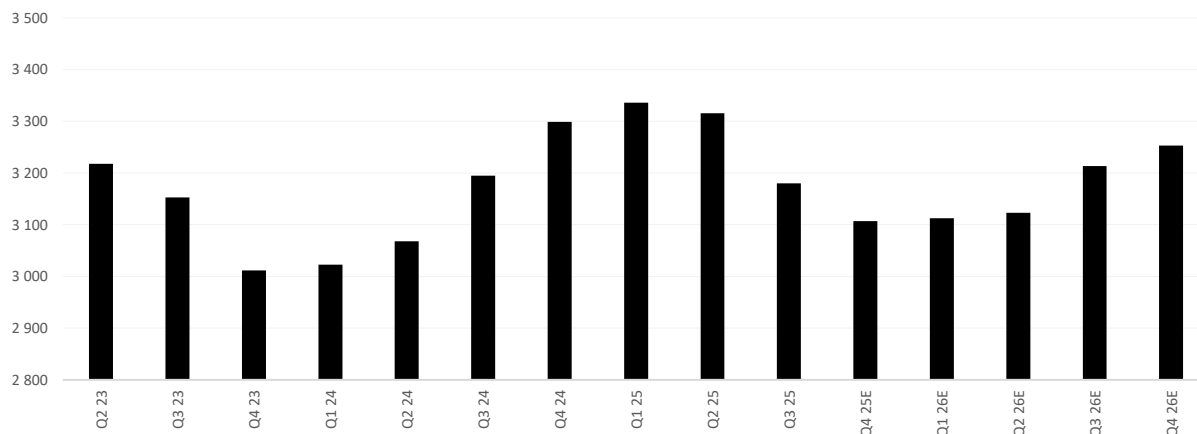
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	15,38
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	15,15
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	15,27

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zwracamy uwagę, iż kreślona przez nas krótkoterminowa ścieżka wynikowa wskazuje, że Cyfrowy Polsat może w Q4 2025 wykazać erozję na poziomie adj. EBITDA o 9,4% r/r (przypominamy, iż w Q3 2025 było to -15,1% r/r). W kolejnych kwartałach 2026 roku liczymy na stopniową poprawę dynamik w ujęciu r/r (płaskie odczyty r/r na poziomie adj. EBITDA w H1 2026 i odczuwalne wzrosty r/r w H2 2026).

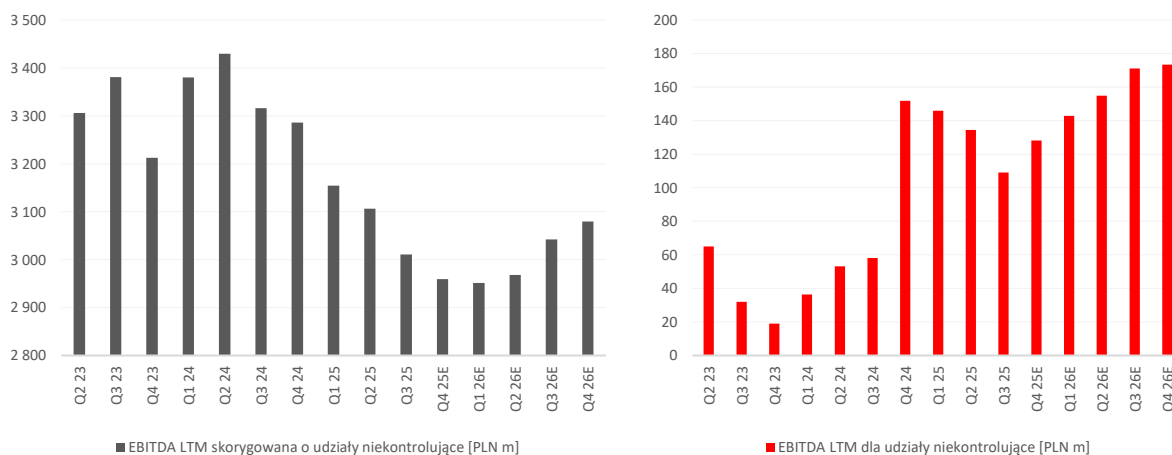
Łącznie w ramach dwóch segmentów TMT (B2C i B2B + media) na 2025 rok prognozujemy odczyt adj. EBITDA w okolicy 2,794 mld PLN (względem 2,918 mld PLN z 2024 roku). Oznacza to zatem spadek o 4,2% r/r (a nominalnie ubytek 124 mln PLN). W latach 2026-2027 w ramach dwóch segmentów TMT uwzględniamy odbudowę adj. EBITDA odpowiednio o 2,9% r/r i 3,2% r/r (nominalnie odpowiednio 82 mln PLN i 93,4 mln PLN). Nasze podejście do segmentu zielonej energii jest zachowawcze względem dotychczasowych oczekiwań spółki. W latach 2026-2027 adj. EBITDA segmentu zielonej energii wynosi w naszym modelu 350 mln PLN i 358 mln PLN.

Odczyty adj. EBITDA w ujęciu LTM oraz nasza prognoza na kolejne okresy [PLN m]



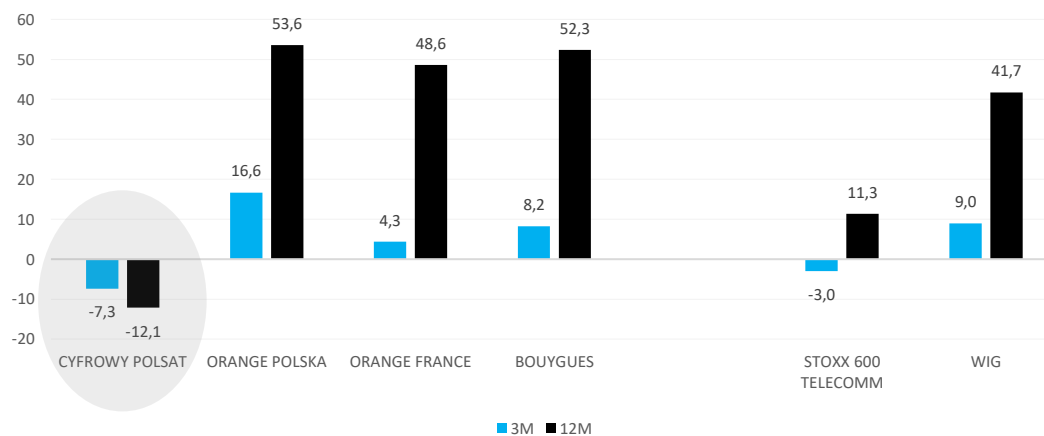
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

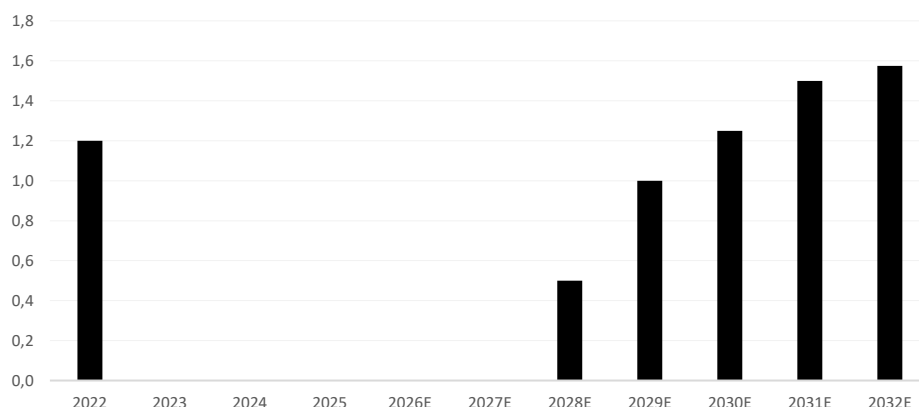
Total return na walorach Cyfrowego Polsatu oraz innych wybranych podmiotach i indeksach [ujęcie 3miesięcy oraz 12M]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W scenariuszu bazowym liczymy, że pierwszy strumień dywidend pojawi się w 2028 roku (0,5 PLN/akcję). W kolejnych dwóch latach (2029-2030) liczymy na wzrost DPS do odpowiednio 1,0 PLN i 1,25 PLN. Realizacja przyjętego przez nas scenariusza (wypłata dywidendy w 2028 roku) będzie oznaczała, iż okres braku wypłat dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie 5 lat. Podobny okres był wymagany w przypadku Orange Polska (brak wypłat dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych w latach 2017-2021).

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend w Cyfrowy Polsat [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczny wykres Orange Polska z ujęciem okresu ograniczenia DPS i kolejnych 5 lat bez wypłat dywidend [PLN/akcję]



04 marca 2015 roku zarząd zarekomendował DPS na poziomie 0,50 PLN.

15 lutego 2016 roku zarząd zarekomendował DPS na poziomie 0,25 PLN.

13 lutego 2017 roku zarząd zarekomendował brak DPS.

....

19 maj 2021 roku zarząd zadeklarował powrót DPS w kolejnym okresie (z zysków za 2021) na poziomie 0,25 PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,15% (poprzednio 5,4%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,8 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o przedstawioną symulację. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezidualnym, przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 10,0%.

