

PROGNOZY WYNIKÓW 3Q 2024



Analicycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Krzysztof Tkocz
Anna Tobiasz

6 LISTOPADA 2024, 11:47 CET

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

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

11 BIT STUDIOS	8
AGORA	9
AILLERON	11
ARTIFEX MUNDI	12
ATAL	13
ATM GRUPA	15
BIG CHEESE STUDIO	16
BIOMAXIMA	17
BOOMBIT	18
BUDIMEX.....	19
CD PROJEKT.....	20
CELON PHARMA.....	21
CI GAMES	22
CREEPY JAR.....	23
CYFROWY POLSAT	24
DECORA.....	26
DEKPOL	27
DIGITAL NETWORK.....	28
DOM DEVELOPMENT	29
ELEKTROTIM.....	31
ENTER AIR	32
ERBUD	33
ESOTIQ & HENDERSON	34
FERRO.....	35
FOREVER ENTERTAINMENT.....	36
HUUUGE GAMES.....	37
INSTAL KRAKÓW	38
KĘTY	39
KINO POLSKA.....	40
MIRBUD.....	43
MOSTOSTAL ZABRZE	44
NEUCA.....	45
ONDE.....	46
ORANGE POLSKA	47
PCC ROKITA	51
PCF GROUP.....	52
PEKABEX.....	53
PKN ORLEN.....	54
PLAYWAY.....	56
RELPOL	57
SELENA FM	58
SYNEKTIK	59
SYNTHAVERSE	60
ŚNIEŻKA.....	61
TEN SQUARE GAMES.....	62
TORPOL	63
UNIBEP	64
UNIMOT	65
VOXEL.....	66
WIRTUALNA POLSKA	67
ZUE.....	69

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
11 BIT	14 lis 24	-0,7	43,6	-	-2,3	40,1	-	-2,7	35,9	-	-10,2%	-55,6%	-54,9%	-51,8%
AGORA	15 lis 24	59,2	47,0	-21%	14,6	3,8	-74%	-14,2	-3,1		4,4%	-2,1%	-10,3%	-15,2%
AILLERON	27 lis 24	10,7	21,1	97,3%	7,9	17,0	115,9%	1,9	4,0	111,5%	-1,0%	16,6%	20,5%	11,5%
ARTIFEX MUNDI	13 lis 24	7,8	7,7	-0,6%	6,4	6,4	-1,0%	4,6	6,9	48,9%	-18,2%	-20,0%	-38,2%	3,2%
ATAL	14 lis 24	66,1	123,0	86%	65,3	122,1	87%	51,3	103,0	101%	5,4%	13,0%	-12,2%	-5,2%
ATM GRUPA	28 lis 24	26,7	25,9	-3%	18,9	19,9	5%	14,2	15,3	8%	-0,5%	3,1%	12,4%	22,9%
BIG CHEESE STUDIO	29 lis 24	1,6	1,1	-28,2%	-0,7	1,0	-	-0,2	1,0	-	-14,4%	-16,1%	-39,3%	-44,8%
BIOMAXIMA	29 lis 24	0,1	1,0	1019%	-0,6	0,2	-	-0,4	0,2	-	-2,4%	-13,9%	-0,4%	-15,0%
BOOMBIT	25 lis 24	6,7	8,7	29,8%	1,8	4,0	115,3%	3,2	3,9	21,3%	-3,5%	-5,8%	-11,0%	-11,4%
BUDIMEX	28 paź 24	247,8	251,6	2%	209,1	212,4	2%	175,7	170,3	-3%	-12,3%	-14,6%	-30,0%	-19,2%
CD PROJEKT	26 lis 24	283,4	113,2	-60,1%	186,2	83,1	-55,4%	202,9	83,6	-58,8%	-5,3%	7,3%	30,1%	40,4%
CELON PHARMA	20 lis 24	3,0	3,2	6%	-9,8	-9,1	-	-6,8	-6,6	-	-1,3%	-1,8%	73,1%	74,6%
CI GAMES	29 lis 24	9,6	7,7	-20,5%	2,3	0,5	-76,7%	-1,6	0,1	-	1,6%	2,3%	-17,1%	-27,2%
CREEPY JAR	26 lis 24	5,8	4,2	-26,6%	5,5	3,9	-29,0%	6,3	4,4	-31,1%	-10,0%	-29,0%	-41,9%	-42,2%
CYFROWY POLSAT	20 lis 24	774,7	849,6	9,7%	510,9	508,0	-0,6%	120,8	220,0	82,1%	1,1%	1,9%	21,5%	2,7%
DECORA	15 lis 24	31,0	33,8	9%	26,2	27,6	5%	16,9	21,8	29%	2,2%	30,4%	1,9%	20,7%
DEKPOL	28 lis 24	42,3	21,6	-49%	38,4	18,0	-53%	32,3	12,0	-63%	-15,9%	-15,6%	-14,9%	-18,7%
DIGITAL NETWORK	29 lis 24	10,64	11,46	7,7%	8,04	8,30	3,2%	10,82	5,69	-47,4%	6,7%	19,2%	-8,5%	50,0%
DOM DEVELOPMENT	19 lis 24	49,2	75,3	53%	44,2	69,3	57%	37,7	57,2	52%	-0,2%	21,9%	6,6%	28,4%
ELEKTROTIM	21 lis 24	15,8	18,2	15%	14,8	17,1	15%	9,7	12,6	30%	10,3%	10,1%	45,4%	90,9%
ENTER AIR	28 lis 24	192,8	249,7	29,5%	128,6	179,7	39,7%	56,9	183,3	222,2%	7,3%	5,4%	-6,6%	21,3%
ERBUD	6 lis 24	51,2	24,2	-53%	41,8	14,5	-65%	67,6	6,0	-91%	4,3%	-17,0%	-25,9%	-25,9%
ESOTIQ	28 lis 24	10,0	7,8	-22%	6,3	3,3	-47%	3,8	1,8	-54%	-1,1%	19,9%	35,4%	40,3%
FERRO	13 lis 24	35,1	35,2	0%	30,6	30,9	1%	21,1	21,7	3%	#ARG!	#ARG!	#ARG!	#ARG!
FOREVER ENTERTAINMENT	8 lis 24	1,1	1,1	1,6%	1,0	1,0	2,6%	0,9	1,0	10,8%	-0,5%	-14,9%	33,2%	7,2%
HUUUGE*	21 lis 24	27,0	18,9	-30,0%	22,5	16,2	-28,2%	23,4	15,0	-36,0%	-8,2%	-23,6%	-35,8%	-40,7%
INSTAL KRAKÓW	15 lis 24	9,6	2,4	-75%	8,2	1,0	-88%	5,9	1,1	-82%	-13,2%	-16,2%	-16,2%	-17,2%
KĘTY	23 paź 24	257,4	252,8	-2%	212,9	199,1	-7%	181,0	147,5	-19%	-18,3%	-12,5%	-22,8%	-10,1%
KINO POLSKA	14 lis 24	15,0	16,9	12,6%	12,3	14,4	16,8%	8,7	12,0	37,0%	5,1%	3,5%	27,2%	23,2%
MIRBUD	28 lis 24	48,0	49,7	3%	43,3	44,3	2%	27,5	31,0	13%	-8,9%	-14,7%	4,5%	30,2%
MOSTOSTAL ZABRZE	20 lis 24	24,2	11,5	-52%	20,3	7,2	-64%	14,4	5,8	-60%	-6,1%	10,2%	-4,3%	4,5%
NEUCA	19 lis 24	110,9	107,9	-3%	82,5	75,9	-8%	50,6	44,2	-13%	-4,9%	2,1%	-14,2%	-14,2%
ONDE	6 lis 24	19,0	11,0	-42%	16,7	8,7	-48%	10,7	6,6	-39%	-5,5%	-18,2%	-26,0%	-39,4%
ORANGE POLSKA	23 paź 24	841	867	3,1%	377	370	-1,9%	237	254	7,2%	-6,4%	-1,0%	-3,2%	-3,2%
PCC ROKITA	14 lis 24	78,9	77,2	-2%	43,1	31,1	-28%	29,8	18,5	-38%	0,1%	-9,1%	-20,1%	-16,7%
PCF GROUP	26 lis 24	5,0	8,3	66,0%	-1,2	0,3	-	-1,9	0,1	-	-16,6%	-37,5%	-37,5%	-63,9%
PEKABEX	21 lis 24	27,0	23,8	-12%	19,6	16,2	-17%	15,1	7,4	-51%	6,4%	-10,3%	-23,5%	-11,9%
PKN ORLEN	13 lis 24	8 417,0	4 958,0	-41%	5 583,0	1 574,4	-72%	3 464,0	1 212,1	-65%	-9,7%	-15,1%	-23,2%	-20,5%
PLAYWAY	29 lis 24	30,5	40,9	33,8%	30,1	40,3	33,7%	27,4	33,2	21,2%	-0,4%	3,8%	-6,0%	-11,3%
RELPOL	20 lis 24	-1,6	0,2	-	-3,1	-1,6	-	-2,1	-1,6	-	-2,5%	0,4%	-17,9%	-23,6%
SELENA	22 lis 24	80,7	71,8	-11%	70,5	60,8	-14%	54,9	41,5	-24%	-9,1%	-7,6%	-1,7%	-11,2%
SYNEKTIK***	14 lis 24	26,9	27,1	1%	23,0	23,2	1%	15,8	18,6	18%	-4,0%	33,0%	33,2%	103,3%
SYNTHAVERSE	20 lis 24	-1,2	2,9	-	-2,9	0,9	-	-2,4	-0,1	-	-0,7%	-8,8%	-10,4%	0,7%
ŚNIEŻKA	20 lis 24	65,0	63,8	-2%	55,3	54,4	-2%	38,7	38,5	0%	-7,7%	-10,3%	-22,2%	-13,8%
TEN	13 lis 24	33,7	25,7	-23,6%	25,0	20,9	-16,5%	22,1	18,0	-18,7%	-13,1%	-4,4%	-9,9%	-17,4%
TORPOL	22 lis 24	31,6	23,1	-27%	25,6	16,8	-34%	23,0	13,7	-40%	-5,3%	-0,6%	2,9%	41,0%
UNIBEP	18 lis 24	-21,6	45,6	-	-28,8	38,5	-	-26,8	6,9	-	-2,3%	-7,3%	-10,8%	-5,9%
UNIMOT	14 lis 24	11,7	42,0	260%	-9,6	8,0	-	-22,2	-8,5	-	-3,0%	7,2%	1,9%	10,5%
VOXEL	25 lis 24	43,1	47,3	10%	33,4	35,5	6%	23,6	27,3	16%	6,9%	28,0%	24,2%	46,9%
WIRTUALNA POLSKA	26 lis 24	149,8	153,2	2,2%	109,6	111,4	1,6%	70,1	73,3	4,5%	-10,0%	-12,0%	-37,6%	-39,1%
ZUE	14 lis 24	11,0	5,2	-53%	7,2	1,1	-84%	5,9	-0,2	-	-19,0%	-20,6%	-21,0%	-2,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * mln USD, ** odczyt EBITDA dla OPL (EBITDA po uwzględnieniu kosztów leasingu), ***- dane dotyczą 4Q'23 fin. (lipiec-wrzesień'24) oraz 4Q'22 fin. (lipiec-wrzesień'23)

