



Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA TV

RAPORT ANALITYCZNY

W naszym odczuciu Kino Polska TV jako część Canal + Group, czyli jednej z pięciu największych grup medialnych na świecie (i jednocześnie największej non-US) oferuje na kolejne okresy atrakcyjny (na tle branży) profil dalszego wzrostu wyników z perspektywą rosnącej rentowności strumienia dywidend. Zwracamy uwagę, że na tle analizowanych porównywalnych podmiotów Kino Polska TV wyróżnia in plus wysoka rentowność operacyjna. W bieżącej analizie podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Kino Polska TV i podnosimy cenę docelową do 28,5 PLN/akcję (poprzednio było 25,2 PLN). W oparciu o przyjęte w modelu prognozy KPL jest obecnie handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2025 i 2026 w pobliżu 2,4x i 1,8x.

Baza wynikowa z Q4 2024 nie jest wymagająca (spółka w minionym roku rozpoznała względnie wysokie koszty). Jednocześnie podkreślamy, iż na Q4 2025 nasza symulacja uwzględnia podwyższone koszty kontentu i marketingu w Zoom TV oraz Stopklatka. Łącznie w tych dwóch segmentach spodziewamy się w Q4 2025 erozji wyniku o 5,5% r/r. W pozostałych segmentach (łącznie) liczymy na poprawę rezultatów w ujęciu r/r. Ogółem odczyt skor. EBITDA zakładamy na poziomie zbliżonym do Q4 2024. Na cały 2025 rok zakładamy, że skor. EBITDA wyniesie 97,7 mln PLN (+1,1% r/r).

W okresie 2026-2027, w naszej ocenie, spółka powinna być w stanie utrzymać ścieżkę wzrostu skor. EBITDA. Obecnie na lata 2026-2027 zakładamy wzrost r/r skor. EBITDA odpowiednio o 6,9% oraz 3,5%. Liczymy, że impulsem dla wzrostu wyników w nadchodzącym 2026 roku będą wpływy z rynków międzynarodowych oraz ograniczenie kosztów działania Zoom TV.

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

Liczymy, że spółka w kolejnym roku zwiększy strumień dywidend dla akcjonariuszy. W naszym raporcie przyjmujemy scenariusz bazowy dla wzrostu DPS do 0,75 PLN w 2026 roku. W kolejnych dwóch latach DPS w naszej prognozie rośnie odpowiednio do 0,96 PLN i 1 PLN. Takie założenie może być jednak obciążone podwyższonym ryzykiem błędu i należy mieć na uwadze tegoroczne (oraz zeszłoroczne) bardzo rozbieżne oceny dot. polityki dywidendowej na linii akcjonariusz większościowy – akcjonariusze mniejszościowi.

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	294,2	315,5	329,3	334,0	343,6	351,8
EBITDA adj. [PLN m]	74,8	96,5	97,7	104,4	108,0	109,9
EBIT [PLN m]	66,5	84,2	93,8	93,9	97,6	99,2
Wynik netto [PLN m]	51,9	66,7	74,8	76,4	79,1	80,1
EPS [PLN]	2,6	3,4	3,8	3,9	4,0	4,0
P/BV	1,7	1,4	1,1	1,0	0,8	0,8
P/E	7,8	6,1	5,4	5,3	5,1	5,0
EV/EBITDA adj.	4,6	3,0	2,4	1,8	1,4	1,0
EV/EBIT	5,2	3,5	2,5	2,0	1,5	1,1
DPS [PLN]	0,35	0,63	0,63	0,75	0,96	1,0
Rentowność dywidendy	2%	3%	3%	4%	5%	5%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 28,5 PLN

17 GRUDZIEŃ 2025, 08:49 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	28,5
Wycena DCF [PLN]	29,2
Wycena mnożnikowa [PLN]	27,9
Potencjał do wzrostu / spadku	+39%

Cena rynkowa [PLN]	20,5
Kapitalizacja [PLN m]	404
Ilość akcji [m]	19,8

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	13,3	4,4
6M stopa zwrotu	18,7	2,8
YTD stopa zwrotu	-1,8	-46,7
12M stopa zwrotu	-4,9	-46,1

(1) - absolutna stopa zwrotu
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat (% kapitału):	
SPI International B.V.	66,0%
Ipopema TFI (łącznie z Total FIZ i TTL 1)	10,85%
Nationale-Nederlanden PTE	5,27%

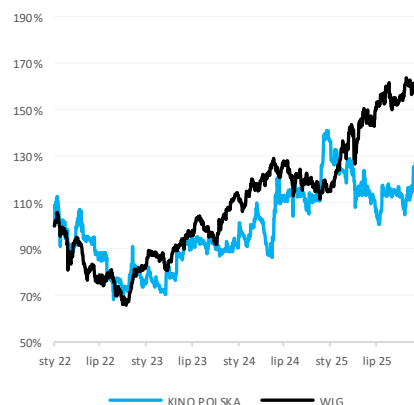
Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



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
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	4
WYCENA DCF	4
WYCENA MNOŻNIKOWA	6
WYNIKI ZA Q3 2025	7
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	11

WYCENA I PODSUMOWANIE

W naszym odczuciu Kino Polska TV jako część Canal + Group, czyli jednej z pięciu największych grup medialnych na świecie (i jednocześnie największej non-US) oferuje na kolejne okresy atrakcyjny (na tle branży) profil dalszego wzrostu wyników z perspektywą rosnącej rentowności strumienia dywidend. Zwracamy uwagę, że na tle analizowanych porównywalnych podmiotów Kino Polska TV wyróżnia in plus wysoka rentowność operacyjna. W bieżącej analizie podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Kino Polska TV i podnosimy cenę docelową do 28,5 PLN/akcję (poprzednio było 25,2 PLN). W oparciu o przyjęte w modelu prognozy KPL jest obecnie handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2025 i 2026 w pobliżu 2,4x i 1,8x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 29,2 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2026-2027 wskazuje na cenę 27,9 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny KPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	29,2
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	27,9
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		28,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

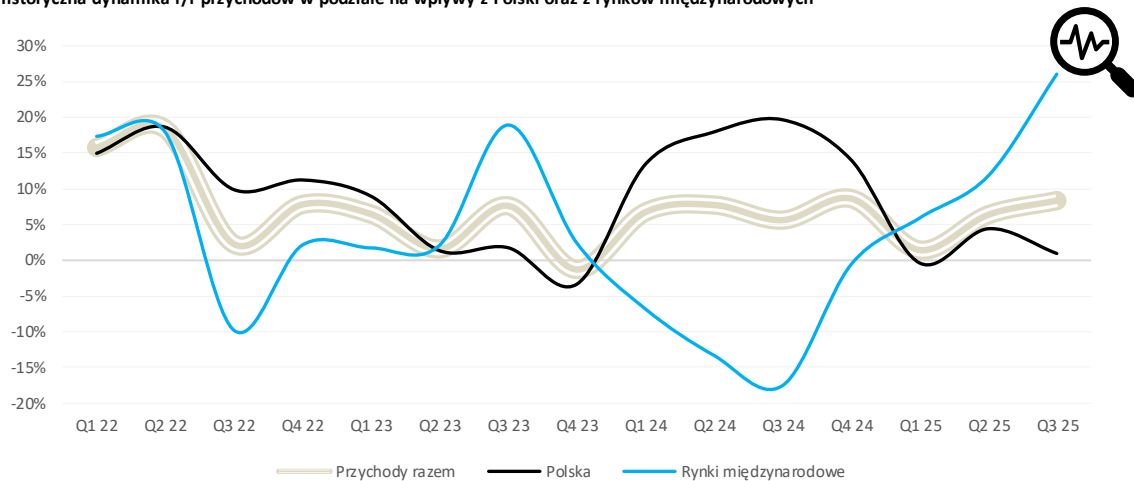
Spółka pokazała dobre wyniki za Q3 2025, szczególnie jeśli je odniesiemy do wymagającego otoczenia na rynku reklamy tv. W naszym odczuciu był to zatem kolejny kwartał, kiedy spółka była prymusem pod względem dynamiki wzrostu organicznego w ramach CANAL+ Group.

Baza wynikowa z Q4 2024 nie jest wymagająca (spółka rozpoznała względnie wysokie koszty). Jednocześnie podkreślamy, iż na Q4 2025 nasza symulacja uwzględnia podwyższone koszty kontentu i marketingu w Zoom TV oraz Stopklatka. Łącznie w tych dwóch segmentach spodziewamy się w Q4 2025 erozji wyniku o 5,5% r/r. W pozostałych segmentach (łącznie) liczymy na poprawę rezultatów w ujęciu r/r. Ogółem odczyt skor. EBITDA zakładamy na poziomie zbliżonym do Q4 2024. Na cały 2025 rok zakładamy, że skor. EBITDA wyniesie 97,7 mln PLN (+1,1% r/r).

