

bdm
Dom Maklerski BDM S.A.
ATM GRUPA
RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ
(POPZEDNIO: KUPUJ)
WYCENA 4,96 PLN
21 PAZDZIERNIK 2025, 13:16 CET/CEST

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i podnosimy wycenę do 4,96 PLN/akcję (26% powyżej obecnego kursu rynkowego). ATM Grupa ma za sobą udany okres H1 2025 w obszarze działalności audiowizualnej. Liczymy, że również H2 2025 przyniesie powody do pozytywnego akcentowania rezultatów. Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 4,6x na 2026 rok.

Nasz poprzedni scenariusz bazowy wskazujący na możliwość schłodzenia dynamik wzrostu na rynku reklamy w Polsce w 2025 roku jest nadal w mocy (względem roku 2024). W takim otoczeniu spodziewamy się, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW pod względem dynamik wzrostu organicznego rezultatów w ujęciu r/r. Jednocześnie zauważamy, że stopa zwrotu na akcjach ATM Grupa w bieżącym roku istotnie in minus odbiega od zachowania indeksu WIG i odzwierciedla m.in. pesymizm związany z WIG Media (to jeden ze słabszych obszarów inwestycyjnych na warszawskim parkiecie pod względem stóp zwrotu w ujęciu YTD).

W naszej symulacji przychody z działalności audiowizualnej za Q3 2025 zakładamy na poziomie 110,5 mln PLN. Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji za Q3 2025 może wynieść 26 mln PLN (+3% r/r). Po Q3 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 59,9 mln PLN (+6% r/r).

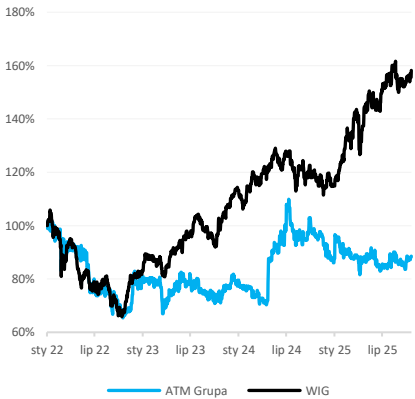
Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w całym 2025 roku (w oparciu o nasze symulacje) może przekroczyć 67 mln PLN, co będzie oznaczać wzrost względem 2024 roku o ponad 22%. Na 2026 rok zakładamy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej symbolicznie przekroczy 70 mln PLN (na lata 2026-2027 dynamika wzrostu skor. EBITDA w naszym modelu zawiera się w przedziale +4/+5% r/r).

Według naszych prognoz spółka może zwiększyć eps w 2025 roku do 0,48 PLN, czyli o niemal 50% r/r i spodziewamy się utrzymania eps w pobliżu 0,48 PLN także w 2026 roku. Z uwagi na planowany proces inwestycyjny (budowa nowej hali produkcyjnej w Warszawie) w najbliższych dwóch latach nie spodziewamy się istotnych zmian w poziomie wypłacanej dywidendy (nominalnie ok 0,28 PLN/akcję w dwóch transzach). Przy obecnym kursie rynkowym zakładana rentowność dywidendy to blisko 7%.

Wycena końcowa [PLN]	4,96	
Potencjał do wzrostu / spadku	+26%	
Cena rynkowa [PLN]	3,94	
Kapitalizacja [mln PLN]	332	
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3	
Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	5,6	4,1
6M stopa zwrotu	6,2	-8,9
YTD stopa zwrotu	5,7	-32,1
12M stopa zwrotu	-2,7	-36,2
(1) - absolutna stopa zwrotu		
(2) - stopa zwrotu względem WIG		
Akcjonariat (% kapitału):		
Kurzewski Investment	40,0%	
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%	
NN OFE PTE	9,7%	
PKO TFI	7,5%	

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	236	247	317	308	329	351
EBITDA [PLN m]	61,3	60,9	107,2	72,4	76,7	84,2
skor. EBITDA [PLN m]	55,7	56,3	73,7	72,4	76,7	84,2
EBIT [PLN m]	36,8	36,7	52,2	50,0	54,1	58,2
Wynik netto [PLN m]	27,1	26,8	40,2	40,1	42,9	46,5
EPS [PLN]	0,32	0,32	0,48	0,48	0,51	0,55
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	12,3	12,4	8,3	8,3	7,7	7,1
skor. EV/EBITDA	5,3	5,2	4,3	4,6	4,6	4,0
DPS [PLN]	0,26	0,26	0,28	0,28	0,28	0,31
Rentowność dywidendy	6,6%	6,6%	7,1%	7,0%	7,0%	7,8%



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	4
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	6
WYNIKI ZA Q2 2025.....	7
PROGNOZA Q3 2025	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i podnosimy wycenę do 4,96 PLN/akcję (26% powyżej obecnego kursu rynkowego). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 4,6x na 2026 rok.

Sporządzona wycena bazuje na metodzie SOTP. Opieramy się na wycenie DCF i analizie mnożnikowej dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną (produkcji telewizyjnej i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi). Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też skorygowaną wartość rynkową posiadanego pakietu akcji w Boombit.

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [PLN m]	344,9
A1	Wycena DCF [PLN m]	340,4
A2	Wycena mnożnikowa [PLN m]	349,3
B	Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]	52,0
C	Pakiet akcji Boombit [PLN m]	21,1
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [PLN m]	417,9
	Wycena na 1 akcję [PLN]	4,96
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,94
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	25,8%

Utrzymujemy wcześniejsze podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć. Aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości udzielonych im pożyczek przez ATM Grupa - jest to ujęte w pozycji dług netto.

Alokowana wartość wynikająca z posiadanego pakietu w Boombit (BBT) opiera się na kursie z zamknięcia 2025-10-20 z zastosowaniem dodatkowo 20% dyskonta do ceny rynkowej.