Skorygowany dług netto uwzględnia dodatkowo wartość rynkową akcji własnych. W pozycjach korygujących staramy się uwzględnić wartość udziałów mniejszości oraz udział w aktywach netto projektów alokowanych w segmencie deweloperskim.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na poziomie 15,38 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-03-31.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezidualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezidualnym						
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
WACC	7,0%	18,78	20,30	22,09	24,24	26,86	30,15	34,38
	8,0%	16,36	17,48	18,78	20,30	22,09	24,24	26,86
	9,0%	14,51	15,37	16,36	17,48	18,78	20,30	22,09
	10,0%	13,04	13,73	14,51	15,38	16,36	17,48	18,78
	11,0%	11,86	12,42	13,04	13,73	14,51	15,37	16,36
	12,0%	10,88	11,35	11,86	12,42	13,04	13,73	14,51
	13,0%	10,06	10,46	10,88	11,35	11,86	12,42	13,04

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody [PLN m]	14 369	14 792	15 065	15 191	15 405	15 619	15 834	16 048	16 265	16 485
EBITDA [PLN m]	3 253	3 398	3 483	3 514	3 568	3 625	3 677	3 724	3 772	3 820
EBIT [PLN m]	1 465	1 607	1 719	1 778	1 858	1 941	2 019	2 091	2 163	2 235
NOPAT [PLN m]	1 187	1 302	1 393	1 440	1 505	1 572	1 635	1 693	1 752	1 810
Amortyzacja [PLN m]	1 788	1 791	1 763	1 736	1 710	1 684	1 658	1 633	1 609	1 585
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-23	-26	-28	-18	-25	-25	-25	-25	-25	-25
CAPEX + spectrum + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-1 493	-1 074	-1 093	-1 758	-1 205	-1 221	-1 237	-1 341	-1 508	-1 588
FCFF [PLN m]	1 459	1 993	2 035	1 400	1 985	2 010	2 032	1 961	1 828	1 782
Suma PV FCFF [PLN m]	11 975									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	9 428									
Wartość firmy EV [PLN m]	21 403									
Skor. dług netto [PLN m]	11 464									
Inne korekty [PLN m]*	102		wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Wartość kapitału [PLN m]	9 838		WACC w okresie rezydualnym: 10,0%							
Ilość akcji [mln szt.]	640									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	15,38									

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBITDA y/y	4,7%	4,5%	2,5%	0,9%	1,5%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
EBITDA segment B2C i B2b y/y	1,0%	3,2%	2,5%	2,0%	1,6%	1,6%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%
EBITDA segment mediowy y/y	13,2%	3,6%	2,6%	2,4%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBITDA segment zielonej energii y/y	35,2%	2,3%	2,1%	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Marża EBITDA	22,6%	23,0%	23,1%	23,1%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
Marża EBIT	10%	11%	11%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	14%
NOPAT y/y	2,9%	9,7%	7,0%	3,4%	4,5%	4,5%	4,0%	3,6%	3,4%	3,3%
Marża NIOPAT	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	11%	11%	11%
CAPEX / Przychody	10,4%	7,3%	7,3%	11,6%	7,8%	7,8%	7,8%	8,4%	9,3%	9,6%
CAPEX / Przychody w obszarze TMT	10,5%	7,2%	7,2%	12,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,6%	9,6%	10,0%
D / E	151%	127%	106%	92%	80%	69%	60%	51%	36%	35%
E / (E+D)	40%	44%	48%	52%	56%	59%	63%	66%	73%	74%
D / (E+D)	60%	56%	52%	48%	44%	41%	37%	34%	27%	26%
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Beta nielewarowana	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Beta lewarowana	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Kosz kapitału własnego	14,2%	14,0%	13,8%	13,3%	12,9%	12,6%	12,3%	12,0%	11,5%	11,5%
Kosz długu po opadkowaniu	6,3%	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
WACC	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%

* w tym m.in. udziały mniejszości oraz aktywa netto projektów deweloperskich

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Nasze podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 15,15 PLN/akcję. Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2026-2027 w wysokości 6,0x (poprzednio było również 6,0x lecz odnosiliśmy się do lat 2025-2026). Zwracamy uwagę, iż w strukturze wyników CPS występuje silny filar z ekspozycją na obszar mediowy oraz segment zielonej energii. Jednocześnie zwracamy uwagę, że najbliższy strumień dywidend z CPS w naszym modelu pojawia się w 2028 roku (z kolei obecna rentowność dywidend z grupy porównawczej według mediany to blisko 5%).

Wycena mnożnikowa (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2026-2027						
	5,0	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	7,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	9,95	12,55	13,85	15,15	16,45	17,75	20,35

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

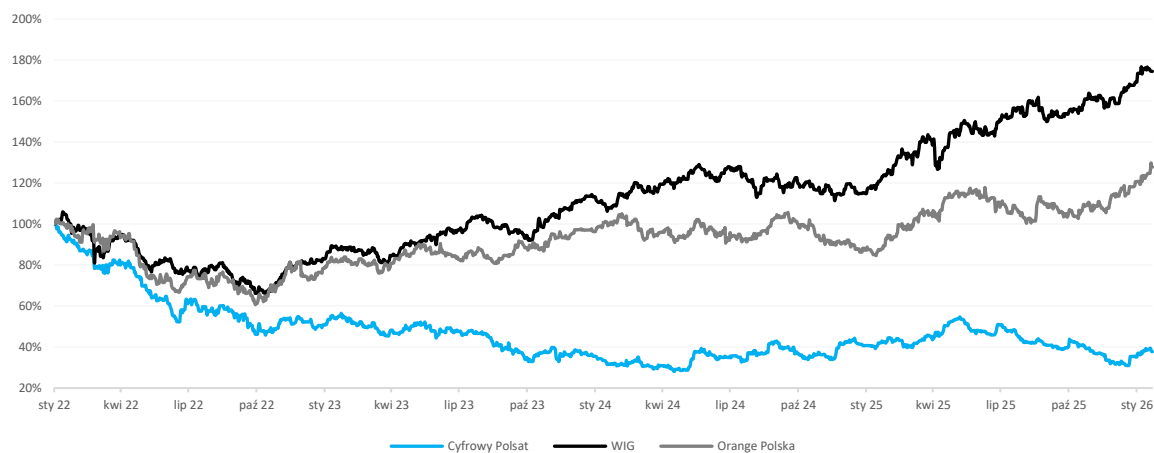
Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA	
	2025E	2026E	2025E	2026E
BT Group	4,9	4,9	4,9	4,9
Deutsche Telekom	6,7	6,2	6,7	6,2
Elisa	9,4	8,9	9,4	8,9
KPN	8,8	8,5	8,8	8,5
Orange France	6,3	5,7	6,3	5,7
Orange Belgium	6,0	6,3	6,0	6,3
OTE Group	5,2	5,1	5,2	5,1
Proximus	3,4	3,5	3,4	3,5
Swisscom	7,1	7,1	7,1	7,1
Tele2	10,2	9,7	10,2	9,7
Telecom Italia	5,7	5,3	5,7	5,3
Telefonica	5,0	4,8	5,0	4,8
Telekom Austria	3,8	3,7	3,8	3,7
Telenor	8,2	8,2	8,2	8,2
Telia	7,2	7,1	7,2	7,1
Vodafone	6,0	5,5	6,0	5,5
Liberty Global	9,3	8,8	9,3	8,8
CELLNEX	11,8	11,2	11,8	11,2
INWIT	12,0	11,4	12,0	11,4
Eutelsat	8,8	8,4	8,8	8,4
SES	4,3	3,7	4,3	3,7
Airtel Africa	7,6	6,4	7,6	6,4
Helios Towers	8,7	7,8	8,7	7,8
Telecom Plus	7,8	7,2	7,8	7,2
Orange Polska	18,5	16,0	5,2	5,0

Rentowność wypłaconej dywidendy w 2025 roku dla mediany wspomnianych podmiotów wynosi blisko 5%.

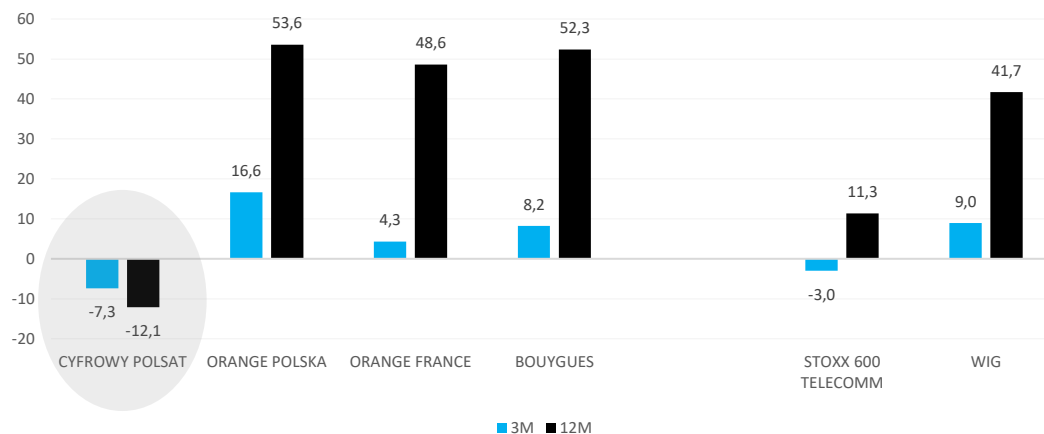
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs CPS na tle indeksu WIG oraz Orange Polska