W okresie 2026-2027 (w naszej ocenie) spółka powinna być w stanie utrzymać ścieżkę wzrostu skor. EBITDA. Obecnie na lata 2026-2027 zakładamy wzrost r/r skor. EBITDA odpowiednio o 6,9% oraz 3,5%. Liczymy, że impulsem dla wzrostu wyników w nadchodzącym 2026 roku będą wpływy z rynków międzynarodowych oraz ograniczenie kosztów działania Zoom TV.

Dostrzegamy szereg inicjatyw na rynkach międzynarodowych, które powinny przełożyć się na dynamiki wzrostu sprzedaży spółki w nadchodzących kwartałach (m.in. umowy z nowymi operatorami na rynkach zagranicznych oraz wprowadzanie reklam na kanałach płatnych). Przypominamy, że rok 2024 był specyficzny pod względem struktury sprzedaży terytorialnej i istotny wpływ na zaburzenia odczytów miała mniejsza skala odsprzedaży praw licencyjnych do spółki powiązanej spoza grupy oraz silny wzrost wpływów reklamowych w Polsce. Wpływy z rynków zagranicznych w Q1, Q2 i Q3 2025 roku rosły w ujęciu r/r odpowiednio o 5,9%, 11,8% i 26%. Z kolei dla Polski dynamika zmiany r/r przychodów w Q1, Q2 i Q3 2025 roku wynosiła odpowiednio -0,4%, +4,4% i +1%.

Historyczna dynamika r/r przychodów w podziale na wpływy z Polski oraz z rynków międzynarodowych

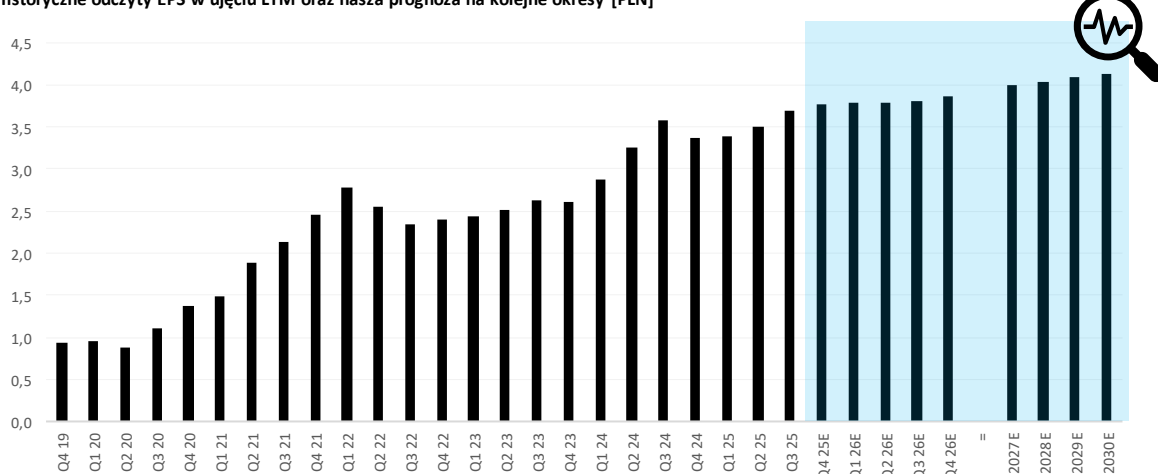


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Tak jak poprzednio zwracamy uwagę, że spółka bierze udział w cash pooling w ramach grupy Canal+ Group. Zatem należy mieć na uwadze, iż prognozowana przez nas wartość stanu gotówki w przyszłych okresach może być obciążona dużym ryzykiem błędu. W szczególności zwracamy uwagę, że nadwyżkowe saldo gotówki (powyżej pewnej określonej przez spółkę wartości) może być aktywnie wykorzystywane w ramach wspomnianego mechanizmu (na bilansie będzie to pozycja pożyczki udzielone). W wycenie traktujemy pozycję „pożyczki udzielone” w bilansie (związane z mechanizmem cash pooling) jako ekwiwalent gotówki i uwzględniamy w liczeniu długu netto.

Historyczne odczyty EPS w ujęciu LTM oraz nasza prognoza na kolejne okresy [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Silna konkurencja o widza oraz rosnące koszty pozysku aktywów programowych
Spółka działa na rynku charakteryzującym się wysoką konkurencją o uwagę widza. W kolejnych okresach przygotowujemy się na bliższą kooperację z Canal+ w ramach dzielenia bibliotek/treści tv. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że spółka w celu obrony obecnych udziałów w rynku lub dalszej ekspansji może w przyszłości ponosić wyższe koszty zakupu aktywów programowych.
- Ryzyko sytuacji makroekonomicznej i kondycja rynku reklamy telewizyjnej
Nasze szacunki wskazują, że w 2025 roku udział reklamy w ogóle przychodów spółki może przekroczyć 45%. Należy mieć na uwadze, że wielkość budżetów reklamowych i tym samym kondycja rynku reklamy jest skorelowana z poziomem aktywności gospodarczej.
- Ryzyko spadku znaczenia telewizji linearnej
Zdecydowana większość obecnego biznesu spółki oparta jest na tradycyjnej formule telewizji linearnej. Od lat widać zmiany w sposobie konsumpcji treści rozrywkowych (telewizyjnych) przez odbiorców i coraz większe znaczenie mają serwisy streamingowe.
- Ryzyko wzrostu kosztów ekspansji platformy streamingowej FilmBox+
Spółka w strategii akcentuje wzrost sprzedaży platformy streamingowej FilmBox+. Nie znamy danych dotyczących tego projektu (spółka nie publikuje cząstkowych KPI dla tego obszaru). Dodatkowo zwracamy uwagę, że KPL sprzedaje dostęp do FilmBox+ ale nie ponosi bezpośrednich kosztów związanych z rozwojem i utrzymaniem tej platformy (właścicielem platformy jest główny akcjonariusz spółki). Nie wiemy w jakim stopniu w przyszłości KPL będzie partycypować w kosztach akwizycji klientów. Obecnie zarząd spółki akcentuje, że preferowanym sposobem sprzedaży jest model B2B.
- Ryzyko zmienności przepisów prawa
Spółka posiada koncesje na nadawanie. Dlatego, należy mieć na uwadze, iż działalność spółki reguluje szereg przepisów prawnych, które w przyszłości mogą ulegać zmianie.

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 5,3% (poprzednio 5,3%). 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 KPL oraz dodatkowo 2,0% w związku z dużą wrażliwością modelu biznesowego (w tym poziomie realizowanych marż) na decyzje głównego akcjonariusza.

Po okresie szczegółowej prognozy w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o spadku przepływów na poziomie 1,5% (poprzednio było założenie braku wzrostu) i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 16,7%.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na 29,2 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-02-02.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		-4,50%	-3,50%	-2,50%	-1,50%	-0,50%	0,50%	1,50%
WACC	12,2%	29,6	29,9	30,3	30,7	31,1	31,7	32,3
	13,7%	29,2	29,5	29,8	30,1	30,5	30,9	31,4
	15,2%	28,9	29,1	29,3	29,6	29,9	30,3	30,7
	16,7%	28,6	28,8	29,0	29,2	29,5	29,8	30,1
	18,2%	28,3	28,5	28,7	28,9	29,1	29,3	29,6
	19,7%	28,1	28,2	28,4	28,6	28,8	29,0	29,2
	21,2%	27,9	28,0	28,2	28,3	28,5	28,7	28,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	334,0	343,6	351,8	358,2	364,3	370,5	376,5	382,4	388,3	394,1
NOPAT [PLN m]	77,4	80,6	82,0	82,8	83,4	84,1	84,7	85,2	85,7	86,2
Amortyzacja [PLN m]	8,9	8,5	8,6	9,1	10,0	11,2	12,2	12,9	13,5	14,1
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-17,0	-18,5	-19,0	-8,1	-8,1	-8,2	-8,2	-8,3	-8,4	-8,5
CAPEX [PLN m]	-6,7	-8,6	-10,6	-12,5	-14,6	-14,8	-15,1	-15,3	-15,5	-15,8
FCFF [PLN m]	62,6	62,0	61,1	71,2	70,7	72,3	73,6	74,5	75,4	76,0
Suma PV FCFF [PLN m]	323,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	89,1									
Wartość firmy EV [PLN m]	412,8									
Dług netto + inne korekty [PLN m]	-166,0									
				spadek FCFF w okresie rezydualnym: 1,5%						
Wartość kapitału [PLN m]	578,8									
Ilość akcji [m]	19,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	29,2									

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
NOPAT r/r	8,3%	4,1%	1,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Marża NOPAT	23,2%	23,4%	23,3%	23,1%	22,9%	22,7%	22,5%	22,3%	22,1%	21,9%
CAPEX / Przychody	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
D / E	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
E / (E+D)	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	99%	99%
D / (E+D)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kosz kapitału własnego	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
WACC	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2026-2027 w wysokości 3,0x (poprzednio było 3,5x) i na tej podstawie szacujemy wycenę equity na 27,9 PLN/akcję. Jest to poziom wskazujący na dyskonto względem grupy porównawczej. Naszym zdaniem przyjęte w bieżącej analizie podejście jest konserwatywne i odzwierciedla szereg ryzyk na przyszłość związanych z negatywnymi trendami dla telewizji linearnej.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na 2026-2027						
	2,00	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	4,00
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	22,5	25,2	26,5	27,9	29,2	30,5	33,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka. W grupie podmiotów znajduje się także Canal+ Group, czyli główny akcjonariusz KPL. (od grudnia 2024 roku obecny jest na LSE).