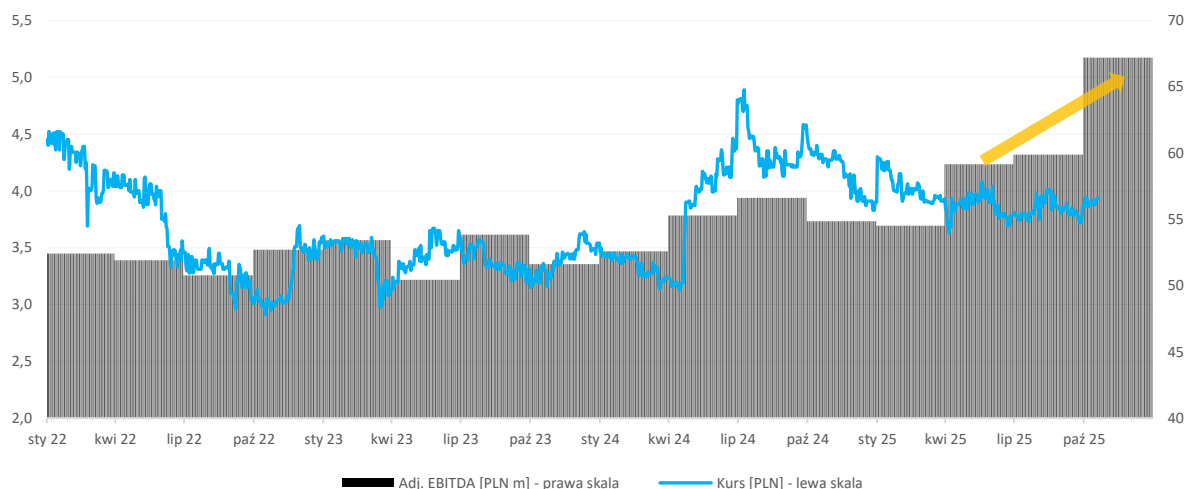
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Utrzymujemy nasz poprzedni scenariusz bazowy wskazujący na możliwość schłodzenia dynamik wzrostu na rynku reklamy w Polsce w 2025 roku (względem roku 2024). W takim otoczeniu spodziewamy się, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW pod względem dynamik wzrostu organicznego rezultatów w ujęciu r/r.

ATM Grupa ma za sobą udany okres H1 2025 w obszarze działalności audiowizualnej. Liczymy, że również H2 2025 przyniesie powody do pozytywnego akcentowania odczytów spółki. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w 2025 roku (w oparciu o nasze symulacje) może przekroczyć 67 mln PLN, co będzie oznaczać wzrost względem 2024 roku o ponad 22%. Na 2026 rok zakładamy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej symbolicznie przekroczy 70 mln PLN (na lata 2026-2027 dynamika wzrostu skor. EBITDA w naszym modelu zawiera się w przedziale +4/+5% r/r).

Jednocześnie zauważamy, że stopa zwrotu na akcjach ATM Grupa w bieżącym roku istotnie in minus odbiega od zachowania indeksu WIG i odzwierciedla m.in. pesymizm związany z WIG Media (to jeden ze słabszych obszarów inwestycyjnych pod względem stóp zwrotu w YTD).

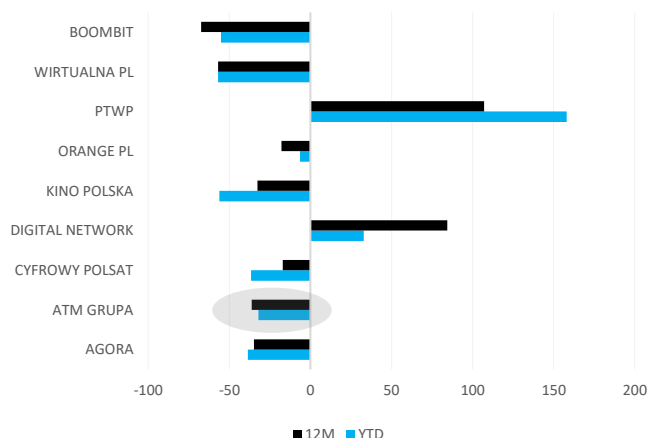
Historyczne zachowanie kursu ATM Grupa na tle odczytu skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz prognoza wyniku na Q3 i Q4 2025



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %] – stan na koniec sesji 2025-10-20

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	4,1	-14,2	-38,5	-34,8
ATM GRUPA	4,1	-8,9	-32,1	-36,2
CYFROWY POLSAT	-15,5	-33,5	-36,6	-17,0
DIGITAL NETWORK	7,8	22,0	33,0	84,3
KINO POLSKA	3,6	-19,3	-56,1	-32,7
ORANGE PL	-1,2	-13,7	-6,3	-17,9
PTWP	43,5	133,2	158,0	107,2
WIRTUALNA PL	-22,0	-43,3	-57,0	-56,9
BOOMBIT	-6,7	-19,0	-55,1	-67,3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,25 PLN i 0,62 PLN na akcję; łącznie 0,87 PLN/akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Również przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizji linearnej oraz platform streamingowych. Zatem ewentualne przyszłe trwałe osłabienie rynku reklamy tv lub zmiany na rynku streamingu mogą negatywnie wpłynąć na docelowe rezultaty ATM Grupa.

Skala koprodukcji w Polsce w ostatnich latach rośnie, choć na tle innych krajów CEE ustawodawstwo o wspieraniu działalności filmowej w Polsce jest w naszej ocenie archaiczne i jako kraj nie jesteśmy konkurencyjnym rynkiem na tle Węgier, Czech czy krajów bałtyckich. Oceniamy, że krajowe regulacje wspierające producentów filmowych (w tym system zachęt administrowany przez PISF) wymagają szeregu zmian aby móc wzmocnić atrakcyjność Polski względem innych krajów w regionie CEE.

WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

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 5,4% (poprzednio było 5,4%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest ATM Grupa.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 14,6%.

Szacunek długu netto uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 4,04 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2025-12-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	10,1%	4,50	4,61	4,73	4,87	5,03	5,21	5,42
	11,6%	4,24	4,32	4,40	4,50	4,61	4,73	4,87
	13,1%	4,04	4,10	4,16	4,24	4,32	4,40	4,50
	14,6%	3,88	3,93	3,98	4,04	4,10	4,16	4,24
	16,1%	3,76	3,80	3,84	3,88	3,93	3,98	4,04
	17,6%	3,66	3,69	3,72	3,76	3,80	3,84	3,88
	19,1%	3,57	3,60	3,63	3,66	3,69	3,72	3,76

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	295,4	295,3	311,8	329,7	343,7	356,0	367,8	380,0	392,4	405,2
NOPAT [PLN m]	37,2	38,8	41,2	43,9	45,9	47,8	49,6	51,3	53,1	54,6
Amortyzacja [PLN m]	21,3	22,2	22,4	25,8	26,1	26,3	26,6	26,9	27,2	27,5
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	7,7	-0,8	-4,6	-1,5	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-34,4	-44,3	-48,3	-27,2	-28,4	-29,4	-30,3	-31,3	-32,4	-33,4
FCFF [PLN m]	31,7	15,9	10,7	41,0	42,5	43,8	44,9	45,9	46,9	47,6
Suma PV FCFF [PLN m]	193,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	118,1									
Wartość firmy EV [PLN m]	311,8									
Dług netto [PLN m]	-28,6									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	340,4									
Ilość akcji [m]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,04									