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Total return na walorach Cyfrowego Polsatu oraz innych wybranych podmiotach i indeksach [ujęcie 3miesięcy oraz 12M]



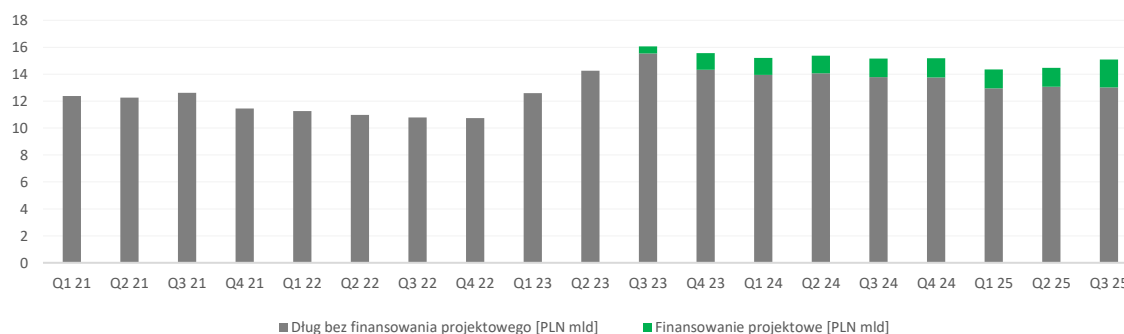
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DŁUG FINANSOWY

Dług netto na koniec Q3 2025 wynosił 12,13 mld PLN, z czego na dług projektowy (głównie segment zielonej energii) przypadało 2,08 mld PLN. Wskaźnik dług netto do EBITDA LTM (z wyłączeniem finansowania projektowego) wyniósł 3,54x. Całkowite zadłużenie netto do EBITDA LTM wyniosło 4,03x. Zdecydowana większość długu spółki oparta jest o zmienną stopę. Średnioważony koszt odsetek od kredytów i obligacji (bez finansowania projektowego i kosztów leasingu) w Q3'25 wynosił 7,3%.

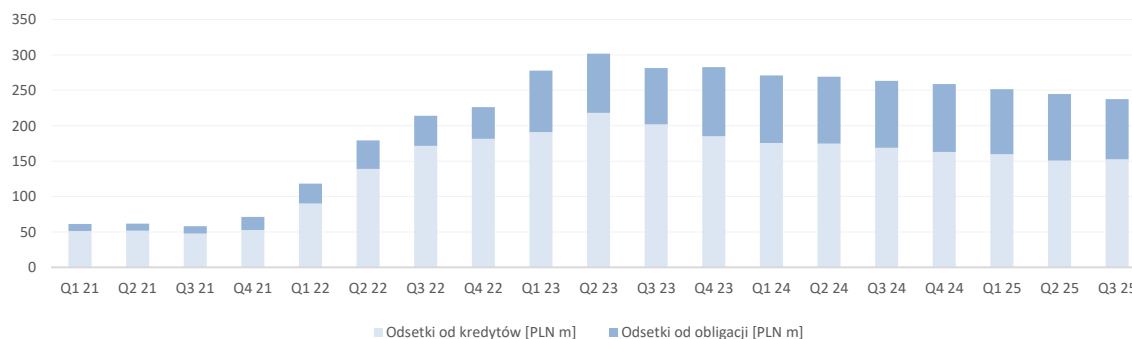
Przypominamy, że spółka w dniu 2025-08-11 podała informację o pozyskaniu finansowania w łącznej wysokości do 953 mln PLN na farmę wiatrową w Drzeżewie (największa farma w portfolio spółki o mocy 139 MW). Kredyt terminowy będzie spłacany w kwartalnych ratach o różnej wysokości i zostanie spłacony najpóźniej do 30 czerwca 2041 roku albo w ciągu 15 lat od daty zakończenia budowy farmy (jeśli nastąpi to wcześniej).

Zadłużenie brutto CPS (z podziałem na finansowanie projektowe – energetyka)



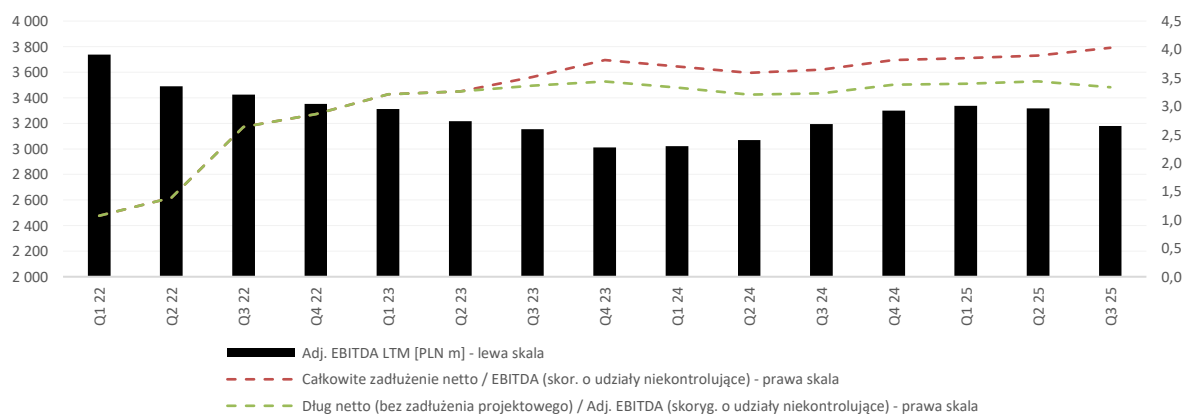
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty odsetkowe brutto dotyczące kredytów i pożyczek oraz obligacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA w ujęciu LTM (odczyty historyczne oraz nasz symulacja na kolejne okresy)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI Q3 2025

Wyniki CPS w Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
Przychody razem	3 579,5	3 431,4	-4,1%	14 120	14 379	1,8%	3 485,7	98%
detaliczne od klientów ind. i biznes.	1 817,2	1 850,0	1,8%	7 136	7 270	1,9%	1 854,4	100%
hurtowe	763,8	786,9	3,0%	3 291	3 330	1,2%	752,0	105%
sprzedaż sprzętu	457,2	385,9	-15,6%	1 823	1 681	-7,8%	388,6	99%
pozostałe	541,3	408,6	-24,5%	1 871	2 098	12,2%	490,7	83%
Koszty operacyjne	-2 987,8	-3 102,9	3,9%	-12 677	-12 831	1,2%	-3 124,3	99%
amortyzacja / utrata wartości	-303,2	-403,8	33,2%	-1 734	-1 548	-10,7%	-404,7	100%
koszty pracownicze	-290,1	-319,0	10,0%	-1 226	-1 308	6,7%	-310,4	103%
inne koszty	-2 394,5	-2 380,1	-0,6%	-9 716	-9 975	2,7%	-2 409,2	99%
Pozostałe przychody / koszty	-22,2	8,9		137	-68		-12,0	-74%
EBITDA	886,4	765,8	-13,6%	3 374	3 120	-7,5%	774,7	
Adj. EBITDA	901,8	765,8	-15,1%	3 195	3 180	-0,5%	774,7	99%
EBIT	569,5	337,4	-40,8%	1 590	1 480	-6,9%	349,4	97%
Saldo finansowe	-196,8	-246,0		-608	-894		-236,5	104%
Wynik brutto	371,9	91,4	-75,4%	982	586	-40,3%	112,9	81%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	248,9	69,6	-72,0%	676	400	-40,8%	76,7	91%
Adj. EBITDA	901,8	765,8	-15,1%	3 195	3 180	-0,5%	774,7	99%
Segment usług B2C i B2B	665,2	624,6	-6,1%	2 441	2 365	-3,1%	650,7	96%
Segment mediowy: TV i online	144,5	69,4	-52,0%	530	432	-18,5%	63,8	109%
Segment zielonej energii	82,2	51,8	-37,0%	202	254	26%	52,3	99%
Segment nieruchomości	9,9	20,0	102%	26	130	393%	8,0	250%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Okres Q3 2025 był kolejnym z rzędu słabym kwartałem dla spółki. Skorygowana EBITDA spadła o 15,1% w ujęciu r/r. W ujęciu LTM skor. EBITDA po odczycie za Q3 2025 wynosi 3,18 mld PLN.