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analitik	Komentarz
11 BIT	Tkocz	najlepszy kwartał w historii spółki, który pozostawia spory niedosyt; oczekiwana EBITDA = 43,6 mln PLN
AGORA	Bobrowski	przygotowujemy się na względnie słaby odczyt za Q3 2024 (głównie efekt niskiej frekwencji w kinach)
AILLERON	Tkocz	zakładana znacząca poprawa wyników r/r dzięki konsolidacji Prosoft LLC
ARTIFEX MUNDI	Tkocz	niewykorzystany pełny potencjał "Unsolved" przez sytuację na rynku reklamy; oczekiwana skoryg. EBITDA = 7,7 mln PLN (płatko r/r) oraz skoryg. zysk netto = 6,9 mln PLN (+49% r/r)
ATAL	Pado	wzrost liczby przekazania r/r, wyraźnie lepszy mix na marży r/r
ATM GRUPA	Bobrowski	liczymy na kolejny dobry odczyt wynikowy wskazujący na odbudowę portfela projektowego
BIG CHEESE STUDIO	Tkocz	oczekiwany spadek wyników r/r oraz q/q w efekcie coraz bardziej starzejącego się flagowego produktu spółki
BIOMAXIMA	Tobiasz	brak istotnych zamówień do zrealizowania w 3Q'24 odsuwa w czasie poprawę wyników
BOOMBIT	Tkocz	progresja przychodów wraz z poprawą na poziomie marżowości (efekt redukcji zatrudnienia oraz dekonsolidacji ADC) przełoży się na najlepsze odczyty od blisko 3 lat (pomijając one-offy)
BUDIMEX	Pado	spółka opublikowała wyniki - lekki spadek r/r i lekko poniżej naszych oczekiwań
CD PROJEKT	Tkocz	oczekiwana progresja wyników q/q dzięki poprawie q/q ilości sprzedawanych egzemplarzy zarówno „Cyberpunka” i „Wiedźmina 3” oraz rozpoznaniu wpływów z PS Plus
CELON PHARMA	Tobiasz	mocny start sprzedażowy Zarixy powinien pozytywnie wpłynąć na przychody 3Q'24
CI GAMES	Tkocz	oczekiwany znaczący spadek wyników q/q w efekcie spadającego zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” oraz topniejących przychodów z backcatalogue
CREEPY JAR	Tkocz	oczekiwana poprawa wyników q/q dzięki licznym wydarzeniom wspierającym sprzedaż (dodatek, Anniversary Edition, GH na nowe konsole)
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	nasz faworyt wynikowy w TMT na Q3 2024 i akcentujemy również nasz optymizm wobec Q4 2024
DECORA	Pado	wstępne wyniki 3Q'24 (wzrost EBITDA o 9% r/r) zgodne z naszą prognozą
DEKPOL	Pado	spodziewamy się słabszych r/r wyników (wysoka baza na marży w budowlance, niska liczba przekazanych mieszkań)
DIGITAL NETWORK	Bobrowski	zakładamy, że odczyt za Q3 będzie potwierdzeniem scenariusza realizacji celów biznesowych na 2024
DOM DEVELOPMENT	Pado	wzrost liczby przekazania r/r, dobra marżowość
ELEKTROTIM	Pado	spodziewamy się porównywalnych r/r przychodów i wzrostu EBIT
ENTER AIR	Tkocz	oczekiwane rekordowe wyniki, EBITDA = 249,7 mln PLN (+30% r/r); wzrost wykonanych lotów r/r oscylujący w okolicach 8%
ERBUD	Pado	skoryg. wyniki powinny być lepsze r/r (rok temu spółka zaksięgowała zysk ze sprawy z B. Millennium) ze względu na poprawę w kubaturze i ograniczenie straty w modułach
ESOTIQ	Tobiasz	wzrost kosztów operacyjnych hamuje wyniki spółki
FERRO	Pado	spodziewamy się dość płaskich wyników r/r (mocny PLN i słabość rynków eksportowych, natomiast po stronie marży spółka nadal powinna wykazywać poprawę)
FOREVER ENT.	Tkocz	okres bez większych wydarzeń; oczekiwana nieznaczna progresja wyników r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto
HUUUGE	Tkocz	oczekiwane utrzymanie wyników na zbliżonym poziomie q/q dzięki poprawie marżowości wynikającej z ograniczenia UA
INSTAL KRAKÓW	Pado	wstępne wyniki jednostkowe istotnie słabsze r/r (niska liczba przekazanych mieszkań, słaby backlog w części budowlanej)
KĘTY	Pado	spółka opublikowała wyniki - EBITDA lekko poniżej szacunków, zapowiedź dość przeciętnego 4Q'24
KINO POLSKA	Bobrowski	spodziewamy się dobrych dynamik wpływów z reklamy tv (efekt ten był już widoczny w H1 2024)
MIRBUD	Pado	spodziewamy się nieco niższego r/r przerobu w budowlance przy większej liczbie przekazanych mieszkań, co powinno pozwolić na dodatnią dynamikę zysku netto
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	wysoka baza z 3Q'23 (nadal niski portfel), neutralny wpływ konsolidacji Polwaxu
NEUCA	Tobiasz	mocne wzrosty rynku detalicznego; baza 3Q'23 zawyżona przez wystąpienie zdarzenia jednorazowego
ONDE	Pado	3Q'24 wyraźnie słabszy r/r (niższy portfel)
ORANGE POLSKA	Bobrowski	opublikowane dane za Q3 odebrałyśmy z lekkim rozczarowaniem (kolejny odczyt ze zdarzeniami jednorazowymi)
PCC ROKITA	Tobiasz	utrzymujące się trudne otoczenie nie sprzyja wynikom
PCF GROUP	Tkocz	oczekiwana poprawa wyników i przepływów pieniężnych m.in. dzięki nowej umowie WFH z Kraftonem
PEKABEX	Pado	wzrost produkcji r/r w 3Q'24, wysoki portfel powinien wspierać obszar GW; wynikiom ciężać może jednak wysoka baza na marży z ubiegłego roku
PKN ORLEN	Pado	skoryg. EBITDA LIFO wg szacunków spółki zgodna z naszymi oczekiwaniami, wyniki raportowane obciążone przez 3,5 mld PLN odpisów
PLAYWAY	Tkocz	oczekiwana progresja wyników r/r (zysk netto n.j.d. = 33,2 mln PLN; +21% r/r) m.in. dzięki nowym premierom (CSC) i wyprzedziałom (PlayWay Sale)
RELPOL	Pado	wymagające otoczenie makro ciąży na wynikach
SELENA FM	Pado	baza z ubiegłego roku jest wymagająca (rekordowa marża); zakładamy nieznaczną poprawę przychodów i spadek r/r na poziomie EBITDA/netto
SYNEKTIK	Tobiasz	wzrost udziału przychodów powtarzalnych powinien skutkować wzrostem marży
SYNTHAVERSE	Tobiasz	istotny wzrost przychodów zniwelowany wzrostem kosztów operacyjnych
ŚNIEŻKA	Pado	nadal sprzyjająca sytuacja dla marży, przy słabości rynków zagranicznych; spodziewamy się minimalnego spadku EBITDA r/r
TEN SQUARE GAMES	Tkocz	oczekiwany spadek wyników r/r oraz q/q w efekcie zwiększenia kosztów UA (efekt nowego konkurencyjnego produktu do FC)
TORPOL	Pado	wstępne wyniki nieco lepsze od naszych założeń (jednocześnie słabsze r/r ze względu na wymagającą bazę)
UNIBEP	Pado	wstępne wyniki za 3Q'24 wsparte przez wysoką kontrybucję deweloperki
UNIMOT	Pado	skoryg. EBITDA wg szacunków spółki w 3Q'24 powyżej naszych oczekiwań
VOXEL	Tobiasz	diagnostyka pozostaje głównym źródłem wzrostów
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	odczyt za Q3 będzie według nas jeszcze względnie słaby ale podkreślamy nasz optymizm wobec kolejnych kwartałów
ZUE	Pado	szacunkowe wyniki 3Q'24 poniżej naszych oczekiwań (słaba marża); kurczący się portfel na kolejne okresy

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Wyniki **Budimexu** za 3Q'24 zostały już opublikowane. Były nieco słabsze r/r i delikatnie poniżej naszych oczekiwań. Spółce sprzyja strona kosztowa na rynku, ale materializacja (rekordowego) portfela, będzie wyraźna dopiero w okresie 2026+. Obecna wycena implikuje nadal relatywnie wysokie oczekiwania, co do wzrostu wyników w kolejnych latach. W **Dekpolu** spodziewamy się w 3Q'24 słabszych r/r wyników (wysoka baza na marży w budowlance, niska liczba przekazanych mieszkań). **Elektrotim** od 3Q'24 powinien rozpoznawać istotne przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i wyglądać pod tym względem lepiej niż w 1H'24. Spodziewamy się porównywalnych r/r przychodów i poprawy EBIT (rok temu wyniki były obciążone przez saldo pozostałej działalności). W **Erbudzie** oczyszczone wyniki powinny być lepsze r/r (rok temu spółka zaksięgowła duży zysk ze sprawy z B. Millennium) ze względu na poprawę głównie w kubaturze i ograniczenie straty w modułach. **Instal Kraków** pokazał już wstępne wyniki jednostkowe – istotnie słabsze r/r (niska liczba przekazanych mieszkań, słaby backlog w części budowlanej); kolejny etap Mierzei Wiślanej rozpoznawany będzie od 4Q'24. W przypadku **Mirbudu** spodziewamy się nieco niższego r/r przerobu w budowlance (i słabszej marży) przy większej liczbie przekazanych mieszkań, co powinno pozwolić na dodatnią dynamikę zysku netto, mimo ograniczonej działalności w segmencie najmu. W przypadku **MS Zabrze** trudno liczyć na powtórzenie wyników z ubiegłego roku ze względu na istotnie niższy portfel a dynamika wyników może być wyraźnie ujemna (wpływ konsolidowanego od sierpnia Polwaxu powinien być naszym zdaniem neutralny). W **Onde** zakładamy, że 3Q'24 będzie wyraźnie słabszy r/r (niższy portfel). **Pekabex** odnotował wzrost produkcji r/r w 3Q'24, co powinno poprawić wynik segmentu prefabrykacji q/q a wysoki portfel powinien wspierać obszar GW. Wynikom ciężyć będzie jednak wysoka baza na rentowności w prefabrykacji z ubiegłego roku. **Torpol** pokazał już wstępne wyniki, które były nieco lepsze od naszych założeń (jednocześnie słabsze r/r ze względu na wymagającą bazę). Także **Unibep** pokazał już szacunki wyników za 3Q'24 – rezultaty zostały wsparte przez wysoką kontrybucję deweloperki. W przypadku **ZUE** szacunkowe wyniki były poniżej naszych oczekiwań głównie na marży brutto ze sprzedaży, która wyraźnie spadła r/r i q/q. Spółka musi skupić się w najbliższych kwartałach na budowie portfela w wymagającym otoczeniu (długa luka w przetargach PKP PLK, portfel zaczyna wyraźnie spadać w ujęciu q/q).

Analizy:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Materiały Budowlane

Finalne wyniki za 3Q'24 pokazały już **Kęty** – EBITDA spadła o -2% r/r i była 4% poniżej szacunków z września. Ze względu na słabą koniunkturę w SWW spółka nie będzie w stanie zrealizować w pełni rocznej prognozy zarządu (zapowiedziano odchylenie do -5%). W końcówce roku spółka powinna przedstawić strategię na kolejne lata. **Decora** przedstawiła wstępne wyniki na początku listopada. Były one zgodne z naszą wcześniejszą prognozą z kwartałnika sektorowego. Spółka utrzymała w 3Q'24 wzrostową ścieżkę wyników (EBITDA +9% r/r), jednocześnie wchodzi już w okres relatywnie wyższej bazy na rentowności. W przypadku **Ferro** spodziewamy się dość płaskich wyników r/r (przychodom ciężyć mocny PLN i słabość rynków eksportowych, natomiast po stronie marży spółka nadal powinna wykazywać poprawę). W przypadku **Seleny FM** baza z ubiegłego roku jest dość wymagająca (rekordowa wtedy marża). Zakładamy, że spółka nieznacznie poprawi przychody, ale należy liczyć się ze spadkiem r/r na poziomie EBITDA/netto. Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (dodatkowo spółka korzysta na tym polu z umocnienia PLN ze względu relatywnie małą ekspozycję na eksport). Spodziewamy się delikatnego wzrostu w Polsce, ale słabo mogą nadal wyglądać przychody na rynku węgierskim, a rynek ukraiński ma wysoką bazę. Spółka odczuwa wyższe koszty SG&A. Per saldo spodziewamy się minimalnego spadku EBITDA r/r.

Analizy:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

TMT

Uważamy, że pozytywnie (pod względem dynamik wzrostu EBITDA w relacji r/r) wypadnie **Cyfrowy Polska**. Nasza obecna symulacja dla CPS na Q3 2024 na poziomie skor. EBITDA jest wyższa względem założeń zawartych w raporcie analitycznym z dnia 2024-07-22 (rewizja w górę to m.in. efekt bardziej optymistycznego nastawienia do segmentu B2C i B2B oraz zakładanym wyższym wynikom w segmencie mediowym i zielonej energii).

Dwucyfrowych dynamik wzrostu EBITDA w relacji r/r oczekujemy w **Kino Polska**. W założeniach dla spółki na Q3 2024 przyjęliśmy symboliczny wzrost wpływów z emisji (+0,9% r/r) oraz istotny wzrost przychodów z reklamy (+21% r/r).

Po długim okresie rozczarowań, akcentujemy nasz umiarkowany optymizm wobec **Wirtualnej Polski**. Spodziewamy się, że zakładany przez nas skromny wzrost skor. EBITDA w Q3 2024 docelowo zapoczątkuje serię kilku mocnych kolejnych odczytów kwartalnych WPL.

Solidne rezultaty za Q3 2024 powinna pokazać **ATM Grupa** i przypominamy, że jeden z głównych realizowanych w bieżącym roku projektów w segmencie produkcja tv i filmowa będzie rozliczony przez wynik prawdopodobnie w H1 2025. Dlatego należy mieć na uwadze, że nominalny spadek EBITDA z działalności audiowizualnej w Q3 2024 roku względem Q3 2023 roku wynika m.in. ze sposobu księgowania wspomnianego projektu.

Neutralnie podchodzimy do wyników **Digital Network**. Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, że dynamika przychodów spółki w Q3 2024 może być bliska +11% r/r, a w Q4 2024 +15% r/r. W takim scenariuszu nasza symulacja na cały 2024 rok wskazuje na możliwość wypracowania wyniku netto bliskiego odczytowi za 2023 rok (z uwzględnieniem zysku ze sprzedaży naEkranie).

Zwracamy uwagę, że obniżyliśmy nasze oczekiwania dla **Orange Polska**. Tak jak wskazaliśmy w poprzednich komentarzach, podtrzymujemy tezę, że spółka wyczerpała potencjał by w drugim półroczu 2024 roku pod względem wyników wyróżniać się in plus w segmencie telekomów obecnych na GPW.