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT y/y	29,8%	4,5%	6,1%	6,5%	4,6%	4,1%	3,7%	3,6%	3,5%	2,7%
Marża NOPAT	12,6%	13,1%	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
CAPEX / Przychody	12%	15%	16%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
D / E	8%	10%	15%	13%	12%	10%	9%	9%	9%	9%
E / (E+D)	93%	91%	87%	88%	90%	91%	92%	92%	92%	92%
D / (E+D)	7,3%	9,2%	12,8%	11,7%	10,5%	9,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	15,4%	15,5%	15,8%	15,7%	15,6%	15,5%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
WACC	14,6%	14,5%	14,4%	14,4%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik skor. EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom skor. EV/EBITDA na lata 2025-2027 w wysokości 5,0x (poprzednio było również 5,0x). Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,14 PLN/akcję. Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-2027						
	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,89	3,31	3,73	4,14	4,56	4,98	5,39

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa, dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA	
	2025E	2026E
M6-METROPOLE TV	4,8	5,0
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,8	6,2
RTL GROUP	7,7	7,2
CANAL PLUS	3,9	3,6
ITV	6,3	6,2
MODERN TIMES GROUP	8,0	7,1
WARNER BROS DISCOVERY	8,9	8,7
WARNER MUSIC GROUP	14,9	13,5
WALT DISNEY	12,2	10,9
PARAMOUNT SKYDANCE	10,7	10,1
FOX CORP	8,5	7,8
NETFLIX	34,4	28,2
NEWS CORP	10,7	9,7
LIBERTY GLOBAL	9,3	9,1
STARZ ENTERTAINM	28,5	27,8

Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2026 dla wybranych podmiotów wynosi 8,3x.

W porównaniu do poprzedniego raportu istotny wzrost nastąpił na walorach Warner Bros Discovery, czy Paramount Skydance (m.in. efekt zakończonych i trwających procesów M&A).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q2 2025

Wyniki ATM Grupa w Q2 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q2 24	Q2 25	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25 LTM	y/y	Q2 25E	realizacja
Przychody	51,9	64,1	23%	250,3	260,1	4%	62,4	103%
produkcja tv i filmowa	28,5	35,5	25%	160,2	166,6	4%	32,8	108%
zarządzanie aktywami trw.	19,2	19,8	3%	73,9	81,0	10%	20,7	96%
działalność deweloperska	3,9	8,4	116%	15,0	11,3	-24%	8,5	98%
inne	0,3	0,3	1%	1,2	1,3	0%	0,3	97%
EBITDA	9,9	18,0	83%	65,1	70,4	8%	15,0	120%
EBITDA skor.	8,6	18,0	110%	59,6	64,0	7%	15,0	120%
produkcja tv i filmowa *	2,9	6,9	142%	22,9	25,7	12%	5,0	139%
zarządzanie aktywami trw.	6,8	7,4	8%	32,4	33,4	3%	7,5	99%
działalność deweloperska	-0,8	3,6		2,7	5,0	86%	2,8	129%
inne	-0,2	0,1		1,6	-0,1		-0,2	
EBIT	3,8	12,7	232%	40,6	43,5	7%	10,1	127%
Saldo finansowe	-0,2	-0,4		-1,2	-1,4		-0,4	116%
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,5	-0,9		0,2	-3,0		-1,2	72%
Wynik brutto	4,2	11,4	176%	39,6	39,1	-1%	8,5	135%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	3,1	8,9	187%	30,5	29,1	-4%	6,5	135%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	47,7	55,4	16,0%	234,1	247,5	5,7%	53,5	103%
EBITDA skor.: produkcja tv + zarządzanie	9,7	14,3	47,8%	55,3	59,1	7,0%	12,5	115%

* Amortyzacja aktywów programowych w Q1 2025 wyniosła 3,03 mln PLN, a w Q2 2025 było to 0 mln PLN (w Q1 2024 było to 0 mln PLN, natomiast w Q2 2024 ok 1,26 mln PLN). Przypominamy, że w całym 2024 roku amortyzacja aktywów programowych to kwota 4,8 mln PLN (w 2023 roku ok 5,6 mln PLN).

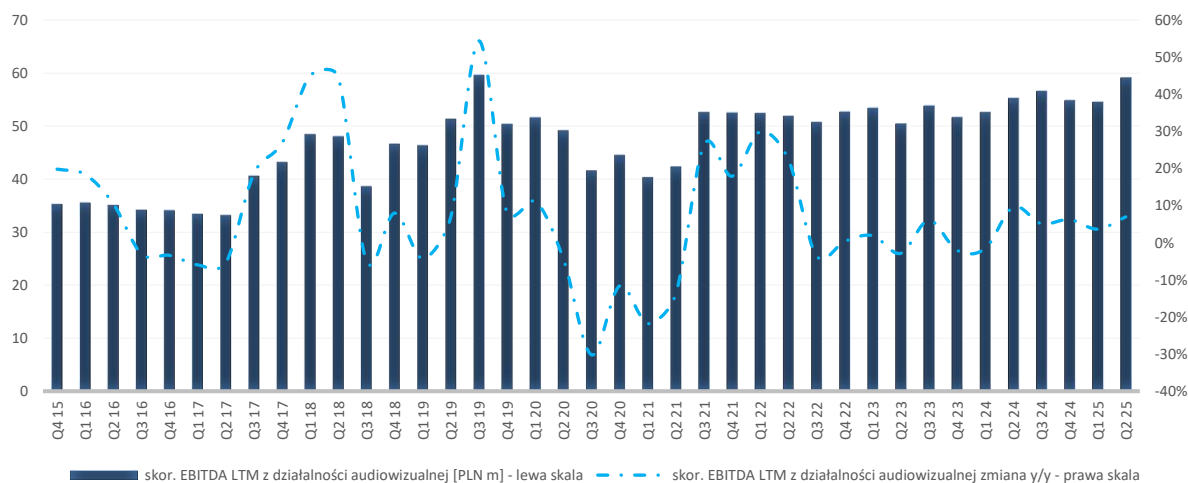
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) w Q2 2025 były na poziomie 55,4 mln PLN (+16% r/r). W Q2 2025 skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 14,3 mln PLN (+47,8% r/r) i było to 15% powyżej naszych oczekiwań. W ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 59,1 mln PLN (+7% r/r).