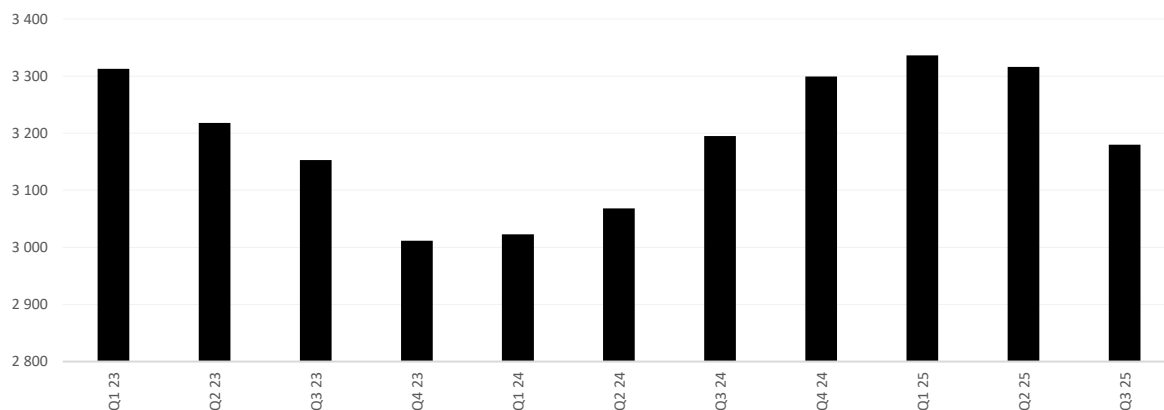
Miniony kwartał wskazał na spadki r/r wyników we wszystkich kluczowych dywizjach biznesowych. W segmencie B2C i B2B skor. EBITDA spadła o 6,1% r/r (odczyt 624,6 mln PLN). W segmencie mediowym skor. EBITDA spadła o 52% r/r (odczyt 69,4 mln PLN). W obszarze zielonej energii skor. EBITDA była niższa o 37% r/r (odczyt 51,8 mln PLN).

Rezultaty segmentu mediowego były pod dużym wpływem czynników jednorazowych (kumulacja kosztów kontentu sportowego). Jednocześnie zaskoczeni byliśmy słabością wpływów z reklamy tv (-2,7% r/r) i zauważamy, że tak słabej dynamiki z reklamy tv spółka nie wykazywała od czasu turbulencji w okresie pandemii.

W segmencie B2C i B2B wzrost ARPU klienta B2C o 4,0% r/r w Q3 2025 był nieznacznie poniżej dynamik r/r wykazanych w H1 2025. Zauważamy, że negatywny wpływ na odczyt skor. EBITDA segmentu B2C i B2B miała silna erozja sprzedaży sprzętu (-15,6% r/r).

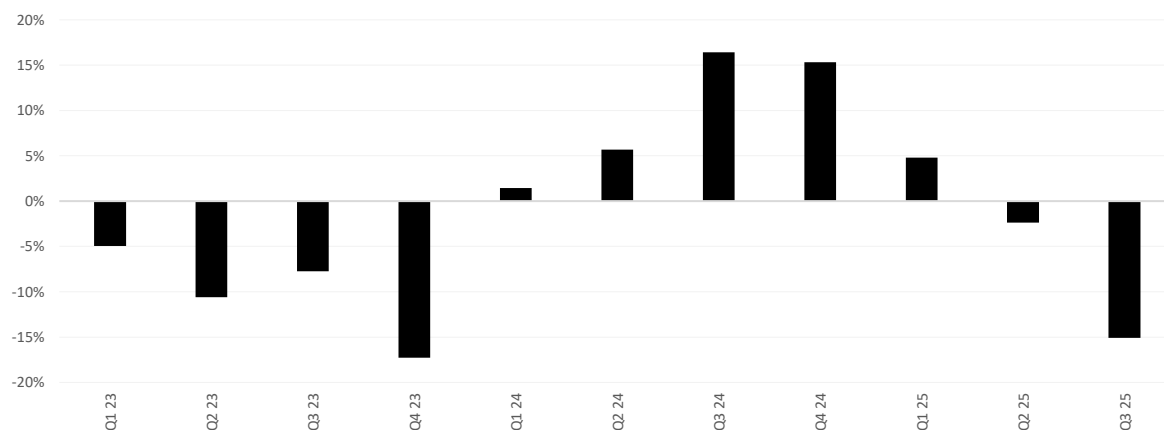
W segmencie zielonej energii wyniki okazały się bardzo słabe. Spółka wskazała też na zakończenie budowy farmy Drzeżewo (podwaja moce zainstalowane na farmach wiatrowych do 289 MW). Przypominamy, że była to ostatnia duża realizowana inwestycja OZE.

Historyczne odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



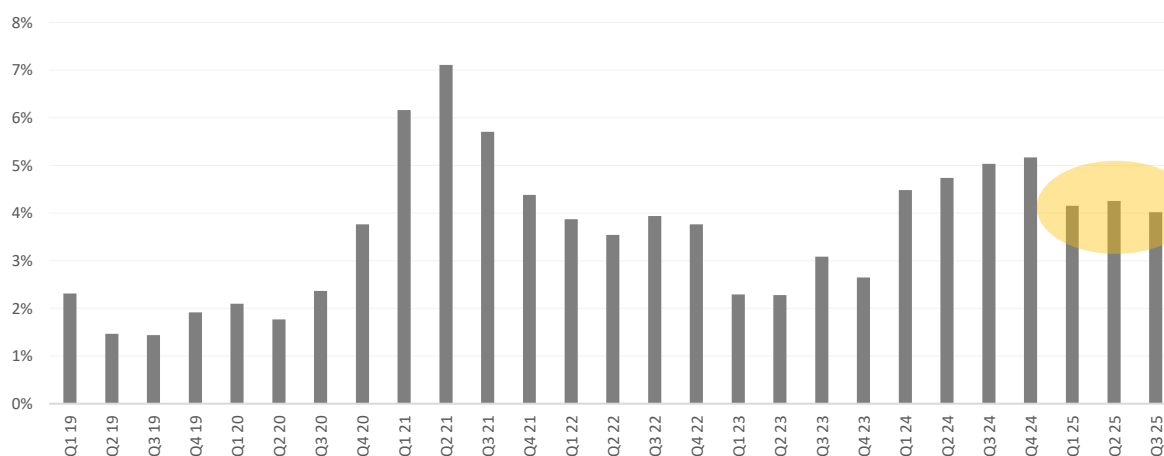
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty dynamiki r/r dla skor. EBITDA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty dynamiki r/r ARPU na klienta B2C



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA Q4 2025

Prognoza CPS Q4 2025 [PLN m]

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

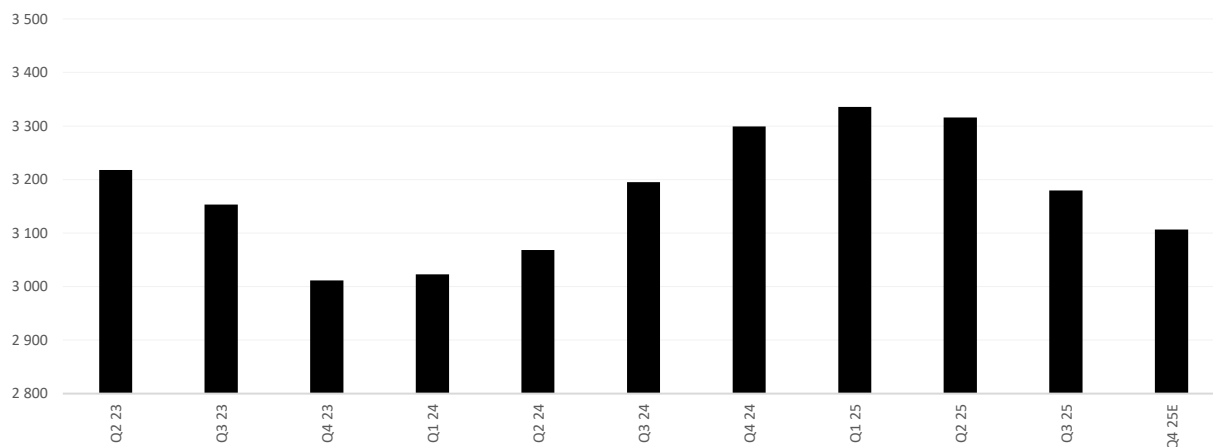
Spodziewamy się, że skor. EBITDA w Q4 2025 wyniesie blisko 708 mln PLN (-9,4% r/r). W ujęciu 2025 roku skor. EBITDA może wynieść 3,107 mld PLN (-5,8% r/r; po odczycie Q3 2025 LTM skor EBITDA była na poziomie 3,18 mld PLN).

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).

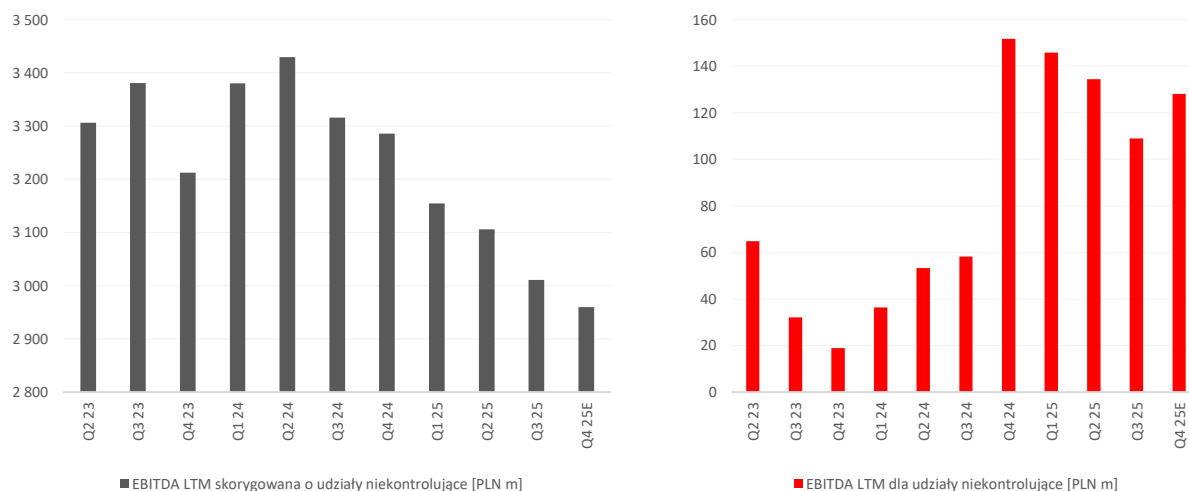
W segmencie zielonej energii spodziewamy się wzrostu rezultatów o 6,6% r/r. Przyjmujemy, że był to okres w którym będzie widać dodatkową kontrybucję do wyników ze strony farmy Drzeżewo. Przypominamy też, że zakończono proces remontowy bloku na biomasę (wpływ widoczny w Q3 2025).

Odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



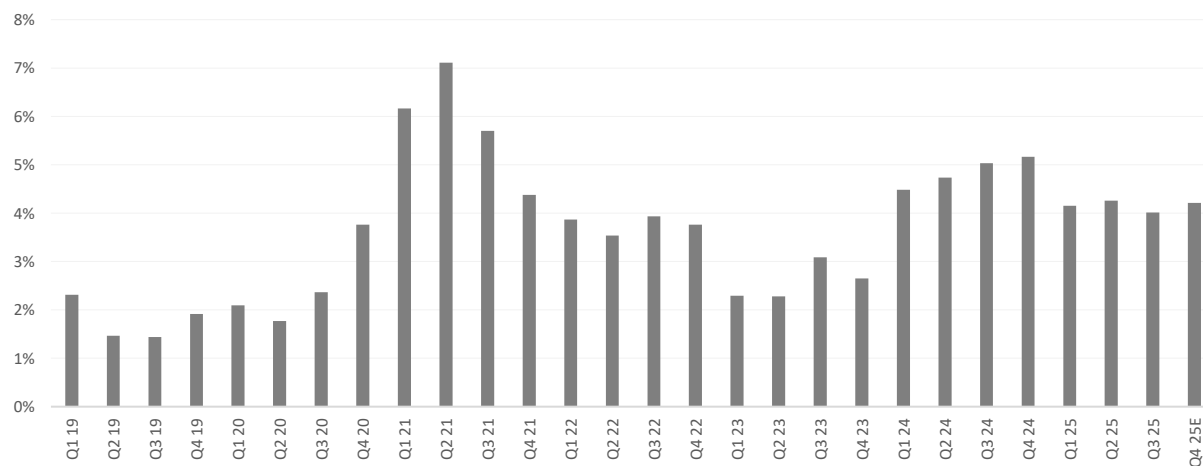
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Założenia dla wyników CPS na kolejne okresy [PLN m]

	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody razem	3 827	3 530	3 590	3 431	3 718	3 500	3 569	14 266	14 270	14 369	14 792
detaliczne od klientów ind. i biznes.	1 810	1 799	1 811	1 850	1 849	1 847	1 865	7 182	7 309	7 510	7 698
hurtowe	899	768	877	787	910	776	876	3 260	3 342	3 368	3 433
sprzedaż sprzętu	479	425	392	386	438	391	360	1 795	1 640	1 595	1 579
pozostałe	640	539	511	409	521	487	468	799	794	687	840
Koszty operacyjne	-3 439	-3 106	-3 183	-3 103	-3 433	-3 114	-3 169	-12 629	-12 824	-12 856	-13 136
amortyzacja / utrata wartości	-373	-375	-396	-404	-407	-440	-446	-1 613	-1 582	-1 784	-1 643
koszty pracownicze	-353	-321	-316	-319	-388	-340	-335	-1 243	-1 344	-1 420	-1 470
inne koszty	-2 713	-2 411	-2 471	-2 380	-2 637	-2 334	-2 389	-9 773	-9 899	-9 652	-10 023
Pozostałe przychody / koszty	-40	-14	-23	9	-12	-12	-12	120	-40	-48	-49
EBITDA	740	809	805	766	708	815	834	3 438	3 088	3 253	3 398
Adj. EBITDA	780,9	809,3	823,8	765,8	707,8	815,2	834,5	3 298,9	3 106,7	3 253,0	3 398,2
EBIT	348,0	410,3	384,3	337,4	273,4	374,0	387,4	1 766,2	1 405,4	1 465,2	1 607,1
Saldo finansowe	-124,2	-287,8	-236,1	-246,0	-204,6	-230,0	-229,6	-686,0	-974,5	-902,9	-855,6
Wynik brutto	223,8	122,5	148,2	91,4	68,8	144,1	157,8	1 079,5	430,9	562,3	751,5
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	135,1	82,6	112,9	69,6	28,2	86,3	97,6	710,5	293,3	333,8	445,4
Adj. EBITDA	780,9	809,3	823,8	765,8	707,8	815,2	834,5	3 298,9	3 106,9	3 253,0	3 398,2
Segment usług B2C i B2B	527,1	607,9	605,3	624,6	507,5	589,1	602,7	2 431,3	2 345,3	2 368,2	2 443,5
Segment mediowy: TV i online	96,5	124,5	141,4	69,4	113,3	132,6	135,0	486,4	448,6	507,7	525,8
Segment zielonej energii	79,1	57,1	65,6	51,8	84,3	86,8	90,1	282,0	258,8	350,0	358,0
Segment nieruchomości	78,2	19,8	11,7	20,0	2,7	6,8	6,8	99,2	54,2	27,1	70,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

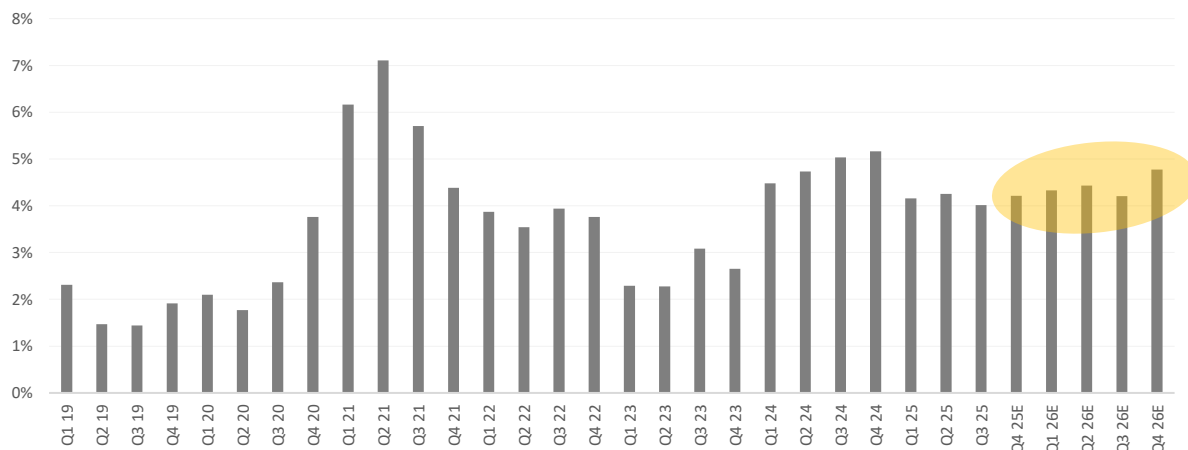
W segmencie B2C i B2B zakładamy, że adj. EBITDA w 2025 roku wyniesie 2,345 mld PLN, co będzie oznaczało erozję o 3,54% r/r. W tym kluczowym segmencie w 2026 roku oczekujemy pojawienia się impulsów poprawy dynamik przychodów (mocne dynamiki ARPU) oraz efektów podejmowanych działań optymalizujących marżowość biznesu. Ogółem na 2026 rok prognozujemy, że adj. EBITDA w segmencie B2C i B2B wyniesie 2,368 mld PLN (+1% r/r). Pierwsze półrocze 2026 roku w naszym odczuciu wskaże nadal na ujemne dynamiki adj. EBITDA w relacji r/r (zakładamy -1,8% r/r). W drugim półroczu 2026 roku spodziewamy się przełamania negatywnej ścieżki adj. EBITDA (przyjeliśmy, że w H2 2026 odczyt będzie wyższy r/r o ponad 3,5% r/r). W latach 2027-2028 nasz model uwzględnia wzrost adj. EBITDA w omawianym segmencie średniorocznie o blisko 2,8%.

W segmencie mediowym na 2025 rok przyjęliśmy spadek adj. EBITDA do niespełna 449 mln PLN (czyli o 7,8% r/r; nominalnie erozja o 38 mln PLN). Decydujący wpływ na odczyt za 2025 rok będzie miał efekt wysokich kosztów kontentu sportowego (zwłaszcza w Q3 2025). Rok 2026 w naszym odczuciu powinien wskazać na niskie jednocyfrowe wzrosty rynku reklamy tv w Polsce. Jednocześnie spodziewamy się, że struktura kosztów kontentu sportowego będzie odczuwalnie inna w relacji r/r. Dlatego, w segmencie media na rok 2026 zakładamy wzrost adj. EBITDA do 507,7 mln PLN (+13,2% r/r; nominalnie poprawa r/r o 59 mln PLN). W latach 2027-2028 nasz model uwzględnia wzrost adj. EBITDA w segmencie media średniorocznie o blisko 3%.