Oceniamy, że miniony kwartał mógł być wymagający dla **Agory**. Przygotowujemy się na scenariusz, że okres Q3 2024 wskaże na istotny spadek skor. EBITDA w ujęciu r/r. Decydujący wpływ na zakończony kwartał, według nas, miał słaby rynek kinowy (szacowana przez nas frekwencja spadła o blisko 25% r/r; wyjątkowo rozczarowujący okazał się dla nas odczyt frekwencji za wrzesień'24). Przypominamy, że tradycyjnie dla Agory

Analizy:

Maciej Bobrowski

tel. (032) 208 14 12

e-mail:

maciej.bobrowski@bdm.pl

kluczowym okresem w trakcie roku kalendarzowego jest ostatni kwartał. Na rynku kinowym w Polsce w Q4 2024 liczymy na pozytywny impuls frekwencyjny (dobre pozycje w box office i jednocześnie relatywnie niskie nasycenie widowni w poprzednich miesiącach). W naszych prognozach uwzględniamy również kontynuację procesu odbudowy pozycji spółki na rynku reklamy. Dlatego, z bieżącej perspektywy podtrzymujemy założenie, iż w Q4 2024 Agora ma szansę powrócić do grona podmiotów z rosnącymi wynikami.

Ochrona Zdrowia

W **BioMaximie** 3Q'24 nie powinien przynieść oczekiwanego przez nas wcześniej wzrostu przychodów ze względu na brak nowych istotnych kontraktów, które mogłyby w znaczący sposób wpłynąć na wyniki okresu. Dla **Celon Pharmacy** miniony kwartał powinien pokazać mocną sprzedaż w segmencie leków generycznych dzięki mocnemu debiutowi Zarixy. **Neuca** zyska na mocnym wzroście rynku aptecznego, jednak nadal podtrzymujemy założenie, że to sieci apteczne odpowiadają za znaczną część tych dynamik. Objęcie nowych akcji Humaneva przez Viking Global Investors znacznie wzmocni pozycję gotówkową spółki, ale przede wszystkim pomoże spółce w budowaniu pozycji na globalnym rynku. **Synektik** kontynuuje intensywny rozwój. W 4Q'23 fin. oczekujemy instalacji 6 systemów robotycznych da Vinci oraz wzrostu udziału przychodów powtarzalnych do 45%. **Synthaverse** mierzy się ze zwiększonymi kosztami operacyjnymi po rozpoczęciu użytkowania CBR. Wyniki 3Q'24 powinny pokazać istotną poprawę r/r, natomiast wynik netto wg naszych szacunków nadal plasuje się delikatnie poniżej zera. **Voxel** korzysta na kolejnej podwyżce wycen badań refundowanych, która obowiązuje od lipca'24. Wzrost rentowności w kolejnych okresach będzie mitygowany podwyżkami wynagrodzeń, jednak spodziewamy się, że będzie to widoczne najwcześniej w 4Q'24.

Analityk:

Anna Tobiasz

tel. 666 073 972

e-mail: annatobiasz@bdm.pl

Producenci gier wideo

Pomimo że 3Q'24 był najlepszym kwartałem w historii **11 bit studios**, sprzedaż „FP2” oraz osiągnięte wyniki pozostawiają niedosyt. Zakładamy, że spółka wypracowała 63,2 mln PLN przychodów, 43,6 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 35,9 mln PLN zysku netto. Jednocześnie uważamy, że ostatni spadek kursu zdyskontował pozostawiającą wiele do życzenia premierę „FP2”, stąd **spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki dewelopera. Aktualnie najważniejsza jest poprawa ocen najnowszej produkcji 11b. Liczymy, że kolejne aktualizacje/ darmowe dodatki wraz z obniżką ceny przyczynią się do dalszej stopniowej poprawy ocen, co przyczyni się do stabilizacji sprzedaży.**

Początek 3Q'24 dzięki normalizacji sytuacji na rynku reklamy pozwolił **Artifexowi** ponownie zwiększyć wydatki marketingowe do historycznie rekordowych poziomów. To z kolei pozwoliło na uwolnienie skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o ok. 40%) i dynamiczny wzrost przychodów. Jednak w drugiej połowie września doszło do nieoczekiwanego wzrostu CPLs, co zmusiło spółkę do ponownego ograniczenia nakładów na UA. W rezultacie pokrzyżowało to perspektywę osiągnięcia najlepszego kwartału dla tej aplikacji „Unsolved”. Całościowo na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 7,7 mln PLN (-0,6% r/r) oraz 6,9 mln PLN skoryg. zysku netto (+49% r/r). **Neutralnie odbieramy miniony kwartał. Pierwsze tygodnie października przyniosły poprawę otoczenia, co prawdopodobnie pozwoliło spółce ponownie zwiększyć budżety reklamowe. Jednocześnie wchodzimy w okres sezonowo podwyższonych kosztów reklamy, co będzie utrudniało skalowanie gry. Na większe efekty poprawy LTV trzeba będzie poczekać prawdopodobnie do drugiej połowy grudnia.**

Początek 3Q'24 przyniósł znaczące zmiany w **Big Cheese Studio**. W lipcu główny dotychczasowy akcjonariusz, PlayWay sprzedał większość swoich udziałów firmie Silk Road Games. W wyniku tych zmian na stanowisko prezesa powołano byłego CEO studia, Łukasza Dębskiego. Pod względem biznesowym brak nowych wydarzeń, które mogłyby pobudzić zainteresowanie kluczowym IP spółki przełożyło się na spadek wyników. W całym 3Q'24 prognozujemy 3,2 mln PLN przychodów (-27% r/r), 1,1 mln PLN skoryg. EBITDA (-28% r/r) oraz 1,0 mln PLN zysku netto. **Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki BCS. Obecnie kluczowa dla studia będzie premiera gry „Cooking Simulator 2”. W związku ze wspomnianymi wyżej zmianami w spółce, które implikują wydłużenie procesów, oczekujemy premiery tego projektu dopiero w 3Q'25 (vs 1Q'25 poprzednio), a dodatku BBQ w 1Q'25.**

Oczekujemy, że **BoomBit** w 3Q'24 wypracował 55,8 mln PLN przychodów, 8,7 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 3,9 mln PLN skoryg. zysku netto n.j.d. **Pod względem wynikowym obieramy miniony okres pozytywnie. Progresja przychodów wraz z poprawą na poziomie marżowości (efekt redukcji zatrudnienia oraz dekonsolidacji ADC) przełoży się na najlepsze odczyty od blisko 3 lat (pomijając one-offy). Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą premier tytułów, które zadebiutowały w ostatnim czasie przyniosą dalszą progresję przychodów, co przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej powinno przełożyć się na poprawę wyników na poziomie EBITDA oraz zysku netto n.j.d.**

Ze względu na premierę „CP Phantom Liberty” w 3Q'23, ubiegłoroczne wyniki **CD Projektu** stanowią wysoką bazę porównawczą dla tegorocznych rezultatów. Jednocześnie dzięki poprawie q/q ilości sprzedawanych egzemplarzy zarówno „Cyberpunka” i „Wiedźmina 3” oraz rozpoznananiu wpływów z PS Plus spółce udało się wypracować progresję wyników q/q. **Ten ostatni czynnik (PS Plus) zdecydował również, że wyniki tego okresy okazały się lepsze niż prognozowane przez nas w ostatniej rekomendacji. W związku z powyższym oceniamy lekko pozytywnie miniony kwartał.** W całym 3Q'24 prognozujemy 229,2 mln PLN przychodów (-48% r/r), 113,2 mln PLN skoryg. EBITDA (-60% r/r) oraz 83,6 mln PLN zysku netto (-59% r/r). **Biorąc pod uwagę rozpoczęcie kapitalizacji „P.Orion” podwyższamy naszą roczną prognozę. Oczekujemy, że podczas konferencji spółka zakomunikuje o przejściu „P.Polaris” do fazy produkcji. Ponadto liczymy, że na tegorocznym branżowym wydarzeniu TGA (13.12.2024), CDR zaprezentuje nowego „Wiedźmina”.**

**Producenci gier wideo
c. d.**

3Q'24 dla **CI Games** stał pod dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen”. Zwracamy uwagę na wysoką bazę porównawczą – w 3Q'23 CIG rozpoznał w przychodach 29,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży fizycznej „LotF” do dystrybutorów. W całym 3Q'24 prognozujemy 7,7 mln PLN EBITDA (vs -21 % r/r) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d. (vs -1,6 mln PLN w 3Q'23). **Oceniamy miniony kwartał lekko negatywnie. Po udanym 2Q'24, w którym spółka rozpoznała wpływy z Game Pass (ok. 20 mln PLN), wyniki 3Q'24 za sprawą spadającego zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” oraz topniejących przychodów z backcatalogue zaliczyły znaczący spadek q/q. Dzięki podpisanej umowie z Epic Games CIG zabezpieczył finansowanie aktualnych produkcji na kolejne kwartały. Biorąc pod uwagę budżet ostatniej gry spółki (281 mln PLN), mimo zapowiedzi niższych nakładów oraz zwiększenia zadłużenia do ok. 70 mln PLN, uważamy, że środki te mogą okazać się niewystarczające do ukończenia projektów zapowiedzianych w strategii.**

Trzeci kwartał 2024 r. był dla **Creepy Jar** okresem, w którym spółka wydała nowy dodatek „Decorations” do gry „Green Hell” na PC, droższą wersję Anniversary Edition, a także edycję dedykowaną konsolom nowej generacji. Wspomniane działania wspierały zarówno sprzedaż ilościową, jak i przychód z każdej sprzedanej kopii (mimo umocnienia PLN). Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 460 tys. kopii tej produkcji. W całym w 3Q'24 prognozujemy 7,8 mln PLN przychodów (-14,3% r/r), 4,2 mln PLN skoryg. EBITDA (-26,6% r/r) oraz 4,4 mln PLN skoryg. zysku netto (-31,1% r/r). **Oczekiwana poprawa q/q wyników jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego. Mając na uwadze wyniki 3Q'24 jak i obecną sprzedaż, delikatnie podnosimy naszą całoroczną prognozę dla CRJ. Oczekując progresji q/q jak i utrzymania pozytywnego CF, liczymy na lekko pozytywny odbiór raportu za 3Q'24. Najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje premiera „StarRupture” (zakładamy 1Q'25). Jeszcze w 4Q'24 CRJ zamierza udostępnić duży trailer pokazujący najważniejsze aspekty gry, co będzie kluczowym momentem w ocenie potencjału komercyjnego tego projektu.**

3Q'24 dla **Forever Entertainment** był okresem bez większych wydarzeń, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na generowane przez spółkę wyniki. Pod koniec września wydano „Night Slashers: Remake” na konsole (NS, PS, Xbox) oraz PC, jednak zakładamy, że większy efekt wynikowy tego tytułu pojawi się dopiero w 4Q'24. Umocnienie PLN i panująca wysoka konkurencja na rynku nie pomagała w monetyzacji gier z backcatalogue. Postępujące prace nad dużymi tytułami (Donkey Kong, Care Bear) pozwoliły na utrzymanie stabilnych wpływów z segmentu produkcji gier na zlecenie. W całym w 3Q'24 prognozujemy 7,0 mln PLN przychodów (-23% r/r), 1,1 mln PLN EBITDA (+2% r/r) oraz 1,0 mln PLN zysku netto (+11% r/r). **Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy neutralnie. Prognozowane przez nas wyniki implikują nieznaczny progresję r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto. Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich kwartalnikach, kluczowy dla tegorocznych wyników będzie 4Q'24, w którym oprócz debiutu „Care Bear” (24.10) liczymy, na premiery długo wyczekiwanych remaków (m.in. „THotD2” czy „FM3”).**

Po stopniowym wzroście bazy użytkowników na przestrzeni 3Q'23-1Q'24 za sprawą zwiększania nakładów na akwizycję użytkowników, 2Q'24 wraz z wyhamowaniem dynamiki UA wykazał się spadkowym DAU flagowych tytułów **Huuuge Games**. Ograniczenie wydatków na kampanie marketingowe w 3Q'24 przełożyło się na dalszą erozję bazy użytkowników, co w połączeniu z brakiem poprawy innych kluczowych KPIs wpłynęło na regresję przychodów do poziomu 58,3 mln USD (-18% r/r; -8% q/q). W całym 3Q'23 prognozujemy 18,9 mln USD skoryg. EBITDA (-30% r/r) oraz 15,0 mln USD skoryg. zysku netto (-36% r/r). **Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Mimo znaczącego spadku przychodów, poprawa marżowości wynikająca z ograniczenia UA i utrzymania dyscypliny kosztowej pozwoliła na utrzymanie zbliżonych wyników q/q. Liczymy jednak, że planowane do wprowadzenia zmiany w 4Q'24 przełożą się na odczuwalną progresję przychodów.**

Po ciężkim kwartale jakim był 2Q'24 dla **PCF Group**, 3Q'24 był mniej burzliwy i dzięki nowej umowie WFH z Kraftonem na P.Echo przyniósł poprawę wyników i przepływów pieniężnych. Zakładamy, że w omawianym okresie spółce udało się wypracować 48,9 mln PLN przychodów (+15% r/r), 8,3 mln PLN EBITDA (+66% r/r) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d. **Mimo poprawy przepływów pieniężnych, oczekujemy neutralnego odbioru raportu za 3Q'24 przez inwestorów. Najważniejsze obecnie dla spółki jest pozyskanie finansowania, w celu zabezpieczenia dalszej produkcji (według zaktualizowanej strategii planuje pozyskać ok. 350 mln PLN). Aktualne zasoby gotówkowe wystarczą spółce na ok. 2-3 kwartały produkcji.**