Widoczną poprawę wyników w ujęciu r/r dostrzegamy również w segmencie deweloperskim. Zwracamy jednocześnie uwagę, że wzrost zysku w tym segmencie związany jest także z częściowym odwróceniem utraty wartości nieruchomości położonej w Szwecji (w Q2 2024 ujęto odpis, natomiast w Q2 2025 wykazano wzrost wartości tej nieruchomości).

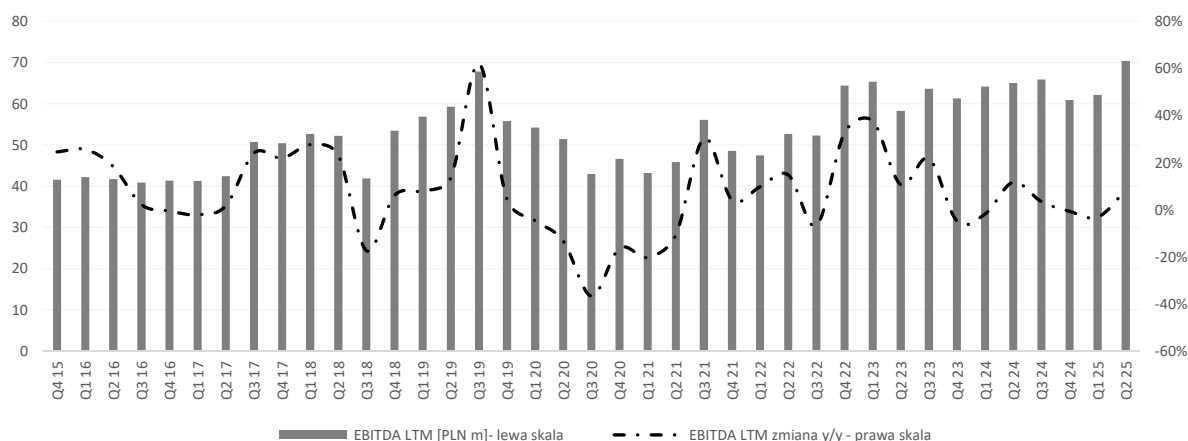
Finalnie na poziomie skonsolidowanym w Q2 2025 skor. EBITDA wyniosła 18 mln PLN (w ujęciu LTM to 64 mln PLN). Zysk netto przypisany akcjonariuszom w Q2 2025 wzrósł do 8,9 mln PLN (w ujęciu LTM to 29,1 mln PLN).

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



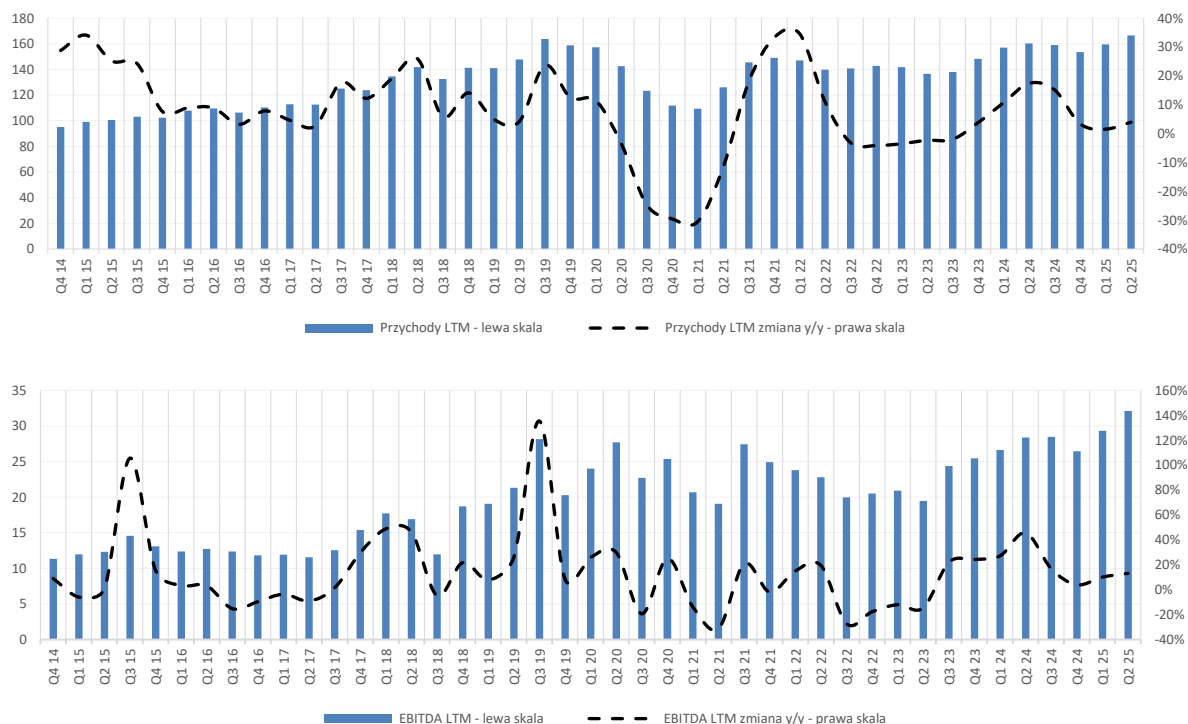
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