Podsumowując, łącznie w ramach dwóch segmentów TMT (B2C i B2B + media) na 2025 rok prognozujemy odczyt adj. EBITDA w okolicy 2,794 mld PLN (względem 2,918 mld PLN z 2024 roku). Oznacza to zatem spadek o 4,2% r/r (a nominalnie ubytek 124 mln PLN). W latach 2026-2027 w ramach dwóch segmentów TMT uwzględniamy odbudowę adj. EBITDA odpowiednio o 2,9% r/r i 3,2% r/r (nominalnie odpowiednio 82 mln PLN i 93,4 mln PLN).

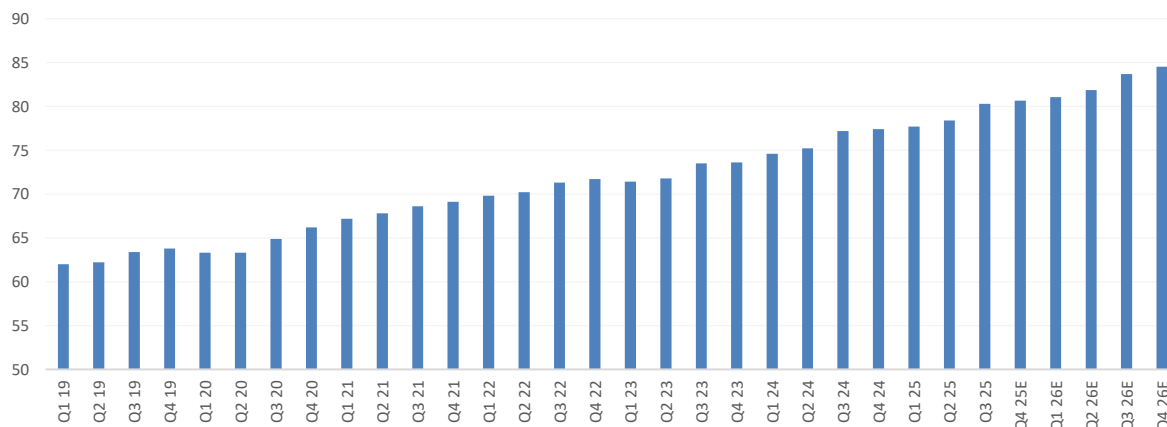
W modelu spodziewamy się, że kolejne kwartały wskażą na utrzymanie (chwilami też wzmocnienie) dobrych dynamik wzrostu ARPU na klienta B2C w ujęciu r/r. Na rok 2025 zakładamy, że ARPU na klienta B2C było wyższe o ponad 4,2% r/r. Na lata 2026-2027 uwzględniamy dynamikę ARPU na poziomie odpowiednio 4,35% i 3,5% r/r.

Historyczne odczyty oraz przyjęte przez nas założenia dla dynamiki w ujęciu r/r dla ARPU na klienta B2C



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

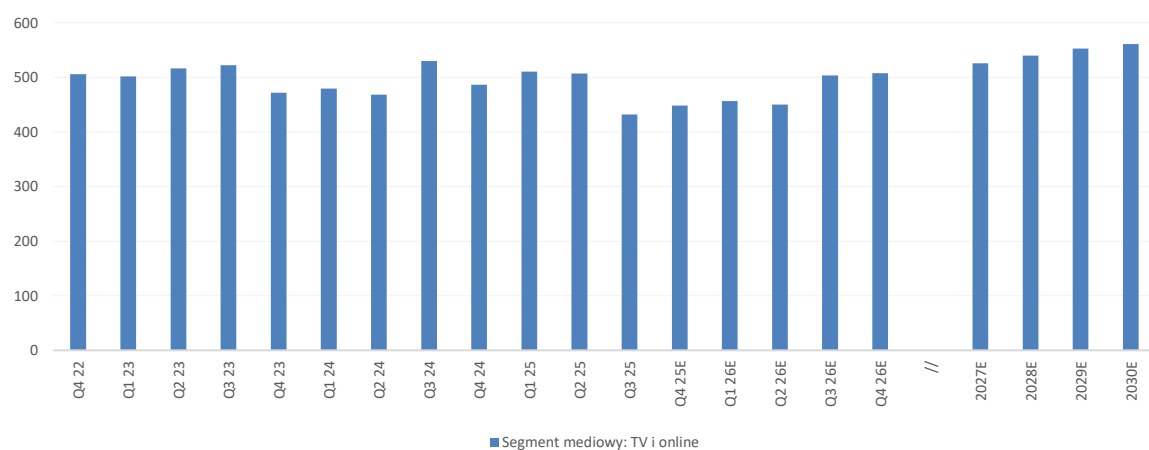
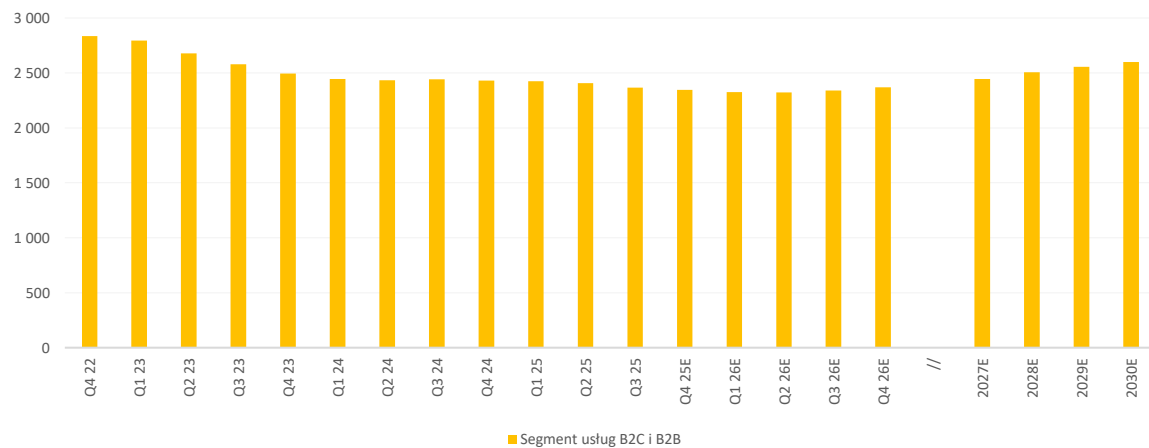
Historyczne odczyty oraz przyjęte przez nas założenia dla ARPU na klienta B2C [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasze podejście do segmentu zielonej energii jest zachowawcze względem dotychczasowych oczekiwań spółki. W latach 2026-2027 adj. EBITDA segmentu zielonej energii wynosi w modelu 350 mln PLN i 358 mln PLN. Nasze długoterminowe projekcje adj. EBITDA w tym segmencie (z bieżącej perspektywy) wskazują, iż budowa tego filaru biznesu CPS przyczyniła się do trwałych szkód w wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. Dodatkowo, prawdopodobnie w perspektywie kolejnych 2-3 lat w związku z wysokim zadłużeniem, spółka będzie miała nadal ograniczone możliwości wykorzystywania pojawiających się szans rynkowych na wzrost w nowych obszarach. Wpływ na naszą ocenę mają ścieżki cenowe energii, wysokie koszty obsługi zadłużenia poszczególnych projektów w ramach segmentu i odczuwalny ubytek marży operacyjnej w dywizji B2C i B2B w związku z wyższymi kosztami technicznymi m.in. wskutek dokonanej historycznie sprzedaży infrastruktury.

Historyczne odczyty EBITDA skor. LTM oraz nasze prognozy dla głównych segmentów [PLN m]

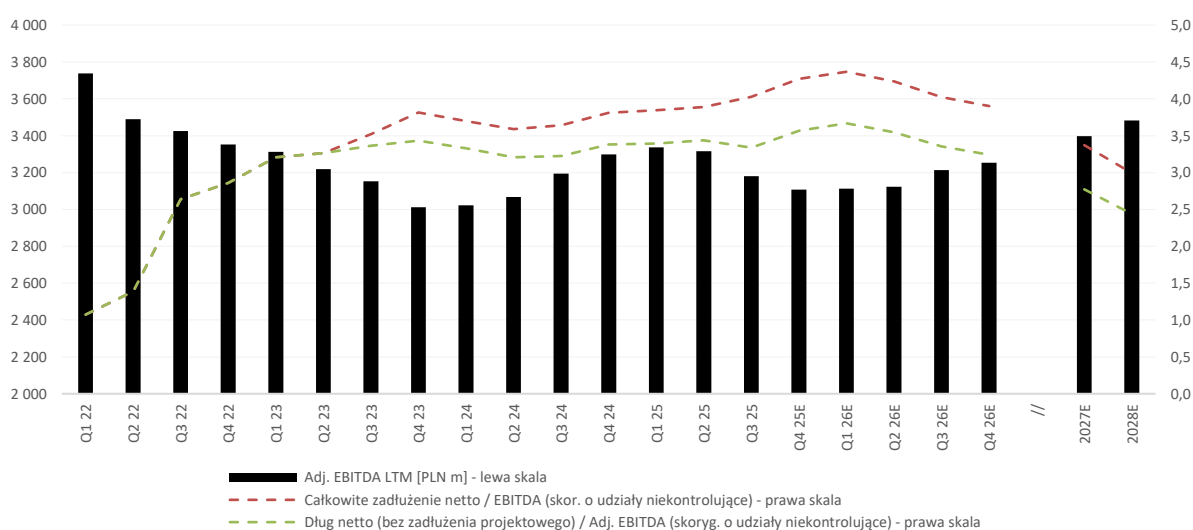


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Od roku 2026 wraz z zakończeniem procesu budowy projektów energetycznych zakładamy w segmencie zielonej energii wejście w długoterminowy okres bez istotnych wydatków inwestycyjnych (nie uwzględniamy budowy nowych mocy w segmencie). Jest to zgodne z założeniami spółki, która wskazuje iż „wydatki inwestycyjne w obszarze OZE skoncentrowane są w początkowej fazie projektów, natomiast po przejściu projektu w fazę operacyjną wydatki związane z capexem odtworzeniowym i utrzymaniowym są pomijalne”. Z kolei w obszarze TMT, obejmującym segment usług B2C i B2B oraz segment mediowy wskaźnik Capex/przychody od 2027 roku w naszym modelu średniorocznie wynosi ok 8,8%.