3Q'24 był dla grupy **PlayWay** okresem, w którym z sukcesem zadebiutowała gra „Crime Scene Cleaner”, osiągając sprzedaż na poziomie około 262 tys. egzemplarzy do końca kwartału. Ponadto na przestrzeni sierpnia portfel gier grupy uczestniczył w PlayWay Sale, co wspomagało jego monetyzację. W całym 3Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 79,7 mln PLN przychodów (+12% r/r), 40,3 mln PLN EBIT (+34% r/r) oraz 33,2mln PLN zysk netto n.j.d. (+21% r/r). **Oczekując poprawy wyników r/r, spodziewamy się lekko pozytywnego odbioru wyników za 3Q'24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się przyszłych wyników spółki będzie premiera trybu co-op do „HF2” (przełom 2024/25) oraz konsolowa wersja „Contraband Police” (4Q'24). Oczekujemy premiery kolejnej części CMS w 2025 r.**

Również **Ten Square Games** podzielił się szacunkowymi przychodami za 3Q'24, które wyniosły 102,3 mln PLN, co stanowi wzrost q/q o 4,4% i jednocześnie spadek r/r o 2,5%. W związku z pojawianiem się na rynku konkurencyjnego projektu („Fishing Master”) do jednej z flagowych gier spółki, liczymy się ze wzrostem wzrostu kosztu UA do poziomu ok. 25,7 mln PLN (+33% q/q, +30% r/r). Zakładamy, że utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło m.in. zredukować koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży (pomijając UA). Na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 25,7 mln PLN (-23,6% r/r; -6% q/q). **Liczymy się z negatywnym odbiorem raportu za 3Q'24. Pojawienie się konkurenta w kluczowym segmencie dla spółki, może w krótkim terminie wymusić na spółce zwiększenie poziomu UA (przy zwiększonym CPI – niższa rentowność pozyskiwanych kohort) w celu konkurencji o uwagę gracza, natomiast w średnim i długim może przyczynić się do głębszej regresji przychodów z „FC”**

11 BIT STUDIOS

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	256,5	P/E adj.	27,1	-	-
MC [mln PLN]	623,6	EV/EBITDA adj.	18,7	57,6	-
		EV/EBIT	27,1	75,4	-
		P/BV	2,8	2,7	-

Najważniejszym wydarzeniem minionego kwartału dla 11 bit studios była premiera „Frostpunka 2”, która pozostawiła wiele do życzenia. Zakładamy, że sprzedaż tego tytułu w 3Q’24 wyniosła ok. 430 tys. kopii (netto), co wraz z wpływami z Game Pass (tylko część PC – ok. 2 mln USD) pozwoliło wygenerować przychody na poziomie ok. 45 mln PLN. W omawianym kwartale miała miejsce również mniej znacząca premiera – debiut wydawniczego projektu „Creature of Ava”. Liczymy, że sprzedaż wraz z wpływami z GP pozwoliły grze wypracować ok. 5 mln PLN przychodów. W 3Q’24 portfel gier spółki uczestniczył w licznych wyprzedażach. Oczekujemy, że „Frostpunk 1” wygenerował ok. 8 mln PLN, natomiast pozostałe gry z wydawnictwa (nie licząc wyżej wspomnianej „Avy”) dołożyły od siebie ok. 5 mln PLN. W całym 3Q’24 prognozujemy ok. 63,2 mln PLN przychodów (+563% r/r).

Zakładamy, że omawianym kwartale w efekcie premiery „Creature of Ava” amortyzacja urosła do ok. 2,3 mln PLN. Spodziewamy się natomiast, że amortyzacja „FP2” rozpocznie się z początkiem października (liniowo przez 5 lat). Mając na uwadze wspomniane premiery oczekujemy wzrostu usług obcych do ok. 12,5 mln PLN (wyższe koszty marketingowe oraz rozpoznanie prowizji dla Epic Games – ok. 3-4%).

W całym 3Q’24 zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 63,2 mln PLN przychodów (+563% r/r), 43,6 mln PLN skoryg. EBITDA (vs -0,7 mln PLN w 3Q’23). Mając na uwadze delikatny spadek q/q kursu akcji Starward Industries na przestrzeni omawianego kwartału szacujemy ok. 0,1 mln PLN kosztów finansowych z tego tytułu. Na poziomie wyniku netto oczekujemy ok. 35,9 mln PLN zysku (vs -2,7 mln PLN w 3Q’23).

Pomimo że 3Q’24 był najlepszym kwartałem w historii spółki, sprzedaż „FP2” oraz osiągnięte wyniki pozostawiają niedosyt. Jednocześnie uważamy, że ostatni spadek kursu zdyskontował pozostawiającą wiele do życzenia premierę „FP2”, stąd spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki dewelopera. Aktualnie najważniejsza jest poprawa ocen najnowszej produkcji 11b. Liczymy, że kolejne aktualizacje/darmowe dodatki wraz z obniżką ceny przyczynią się do dalszej stopniowej poprawy ocen, co przyczyni się do stabilizacji sprzedaży.

Prognozy wyników na 3Q’2024 [mln PLN]

	3Q’23	3Q’24P	zmiana r/r
Przychody	9,5	63,2	562,5%
EBITDA	-1,3	42,4	-
EBITDA adj.	-0,7	43,6	-
EBIT	-2,3	40,1	-
Zysk/ strata netto	-2,7	35,9	-
Marża EBITDA	-13,4%	67,1%	
Marża EBITDA adj.	-7,1%	69,0%	
Marża EBIT	-24,1%	63,4%	
Marża zysku netto	-27,9%	56,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *-adj. o wpływ PM

Analityk:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

AGORA**Kupuj, TP 14,6/akcję**

Rekomendacja z dnia 12 lipca 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	9,96	P/E	7,1x	17,6x	5,8x
Kapitalizacja [PLN m]	464	EV/EBITDA	4,8x	4,4x	3,5x
EV [PLN m]	1 240	EV/Przychody	0,8x	0,8x	0,7x
EV [PLN m] (bez IFRS16)	621	P/BV	0,6x	0,7x	0,6x
Data publikacji raportu za Q3 2024	2024-11-15				

Przygotowujemy się na scenariusz, że okres Q3 2024 wskaże na istotny spadek rezultatów Agory na poziomie skor. EBITDA. Decydujący wpływ na zakończony kwartał, według nas, miał słaby rynek kinowy (frekwencja spadła o blisko 25% r/r; wyjątkowo rozczarowujący okazał się dla nas odczyt frekwencji za wrzesień'24).

W segmentach z ekspozycją na wpływy reklamowe staramy się uwzględnić proces stopniowej odbudowy udziałów rynkowych grupy. Zwracamy jednocześnie uwagę na dużą zmienność odczytów w segmencie reklama zewnętrzna (wyjątkowo słaby Q1 2024 i bardzo mocny Q2 2024). Dlatego, w naszej symulacji skupiamy się bardziej na półrocznym odczycie dynamiki wzrostu jako bardziej znormalizowanym odczycie. Jednocześnie w procesie budowy prognozy dla obszaru reklamy zewnętrznej mamy na uwadze wymagającą bazę z Q3 2023. Z kolei w segmencie radio jesteśmy optymistycznie nastawieni do strumienia przychodowego i utrzymujemy podwyższone koszty operacyjne związane z budową słuchalności anten.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że skor. EBITDA w Q3 2024 mogła wynieść 47 mln PLN, czyli o 21% mniej w ujęciu r/r. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom zakładamy w Q3 2024 stratę rzędu 3,1 mln PLN. W ujęciu LTM po Q3 2024 wynik netto przypisany akcjonariuszom może wynieść 24,1 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że po Q2 2024 odczyt EBITDA LTM wyniósł 255,6 mln PLN. Przygotowujemy się na scenariusz, że po Q3 2024 odczyt EBITDA LTM będzie niższy i wyniesie 243,4 mln PLN. Tym samym będzie to według naszej symulacji krótkotrwale zaburzenie wzrostowej trajektorii wyników Agory (sygnalizowane już we wcześniejszych komentarzach). Nasze prognozy wskazują, że finalnie Agora za cały 2024 rok powinna wykazać wzrost skor. EBITDA w relacji do 2023 roku o ponad 15%.

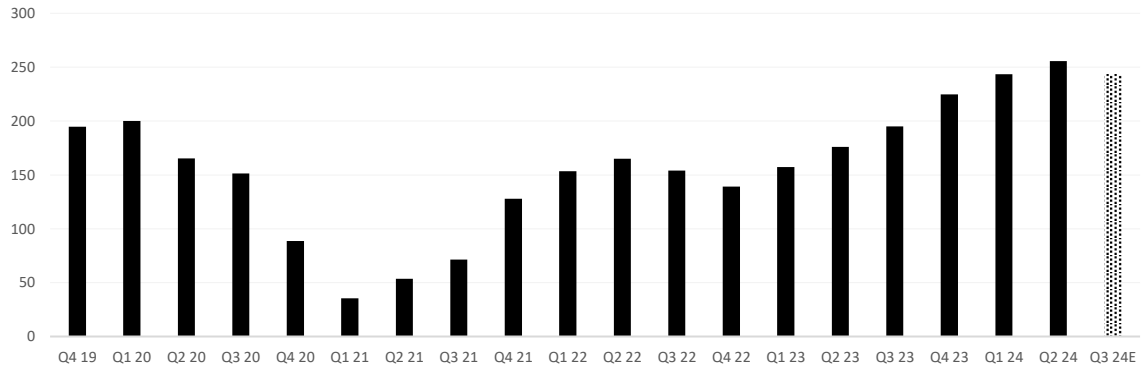
Prognoza wyników Agory na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody	363,5	330,2	-9%	1 317,2	1 491,8	13%
Reklama	167,7	170,9	2%	631,6	752,1	19%
Bilety do kina	71,7	56,2	-22%	234,2	242,7	4%
Sprzedaż wydawnictw	33,2	34,0	2%	139,1	140,5	1%
Bary kinowe	39,8	32,1	-19%	129,7	140,4	8%
Sprzedaż gastronomiczna	11,4	0,0**	-100%	41,5	34,8**	-16%
Działalność filmowa	4,2	4,3	0%	20,8	54,0	160%
Pozostała sprzedaż	35,5	32,7	-8%	120,3	127,3	6%
EBITDA skorygowana*	59,2	47,0	-21%	195,0	243,4	25%
EBIT	14,6	3,8	-74%	-20,2	61,0	
Film i książka	18,2	7,0	-62%	35,9	56,3	57%
Prasa	0,6	0,3	-45%	-59,9	-11,4	
Reklama zewnętrzna	3,9	2,3	-42%	23,3	24,0	3%
Internet	-4,1	-2,3		-1,2	-15,5	
Radio	6,8	8,9	30%	27,9	55,2	98%
Segmenty razem	25,4	16,1	-37%	26,0	108,6	317%
Pozycje uzgadniające	-10,8	-12,3		-46,2	-47,5	
Saldo finansowe	-32,6	-7,8		30,1	5,2	-83%
Wynik brutto	-18,3	-2,7		8,9	67,9	662%
Wynik netto	-13,2	-2,7		3,6	43,9	1136%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-14,2	-3,1		-6,1	24,1	

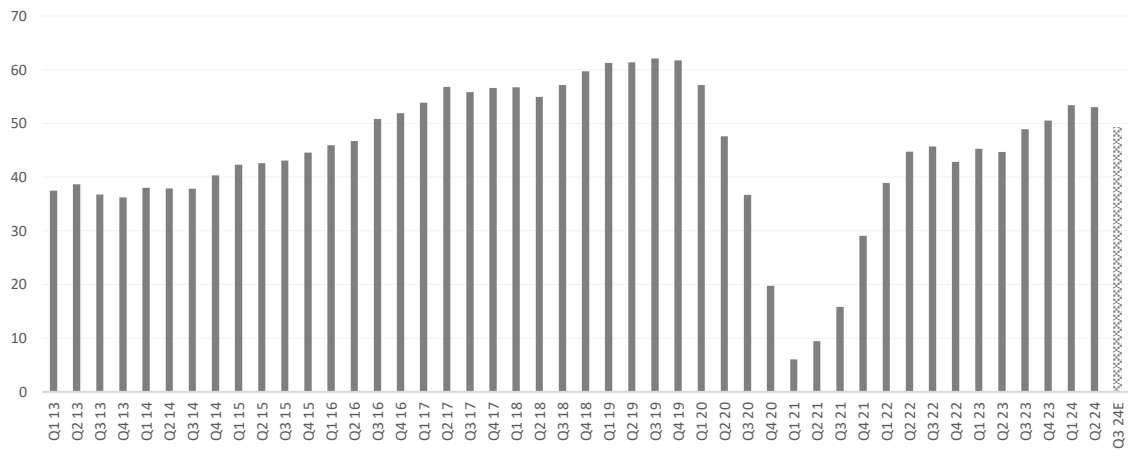
*odczyt EBITDA skor. obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

** spółka podała informację o transakcji sprzedaży posiadanej sieci lokalni Posibus, dlatego od Q3 2024 działalność gastronomiczną ujmujemy jako aktywo pozaoperacyjne, dodatkowo w Q3 2024 nie należy wykluczyć ujęcia wyceny tego aktywa według wartości transakcji

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM oraz nasza prognoza na Q3 2024 [PLN m]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu zannualizowanym) oraz nasza symulacja na Q3 2024 [m]


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

Analitik:

 Maciej Bobrowski
 maciej.bobrowski@bdm.pl

AILLERON

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	20,4	P/E	19,0	71,2	14,0
MC [mln PLN]	251,4	EV/EBITDA	3,7	4,6	2,7
		EV/EBIT	5,2	7,3	3,4
		P/BV	1,9	1,1	1,0

3Q'24 nie przyniósł większych zmian q/q w obszarze segmentu Fintech. Podobnie jak w 2Q'24, rozstrzygnięcie części przetargów przesunęły się w czasie (na 4Q'24), co skutkowało jedynie delikatną poprawą q/q (bez uwzględniania one-off z wpływu umowy z Pekao). Mając powyższe na uwadze jak i uwzględniając ok. 1 mln PLN wpływu z tyt. roszczeń (resztę, czyli ok. 2 mln PLN oczekujemy w 4Q'24) oczekujemy przychodów z tego obszaru w okolicach 14,2 mln PLN (-29% r/r). Na poziomie EBIT prognozujemy ok. 2,4 mln PLN straty (vs -2,5 mln PLN w 3Q'23).