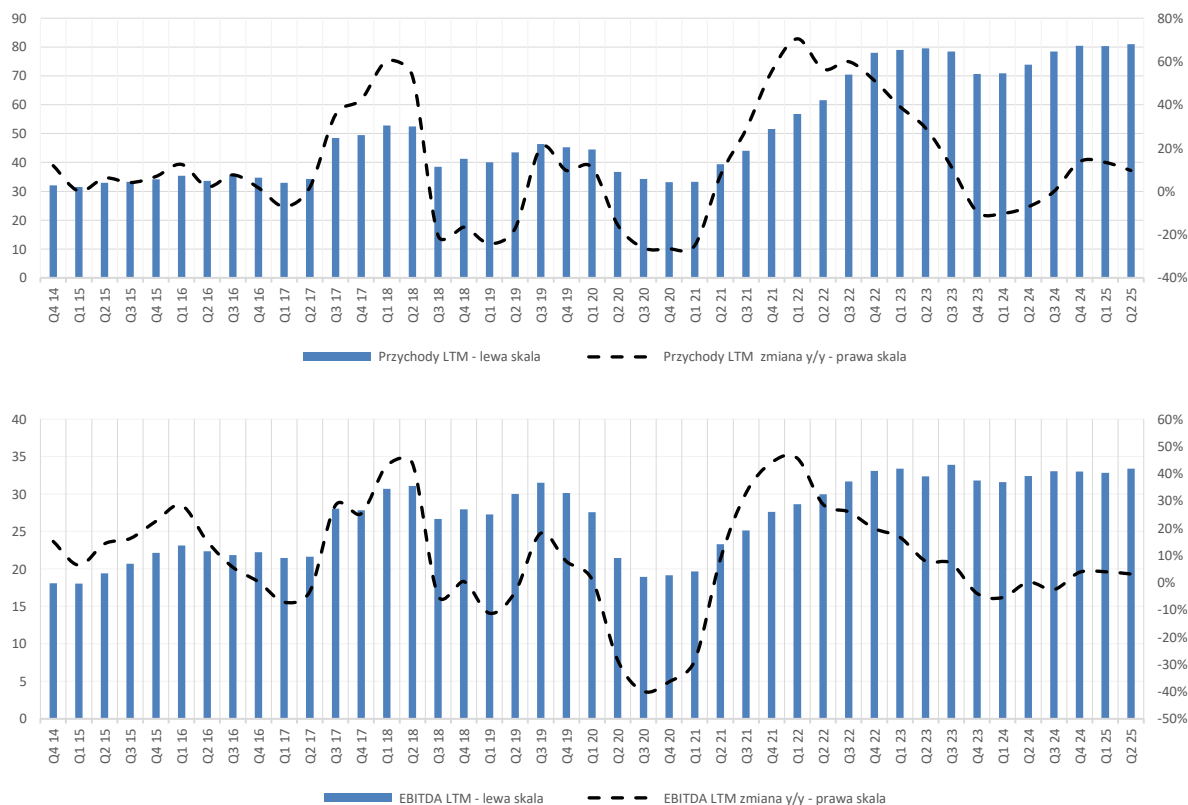
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu produkcji tv i filmowej w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



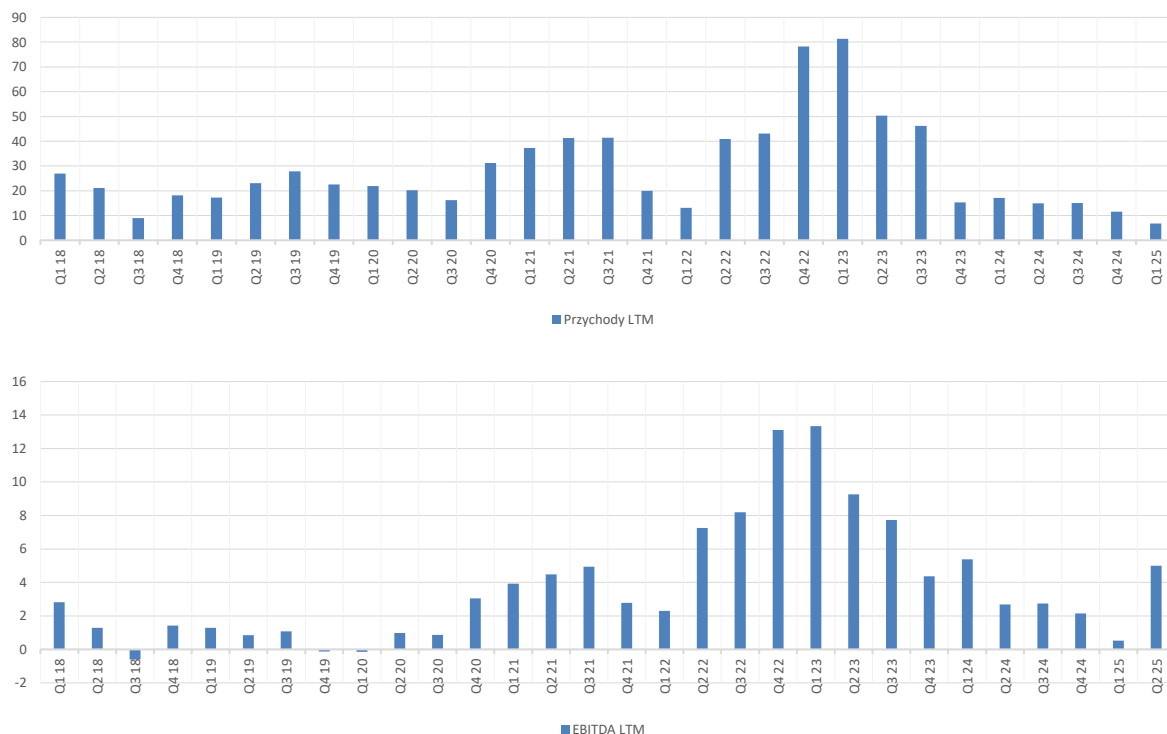
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne przychody oraz EBITDA segmentu zarządzania aktywami trwałymi w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



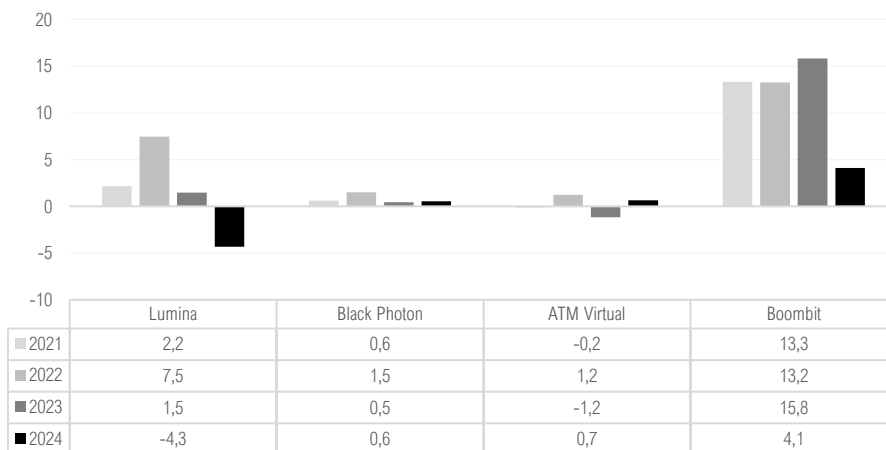
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu deweloperskiego w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku netto wybranych podmiotów, w których jest zaangażowana ATM Grupa [PLN m] (jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA Q3 2025

Zakładamy, że po dobrym odczycie wynikowym z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) również okres Q3 2025 powinien wskazać pozytywne impulsy.