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		EV/EBIT		
	2025E	2026E	2025E	2026E	
M6-METROPOLE TELEVISION	4,8	4,9	6,8	7,7	Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025/2026 dla wybranych podmiotów wyniosła 8,4x i 7,7x. Dla EV/EBIT jest to odpowiednio 13x i 11,1x. Zwracamy uwagę, że wartości EV/EBITDA dla podmiotów z dużą ekspozycją na telewizję linearną są znacząco niższe.
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	7,4	6,5	18,9	12,0	
RTL GROUP	8,4	7,7	11,1	11,2	
CANAL+	4,3	4,0	7,3	6,3	
ITV	6,7	7,1	8,7	8,5	
ATRESMEDIA	6,8	5,9	7,8	6,7	
TF1	2,0	2,0	5,1	4,9	
MODERN TIMES GROUP	7,6	6,7	18,0	13,9	
WARNER BROS DISCOVERY	12,0	12,0	84,6	48,9	
WARNER MUSIC GROUP	11,4	10,4	15,5	13,5	
WALT DISNEY	10,9	10,2	13,0	11,9	
PARAMOUNT GLOBAL	9,3	8,1	13,5	11,0	
FOX CORP	10,0	9,3	11,4	10,3	
NETFLIX	31,5	25,4	32,8	26,4	
NEWS CORP	10,8	9,8	15,6	13,6	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana kursu Kino Polska TV oraz Canal+ Group [ujęcie YTD]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q3 2025

Wyniki KPL za Q3 2025 [PLN m]

	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
Przychody	73,9	80,0	8,4%	308,6	327,8	6,2%	74,8	107%
Emisja	37,6	38,4	2,1%	151,0	153,2	1,4%	38,1	101%
Reklama	28,4	35,5	25,0%	130,5	146,3	12,1%	29,7	120%
Sprzedaż licencji	4,3	1,1	-75,0%	17,5	10,0	-43,0%	2,4	45%
Produkcja kanałów	2,7	3,6	32,9%	7,6	14,3	88,1%	3,9	92%
Inne	0,9	1,5	76,4%	2,0	4,0	99,5%	0,8	
Koszty operacyjne	-54,3	-58,1	7,0%	-223,0	-239,4	7,4%	-57,3	102%
Pozostałe saldo operacyjne**	-0,1	2,3		1,9	4,7	142,5%	-0,5	
EBITDA skor.*	22,0	27,0	22,9%	97,4	100,3	3,0%	19,8	137%
EBIT	19,5	24,2	24,5%	87,6	93,1	6,3%	17,0	143%
Saldo finansowe	0,5	1,0	104,6%	1,2	3,3	180,7%	1,0	95%
Wynik brutto	20,0	25,2	26,4%	88,8	96,4	8,6%	18,0	140%
Podatek dochodowy	-4,6	-6,1	30,8%	-17,8	-23,2	30,4%	-4,0	153%
Wynik netto	15,3	19,2	25,1%	71,0	73,2	3,2%	14,0	136%

Wyniki segmentów	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
FilmBox	15,3	15,1	-1,8%	56,1	56,4	0,4%	14,1	107%
Kino Polska	2,7	4,5	65,5%	15,1	15,2	0,8%	2,4	188%
Produkcja kanałów TV	0,4	0,2	-40,5%	1,0	1,8	73,6%	0,3	80%
Zoom TV	-0,8	-0,5		0,9	-1,2		-1,1	41%
Stopklatka	0,9	3,0	219,2%	9,6	14,8	54,3%	1,4	216%
Sprzedaż praw licencyjnych	1,0	-0,3		2,8	0,8	-71,4%	0,5	-56%

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

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

** W Q3 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 0,2 mln PLN. W Q3 2025 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła zysk wynikający z różnic kursowych równy 2,373 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

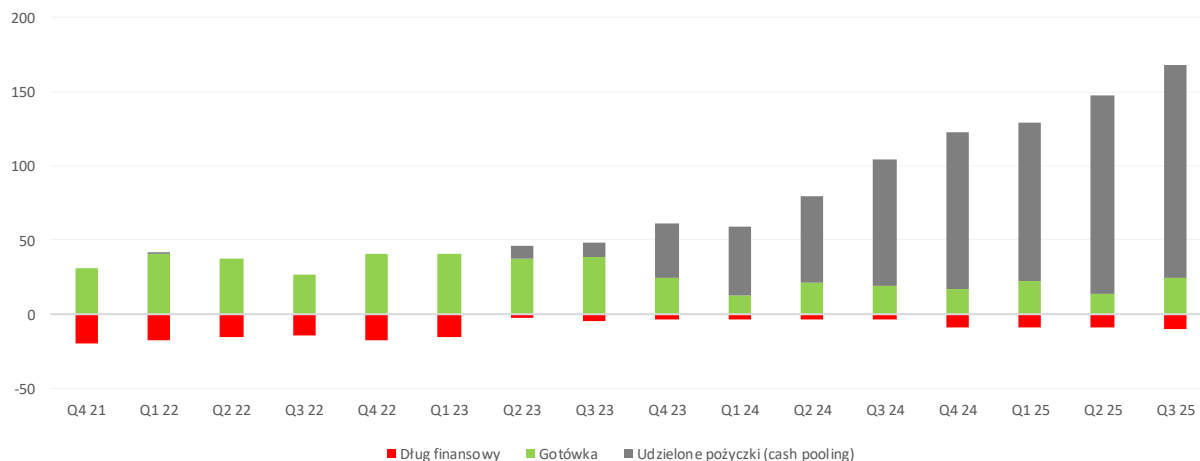
Byliśmy zaskoczeni wykazanym silnym strumieniem wpływów reklamowych w minionym kwartale (w Q3 2025 przychody z reklamy wzrosły o 25% r/r). Jednocześnie przychody z emisji były zbieżne z naszymi wcześniejszymi symulacjami i wzrosły o 2,1% r/r.

Odczyt EBIT w Q3 2025 wzrósł do 24,2 mln PLN (+24,5% r/r) i znacząco przebił nasze wcześniejsze oczekiwania. Wpływ na wzrost EBIT miały głównie rosnące wpływy z reklamy. Był to też kwartał z ujęciem dodatnich różnic kursowych (w relacji r/r wpływ w Q3 2025 to prawie +2,6 mln PLN r/r).

W Q3 2025 ujęcie segmentowe wskazuje, że łącznie segment Stopklatka i Zoom TV zwiększyły wyniki o blisko 2,4 mln PLN. Segment Kino Polska poprawił wynik o 1,8 mln PLN. Z kolei w segmencie FilmBox spółka wykazała niewielką erozję wyniku r/r (-0,3 mln PLN; w naszym odczuciu to wpływ wysokiej bazy w minionego roku).

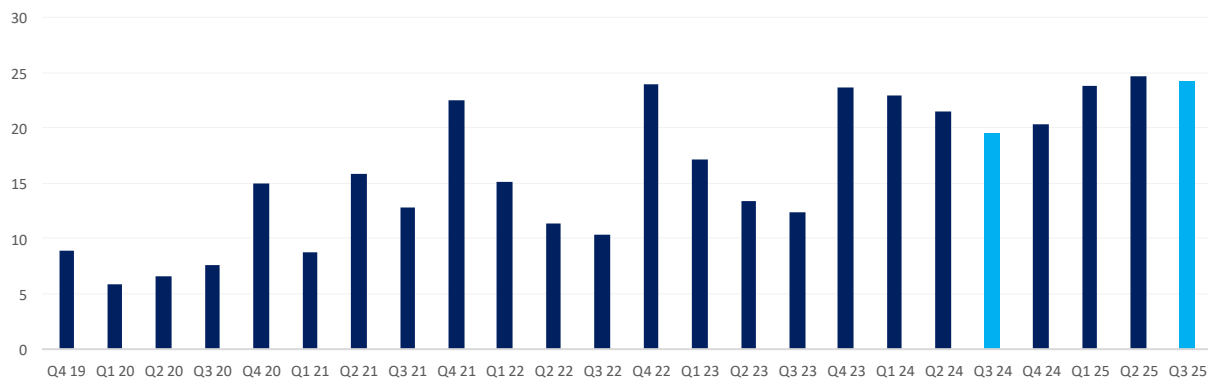
Na koniec Q3 2025 roku spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała 143 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec Q2 2025 było to 133 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec Q3 2025 to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