Według naszych szacunków, Technology Services wypracował ok. 125,0 mln PLN przychodów. Oczekujemy dalszej poprawy kontrybucji niedawno przejętej spółki Prosoft LLC do wyników tego segmentu. W związku z umocnieniem PLN spodziewamy się gorszej rentowności. W całym 3Q'24 prognozujemy 19,4 mln PLN EBIT z tego obszaru.

Całościowo na poziomie przychodów oczekujemy wzrostu r/r o 22% do 139,9 mln PLN (zastęga przejęcia wspomnianego Prosoft LLC). Prognozowany przez nas EBIT kształtuje się na poziomie 17,0 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 116%. Zakładamy, że EBITDA w 3Q'24 sięgnie ok. 21,1 mln PLN (+97% r/r), a skoryg. zysk netto n.j.d. 4,0 mln PLN (+112% r/r).

Inne:

- **2025 r.** – Ailleron obserwuje zwiększanie planów budżetowych klientów na kolejny rok. Pod kątem przyszłego roku spółka patrzy bardziej optymistycznie, szczególnie na rynek amerykański i Bliski Wschód.
- **nummer8** - wyniki przejętej firmy są sezonowo zbliżone w poszczególnych kwartałach roku.
- **Akwizycja** – grupa nadal przygląda się akwizycjom w kilku obszarach. Planuje domknąć jeszcze jedną akwizycję w 2024 r., celuje w firmy z klientami w Ameryce Północnej, Europie Zachodniej. ALL przypatruje się firmom z zespołami liczącymi od 80 do 300 osób.
- **Ławka** - na rynku jest dostępnych tak wielu pracowników, stąd nie ma konieczności utrzymywania długiej ławki.

Na zamianę naszych założeń vs poprzedni kwartalnik z jednej strony wpływają gorsze wyniki segmentu fintech, natomiast z drugiej lepsze przychody z obszaru biznesowego Technology Services.

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	114,4	139,9	22,3%	453,1	544,4	20,1%
Technology Services	94,1	125,0	32,8%	376,9	468,6	24,4%
Fintech	19,9	14,2	-28,6%	73,7	73,2	-0,6%
EBITDA	10,7	21,1	97,3%	56,2	84,7	50,8%
EBIT	7,9	17,0	115,9%	35,6	68,3	91,9%
Zysk netto n.j.d.	-3,9	4,0	-	3,5	18,0	409,5%
Zysk netto n.j.d. skoryg.	1,9	4,0	111,5%	16,0	19,3	20,6%
Marża EBITDA	9,3%	15,1%		12,4%	15,6%	
Marża EBIT	6,9%	12,1%		7,9%	12,6%	
Marża zysku netto n.j.d.	-3,4%	2,9%		0,8%	3,3%	
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.	1,7%	2,9%		3,5%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

ARTIFEX MUNDI**Akumuluj, TP 26,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 września 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	18,3	P/E adj.	17,2	9,2	-
MC [mln PLN]	218,9	EV/EBITDA adj.	13,0	6,9	-
		EV/EBIT	21,6	8,5	-
		P/BV	4,2	2,9	-

Początek 3Q'24 dzięki normalizacji sytuacji na rynku reklamy pozwolił spółce ponownie zwiększyć wydatki marketingowe do historycznie rekordowych poziomów (14,6 mln PLN; +14% r/r, +25% q/q). To z kolei pozwoliło na uwolnienie skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o ok. 40%) i dynamiczny wzrost przychodów. Jednak w drugiej połowie września doszło do nieoczekiwanego wzrostu CPIs, co zmusiło spółkę do ponownego ograniczenia nakładów na UA. W rezultacie pokrzyżowało to perspektywę osiągnięcia najlepszego kwartału dla tej aplikacji „Unsolved” (24,3 mln PLN; +16%;+7% q/q).

Całościowo na poziomie przychodów Artifex w omawianym kwartale wypracował 26,2 mln PLN (+11% r/r; +6% q/q), z czego za 93% odpowiadał segment F2P generując 24,5 mln PLN (+15% r/r, +7% q/q). Monetyzacja „Bladebound” kontynuowała trend spadkowy, a tytuł ten wygenerował ok. 0,1 mln PLN (-56% r/r, -17% q/q). Mniejsza ilość przepartowanych gier (1 vs 2 w 2Q'24) nie pomagała w hamowaniu skali regresji przychodów w segmencie gier HOPA, które w 3Q'24 wypracowały 1,7 mln PLN (6% całości; -27% r/r, -7% q/q). Obszar gier premium natomiast dołożył od siebie skromne 46 tys. PLN (o 25% mniej r/r).

W omawianym okresie, poprawa wyników generowanych przez „Unsolved” przełożyła się na wzrost poziomu wypłacanych przez spółkę tantiem. W związku z dalszym zwiększeniem zatrudnienia podwyższeniu uległ poziom nakładów na produkcję gier. Wspomniane znaczące zwiększenie nakładów na UA przyczyniło się do regresji q/q wyników na poziomie skoryg. EBITDA do 7,7 mln PLN. W obszarze działalności finansowej oczekujemy wpływu z odsetek w okolicach 0,5 mln PLN oraz ok. 0,7 mln PLN z różnic kursowych. W naszych prognozach, zakładamy, że spółce w 3Q'24 udało się wypracować 6,9 mln PLN skoryg. zysku netto (+49% r/r). Dodatkowo przypominamy, że kapitalizowane koszty przeprowadzki do innego biura obciążą CF w 3Q'24 o ok. 1,5 mln PLN.

Neutralnie odbieramy miniony kwartał. Nieoczekiwany wzrost CPI w drugiej połowie września pokrzyżował perspektywę osiągnięcia najlepszego kwartału dla aplikacji „Unsolved”. Pierwsze tygodnie października przyniosły poprawę otoczenia, co prawdopodobnie pozwoliło spółce ponownie zwiększyć budżety reklamowe. Jednocześnie wchodzimy w okres sezonowo podwyższonych kosztów reklamy, co będzie utrudniało skalowanie gry. Na większe efekty poprawy LTV trzeba będzie poczekać prawdopodobnie do drugiej połowy grudnia.

Prowadzone projekty:

- „Unsolved” – od początku roku urosło o ok. 40% (najważniejsze zmiany poprawiające KPis wyszły w okresie wakacji). Na 2H'24 zaplanowane 2 zmiany, które mają potencjał zwiększyć LTV o 5-30%.
- „Unsolved” metagra – ze względu na dłuższy niż zakładany dotychczas czas dochodzenia do oczekiwanej jakości projektu w dotychczas zrealizowanych kamieniach milowych harmonogram dalszego rozwoju projektu został zmodyfikowany. Zarząd ocenia, że zakończenie prac nad wersją MVP metagry nastąpi w 2H'25, co umożliwi przeprowadzenie testów z graczami do końca 2025 r.
- **Nowa gra RPG** – w wyniku rozszerzenia zakresu prac wchodząc w skład aktualnie trwającego kamienia milowego, przeprowadzenia testów z graczami zostało przełożone na początek 4Q'24. Po ich zakończeniu oraz ewaluacji zebranych danych podjęte zostaną decyzje ws. dalszego harmonogramu rozwoju projektu. Przy założeniu pozytywnej weryfikacji projektu reveal gry oraz start działań marketingowych planowane są na 1H'25.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	23,6	26,2	10,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	21,2	23,2	9,4%
EBITDA	7,6	7,6	-0,6%
EBITDA skoryg.*	7,8	7,7	-0,6%
EBIT	6,4	6,4	-1,0%
Zysk netto	4,5	6,7	50,9%
Zysk netto skoryg.*	4,6	6,9	48,9%
Marża brutto na sprzedaży	89,6%	88,5%	
Marża EBITDA	32,2%	28,9%	
Marża EBITDA skoryg.*	33,0%	29,6%	
Marża EBIT	27,2%	24,3%	
Marża zysku netto	18,9%	25,7%	
Marża zysku netto skoryg.*	19,7%	26,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-skoryg. o koszty PM

Analitik:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

ATAL

Data publikacji raportu za 3Q'24 – 2024-11-14

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	50,7	P/E	6,4	7,2	7,1
MC [mln PLN]	2 191,0	EV/EBITDA	5,8	6,5	6,1
		EV/EBIT	5,8	6,5	6,1
		P/BV	1,3	1,3	1,2

- W 3Q'24 spółka sprzedała 341 lokali (64 w VII, 139 w VIII, 152 w XI). Jest to odczyt niższy o ponad połowę niż w 3Q'23 i także słabszy q/q (w 2Q'24: 566 lokali).
- Przekazania w 3Q'24 wyniosły 806 lokali (o 159 lokali więcej r/r; najwięcej w Trójmieście, na Śląsku i w Poznaniu). Jest to mix raczej lepszych niż w 2Q'24) marżowo projektów a dodatkowo wysoka liczba przekazania w Trójmieście powinna wpływać pozytywnie na średnią cenę.
- Spodziewamy się w 3Q'24 przychodów na poziomie 502 mln PLN (+55% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 27,2% (vs 23,7% rok temu i 25,2% w 2Q'24).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie wyższym r/r (dynamika w 1H'24 wynosiła +26% r/r – zakładamy podobny wzrost w 3Q'24), neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz lekko dodatni salda finansowego.
- EBIT prognozujemy na poziomie 122,1 mln PLN a wynik netto na 103,0 mln PLN.
- W 3Q'24 spółka była wyraźnie ostrożniejsza we wprowadzaniu nowych lokali niż w 2Q'24. Według naszych kalkulacji (w oparciu o komunikaty mediowe) było to ok 0,7 tys lokali (tylko rynki TOP-4). Oferta spółki wzrosła obecnie do ok. 7,0 tys lokali.
- W 2024 roku zakładamy nieco niższą liczbę przekazania r/r (ok 2,5 tys). W 2023 roku spółka przekazała 2 806 lokali. W 1-3Q'24 przekazano 2,0 tys lokali, a w 4Q'24 spółka nie planuje już ukończenie żadnego nowego projektu (przekazania będą dotyczyć nawisu mieszkań, których nie przekazano jeszcze w 3Q'24 plus bieżąca sprzedaż z ukończonych projektów). Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Jednocześnie duża część przekazania w 2024 roku dotyczy projektów startujących 2 lata temu w trudniejszym otoczeniu popytowym, więc marżowość w tym roku jest niższa w ujęciu r/r. Nieco wyższe oczekiwania wiązać można naszym zdaniem z 2025 rokiem, jednocześnie nie spodziewamy się, że przyszły rok przyniesie wzrost przekazania r/r (m.in. wyższej liczby kończonych lokali) w sytuacji, jeżeli nie będzie rządowego programu wsparcia dla kupujących.
- Konsensus Bloomberg na lata 2024/25 na poziomie netto to obecnie 283 / 343 mln PLN (vs 281 / 330 mln PLN vs w lipcu).