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

Prognoza wyników na Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25E	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25E LTM	y/y
Przychody	78,2	119,0	52%	253,5	300,8	19%
produkcja tv i filmowa	49,8	89,5	80%	158,9	206,3	30%
zarządzanie aktywami trw.	28,1	21,0	-25%	78,4	73,9	-6%
działalność deweloperska	0,1	8,1	14364%	15,1	19,3	28%
inne	0,3	0,3	32%	1,2	1,3	13%
skor. EBITDA*	25,0	27,7	11%	61,0	66,8	9%
produkcja tv i filmowa	12,6	18,0	43%	23,6	31,1	32%
zarządzanie aktywami trw.	12,7	8,0	-37%	33,0	28,7	-13%
działalność deweloperska	-0,1	1,9		2,7	7,0	156%
inne	-0,2	-0,2		1,6	-0,1	
EBIT	20,0	22,2	11%	41,7	45,7	10%
Saldo finansowe	-0,4	-0,3		-1,5	-1,2	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-1,3	0,4		-0,7	-1,3	
Wynik brutto	18,3	22,3	22%	39,5	43,1	9%
Wynik netto dla akcjonariuszy	13,6	17,7	30%	29,9	33,2	11%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	77,9	110,5	42%	237,3	280,2	18%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	25,3	26,0	3%	56,6	59,9	6%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami, skor. EBITDA z działalności audiowizualnej za 2025 rok może wzrosnąć do 67,2 mln PLN (w 2024 roku było to blisko 55 mln PLN). Łącznie skor. EBITDA spółki w 2025 roku w naszej prognozie w 2025 roku wynosi 73,7 mln PLN (względem 56,3 mln PLN z 2024 roku).

W 2025 roku na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom spodziewamy się wzrostu zysku do 40,2 mln PLN, co oznacza wzrost o blisko 50% r/r.

Prognozy wyników na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty) [PLN m]

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25E	Q4 25E	2024	2025E	2026E
Przychody	60,5	51,9	78,2	55,9	61,9	64,1	119,0	72,4	246,5	317,3	308,0
produkcja tv i filmowa	41,2	28,5	49,8	33,9	47,3	35,5	89,5	39,1	153,4	211,5	205,2
zarządzanie aktywami trw.	14,1	19,2	28,1	18,9	14,1	19,8	21,0	28,9	80,4	83,8	90,1
działalność deweloperska	4,8	3,9	0,1	2,8	0,1	8,4	8,1	4,0	11,6	20,5	11,3
inne	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	1,2	1,4	1,5
skor. EBITDA	12,4	8,6	25,0	10,3	10,7	18,0	27,7	17,2	56,3	73,7	72,4
produkcja tv i filmowa	4,8	2,9	12,6	1,6	4,6	6,9	18,0	4,9	21,9	34,5	35,0
zarządzanie aktywami trw.	5,9	6,8	12,7	7,6	5,8	7,4	8,0	11,6	33,0	32,7	35,1
działalność deweloperska	1,5	-0,8	-0,1	1,6	-0,1	3,6	1,9	1,0	2,1	6,4	2,1
inne	0,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,1	0,1
EBIT	7,8	3,8	20,0	5,1	5,7	12,7	22,2	11,6	36,7	52,2	50,0
Saldo finansowe	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-1,4	-1,2	-1,7
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,6	0,5	-1,3	-0,2	-0,7	-0,9	0,4	1,6	-0,4	0,6	3,2
Wynik brutto	8,0	4,2	18,3	4,5	4,9	11,4	22,3	13,0	35,0	51,6	51,5
Wynik netto dla akcjonariuszy	6,8	3,1	13,6	3,3	3,3	8,9	17,7	10,3	26,8	40,2	40,1
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	55,4	47,7	77,9	52,8	61,5	55,4	110,5	68,0	233,8	295,4	295,3
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,7	9,7	25,3	9,1	10,4	14,3	26,0	16,5	54,9	67,2	70,1

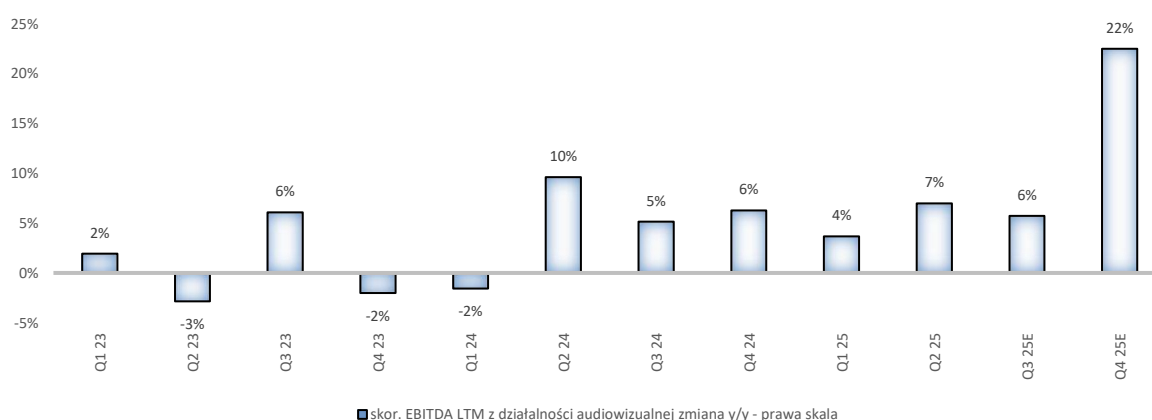
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment produkcji tv i filmowej + segment zarządzania aktywami trwałymi (działalność audiowizualna)

Po odczycie za Q2 2025 skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej wyniosła 59,1 mln PLN. Liczymy, że za cały 2025 rok skor. EBITDA w tym obszarze wzrośnie do ponad 67 mln PLN. Tym samym dynamika wzrostu za 2025 względem 2024 roku może wynieść ponad 22% r/r.

Zakładamy, że ATM Grupa utrzyma dobre odczyty na poziomie skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2026-2027, co będzie efektem obserwowanego przez nas wzrostu kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych oraz dla streamingu. W naszej ocenie pozytywnie można także podsumować działania ATM Grupa na polu rywalizacji o wsparcie finansowe na realizację przyszłych projektów tv i filmowych ze środków jakimi dysponuje PISF. Dlatego, pomimo wymagającej bazy z 2025 roku w bieżącym modelu przyjęliśmy na lata 2026-27 rok wzrost skor. EBITDA w działalności audiowizualnej o blisko 4,5% r/r. Tym samym spodziewamy się, że nominalne odczyty skor. EBITDA dla omawianych dwóch dywizji biznesowych (łącznie) wyniosą odpowiednio 70,1 mln PLN i 73,3 mln PLN.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dłuższym horyzoncie odczuwalny wpływ na kształt i kondycję branży producentów filmowych mogą mieć dyskutowane postulaty o wzmocnieniu pozycji konkurencyjnej Polski na tle innych krajów obszaru CEE.