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



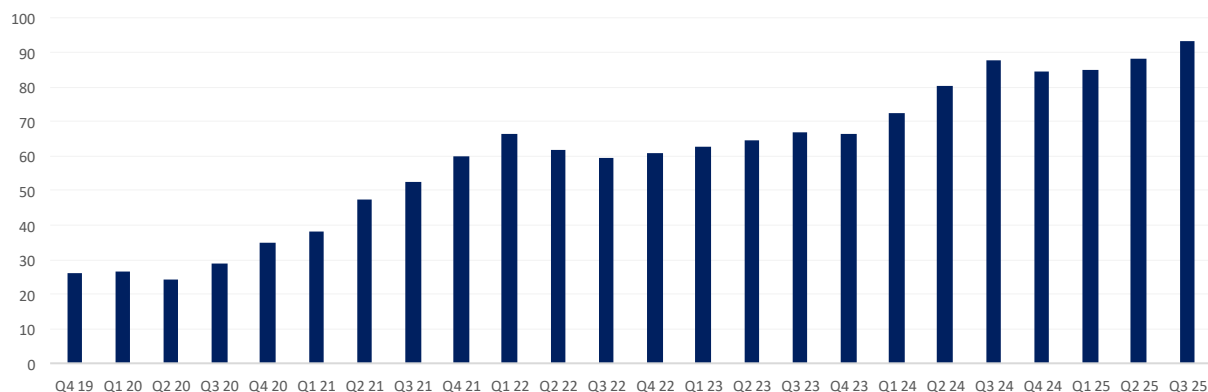
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne kwartalne odczyty EBIT [PLN m]



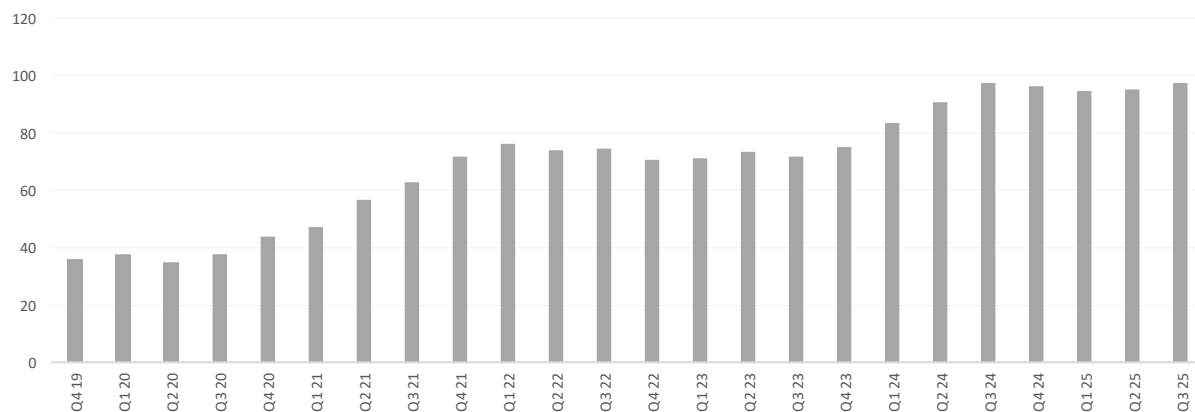
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne kwartalne odczyty EBIT LTM [PLN m]



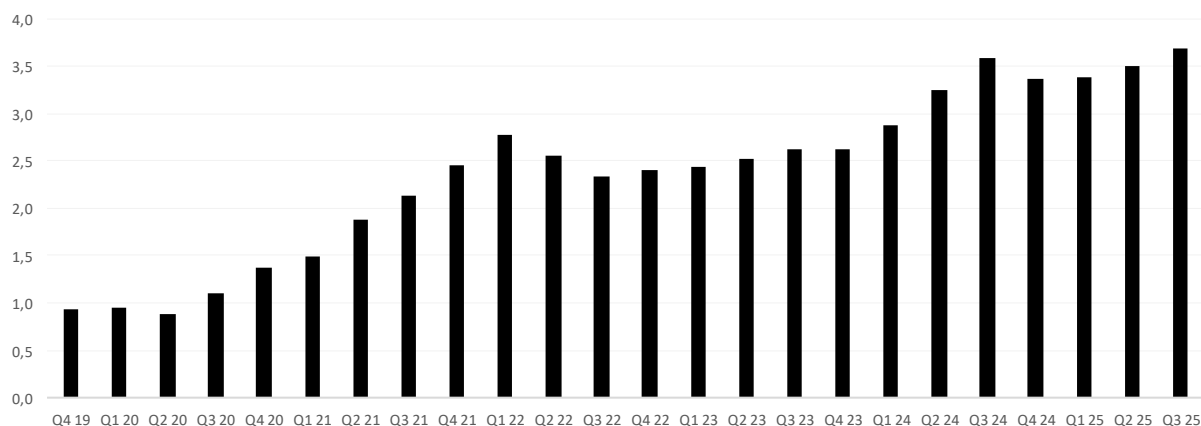
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



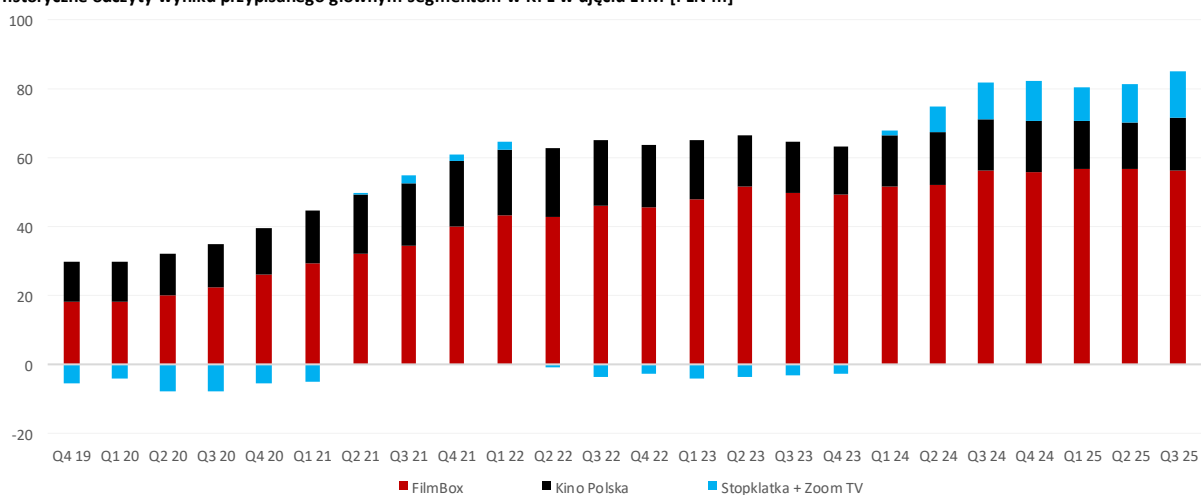
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EPS w ujęciu LTM [PLN]



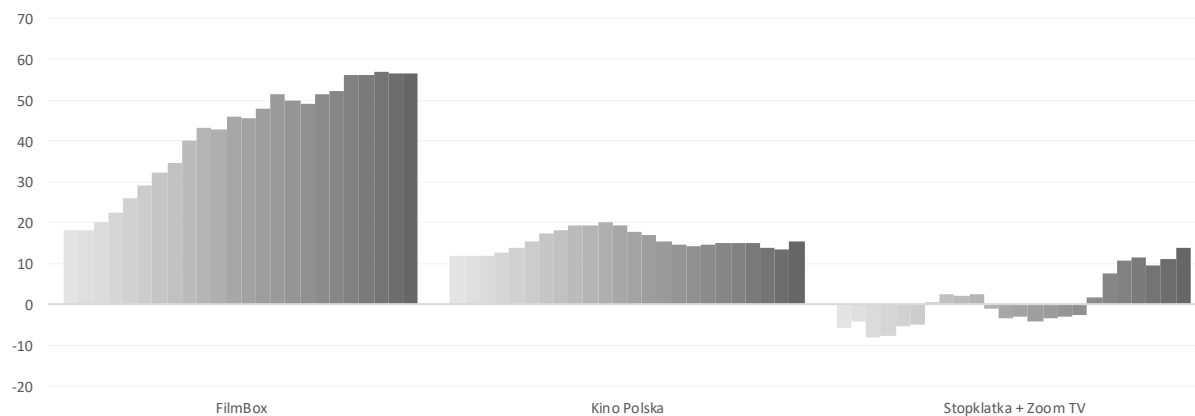
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w KPL w ujęciu LTM [PLN m]