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	323,3	502,3	55,4%	861,1	1 203,6	39,8%	1 500,5	1 496,6	-0,3%	1 500,1	0,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	76,7	136,6	78,0%	266,8	337,0	26,3%	448,6	410,3	-8,6%	423,0	3,1%
Zysk na sprzedaży	65,2	122,1	87,4%	233,1	294,7	26,4%	402,6	354,2	-12,0%	364,1	2,8%
EBITDA	66,1	123,0	86,1%	234,5	298,1	27,1%	405,1	358,3	-11,6%	367,8	2,7%
EBIT	65,3	122,1	87,1%	232,0	295,3	27,3%	401,6	354,8	-11,7%	364,1	2,6%
Zysk brutto	63,5	127,1	100,1%	243,4	317,8	30,6%	423,1	378,3	-10,6%	380,1	0,5%
Zysk netto	51,3	103,0	100,9%	196,0	257,2	31,2%	341,2	306,2	-10,3%	307,9	0,6%
Marża brutto ze sprzedaży	23,7%	27,2%		31,0%	28,0%		29,9%	27,4%		28,2%	
Marża na sprzedaży	20,2%	24,3%		27,1%	24,5%		26,8%	23,7%		24,3%	
marża EBITDA	20,4%	24,5%		27,2%	24,8%		27,0%	23,9%		24,5%	
marża EBIT	20,2%	24,3%		26,9%	24,5%		26,8%	23,7%		24,3%	
marża netto	15,9%	20,5%		22,8%	21,4%		22,7%	20,5%		20,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24
Sprzedaż	742	533	797	824	842	1 216	1 161	1 039	748	582	376	385	401	735	757	940	730	566	341
Przekazania	473	767	541	1 386	794	856	750	1 300	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548	806
Trójmiasto	39	136	22	9	6	2	104	74	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12	301
Katowice	1	0	178	300	140	39	17	406	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86	190
Kraków	103	78	56	242	83	132	101	475	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52	4
Łódź	116	211	120	151	167	115	144	90	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195	69
Poznań	0	0	73	209	42	213	135	84	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5	142
Warszawa	203	132	21	329	281	200	118	63	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83	16
Wrocław	11	210	71	146	75	155	131	108	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115	84
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oferta	4 333	4 717	4 447	4 083	4 271	3 628	3 549	3 104	2 733	5 190	4 852	4 639	4 974	4 249	4 170	4 519	5 261	6 615	6 989*
Oferta/sprzedaż ost. Q	5,8	8,8	5,6	5,0	5,1	3,0	3,1	3,0	3,7	8,9	12,9	12,0	12,4	5,8	5,5	4,8	7,2	11,7	20,5
Oferta/sprzedaż avg 4Q	5,4	6,6	6,0	5,6	5,7	3,9	3,5	2,9	2,6	5,9	7,1	8,9	11,4	9,0	7,3	6,4	6,7	8,9	10,9
Wprowadzone do oferty	628	766	662	427	1 033	645	969	657	428	2 553	151	0	731	0	643	1 391	1 377	1 969	715*
Trójmiasto	107	0	314	323	152	0	154	0	0	517	0	0	0	0	0	96	143	429	180
Katowice	0	0	272	0	505	0	325	0	0	815	0	0	114	0	509	478	168	0	0
Kraków	0	248	76	25	0	121	115	0	144	0	151	0	0	0	134	126	0	0	228
Łódź	226	152	0	0	0	180	156	204	141	457	0	0	0	0	0	330	284	234	0
Poznań	0	0	0	0	212	0	219	0	0	333	0	0	512	0	0	128	486	0	0
Warszawa	0	0	0	79	164	0	0	60	143	95	0	0	0	0	0	143	0	166	194
Wrocław	295	366	0	0	0	344	0	393	0	336	0	0	105	0	0	90	296	689	113
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	451	0

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *szacunki na bazie komunikatów mediowych spółki

Planowany po 2Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2024 roku

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOKALI SPRZEDANYCH	DATA ZAKOŃCZENIA
Nowy Targówek V	Warszawa	4 477	73	73	I kw. 2024
Strefa Cegielnia	Kraków	7 482	144	143	I kw. 2024
ATAL City Square III	Wrocław	15 534	256	227	I kw. 2024
Nowe Miasto Polesie IIIb	Łódź	11 569	204	184	II kw. 2024
Zróżniana 31 Residence	Łódź	7 783	141	66	II kw. 2024
Apartamenty Ostródzka II	Warszawa	3 863	70	70	II kw. 2024
Panorama Reden	Katowice	4 111	86	48	II kw. 2024
ATAL Sky + bud. D, E, F	Katowice	20 545	325	235	II kw. 2024
Bursztynowa Zatoka II	Gdańsk	17 859	329	318	II kw. 2024
Nowe Miasto Jagodno Enklawa	Wrocław	10 989	80	74	III kw. 2024
Zacisze Marceлин II	Poznań	17 200	333	310	III kw. 2024
Skwer Harmonia	Kraków	8 763	152	143	III kw. 2024
RAZEM		130 175	2 193	1 891	

Zakończone z PnU w I półroczu

Zakończone z PnU w III kwartale

Projekty w toku

Liczba lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych: 1 043

Kontrakcja na poziomie 86%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ATM GRUPA**Kupuj, TP 4,91/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	4,32	P/E	13,5x	10,4x	7,5x
Kapitalizacja [PLN m]	364	EV/EBITDA	5,3x	5,3x	4,2x
EV [PLN m]	326	P/BV	1,2x	1,2x	1,1x
Data publikacji raportu za Q3 2024	2024-11-28	DPS [PLN]	0,26	0,28	0,30

Prognoza wyników na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody	75,0	83,6	12%	263,8	258,3	-2%
produkcja tv i filmowa	51,1	50,4	-2%	138,0	158,8	15%
zarządzanie aktywami trwałymi	23,6	31,3	33%	78,5	81,6	4%
działalność deweloperska	0,0	1,6	-3821%	46,2	16,6	-64%
inne	0,3	0,3	7%	1,1	1,3	16%
EBITDA	26,7	25,9	-3%	63,7	64,3	1%
produkcja tv i filmowa	15,0	13,1	-13%	24,4	26,5	9%
zarządzanie aktywami trwałymi	12,0	13,0	8%	33,9	33,4	-2%
działalność deweloperska	-0,1	0,3	-337%	7,7	3,1	-59%
inne	-0,2	-0,5		-2,3	1,3	-155%
EBIT	18,9	19,9	5%	40,4	41,6	3%
Saldo finansowe	-0,1	-0,4		-2,9	-1,5	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,4	-0,8		8,6	-0,2	
Wynik brutto	18,4	18,7	2%	46,0	39,9	-13%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	14,2	15,3	8%	35,0	31,5	-10%
Działalność audiowizualna: (segment produkcja tv + zarządzanie):						
Przychody	74,7	81,7	9,4%	216,5	240,4	11,1%
EBITDA	27,0	26,1	-3,3%	58,3	59,9	2,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Tak jak opisywaliśmy w naszych poprzednich komentarzach, spółka w bieżącym roku istotnie zwiększyła portfel realizowanych projektów w ramach segmentu produkcja tv i filmowa. Przypominamy jednocześnie, że jeden z głównych realizowanych w 2024 roku projektów w tym segmencie będzie rozliczony wynikowo prawdopodobnie w H1 2025. Dlatego, należy mieć na uwadze, że zakładamy przez nas na Q3 2024 nominalny spadek EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa względem Q3 2023 roku wynika m.in. ze sposobu księgowania wspomnianego projektu. Spodziewamy się, że Q3 2024 był dobrym okresem dla segmentu zarządzanie aktywami trwałymi i założyliśmy poprawę odczytu EBITDA segmentu o 8% r/r. Łączne przychody z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcja tv i filmowa oraz segmentu zarządzania aktywami trwałymi) w omawianym okresie powinny, według naszej symulacji, wynieść 81,7 mln PLN (+9,4% r/r).

Na poziomie EBITDA zakładamy spadek odczytu z działalności audiowizualnej do 26,1 mln PLN (-3,3% r/r). W ujęciu LTM odczyt EBITDA z działalności audiowizualnej po Q3 2024 będzie według naszej symulacji wynosić blisko 60 mln PLN.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym przyjęliśmy w modelu wzrost przychodów spółki o 12% r/r do 83,65 mln PLN. Odczyt EBITDA za Q3 2024 według naszych założeń może wynieść 25,9 mln PLN (-3% r/r). Wynik netto przypisany akcjonariuszom zakładamy na poziomie 15,3 mln PLN (+8% r/r).

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

BIG CHEESE STUDIO

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	14,4	P/E	3,7	12,0	8,7
MC [mln PLN]	59,5	EV/EBITDA	2,7	8,4	7,0
		EV/EBIT	2,7	17,8	7,4
		P/BV	2,0	2,9	2,4

Początek 3Q'24 przyniósł znaczące zmiany w spółce. W lipcu główny dotychczasowy akcjonariusz, PlayWay sprzedał większość swoich udziałów firmie Silk Road Games. W wyniku tych zmian na stanowisko prezesa powołano byłego CEO studia, Łukasza Dębskiego. Aktualnie spółka koncentruje się na wydaniu DLC BBQ i przyszłorocznej premierze „CS2”.

Ze względu na starzenie się flagowego produktu BCS oraz brak nowych wydarzeń, które mogłyby pobudzić zainteresowanie kluczowym IP spółki, spodziewamy się spadku przychodów w omawianym okresie. Dodatkowo, negatywny wpływ na monetyzację miało umocnienie PLN względem USD i EUR. Według naszych kalkulacji BCS w 3Q'24 wygenerował 2,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-13% r/r). Mając na uwadze prace trwające nad DLC „Barbecue”, „CS2” oraz mobilną wersją CS oczekujemy wzrostu zmiany stanu produktów do poziomu ok. 1,1 mln PLN.

W całym 3Q'24 prognozujemy 3,2 mln PLN przychodów (-27% r/r), 1,1 mln PLN skoryg. EBITDA (-28% r/r) oraz 1,0 mln PLN zysku netto (vs -0,2 mln PLN w 3Q'23). Przypominamy, że porównywanym okresie 3Q'23 spółka dokonała odpisu w wysokości 2,1 mln PLN (dot. trzech projektów: B17, Pizz Empire, Underdose).

Spadek wyników r/r jak i q/q to nieuchronnie efekt coraz bardziej starzejącego się flagowego produktu spółki. Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki BCS. Obecnie kluczowa dla studia będzie premiera gry „Cooking Simulator 2”. W związku ze wspomnianymi wyżej zmianami w spółce, które implikują wydłużenie procesów, oczekujemy premiery tego projektu dopiero w 3Q'25 (vs 1Q'25 poprzednio), a dodatku BBQ w 1Q'25.

„Cooking Simulator” – spółka pracuje nad kolejny DLC („Barbecue”) do flagowej gry. W naszym prognozach zakładamy, że pojawi się na rynku w 1Q'25.

Dywidenda – spółka w lipcu wypłaciła 6 mln PLN w formie dywidendy (DPS = 1,45 PLN). Spółka będzie pracowała nad nową polityką. W pierwszej kolejności planowane przeznaczenie środków na rozwój. Pozostałymi środkami planuje dzielić się z akcjonariuszami.

„Cooking Simulator 2” – ostatnie playtesty CS2 wypadły poprawnie. W kolejnej fali playtestów, chciałaby pozytywnie zaskoczyć graczy skalą zmian. Premiera CS2 planowana jest na 2025 r. W 1Q'25 spółka zamierza zaprezentować ten projekt. Planuje hands-on m.in. dla inwestorów.

Plany na przyszłość - spółka chce wrócić do ekspansji rynkowych i rozważyć przejęcie IP lub spółki gamingowej, wejście w VR, mobile, a także ponowne otwarcie na rynku azjatyckim.

W związku z przesunięciem premiery dodatku „BBQ” z 4Q'24 na 1Q'25 oraz umocnieniem PLN, rewidujemy w dół nasze założenia na 2024 r.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	4,3	3,2	-26,8%	16,6	15,4	-7,5%
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	2,3	2,0	-12,7%	10,8	10,9	1,0%
Zmiana stanu produktów	2,0	1,1	-43,2%	5,8	4,5	-23,4%
EBITDA	-0,6	1,1	-	3,3	7,4	126,0%
EBITDA skoryg.	1,6	1,1	-28,2%	5,4	7,4	36,8%
EBIT	-0,7	1,0	-	2,8	7,0	149,9%
Zysk brutto	-0,6	1,1	-	2,0	7,2	252,6%
Zysk netto	-0,2	1,0	-	2,4	6,8	186,3%
Marża EBITDA	-12,9%	35,7%		19,7%	48,1%	
Marża EBITDA skoryg.	36,4%	35,7%		32,5%	48,1%	
Marża EBIT	-15,2%	32,3%		16,7%	45,2%	
Marża zysku netto	-3,9%	31,2%		14,3%	44,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 20,2 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 6 listopada 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	14,0	P/E	99,8	41,0	8,7
MC [mln PLN]	60,3	EV/EBITDA	21,7	12,9	5,8
		EV/EBIT	96,0	31,1	8,0
		P/BV	1,2	1,2	1,1

W 3Q'24 spółka nie realizowała nowych istotnych zamówień, dlatego spodziewamy się, że przychodowo kwartał ten nie będzie odbiegał od poprzednich, a może być nawet delikatnie słabszy r/r. Prognozujemy 11,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży, przy czym 60% stanowią produkty własne, a 40% towary.

Spodziewamy się wzrostu kosztów świadczeń pracowniczych (+17% r/r). W porównaniu do poprzedniego roku znacząco wyższa jest amortyzacja ze względu na włączenie do użytku nowego zakładu produkcyjnego. Podobnie, jak w poprzednich kwartałach spodziewamy się ok 0,8 mln PLN vs 0,7 mln PLN w 3Q'23. Według naszych prognoz, na poprawę wyników powinna wpłynąć zamiana stanu produktów, dlatego w 3Q'24 szacujemy 0,2 mln PLN EBIT oraz 0,2 mln PLN zysku netto. Zysk EBITDA prognozujemy na 1,0 mln PLN wobec 0,1 mln PLN rok wcześniej.

W dalszym ciągu czekamy na uruchomienie sprzedaży testów do oznaczania minimalnego stężenia hamującego (MIC). Oczekiwaliśmy rozpoczęcia sprzedaży pod koniec 3Q'24, jednak występują tu opóźnienia. Jeżeli wydział zostałby uruchomiony w najbliższym czasie, moglibyśmy liczyć na wsparcie przychodów jeszcze w 4Q'24. Na razie jednak konserwatywnie podchodzimy do tego tematu i nie zakładamy istotnych wpływów z tego tytułu.

W całym roku szacujemy wzrosty wyników, w czym pomóc powinien mocny 4Q'24. Oprócz sezonowości, jaką wykazuje spółka, w 4Q'24 powinna zrealizować dostawę analizatora dla Politechniki Łódzkiej (0,75 mln PLN) oraz krążkowych systemów dyfuzyjnych do oznaczania lekowrażliwości dla kontrahenta z UE (1,05 mln PLN). Przy założeniu stabilnych k/k kosztów w końcówce roku, w całym 2024 r. spółka powinna wypracować ok. 1,4 mln PLN zysku netto i 5,5 mln PLN zysku EBITDA wobec odpowiednio 0,6 mln PLN i 3,2 mln PLN w 2023 r.