W Polsce system wsparcia produkcji audiowizualnej (tzw. „zachęty”) jest regulowany ustawą o finansowym wspieraniu produkcji audiowizualnej i oferuje zwrot poniesionych kosztów produkcji w wysokości 30% wydatków kwalifikowalnych (w zamyśle był to program 10 letni; w projekcie nowelizacji ustawy o zmianie ustawy o finansowym wspieraniu produkcji audiowizualnej oraz niektórych innych ustaw przewiduje się m.in. dalsze finansowanie programu ustanawiając limity budżetowe do 2037 roku). Środki przeznaczone na wspieranie produkcji audiowizualnej pochodzą z budżetu państwa i są rozdzielane w ciągu roku do momentu ich wyczerpania. Obsługą systemu zajmuje się Polski Instytut Sztuki Filmowej (PISF).

Obecne mechanizmy wsparcia produkcji telewizyjnych i filmowych w Polsce są naszym odczuciu archaiczne i niekonkurencyjne wobec regulacji wprowadzonych przez takie kraje regionu jak Węgry, Czechy, Słowację, czy kraje bałtyckie.

Z danych PISF wynika, że w latach 2019-2020 pula środków na wsparcie finansowe na produkcje audiowizualne (zachęty) nie została wyczerpana. W 2021 roku środki zostały wyczerpane w połowie czerwca, a w 2022 roku w pierwszych dniach marca. Z kolei rok 2024 i 2025 wskazują na wyjątkową konkurencję wśród podmiotów ubiegających się o wsparcie i roczne pule środków przeznaczone na program zachęt wyczerpały się błyskawicznie. W 2024 roku środki wyczerpały się w niespełną godzinę i nastąpiła awaria serwerów PISF z uwagi na obciążenie serwerów. Podobna sytuacja miała miejsce w 2025 roku (logowanie możliwe od 12:00; wyczerpanie środków o godzinie 12:01:37 !).

Zauważamy inicjatywy PISF oraz innych organizacji branżowych, które proponują przebudowę obecnego systemu wsparcia producentów filmowych. Dostrzegamy także zapowiedź powołania przy Ministrze Kultury i Dziedzictwa Narodowego zespołu eksperckiego do spraw zmian w polskim sektorze audiowizualnym (zespół docelowo ma przygotować zmiany legislacyjne).

Zmiany w prognozie w porównaniu do poprzedniego modelu

W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2025-05-19) zdecydowaliśmy się na utrzymanie rosnącej średnioterminowej ścieżki wynikowej dla działalności audiowizualnej. Obecnie zakładamy, że w 2025 roku odczyt skor. EBITDA z tej działalności może wynieść 67,2 mln PLN, a poprzednio było to 67 mln PLN). Na lata 2026-2027 bieżąca prognoza jest wyższa względem wcześniejszej symulacji o blisko 1%.

Na poziomie wyniku netto (przypisanego akcjonariuszom) obecnie zakładamy na 2025 rok wzrost odczytu do 40,2 mln PLN (poprzednio było 39,5 mln PLN). Na lata 2026-2027 zakładamy wynik netto w okolicy 40,1 mln PLN i 42,9 mln PLN (głównym powodem obniżenia dynamiki zysku netto jest spodziewana niższa kontrybucja obszaru deweloperskiego).

Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-05-19 [PLN m]

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana %	zmiana %	zmiana %
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	317,3	308,0	328,8	305,7	309,5	327,8	4%	0%	0%
produkcja tv i filmowa	211,5	205,2	217,9	199,4	194,4	204,2	6%	6%	7%
zarządzanie aktywami trw.	83,8	90,1	93,9	80,6	85,0	89,3	4%	6%	5%
działalność deweloperska	20,5	11,3	15,5	24,3	28,6	32,9	-16%	-61%	-53%
skor. EBITDA	73,7	72,4	76,7	71,8	74,2	78,2	3%	-2%	-2%
produkcja tv i filmowa	34,5	35,0	37,0	33,2	33,6	34,8	4%	4%	6%
zarządzanie aktywami trw.	32,7	35,1	36,3	33,7	35,8	37,8	-3%	-2%	-4%
działalność deweloperska	6,4	2,1	3,2	5,7	5,4	6,3	13%	-60%	-48%
EBIT	52,2	50,0	54,1	51,7	53,8	56,6	1%	-7%	-4%
Saldo finansowe	-1,2	-1,7	-3,0	-0,8	-0,9	-1,1			
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,6	3,2	3,6	0,4	2,0	2,1	39%	60%	72%
Wynik brutto	51,6	51,5	54,7	51,4	54,8	57,5	0%	-6%	-5%
Wynik netto dla akcjonariuszy	40,2	40,1	42,9	39,5	42,3	44,3	2%	-5%	-3%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	295,4	295,3	311,8	280,0	279,5	293,4	5%	6%	6%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	67,2	70,1	73,3	67,0	69,4	72,7	0%	1%	1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane) [PLN m]

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	300	236	247	317	308	329	351	365	375
EBITDA	64,4	61,3	60,9	107,2	72,4	76,7	84,2	87,0	88,7
skor. EBITDA	63,5	55,7	56,3	73,7	72,4	76,7	84,2	87,0	88,7
segment produkcja tv	19,6	19,8	21,9	34,5	35,0	37,0	38,6	40,0	41,2
segment zarządzanie	33,1	31,8	33,0	32,7	35,1	36,3	41,4	42,8	44,2
segment deweloperka	13,1	4,4	2,1	6,4	2,1	3,2	4,1	4,1	3,2
EBIT	46,2	36,8	36,7	52,2	50,0	54,1	58,2	60,7	62,2
Saldo finansowe	-2,5	-2,3	-1,4	-1,2	-1,7	-3,0	-2,6	-2,2	-1,7
Udział w zyskach jedn. zal.	8,7	2,5	-0,4	0,6	3,2	3,6	3,8	4,0	4,1
Wynik brutto	52,4	37,0	35,0	51,6	51,5	54,7	59,4	62,5	64,6
Wynik netto	44,6	28,1	27,7	40,5	40,4	43,2	46,9	49,4	51,1
Wynik netto dla akcjonariuszy	43,8	27,1	26,8	40,2	40,1	42,9	46,5	49,0	50,6
Przychody y/y	34,0%	-21,5%	4,7%	28,7%	-2,9%	6,7%	6,6%	4,0%	2,7%
EBITDA / Przychody	21,5%	26,0%	24,7%	33,8%	23,5%	23,3%	24,0%	23,9%	23,7%
skor. EBITDA / Przychody	21,2%	23,7%	22,8%	23,2%	23,5%	23,3%	24,0%	23,9%	23,7%
EBIT / Przychody	15,4%	15,6%	14,9%	16,5%	16,2%	16,4%	16,6%	16,7%	16,6%
Wynik netto / Przychody	14,9%	11,9%	11,2%	12,8%	13,1%	13,1%	13,4%	13,6%	13,6%
Działalność audiowizualna	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody [PLN m]	220,9	219,0	233,8	295,4	295,3	311,8	329,7	343,7	356,0
Skor. EBITDA [PLN m]	52,7	51,6	54,9	67,2	70,1	73,3	80,0	82,8	85,4
Skor. EBITDA y/y	0,4%	-2,0%	6,3%	22,5%	4,4%	4,5%	9,1%	3,5%	3,1%
Skor. EBITDA / Przychody	23,9%	23,6%	23,5%	22,8%	23,7%	23,5%	24,3%	24,1%	24,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane) [PLN m]