Od Q2 2026 (w Q1 będzie widać jeszcze efekt płatności za przyznane częstotliwości) przewidujemy istotny spadek wydatków inwestycyjnych, przy postępującej odbudowie wyników w obszarze TMT. W scenariuszu bazowym spodziewamy się powrotu strumienia dywidend dla akcjonariuszy w 2028 roku (poprzednio był to 2027 rok). Na koniec 2026 roku i 2027 roku wskaźnik całkowite zadłużenie netto do EBITDA (bez udziałów niekontrolujących) prognozujemy w okolicy 3,9x i 3,37x.

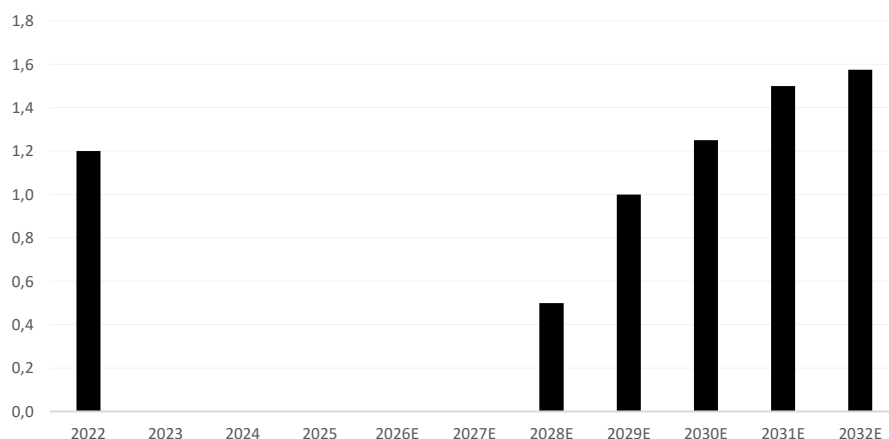
Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA w ujęciu LTM (odczyty historyczne i nasza prognoza)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W scenariuszu bazowym liczymy, że pierwszy strumień dywidend pojawi się w 2028 roku (0,5 PLN/akcję). W kolejnych dwóch latach (2029-2030) liczymy na wzrost DPS do odpowiednio 1,0 PLN i 1,25 PLN. Realizacja przyjętego scenariusza (wyплата dywidendy w 2028 roku) będzie oznaczała, iż okres braku wypłat dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych wyniesie 5 lat. Podobny okres był wymagany w przypadku Orange Polska (brak wypłat dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych w latach 2017-2021).

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend w Cyfrowy Polsat [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-08-20) na rok 2025 symbolicznie (bo o +0,4%) podnieśliśmy nasze założenia dla adj. EBITDA w segmencie B2C i B2B. Jednocześnie obniżyliśmy założenia dla segmentu mediowego (-9,8%; efekt głównie słabego odczytu za Q3 2025). Nasze chłodniejsze spojrzenie dotyczy również obszaru zielonej energii, gdzie adj. EBITDA została obniżona do niespełna 259 mln PLN (-26,1% względem poprzednich symulacji). Na lata 2026-2027 nasze obecne oczekiwania są niższe dla segmentu B2C i B2B o odpowiednio 1,9% i 2,7%. W segmencie mediowym skorygowaliśmy w dół prognozę adj. EBITDA o odpowiednio 5,7% i 6,2%. Odczuwalna korekta in minus dotyczy z kolei projekcji segmentu zielonej energii, gdzie ograniczyliśmy docelowy poziom adj. EBITDA do poziomu 350-358 mln PLN.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2025-2027 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-08-20) [PLN m]

	jest 2025E	jest 2026E	jest 2027E	było 2025E	było 2026E	było 2027E	y/y 2025E	y/y 2026E	y/y 2027E
Przychody razem	14 270,1	14 369,1	14 792,4	14 658,2	15 208,5	15 731,7	-2,6%	-5,5%	-6,0%
detalicznie od klientów ind. i biznes.	7 309,3	7 509,6	7 698,2	7 301,8	7 488,3	7 666,3	0,1%	0,3%	0,4%
hurtowe	3 342,0	3 368,3	3 433,3	3 304,1	3 376,5	3 448,2	1,1%	-0,2%	-0,4%
sprzedaż sprzętu	1 640,1	1 595,4	1 579,5	1 722,9	1 757,3	1 792,5	-4,8%	-9,2%	-11,9%
pozostałe	793,8	687,4	839,7	953,2	977,5	1 143,4	-16,7%	-29,7%	-26,6%
Koszty operacyjne	-12 824,3	-12 855,9	-13 136,1	-13 036,3	-13 361,3	-13 681,0	-1,6%	-3,8%	-4,0%
amortyzacja / utrata wartości	-1 581,9	-1 783,8	-1 643,1	-1 533,8	-1 608,7	-1 594,4	3,1%	10,9%	3,1%
koszty pracownicze	-1 343,6	-1 420,3	-1 470,0	-1 307,0	-1 359,2	-1 410,2	2,8%	4,5%	4,2%
inne koszty	-9 898,8	-9 651,8	-10 023,0	-10 195,5	-10 393,4	-10 676,4	-2,9%	-7,1%	-6,1%
Pozostałe przychody / koszty	-40,2	-48,0	-49,2	-42,8	-76,9	-78,8	-6,1%	-37,6%	-37,6%
EBITDA	3 087,7	3 253,0	3 398,2	3 204,8	3 515,3	3 699,2	-3,7%	-7,5%	-8,1%
Adj. EBITDA	3 106,7	3 253,0	3 398,2	3 224,0	3 515,3	3 699,2	-3,6%	-7,5%	-8,1%
EBIT	1 405,4	1 465,2	1 607,1	1 578,9	1 770,3	1 971,9	-11,0%	-17,2%	-18,5%
Saldo finansowe	-974,5	-902,9	-855,6	-1 081,4	-1 057,6	-1 007,9	-9,9%	-14,6%	-15,1%
Wynik brutto	430,9	562,3	751,5	497,5	712,8	964,0	-13,4%	-21,1%	-22,0%
Wynik netto (dla akcjonariuszy)	293,3	333,8	445,4	235,7	370,0	546,6	24,4%	-9,8%	-18,5%
Adj. EBITDA	3 106,9	3 253,0	3 398,2	3 224,0	3 515,3	3 699,2	-3,6%	-7,5%	-8,1%
Segment usług B2C i B2B	2 345,3	2 368,2	2 443,5	2 336,3	2 414,8	2 511,8	0,4%	-1,9%	-2,7%
Segment mediowy: TV i online	448,6	507,7	525,8	497,1	538,6	560,3	-9,8%	-5,7%	-6,2%
Segment zielonej energii	258,8	350,0	358,0	350,2	530,6	549,9	-26,1%	-34,0%	-34,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla CPS