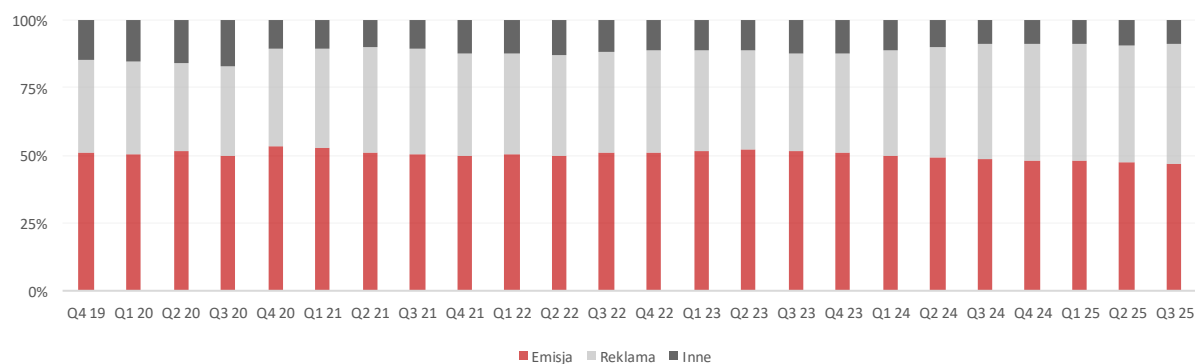
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q3 2025 w ujęciu LTM [PLN m]



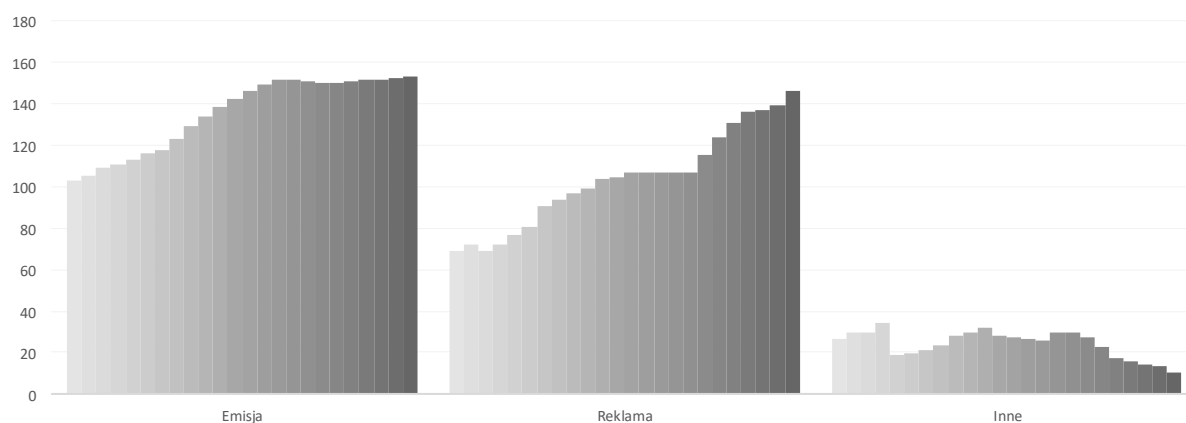
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna struktura przychodów w KPL w ujęciu LTM [% ogółu przychodów]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na główne kategorie w okresie Q4 2019-Q1 2024 w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Założenia na Q4 2025

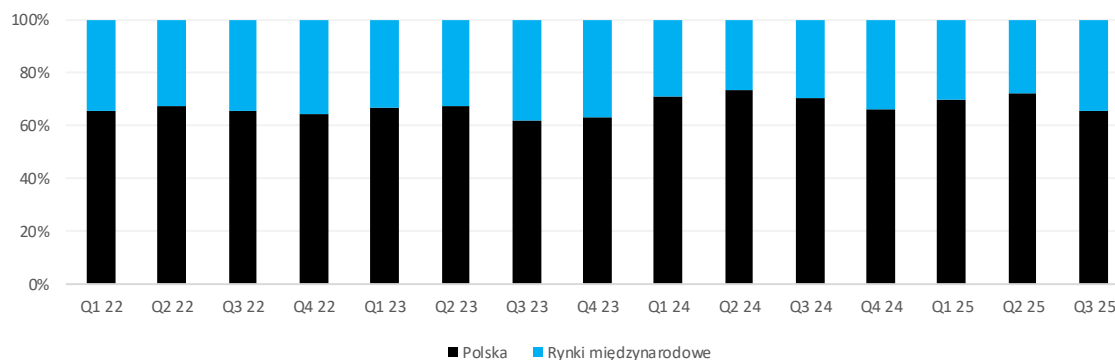
Spółka pokazała dobre wyniki za Q3 2025, szczególnie jeśli je odniesiemy do wymagającego otoczenia na rynku reklamy tv. W naszym odczuciu był to zatem kolejny kwartał, kiedy spółka była prymusem pod względem dynamiki wzrostu organicznego w ramach CANAL+ Group.

Baza wynikowa z Q4 2024 w naszym odczuciu nie jest wymagająca (spółka rozpoznała względnie wysokie koszty). Jednocześnie podkreślamy, iż na Q4 2025 nasza symulacja uwzględnia podwyższone koszty kontentu i marketingu w Zoom TV oraz Stopklatka. Łącznie w tych dwóch segmentach spodziewamy się w Q4 2025 erozji wyniku o 5,5% r/r. W pozostałych segmentach (łącznie) liczymy na poprawę rezultatów w ujęciu r/r. Ogółem odczyt skor. EBITDA zakładamy na poziomie zbliżonym do Q4 2024. Na cały 2025 rok zakładamy, że skor. EBITDA wyniesie 97,7 mln PLN (+1,1% r/r).

Nowy impuls wzrostu na rynkach międzynarodowych wpłynie na dane za 2026 rok

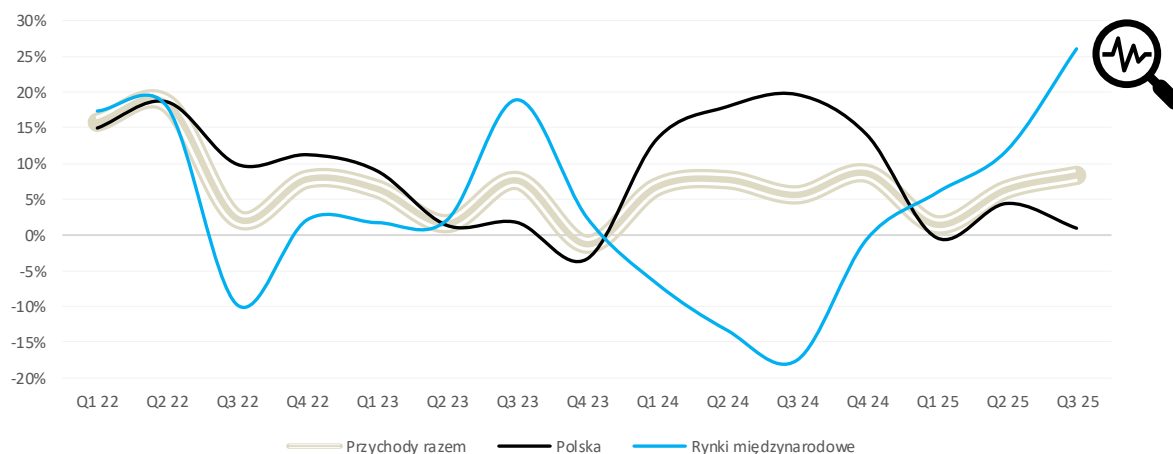
Dostrzegamy szereg inicjatyw na rynkach międzynarodowych, które powinny przełożyć się na dynamiki wzrostu sprzedaży spółki w nadchodzących kwartałach (m.in. umowy z nowymi operatorami na rynkach zagranicznych oraz wprowadzanie reklam na kanałach płatnych). Przypominamy, że rok 2024 był specyficzny pod względem struktury sprzedaży terytorialnej i istotny wpływ na zaburzenia odczytów miała mniejsza skala odsprzedaży praw licencyjnych do spółki powiązanej spoza grupy oraz silny wzrost wpływów reklamowych w Polsce. Wpływy z rynków zagranicznych w Q1, Q2 i Q3 2025 roku rosły w ujęciu r/r odpowiednio o 5,9%, 11,8% i 26%. Z kolei dla Polski dynamika zmiany r/r przychodów w Q1, Q2 i Q3 2025 roku wynosiła odpowiednio -0,4%, +4,4% i +1%.