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	258	258	258	263	288	315	319	323	328
Rzeczowe aktywa trwałe	176	168	167	174	196	222	223	225	228
WNiP	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	24	34	30	31	31	31	31	31	31
Inwestycje w jedn. stow.	46	43	42	42	45	47	49	51	53
Pozostałe aktywa trwałe	11	12	17	14	14	14	14	14	14
Aktywa obrotowe	133	128	167	150	163	181	196	208	217
Aktywa programowe	7	6	29	12	13	17	18	19	20
Zapasy	32	17	20	30	42	52	55	56	56
Należności handlowe	30	32	39	42	55	59	62	65	67
Pozostałe aktywa finansowe	7	42	52	25	20	20	20	20	20
Środki pieniężne i ekwiwalenty	44	19	14	18	10	10	18	25	32
Inne aktywa obrotowe	13	12	13	24	24	24	24	24	24
Aktywa	391	386	425	413	451	496	515	531	545
Kapitał własny razem	301	307	311	327	344	363	384	403	422
Razem zobowiązania	90	79	115	86	107	133	131	128	123
Zobowiązania długoterminowe	39	40	46	40	48	63	58	53	48
Zobowiązania krótkoterminowe	51	39	69	46	59	70	73	75	75
Kapitał własny + Zobowiązania	391	386	425	413	451	496	515	531	545
Zobowiązania % [PLN m]	29	25	27	26	34	49	44	39	34
Środki pieniężne i inne netto [PLN m]	54	64	66	43	30	30	38	45	51
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-17	4	19	6	-6	-18
Dług % / Kapitał własny	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe / Przychody	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Aktywa trwałe / Przychody	0,9	1,1	1,0	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9
Aktywa / Przychody	1,3	1,6	1,7	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania kr. / Przychody	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania dł. / Przychody	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Zobowiązania / Pasywa	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Kapitał własny / Pasywa	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,8

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	94,4	43,5	40,5	55,2	46,9	56,1	66,2	70,2	72,8
CF inwestycyjny	-44,4	-36,7	-18,6	-10,0	-44,3	-48,3	-27,2	-28,4	-29,4
Cf finansowy	-39,4	-31,7	-27,1	-14,9	-10,8	-7,8	-30,9	-34,3	-37,1
CF netto	10,6	-25,0	-5,2	30,3	-8,2	0,0	8,0	7,6	6,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cena akcji [PLN]	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94
Liczba akcji [m]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [PLN m]	332	332	332	332	332	332	332	332	332
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-17	4	19	6	-6	-18
EV [PLN m]	306	294	293	315	336	352	339	326	315
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,32	0,48	0,48	0,51	0,55	0,58	0,60
BVPS [PLN]	3,56	3,63	3,67	3,87	4,07	4,30	4,55	4,78	5,00
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,28	0,28	0,28	0,31	0,35	0,38
Rentowność dywidendy	7,1%	6,6%	6,6%	7,1%	7,0%	7,0%	7,8%	8,8%	9,7%
P/E	7,6	12,3	12,4	8,3	8,3	7,7	7,1	6,8	6,6
EV/EBITDA	4,8	4,8	4,8	2,9	4,6	4,6	4,0	3,7	3,5
skor. EV/EBITDA	4,8	5,3	5,2	4,3	4,6	4,6	4,0	3,7	3,5
EV/EBIT	6,6	8,0	8,0	6,0	6,7	6,5	5,8	5,4	5,1
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
ROA	11%	7%	7%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
ROE	15%	9%	9%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
ROIC	16%	13%	14%	19%	17%	16%	15%	16%	15%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	4,96	kupuj	4,95	2025-10-21	13:16	3,94	109 934
kupuj	4,95	kupuj	4,95	2025-05-19	10:48	3,92	102 190
kupuj	4,95	kupuj	5,04	2025-04-25	18:03	3,85	100 157
kupuj	5,04	kupuj	4,91	2025-01-03	11:56	4,25	81 686
kupuj	4,91	kupuj	4,51	2024-04-22	10:35	3,20	83 515
kupuj	4,51	kupuj	4,95	2023-09-13	23:37	3,29	66 664
kupuj	4,95	kupuj	4,58	2023-05-22	11:23	3,45	65 398
kupuj	4,58	wznowienie	---	2022-11-28	16:35	3,51	56 008
trzymaj	4,00	kupuj	4,75	16.10.2017	09:25	4,10	65 601
kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17	3,93	48 619
trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288
kupuj	3,92	akumuluj	4,11	26.10.2015		3,3	51 157
akumuluj	4,15	trzymaj	3,62	01.07.2015		3,74	53 200
trzymaj	3,62	kupuj	3,71	24.10.2014		3,66	53 582
kupuj	3,71	kupuj	3,54	11.06.2014		3,10	53 148
kupuj	3,54	akumuluj	2,83	11.03.2014		3,03	51 230
akumuluj	2,83	akumuluj	2,06	21.10.2013		2,59	53 854
akumuluj	2,06	trzymaj	1,44	27.08.2013		1,86	49 410
trzymaj	1,44	kupuj	1,43	08.04.2013		1,46	45 200
kupuj	1,43	kupuj	1,58	14.12.2012		0,93	46 653
kupuj	1,58	trzymaj	2,00	12.09.2012		1,08	43 010
trzymaj	2,00	kupuj	1,59	21.02.2012		2,01	42 047
kupuj	1,59	---	---	28.09.2011		1,16	37 826

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q4 2025*:			, 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	4	36%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	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.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-10-21

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-10-21 (13:16 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-10-21 (13:16 CET/CEST).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 Inwestycyjnego).

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 2025-10-21:

- 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.
- 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

*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.