Prognoza wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	11,7	11,2	-4,3%	46,8	52,4	12,0%
EBITDA	0,1	1,0	1019,3%	3,2	5,5	72,0%
EBIT	-0,6	0,2	-135,7%	0,7	2,3	215,3%
Zysk brutto	-0,4	0,2	-	0,2	1,8	875,1%
Zysk netto	-0,4	0,2	-	0,6	1,4	143,3%
Marża EBITDA	0,7%	8,7%		6,9%	10,6%	
Marża EBIT	-4,9%	1,8%		1,6%	4,4%	
Marża zysku netto	-3,1%	1,7%		1,3%	2,7%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

BOOMBIT**Kupuj, TP 15,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 18 lipca 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	9,88	P/E adj.	8,4	21,8	-
MC [mln PLN]	134,8	EV/EBITDA adj.	3,8	5,0	-
		EV/EBIT	8,7	26,0	-
		P/BV	1,9	1,8	-

Spółka podała szacunki przychodów za 3Q'24, które wyniosły 55,8 mln PLN (+8% q/q; +1% r/r). Za ok. 97,3% przychodów odpowiadał segment gier mobilnych generując 54,3 mln PLN (+6% q/q; +3% r/r), a za 1,5 mln PLN segment PAE (+114% q/q; -39% r/r).

Na przestrzeni omawianego kwartału wydatki na kampanie marketingowe utrzymywały się na zbliżonym poziomie q/q sięgając ok. 27,2 mln PLN (-4% r/r). Natomiast w związku z poprawą przychodów zwiększeniu q/q (+33%) uległ koszt prowizji platform do poziomu 5,6 mln PLN (-1% r/r) oraz wypłacany zewnętrznym studiom rev share.

W ostatnich miesiącach spółka optymalizowała zespoły, redukując zatrudnienie o ok. 9% (od początku roku skala zwolnień sięgnęła ok. 14%), stąd liczymy, że będzie to dostrzegalne na poziomie kosztów osobowych. Ponadto w 3Q'24 dokonano dekonsolidacji ADC, co miało wyraźny wpływ na wyniki segmentu PAE oraz całej grupy (spadek kosztów projektów blockchain).

Mając powyższe na uwadze prognozujemy, że w całym 3Q'24 BoomBit osiągnęła 8,7 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 8,1 mln PLN a „PAE” za 0,5 mln PLN), co stanowi wzrost r/r o 30%. W omawianym okresie, szacujemy poziom skoryg. zysku netto na jednostkę dominującą na ok. 3,9 mln PLN (+21% r/r).

Pod względem wyników wybieramy okres 3Q'24 pozytywnie. Progresja przychodów wraz z poprawą na poziomie marżowości (efekt redukcji zatrudnienia oraz dekonsolidacji ADC) przełoży się na najlepsze odczyty od blisko 3 lat (pomijając one-offy). Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą premier tytułów, które zadebiutowały w ostatnim czasie przyniosą dalszą progresję przychodów, co przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej powinno przełożyć się na poprawę wyników na poziomie EBITDA oraz zysku netto n.j.d.

- **Gry mid-core/ casual** - spółka celuje w ok. 3 premiery gier mid-core/ casual + SL „Hunt Origin” w 4Q'24.
- **BoomLand** – przesunięcie IDO tokenu BOOM na 1Q'25 wynika ze strategii podążania za rynkiem. 1Q'25 dla kryptowalut wygląda na bezpieczniejszy okres. Aktualnie zebrano ok. 50% w kolejnej rundzie finansowania. Przy obecnej sytuacji na rynku krypto, inwestorzy podchodzą zachowawczo do inwestycji. Spółka liczy, że uda jej się domknąć finansowanie w okolicach 1Q'25.
- **ADC Games** - w kolejnych okresach sprawozdawczych przychody i koszty spółki nie będą już włączane do skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy. ADC wraz z jej spółkami zależnymi będzie wyceniana w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym spółki według metody praw własności

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	55,3	55,8	0,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,1	8,1	33,5%
EBITDA	4,9	8,3	68,2%
EBITDA skoryg.*	6,7	8,7	29,8%
Gry mobilne	7,2	8,1	12,3%
Gry „Play-and-Earn”	-0,6	0,5	-
EBIT	1,8	4,0	115,3%
Zysk netto	1,5	3,4	127,5%
Zysk netto n.j.d.	2,8	3,5	27,7%
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	3,2	3,9	21,3%
Marża brutto na sprzedaży	11,0%	14,5%	
Marża EBITDA	8,9%	14,8%	
Marża EBITDA skoryg.*	12,1%	15,5%	
Marża EBIT	3,3%	7,1%	
Marża zysku netto n.j.d.	5,0%	6,3%	
Marża zysku netto n.j.d.*	5,9%	7,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*-skoryg. o koszty PM22-24

Analitik:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

BUDIMEX
Redukuj, TP 531,1/akcję

Rekomendacja z dnia 11 października 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	534,5	P/E	18,5	20,0	17,4	15,7
MC [mln PLN]	13 645,8	EV/EBITDA	10,6	11,3	8,9	7,5
		EV/EBIT	12,8	13,7	10,6	8,8
		P/BV	8,9	10,5	9,7	9,1

- Wyniki 3Q'24.** Spółka opublikowała już wyniki za 3Q'24. Przychody wyniosły 2,470 mld PLN (-8% r/r), EBIT 212 mln PLN (+2% r/r) a zysk netto 170 mln PLN (-3% r/r). Wyniki były delikatnie poniżej naszej prognozy (przy czym EBIT został wsparty przez +16 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej - zakładaliśmy +5 mln PLN). Jednocześnie wyniki na poziomie EBIT/netto były o odpowiednio 4% powyżej i 1% poniżej konsensusu PAP. Gotówka netto na poziomie 2,22 mld PLN (vs 2,74 mld PLN rok temu).
- Segment budowlany.** W segmencie budowlanym w 3Q'24 spółka miała 2,28 mld PLN sprzedaży (-7% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu wyniosła 11,7% (porównywalnie r/r i q/q, oczekiwaliśmy 11,9%). Rezerwy na straty lekko wzrosły q/q (+26 mln PLN q/q do 753 mln PLN). Koszty SG&A +39% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej segmentu budowlanego wyniosło +16 mln PLN (rok temu -26 mln PLN, zakładaliśmy +5 mln PLN). Segment budowlany miał 189,0 mln PLN EBIT (zakładaliśmy 193,6 mln PLN) vs 193,3 mln PLN rok temu.
- Segment usług.** W segmencie usługowym odnotowano lekki spadek przychodów (-3% r/r, spodziewaliśmy się +0% r/r), przy poprawie marży brutto ze sprzedaży do 17,8% (vs 15,1% rok temu). Wzrost kosztów SG&A wyniósł +16% r/r, neutralne było saldo pozostałej działalności operacyjnej (rok temu -5 mln PLN). EBIT wyniósł 23,4 mln PLN (vs 15,8 mln PLN rok temu, zakładaliśmy 22,6 mln PLN).
- Backlog.** Portfel po 3Q'24 wynosi 15,8 mld PLN (+32% r/r, +3% q/q). Dodatkowo w „poczekalni” jest 9,9 mld PLN potencjalnych zleceń (w tym 4,8 mld to Rail Baltica, która do portfela będzie trafiać etapowo). W 4Q'24 powinien być wzmocniony przez oczekujące na podpisanie umowy drogowe (min. 2 mld PLN) i duży kontrakt kolejowy (1,3 mld PLN).
- Prognoza średnioterminowa.** Obawiamy się, że scenariusz utrzymania zysku netto z 2023 roku staje się coraz trudniejszy do materializacji (o ile spółka nie pokaże jakiegoś dodatniego one-off'a). Po 1-3Q'24 spółka ma 447,0 mln PLN zysku netto (-1% r/r). Natomiast w 4Q'24 spółka będzie mierzyć się z wysoką bazą z waloryzacji (GDDKiA) i aneksów (tramwaj na Wilanów) rok temu. Dodatkowo spółka miała w końcu ubiegłego roku mocno dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz wysokie przechody odsetkowe (obecnie rynkowe stopy procentowe spadły). W 2024 roku zakładamy obecnie wypracowanie 681 mln PLN zysku netto.

Wyniki za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24P	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24W	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	2 675,9	2 470,2	-7,7%	2 494,6	-1,0%	6 993,9	6 510,4	-6,9%	9 801,5	9 167,3	-6,5%	10 271,7	12,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	319,9	305,2	-4,6%	310,6	-1,7%	721,3	784,2	8,7%	1 124,6	1 152,0	2,4%	1 342,0	16,5%
Zysk na sprzedaży	239,3	196,6	-17,9%	211,6	-7,1%	469,4	483,1	2,9%	739,7	715,6	-3,3%	893,2	24,8%
EBITDA	247,8	251,6	1,5%	256,6	-2,0%	597,9	625,2	4,6%	938,4	898,8	-4,2%	1 057,2	17,6%
EBIT	209,1	212,4	1,6%	216,6	-1,9%	481,7	508,3	5,5%	781,1	740,6	-5,2%	888,5	20,0%
Zysk brutto	235,7	223,8	-5,1%	232,6	-3,8%	592,4	589,6	-0,5%	929,6	846,8	-8,9%	971,7	14,7%
Zysk netto	175,7	170,3	-3,1%	174,8	-2,6%	450,4	447,0	-0,7%	738,2	681,1	-7,7%	782,8	14,9%
Marża brutto ze sprzedaży	12,0%	12,4%		12,5%		10,3%	12,0%		11,5%	12,6%		13,1%	
Marża na sprzedaży	8,9%	8,0%		8,5%		6,7%	7,4%		7,5%	7,8%		8,7%	
marża EBITDA	9,3%	10,2%		10,3%		8,5%	9,6%		9,6%	9,8%		10,3%	
marża EBIT	7,8%	8,6%		8,7%		6,9%	7,8%		8,0%	8,1%		8,7%	
marża netto	6,6%	6,9%		7,0%		6,4%	6,9%		7,5%	7,4%		7,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CD PROJEKT**Redukuj, TP 130/akcję**

Rekomendacja z dnia 5 sierpnia 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	158,7	P/E	46,1	33,0	48,2
MC [mln PLN]	15 936	EV/EBITDA	30,1	20,4	34,9
		EV/EBIT	39,5	31,0	49,3
		P/BV	7,9	6,6	6,0

Liczne wyprzedaże w minionym kwartale pomogły utrzymać zainteresowanie zarówno Cyberpunkiem, jak i Wiedźminem, co przełożyło się na nieznaczny wzrost sprzedaży ilościowej q/q. Ważnym elementem wspierającym wyniki spółki w tym okresie okazały się wpływy z uczestnictwa „W3” w PS Plus. Szacujemy, że na przestrzeni 3Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,8/ 0,6 mln kopii (ok. +20% q/q; płasko q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 107 mln PLN (płasko q/q). Według naszych kalkulacji „W3” dzięki dużemu zainteresowaniu podczas Steam Summer Sale spowodowanemu najgłębszą obniżką dotychczas (90%) zanotował progresję sprzedaży q/q (+15%) do 1,5 mln, co wraz ze wspomnianymi wpływami z PS Plus pozwoliło wypracować ok. 55 mln PLN przychodów (+57% q/q). Jednocześnie pragniemy przypomnieć o wysokiej bazie porównawczej, wynikającą z premiery CP Phantom Liberty w 3Q'23.

3Q'24 był przedostatnim kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” kształtowała się na poziomie 5% (ok. 23 mln PLN). Wraz z postępem prac nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar) dalszemu wzrostowi, choć znacznie mniej dynamicznemu uległy koszty badań i rozwoju (do ok. 27 mln PLN vs 25 mln PLN w 2Q'24). Mniejsza dynamika wynikała, z rozpoczęcia (w okolicach września) kapitalizacji nakładów na P.Orion (nie oznacza to, że projekt przeszedł do pre-produkcji). Spodziewamy się, że koszty sprzedaży w omawianym okresie sięgnęły ok. 31mln PLN i były delikatnie wyższe q/q. Zakładamy, że koszty związane z programem motywacyjnym wyniosły ok. 4 mln PLN.

W całym 3Q'24 prognozujemy 229,2 mln PLN przychodów (-48% r/r), z czego zakładamy, że CDR RED odpowiadał za 180 mln PLN, a GOG.com za 49 mln PLN. Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 113,2 mln PLN (-60% r/r), EBIT równy 83,1 mln PLN (-55% r/r; GOG = -0,3 mln PLN) oraz zysk netto w okolicach 83,6 mln PLN (-59% r/r). W związku z dalszymi postępowaniami prac nad „P.Polaris” jak i rozpoczęciem kapitalizacji „P.Orion” zakładamy wzrost nakładów na nowe gry do poziomu ok. 64 mln PLN (vs 57 mln PLN w 2Q'24).