Historyczna struktura przychodów (Polska oraz rynki międzynarodowe)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika r/r przychodów w podziale na wpływy z Polski oraz z rynków międzynarodowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie założeń na kolejne lata

W okresie 2026-2027 (w naszej ocenie) spółka powinna być w stanie utrzymać ścieżkę wzrostu skor. EBITDA. Obecnie na lata 2026-2027 zakładamy wzrost r/r skor. EBITDA odpowiednio o 6,9% oraz 3,5%. Liczymy, że impulsem dla dalszego wzrostu wyników w nadchodzącym 2026 roku będą wpływy z rynków międzynarodowych oraz ograniczenie kosztów działania Zoom TV.

W szczególności spodziewamy się, że nadchodzący 2026 rok wskaże na dalsze umocnienie wpływów z rynków międzynarodowych. Tak jak już wskazaliśmy dostrzegamy szereg inicjatyw, które powinny być widoczne w dynamikach sprzedaży w nadchodzących. Uważamy, że pozytywne impulsy z rynków międzynarodowych powinny zdominować perspektywę płaskich dynamik wzrostu rynku reklamy tv w Polsce.

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

W analizie przyjmujemy utrzymanie dotychczasowego modelu biznesowego opartego o niski poziom inwestycji w majątek trwały (CAPEX). Dlatego, naszym zdaniem, przy utrzymaniu podobnych do historycznych parametrów inwestycji w aktywa programowe (w odniesieniu do poziomu osiągniętych przychodów) spółka w kolejnych latach powinna generować mocne przepływy pieniężne.

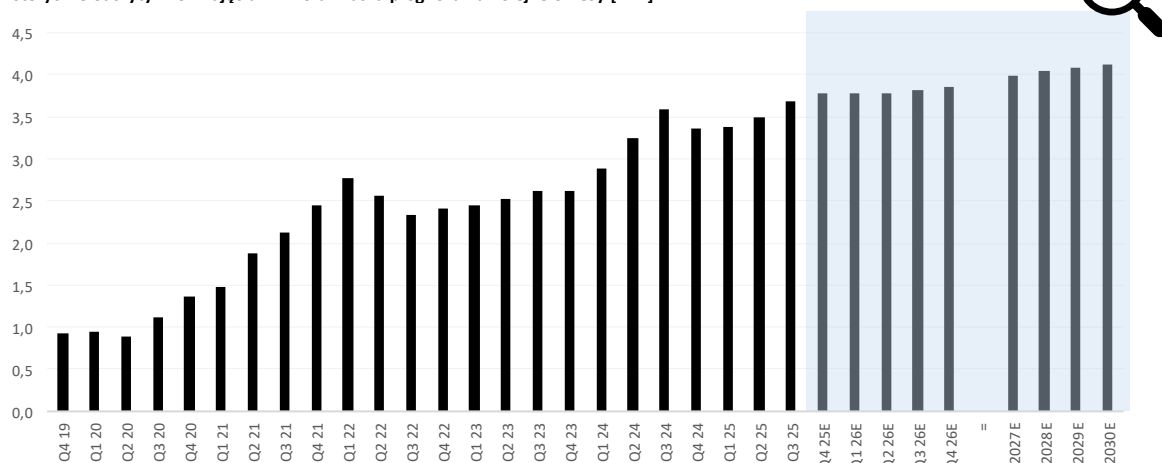
W założeniach nie uwzględniamy bezpośredniego zaangażowania KPL w dalszy rozwój oraz bieżące utrzymanie platformy streamingowej FilmBox+. Nasz scenariusz bazowy zakłada, iż KPL zajmuje się wyłącznie dystrybucją (uwzględniamy model B2B).

Szczegółowa prognoza wyników na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	Q3 26E	Q4 26E		2024	2025E	2026E
Przychody	76,6	84,9	80,0	87,8	81,2	84,2	80,6	88,0		315,5	329,3	334,0
Emisja	38,1	38,8	38,4	38,7	39,2	39,9	39,2	39,4		151,2	154,0	157,6
Reklama	32,6	39,1	35,5	41,5	35,7	37,4	35,4	40,7		136,4	148,8	149,3
Koszty operacyjne	-54,4	-62,1	-58,1	-66,3	-57,2	-59,1	-56,3	-65,5		-228,1	-241,0	-238,1
Pozostałe saldo operacyjne	1,7	2,0	2,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5		-3,1	5,5	-2,0
skor. EBITDA	24,5	25,1	24,3	23,7	26,2	27,2	26,5	24,6		96,5	97,7	104,4
EBIT	23,8	24,7	24,2	21,0	23,5	24,5	23,9	22,0		84,2	93,8	93,9
Saldo finansowe	0,7	0,7	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3		2,6	3,6	5,0
Wynik brutto	24,6	25,4	25,2	22,1	24,6	25,8	25,2	23,4		86,9	97,4	98,9
Podatek dochodowy	-5,5	-5,5	-6,1	-5,5	-5,4	-5,7	-5,5	-5,8		-20,1	-22,6	-22,5
Wynik netto	19,0	20,0	19,2	16,6	19,2	20,1	19,6	17,5		66,7	74,8	76,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EPS w ujęciu LTM oraz nasza prognoza na kolejne okresy [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

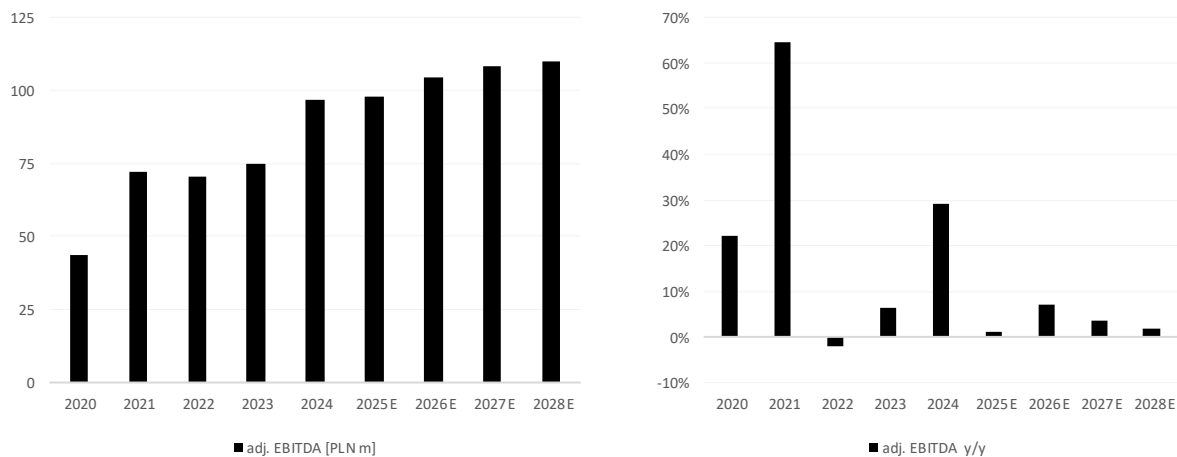
Na poziomie skor. EBITDA nasza aktualna prognoza na lata 2026-2027 jest wyższa odpowiednio o 4% i 5% względem założeń przyjętych w materiale analitycznym z 2025-05-09. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego zdecydowaliśmy się na podniesienie przychodów reklamowych na 2025 rok o 7% (byliśmy pozytywnie zaskoczeni odczytem za Q3 2025). Na lata 2026-2027 nasza obecna symulacja dla wpływów reklamowych jest wyższa odpowiednio o 9% i 10%. Główny wpływ na nasze bieżące podejście ma próba uwzględnienia impulsu z rynków zagranicznych. W analizie utrzymujemy podobny poziom strumienia wpływów z emisji, który kreśliliśmy w poprzedniej analizie.

Zmiana w założeniach względem poprzedniego raportu analitycznego z 2025-05-09 [PLN m]

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	329,3	334,0	343,6	319,9	322,4	332,0	3%	4%	4%
Emisja	154,0	157,6	161,0	153,3	157,3	161,0	0%	0%	0%
Reklama	148,8	149,3	155,8	139,1	136,6	141,5	7%	9%	10%
skor. EBITDA	97,7	104,4	108,0	96,3	100,1	103,1	1%	4%	5%
EBIT	93,8	93,9	97,6	84,8	91,2	95,0	11%	3%	3%
Saldo finansowe	3,6	5,0	4,8	3,5	3,3	3,9	2%	51%	23%
Wynik brutto	97,4	98,9	102,4	88,3	94,5	98,9	10%	5%	4%
Wynik netto	74,8	76,4	79,1	69,8	74,6	78,1	7%	2%	1%
Wyniki segmentów	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
FilmBox	57,2	60,6	63,0	55,1	58,2	60,0	4%	4%	5%
Kino Polska	16,1	16,4	15,8	15,6	15,3	15,0	3%	7%	6%
Stopklatka + Zoom TV	13,4	16,3	18,2	11,5	15,4	17,7	16%	6%	3%
Inne segmenty	1,6	2,9	3,1	4,6	4,4	4,5	-66%	-34%	-31%