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody razem	13 626,3	14 265,9	14 270,1	14 369,1	14 792,4	15 065,0	15 191,1	15 405,2
Detaliczne od klientów indywid. i biznesowych	6 987,1	7 181,8	7 309,3	7 509,6	7 698,2	7 864,7	8 002,9	8 120,6
Hurtowe	3 379,9	3 260,4	3 342,0	3 368,3	3 433,3	3 495,3	3 559,7	3 626,2
Sprzedaż sprzętu	1 921,7	1 794,5	1 640,1	1 595,4	1 579,5	1 571,6	1 563,7	1 555,9
Przychody ze sprzedaży energii	557,6	1 230,0	1 184,9	1 208,5	1 241,7	1 272,8	1 298,2	1 317,7
Pozostałe przychody	780,0	799,2	793,8	687,4	839,7	860,7	766,7	784,8
Koszty operacyjne	-12 488,8	-12 629,3	-12 824,3	-12 855,9	-13 136,1	-13 295,1	-13 361,6	-13 494,3
Koszty techniczne i rozliczeń międz.	-3 332,7	-3 364,7	-3 571,5	-3 772,2	-3 921,7	-4 070,6	-4 208,8	-4 316,5
Amortyzacja	-1 900,4	-1 613,1	-1 581,9	-1 783,8	-1 643,1	-1 616,8	-1 591,1	-1 566,0
Koszt własny sprzedanego sprzętu	-1 539,9	-1 431,9	-1 301,9	-1 276,3	-1 263,6	-1 257,2	-1 251,0	-1 244,7
Koszty kontentu	-2 126,1	-2 073,8	-2 150,7	-2 116,5	-2 151,5	-2 187,5	-2 226,2	-2 271,3
Wynagrodzenia	-1 158,2	-1 243,4	-1 343,6	-1 420,3	-1 470,0	-1 521,5	-1 570,9	-1 618,1
Inne koszty	-2 431,5	-2 902,4	-2 874,7	-2 486,7	-2 686,2	-2 641,5	-2 513,6	-2 477,8
Pozostałe saldo operacyjne	174,1	129,6	-40,4	-48,0	-49,2	-50,4	-51,7	-53,0
EBITDA	3 231,2	3 437,6	3 087,7	3 253,0	3 398,2	3 482,9	3 514,1	3 567,6
Adj. EBITDA	3 011,5	3 298,9	3 106,7	3 253,0	3 398,2	3 482,9	3 514,1	3 567,6
EBIT	1 311,6	1 766,2	1 405,4	1 465,2	1 607,1	1 719,5	1 777,8	1 857,9
Saldo finansowe	-919,5	-686,0	-974,5	-902,9	-855,6	-778,8	-703,7	-691,3
Wynik brutto	421,8	1 079,5	430,9	562,3	751,5	940,6	1 074,1	1 166,7
Podatek	-110,2	-302,2	-140,5	-212,5	-289,3	-326,7	-337,8	-353,0
Wynik netto	311,6	777,3	290,4	349,8	462,2	613,9	736,3	813,7
Wynik netto dla akcjonariuszy	278,5	710,5	293,3	333,8	445,4	596,3	717,8	794,2
Segmenty	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Adj. EBITDA	3 011,5	3 298,9	3 106,7	3 253,0	3 398,2	3 482,9	3 514,1	3 567,6
Segment usług B2C i B2B	2 493,1	2 431,3	2 345,3	2 368,2	2 443,5	2 505,1	2 556,2	2 598,4
Segment mediowy: TV i online	472,0	486,4	448,6	507,7	525,8	539,6	552,5	561,1
Segment zielonej energii	24,5	282,0	258,8	350,0	358,0	365,6	372,1	377,4
Segment nieruchomości	27,0	99,2	54,2	27,1	70,8	72,6	33,3	30,7
Adj. EBITDA y/y	-10,2%	9,5%	-5,8%	4,7%	4,5%	2,5%	0,9%	1,5%
Segment usług B2C i B2B [r/r]	-12,0%	-2,5%	-3,5%	1,0%	3,2%	2,5%	2,0%	1,6%
Segment mediowy: TV i online [r/r]	-6,7%	3,1%	-7,8%	13,2%	3,6%	2,6%	2,4%	1,6%
Segment zielonej energii [r/r]	0,0%	1051,0%	-8,2%	35,2%	2,3%	2,1%	1,8%	1,4%
Segment nieruchomości [r/r]	57,0%	267,4%	-45,4%	-50,0%	161,4%	2,5%	-54,2%	-7,7%
Wybrane dane operacyjne	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ARPU na klienta B2C [PLN]	72,8	76,2	79,4	82,8	85,7	88,3	90,5	92,5
ARPU na klienta B2C [y/y]	2,6%	4,7%	4,2%	4,3%	3,5%	3,0%	2,5%	2,2%
Przychody z reklamy TV [r/r]	3,4%	4,1%	2,0%	2,7%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%
Zainstalowana moc [MW]	214,5	337,5	337,5	743,9	743,9	743,9	743,9	743,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla CPS c.d.

Bilans [PLN m]	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe razem	28 149,2	28 441,1	29 157,2	28 873,2	28 165,9	27 517,5	27 554,0	27 068,8
Aktywa obrotowe razem	9 018,9	9 023,6	8 365,2	8 527,6	9 318,9	9 884,3	9 569,6	9 741,8
Aktywa	37 176,7	37 468,0	37 568,0	37 446,3	37 530,3	37 447,3	37 169,2	36 856,1
Kapitał własny razem	16 305,2	17 069,3	17 318,1	17 667,9	18 130,1	18 468,7	18 654,3	18 779,6
Zobowiązania długoterminowe razem	15 354,9	14 705,4	14 941,8	14 445,0	13 958,9	13 467,9	12 972,0	12 479,1
Zobowiązania krótkoterminowe razem	5 515,8	5 693,3	5 308,1	5 333,4	5 441,2	5 510,7	5 542,8	5 597,4
Pasywa	37 176,7	37 468,0	37 568,0	37 446,3	37 530,3	37 447,3	37 169,2	36 856,1
CF [PLN m]	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	2 392	3 427	2 749	3 054	3 124	3 191	3 237	3 254
CF inwestycyjny	-2 216	-2 174	-1 590	-1 493	-1 074	-1 093	-1 758	-1 205
CF finansowy	2 336	-1 883	-1 423	-1 439	-1 397	-1 617	-1 833	-1 944
Zadłużenie finansowe [PLN m]	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Zobowiązania finansowe (kredyty, obligacje, leasing)	15 564	15 180	15 046	14 546	14 046	13 546	13 046	12 546
Dług projektowy (projekty OZE)	1 227	1 421	2 073	2 033	1 933	1 833	1 733	1 633
Dług netto	12 258	12 527	12 636	12 015	10 861	9 880	9 734	9 129
Dług netto / Adj. EBITDA [x]	4,1	3,8	4,1	3,7	3,2	2,8	2,8	2,6
Dług netto / Adj. EBITDA (skoryg. o projekty OZE) [x]	3,4	3,4	3,6	3,2	2,8	2,4	2,4	2,2
Skor. koszty obsługi zadłużenia	1 261	1 186	1 136	1 121	1 070	994	919	906
Koszty odsetkowe netto bez odsetek z leasingu	1 036	936	881	860	808	730	654	640
Zobowiązania leasingowe	225	251	256	261	262	263	265	266
Fixed charge cover [x]	2,4	2,8	2,7	2,9	3,2	3,5	3,8	3,9
Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kurs bieżący [PLN]	13,20	13,20	13,20	13,20	13,20	13,20	13,20	13,20
Liczba akcji [m]	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5	639,5
Liczba akcji bez własnych [m]	550,7	550,7	550,7	550,7	550,7	550,7	550,7	550,7
Mkt Cap [PLN m]	8 442	8 442	8 442	8 442	8 442	8 442	8 442	8 442
EV (kapitalizacja + dług netto skor.) [PLN m]	19 527	19 796	19 906	19 284	18 131	17 149	17 004	16 398
EPS [PLN]	0,4	1,1	0,5	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2
BVPS [PLN]	24,1	25,2	25,6	26,1	26,8	27,3	27,6	27,8
DPS [PLN/akcję]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0	1,3
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	0%	0%	0%	0%	0%	4%	8%	9%
P/E (x)	30,3	11,9	28,8	25,3	19,0	14,2	11,8	10,6
Adj. EV/EBITDA (x)	6,5	6,0	6,4	5,9	5,3	4,9	4,8	4,6
EV/EBIT (x)	14,9	11,2	14,2	13,2	11,3	10,0	9,6	8,8
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
ROIC	4,1%	5,0%	4,2%	4,2%	4,7%	5,1%	5,4%	5,6%
ROE	1,8%	4,4%	1,8%	2,0%	2,6%	3,4%	4,1%	4,5%
ROA	0,7%	1,9%	0,8%	0,9%	1,2%	1,6%	1,9%	2,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	15,27	kupuj	16,69	2026-01-22	15:19	13,20	123 064
akumuluj	16,69	kupuj	14,79	2025-08-20	10:30	15,0	110 580
kupuj	14,79	kupuj	14,05	2024-10-16	13:59	12,23	83 040
kupuj	14,79	kupuj	14,05	2024-10-16	13:59	12,23	83 040
kupuj	14,05	kupuj	13,39	2024-07-22	09:52	11,52	85 877
kupuj	13,39	wznowienie	---	2024-05-08	12:32	10,5	86 645
akumuluj	28,49	akumuluj	26,36	15.05.2017	13:12	26	61 607
akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08	23,9	46 989
akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016		21,6	43 687
trzymaj	24,21	redukuj	20,11	26.10.2015		24,81	51 157
redukuj	20,11	akumuluj	18,7	19.01.2015		22,13	50 230
akumuluj	18,7	trzymaj	15,15	30.01.2013		16,93	47032
trzymaj	15,15	akumuluj	13,44	25.09.2012		14,6	43 700
akumuluj	13,44	redukuj	13,45	09.01.2012		12,60	37 420
redukuj	13,45	redukuj	12,60	28.07.2010		14,79	42 770
redukuj	12,60	redukuj	14,70	24.11.2009		14,00	39 950
redukuj	14,70	akumuluj	14,50	07.07.2009		16,30	29 950
akumuluj	14,50	-	-	27.03.2009		13,25	24 300

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

System rekomendacji:

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

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q1 2026*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	50%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

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: 2026-01-22.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-01-22 (15:19 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-01-28.

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 obciążona 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane 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 WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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 2026-01-22:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie 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,
- BDM nie 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).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- 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.
- 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

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 zaistnieć 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.