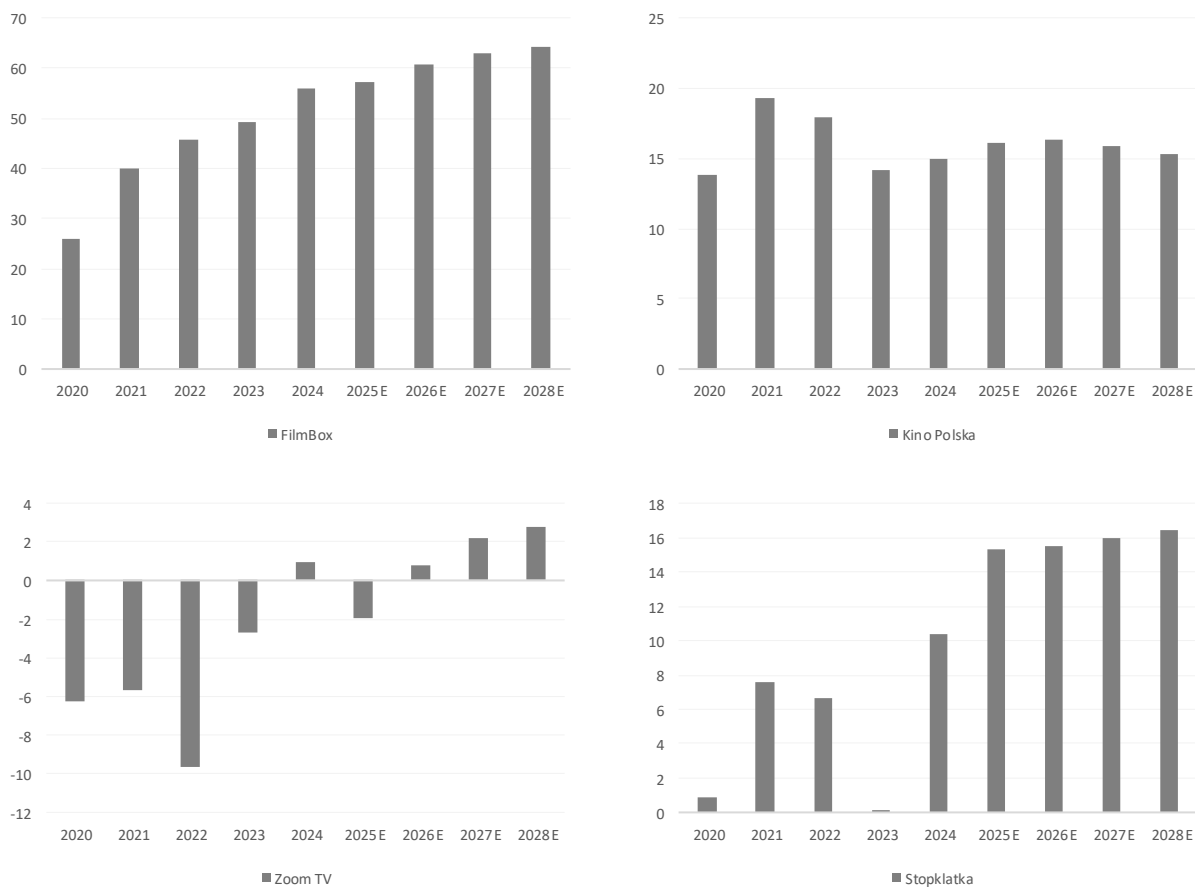
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna i zakładana przez nas przyszła ścieżka skor. EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r



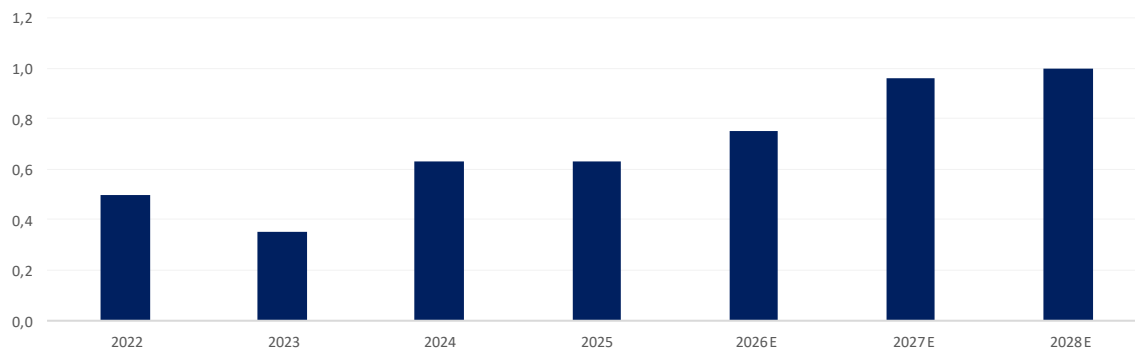
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna i zakładana przez nas przyszła ścieżka wyników dla wybranych segmentów KPL [PLN m]



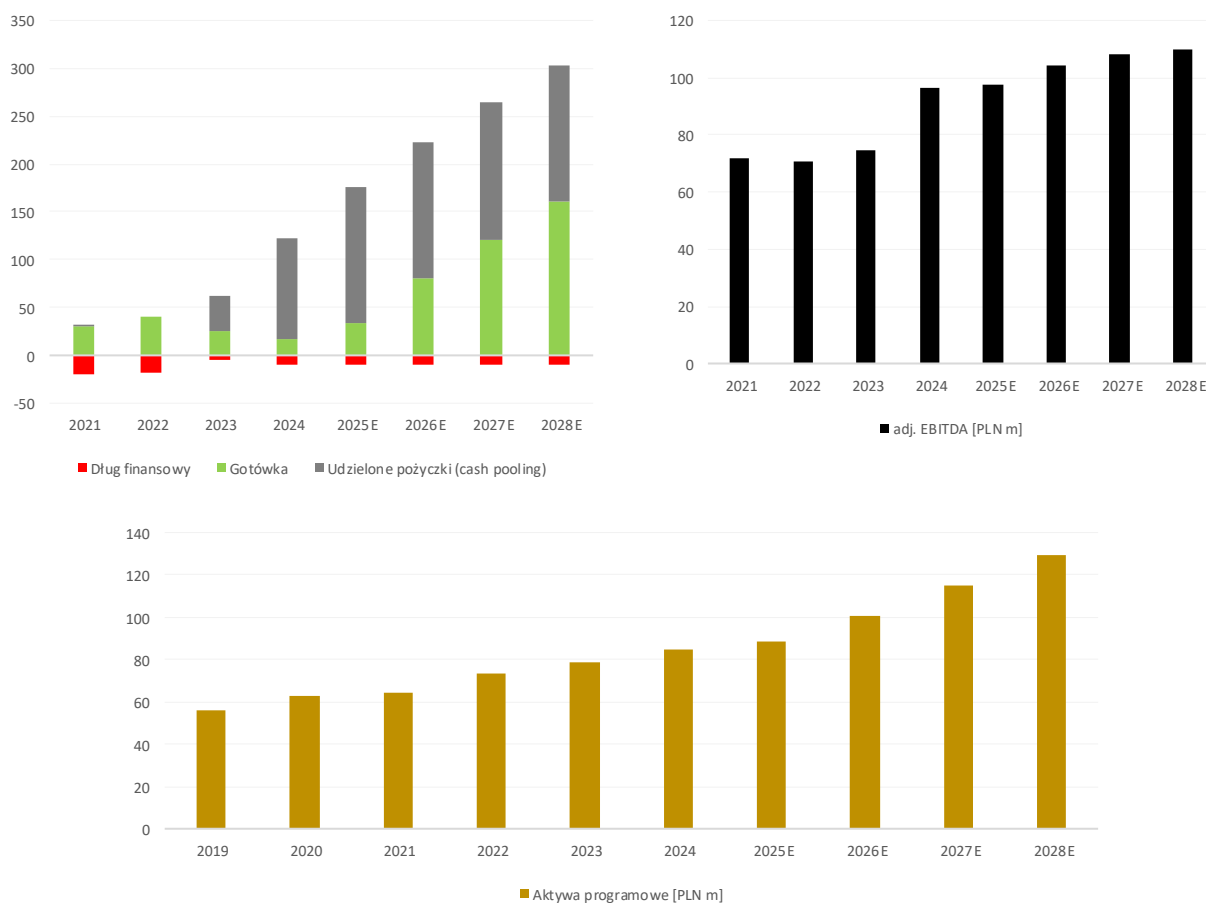
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend - DPS [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne dane oraz nasze założenia dla długu netto, EBITDA skor. oraz wartości aktywów programowych [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia naszego modelu KPL

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	284,8	294,2	315,5	329,3	334,0	343,6	351,8	358,2	364,3
Emisja	146,1	150,7	151,2	154,0	157,6	161,0	164,1	167,0	169,8
Reklama	106,8	107,0	136,4	148,8	149,3	155,8	160,4	163,5	166,4
Sprzedaż licencji	27,3	30,0	15,3	7,9	8,6	8,7	8,8	9,0	9,1
Produkcja kanałów	2,0	4,4	9,6	14,5	14,7	14,9	15,2	15,4	15,6
Inne	2,6	2,1	3,0	3,6	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4
EBITDA skor. (def. BDM)	70,5	74,8	96,5	97,7	104,4	108,0	109,9	111,3	113,0
EBIT	60,7	66,5	84,2	93,8	93,9	97,6	99,2	100,0	100,6
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	2,6	3,6	5,0	4,8	4,5	4,8	5,3
Zysk przed opodatkowaniem	60,2	65,6	86,9	97,4	98,9	102,4	103,7	104,8	106,0
Podatek dochodowy	-12,5	-13,8	-20,1	-22,6	-22,5	-23,3	-23,6	-23,8	-24,1
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	47,7	51,9	66,7	74,8	76,4	79,1	80,1	81,0	81,9
Segmenty	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	60,7	66,5	84,2	93,8	93,9	97,6	99,2	100,0	100,6
FilmBox	45,6	49,2	55,9	57,2	60,6	63,0	64,3	65,2	66,1
Kino Polska	17,9	14,2	14,9	16,1	16,4	15,8	15,3	14,8	14,3
Produkcja kanałów TV	0,7	1,7	1,5	1,4	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2
Zoom TV	-9,6	-2,7	1,0	-1,9	0,8	2,2	2,8	3,0	3,1
Stopklatka	6,7	0,1	10,4	15,3	15,5	16,0	16,4	16,8	17,1
Sprzedaż praw licencyjnych	3,2	2,7	3,0	0,2	0,8	0,9	1,0	0,9	0,8
Inne	-0,4	0,1	0,7	-0,4	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Saldo pozostałe	-3,4	1,2	-3,1	5,5	-2,0	-2,2	-2,5	-2,6	-2,8
Przychody y/y	10,8%	3,3%	7,2%	4,4%	1,4%	2,9%	2,4%	1,8%	1,7%
EBITDA skor. y/y	-2,1%	6,2%	29,0%	1,2%	6,9%	3,5%	1,7%	1,3%	1,5%
EBITDA skor. / Przychody	24,7%	25,4%	30,6%	29,7%	31,3%	31,4%	31,2%	31,1%	31,0%
Wynik netto / Przychody	16,7%	17,6%	21,1%	22,7%	22,9%	23,0%	22,8%	22,6%	22,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia z bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych

Bilans	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
RZAT + WNIP	5,6	7,2	13,8	12,1	11,4	11,4	12,1	13,3	14,9
Wartość firmy	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Aktywa programowe	59,4	67,7	75,7	81,6	93,2	107,3	121,9	129,3	136,7
Inne	24,8	40,2	30,0	27,1	25,7	25,7	27,0	29,3	32,3
Aktywa trwałe	145,4	170,7	175,1	176,5	185,9	200,1	216,7	227,5	239,5
Aktywa programowe	13,9	11,0	9,3	7,1	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8
Należności	95,0	103,9	99,3	110,3	116,9	123,7	130,2	132,5	134,8
Inne (pożyczki udzielone)	1,2	37,1	105,9	143,5	143,5	143,5	143,5	143,5	143,5
Środki pieniężne	40,9	24,7	17,0	33,0	79,8	121,2	160,6	206,0	242,8
Aktywa obrotowe	151,0	176,7	231,5	293,9	347,3	395,8	441,8	489,7	528,9
Aktywa	296,4	347,4	406,6	470,4	533,3	595,9	658,5	717,2	768,4
Kapitał własny	204,1	243,0	298,1	355,9	417,4	477,4	537,7	594,7	644,2
Zobowiązania finansowe	0,1	2,7	7,9	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Zobowiązania handlowe	4,7	1,5	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Inne zobowiązania	8,8	21,7	16,3	12,4	12,4	12,5	12,5	12,5	12,5
Zobowiązania długoterminowe	13,6	25,9	24,4	19,8	19,8	19,9	19,9	19,9	20,0
Zobowiązania finansowe	17,9	1,3	1,3	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Zobowiązania handlowe	49,3	56,3	63,2	69,0	70,2	72,5	74,6	76,2	77,7
Inne zobowiązania	11,4	20,9	19,7	22,7	22,8	23,1	23,3	23,4	23,6
Zobowiązania krótkoterminowe	78,7	78,5	84,1	94,7	96,0	98,6	100,8	102,6	104,3
Zobowiązania i kapitał własny	296,4	347,4	406,6	470,4	533,3	595,9	658,5	717,2	768,4

Cash Flow	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przepływy operacyjne	28,2	50,0	79,5	68,1	69,0	69,9	70,5	82,7	84,5
Przepływy inwestycyjne	-5,2	-41,2	-73,2	-40,2	-6,7	-8,6	-10,6	-12,5	-14,6
Przepływy finansowe	-12,5	-25,0	-13,9	-11,9	-15,6	-19,9	-20,6	-24,8	-33,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	10,5	-16,2	-7,7	16,0	46,8	41,5	39,4	45,4	36,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kurs [PLN]	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Liczba akcji [m]	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
BVPS [PLN]	10,3	12,3	15,0	18,0	21,1	24,1	27,1	30,0	32,5
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,4	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1
P/E [x]	8,5	7,8	6,1	5,4	5,3	5,1	5,0	5,0	4,9
EV/Przychody [x]	1,3	1,2	0,9	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA [x]	5,4	4,6	3,0	2,4	1,8	1,4	1,0	0,6	0,3
EV/EBIT [x]	6,3	5,2	3,5	2,5	2,0	1,5	1,1	0,7	0,3
P/BV [x]	2,0	1,7	1,4	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6
EV [PLN m]	381	347	291	238	192	150	111	65	29
Kapitalizacja [PLN m]	404	404	404	404	404	404	404	404	404
Dług netto [PLN m]	-23	-58	-114	-166	-213	-254	-294	-339	-376
Dług netto/EBITDA [x]	-0,3	-0,8	-1,2	-1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-3,0	-3,3
Przychody/Aktywa [x]	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Aktywa/Kapitał własny [x]	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
EBIT/Koszty finansowe [x]	46,5	37,3	65,5	69,9	136,1	123,8	125,9	126,9	127,7
Zobowiązania krótkoterminowe/Przychody [x]	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania długoterminowe/Przychody [x]	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
ROA	16,1%	14,9%	16,4%	15,9%	14,3%	13,3%	12,2%	11,3%	10,7%
ROE	23,4%	21,3%	22,4%	21,0%	18,3%	16,6%	14,9%	13,6%	12,7%
ROCE	31,4%	29,9%	37,1%	41,3%	39,9%	38,4%	35,8%	33,1%	31,9%
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,63	0,75	0,96	1,00	1,21	1,63
rentowność dywidendy	2,5%	1,7%	3,1%	3,1%	3,7%	4,7%	4,9%	5,9%	8,0%
Dług % [PLN m]	18	4	9	10	10	10	10	10	10
Pożyczki udzielone [PLN m]	0	37	106	143	143	143	143	143	143
Gotówka [PLN m]	41	25	17	33	80	121	161	206	243

** Należy mieć na uwadze, iż prognozowana przez nas wartość stanu gotówki w przyszłych okresach może być obarczona dużym ryzykiem błędów. W szczególności zwracamy uwagę, że spółka jest stroną umowy cash pooling w ramach grupy Vivendi i przyszłe nadwyżkowe saldo gotówki (powyżej pewnej określonej przez spółkę wartości) może być aktywnie wykorzystywane w ramach wspomnianego mechanizmu (na bilansie jest to pozycja pożyczki udzielone).*

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, TMT

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

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	28,5	kupuj	25,4	2025-12-17	08:49	20,5	114 246
kupuj	25,4	kupuj	25,2	2025-05-09	10:25	17,8	102 300
kupuj	25,2	akumuluj	25,2	2025-03-31	15:33	19,10	95 850
akumuluj	25,2	kupuj	21,26	2024-12-23	10:54	22,2	79 925
akumuluj	25,2	kupuj	21,26	2024-12-23	10:54	22,2	79 925
kupuj	21,26	kupuj	18,4	2024-07-15	06:59	14,8	88 694
kupuj	20,05	kupuj	18,4	2024-05-21	09:15	14,8	89 082
kupuj	18,4	---	---	2023-12-11	10:57	14,2	77 400

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 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	11	85%	0	0%
Akumuluj	1	8%	0	0%
Trzymaj	1	8%	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: 2025-12-17.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-17 (08:49 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-22.

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 (bazując 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 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 dwaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analitikę) 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 2025-12-17:

- 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

*BDM był stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW (PWPA 4.0).

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.