Ze względu na premierę „CP Phantom Liberty” w 3Q'23, ubiegłoroczne wyniki stanowią wysoką bazę porównawczą dla tegorocznych rezultatów. Jednocześnie dzięki poprawie q/q ilości sprzedawanych egzemplarzy zarówno „Cyberpunka” i „Wiedźmina 3” oraz rozpoznaniu wpływów z PS Plus spółce udało się wypracować progresję wyników q/q. Ten ostatni czynnik (PS Plus) zadecydował również, że wyniki tego okresy okazały się lepsze niż prognozowane przez nas w ostatniej rekomendacji. W związku z powyższym oceniamy lekko pozytywnie miniony kwartał. Jednocześnie biorąc pod uwagę rozpoczęcie kapitalizacji „P.Orion” podwyższamy naszą roczną prognozę. Oczekujemy, że podczas konferencji spółka zakomunikuje o przejściu „P.Polaris” do fazy produkcji. Ponadto liczymy, że, na tegorocznym branżowym wydarzeniu TGA (13.12.2024), CDR zaprezentuje nowego „Wiedźmina”.

Cywilny pozew zbiorowy przeciwko CD Projekt

Powód domaga się ustalenia na drodze sądowej, czy stosowanie przez spółkę zależną GOG określonych rozwiązań technicznych jest zgodne z United States Video Privacy Protection Act oraz wypłaty ewentualnego odszkodowania, gdyby sąd stwierdził wystąpienie naruszenia. Na obecnym etapie spółka weryfikuje zasadność roszczeń. Liczba potencjalnych powodów, która będzie uczestniczyć w sprawie, a tym samym łączna wartość roszczeń nie jest jeszcze znana.

Nowe anime ze świata „Cyberpunka”

Netflix i CD Projekt pracują nad kolejną animacją w świecie „Cyberpunka”.

Prowadzone projekty:

- Polaris – zespół w zasadzie kompletny, może delikatnie wzrosnąć ale niewiele więcej niż obecnie. W tworzeniu historii spółka bazuje na swojej znajomości tego uniwersum.
- Orion – projekt blisko przejścia z fazy badawczej do fazy rozwojowej. W 2025 r. zespół podwoi swoją liczebność.
- Sirius – na przestrzeni 2025 r. zespół będzie również zwiększany jednak nie tak dynamicznie jak w przypadku Oriona.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	442,7	229,2	-48,2%	1 230,2	885,0	-28,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	299,5	165,7	-44,7%	849,6	634,4	-25,3%
EBITDA	283,4	113,2	-60,1%	714,1	421,8	-40,9%
EBIT	186,2	83,1	-55,4%	469,0	301,8	-35,7%
Zysk brutto	233,7	94,9	-59,4%	538,5	364,3	-32,3%
Zysk netto	202,9	83,6	-58,8%	481,1	336,9	-30,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	67,7%	72,3%		69,1%	71,7%	
Marża EBITDA	64,0%	49,4%		58,0%	47,7%	
Marża EBIT	42,1%	36,3%		38,1%	34,1%	
Marża zysku netto	45,8%	36,5%		39,1%	38,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

CELON PHARMA

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	27,0	P/E	-35,1	-49,0	-42,2
MC [mln PLN]	1 215,0	EV/EBITDA	195,6	60,2	114,2
		EV/EBIT	-35,4	-50,3	-35,8
		P/BV	2,9	3,1	3,4

W związku z mocnym wejściem na rynek Zarixy (zamiennik Xarelto, wprowadzony na rynek w kwietniu'24), spodziewamy się utrzymania wysokiego poziomu sprzedaży w segmencie leków generycznych, co w stosunku do 3Q'23 oznacza wzrost rzędu 27% r/r. Z drugiej strony spodziewamy się spadku wpływów z tytułu dotacji, dlatego ogólny poziom przychodów w naszej ocenie powinien wzrosnąć o ok. +20,8% r/r.

Biorąc pod uwagę wzrost kosztów, wynikający głównie z podwyżek wynagrodzeń oraz zwiększenia zużycia surowców do produkcji, spodziewamy się stosunkowo niewielkiej poprawy wyniku operacyjnego z -9,8 mln PLN w 3Q'23 do -9,1% w 3Q'24. Jednocześnie spodziewamy się ok. 1 mln PLN zysku na działalności finansowej, co implikuje zmniejszenie straty netto z -6,8 mln PLN do -6,6 mln PLN oraz wzrost zysku EBITDA do 3,2 mln PLN (+5,8% r/r).

Zakładamy, że komercjalizacja CPL'36 zostanie sfinalizowana w 2025 r., dlatego nasze prognozy całoroczne nie uwzględniają żadnych korzyści z tego tytułu. Szacujemy, że w przychody ze sprzedaży leków wzrosną o ok. +18,7% r/r, natomiast wysoka baza wpływów z tytułu dotacji z 2023 r. w naszej ocenie spowoduje istotny spadek tej pozycji w bieżącym roku (-36% r/r). Jednocześnie zakładany wzrost kosztów powinien spowodować pogłębienie straty na poziomie netto.

pozytywnie oceniamy stan gotówki w spółce, który po objęciu akcji przez Tang Capital w 2Q'24 wzrósł do 45 mln PLN na koniec 2Q'24. Dzięki umocnieniu sprzedaży w segmencie generycznym spodziewamy się poprawy przepływów operacyjnych oraz spowolnienia tempa „przepalania gotówki” w programach innowacyjnych.

Prognoza wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	48,8	59,0	20,8%	216,6	228,9	5,7%
ze sprzedaży leków	42,5	53,9	26,9%	164,4	195,2	18,7%
z tytułu dotacji	5,8	4,8	-18,3%	49,5	31,5	-36,3%
pozostałe	0,5	0,3	-36,4%	2,6	2,2	-18,1%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-9,8	-9,1	-	-27,2	-37,6	-
EBITDA	3,0	3,2	5,8%	22,8	11,8	-48,2%
s. leków generycznych	18,2	54,3	198,5%	62,5	134,8	115,7%
s. innowacyjny	-15,2	4,8	-	-34,7	-13,2	-61,9%
Wynik netto	-6,8	-6,6	-	-28,1	-32,6	-

Źródło: BDM

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

CI GAMES

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	1,58	P/E	35,3	20,0	69,1
MC [mln PLN]	290,5	EV/EBITDA	17,6	2,7	5,6
		EV/EBIT	36,1	8,2	49,7
		P/BV	2,0	1,8	2,2

Pod koniec 3Q'24 spółka zaktualizowała swoją strategię na lata 2025-2028, zakładając premierę gry „P3” (next LOTF) w 2026 r. oraz po jednej premierze w latach 2027 i 2028 – odpowiednio „Projekt SGW Evolved” i „Projekt H”. Ponadto, spółka planuje wydawać 1-3 wysokiej jakości tytułów rocznie pod marką United Label. „Projekt SGW Evolved” będzie oparty na dotychczasowych pracach nad „SGW Next” i „Projekt Survive”. Strategia przewiduje finansowanie własnych projektów z generowanych przepływów operacyjnych, partnerstwa z Epic oraz potencjalnych innych partnerstw, a także poprzez zadłużenie.

Pod kątem biznesowym 3Q'24 cechował się dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen”. Nie pomagał również coraz bardziej starzejący się portfel gier oraz umacniający się PLN względem USD i EUR. Szacujemy, że w całym 3Q'24 sprzedaż „LotF” wyniosła ok. 110 tys. sztuk (-20% q/q; przypominamy, że w 2Q'24 spółka rozpoznała wpływy z Game Pass = ok. 20 mln PLN), co przełożyło się na ok. 9 mln PLN przychodów. Zakładamy, że backcatalogue dołożył od siebie ok. 6 mln PLN. Tym samym łącznie na poziomie przychodów prognozujemy 14,5 mln PLN (-61% r/r). Zwracamy uwagę na wysoką bazę porównawczą – w 3Q'23 CIG rozpoznał w przychodach 29,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży fizycznej „LotF” do dystrybutorów.

Oczekujemy spadku COGS do ok. 7 mln PLN, utrzymania kosztów SG&A na zbliżonym poziomie q/q, czyli ok. 7 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 3Q'23 trwała intensywna kampania marketingowa „LOTF”, a łączne wydatki marketingowe sięgnęły ponad 11 mln PLN. Mając powyższe na uwadze szacujemy, że w 3Q'24 spółka wypracowała 7,7 mln PLN EBITDA (vs -21 % r/r) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d. (vs -1,6 mln PLN w 3Q'23).

Oceniamy miniony kwartał lekko negatywnie. Po udanym 2Q'24, w którym spółka rozpoznała wpływy z Game Pass (ok. 20 mln PLN), wyniki 3Q'24 za sprawą spadającego zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” oraz topniejących przychodów z backcatalogue zaliczyły znaczący spadek q/q. Dzięki podpisanej umowie z Epic Games CIG zabezpieczył finansowanie aktualnych produkcji na kolejne kwartały. Biorąc pod uwagę budżet ostatniej gry spółki (281 mln PLN), mimo zapowiedzi niższych nakładów oraz zwiększenia zadłużenia do ok. 70 mln PLN, uważamy, że środki te mogą okazać się niewystarczające do ukończenia projektów zapowiedzianych w strategii.

Najważniejsze założenia zaktualizowanej strategii 2025-28

- CIG zakłada premierę gry „P3” (next LOTF) w 2026 r. oraz po jednej premierze w latach 2027 i 2028 – odpowiednio „Projekt SGW Evolved” i „Projekt H”.
- Zamierza wydawać 1-3 tytuły rocznie pod marką United Label.
- Strategia przewiduje finansowanie własnych projektów z generowanych przepływów operacyjnych, partnerstwa z Epic oraz potencjalnych innych partnerstw, a także poprzez zadłużenie.
- Nowa strategia i model działania mają umożliwić obniżenie kosztów produkcji do czasu premiery.
- Nacisk na jakość i przewidywalność w procesie produkcji.
- Koncentracja na gracz, model biznesowy zapewniający efektywność oraz zwiększenie atrakcyjności dla graczy.
- Nacisk na jakość i przewidywalność w procesie produkcji.

Zmiana vs nasze ostatnie prognozy wynika z rozpoznania w wynikach 2Q'24 wpływów z Game Pass oraz oczekiwanej gorszej sprzedaży gry „Lords of the Fallen w 2H'24.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	36,9	14,5	-60,6%	245,0	89,0	-63,7%
EBITDA	9,6	7,7	-20,5%	97,6	55,3	-43,3%
EBIT	2,3	0,5	-76,7%	31,5	6,3	-80,1%
Zysk/ strata netto	-1,2	0,3	-	14,5	5,0	-65,3%
Zysk/ strata netto n.j.d.	-1,6	0,1	-	13,0	4,5	-65,5%
Marża EBITDA	26,1%	52,8%		39,8%	62,2%	
Marża EBIT	6,3%	3,7%		12,9%	7,0%	
Marża zysku netto	-3,3%	1,8%		5,9%	5,6%	
Marża zysku netto n.j.d.	-4,2%	0,4%		5,3%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

CREEPY JAR**Kupuj, TP 621/akcję**

Rekomendacja z dnia 9 września 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	364,0	P/E adj.	5,7	11,2	15,0
MC [mln PLN]	254,6	EV/EBITDA adj.	2,0	8,2	11,3
		EV/EBIT adj.	2,0	8,7	12,3
		P/BV	2,5	2,6	2,5

Trzeci kwartał 2024 r. był dla CRJ okresem, w którym spółka wydała nowy dodatek „Decorations” do gry „Green Hell” na PC, droższą wersję Anniversary Edition, a także edycję dedykowaną konsolom nowej generacji. Wspomniane działania wspierały zarówno sprzedaż ilościową, jak i przychód z każdej sprzedanej kopii (mimo umocnienia PLN). Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 460 tys. kopii tej produkcji (brutto), z czego 87% stanowiła wersja PC – ok. 400 tys. (płasko q/q)/ 11% - ok. 50 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS)/ 2% - ok. 10 tys. wersja VR. Mając powyższe na uwadze prognozujemy przychody spółki w 3Q'24 na poziomie 7,8 mln PLN (-14,3% r/r).

W związku z premierą wersji „GH” na nowe konsole delikatnemu zwiększeniu q/q uległy usługi obce. Z drugiej strony, brak dodatkowych wydatków związanych z wydarzeniami, takimi jak targi Digital Dragons w 2Q'24, powinien przełożyć się na spadek pozostałych kosztów. Mając na uwadze brak większych zmian w zatrudnieniu, oczekujemy stabilnego q/q poziomu wynagrodzeń (ok. 2,2 mln PLN, z czego 1,3 mln PLN dotyczy programu motywacyjnego) oraz nakładów inwestycyjnych. Sumarycznie oczekujemy, że koszty działalności operacyjnej utrzymały się na zbliżonym poziomie q/q sięgając ok. 5,2 mln PLN (+55% r/r – taki wzrost wynika z braku uwzględniania kosztu programu motywacyjnego w 3Q'23).

Oczekujemy, że w omawianym okresie przychody finansowe z tyt. odsetek oscylowały w okolicach 0,8 mln PLN (spadek q/q wynikający z wypłaty dywidendy). W całym w 3Q'24 prognozujemy 4,2 mln PLN skoryg. EBITDA (-26,6% r/r) oraz 4,4 mln PLN skoryg. zysku netto (-31,1% r/r).

Oczekiwana poprawa q/q wyników jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego. Mając na uwadze wyniki 3Q'24 jak i obecną sprzedaż, delikatnie podnosimy naszą całoroczną prognozę dla CRJ. Oczekując progresji q/q jak i utrzymania pozytywnego CF, liczymy na lekko pozytywny odbiór raportu za 3Q'24. Najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje premiera „StarRupture” (zakładamy 1Q'25). Jeszcze w 4Q'24 CRJ zamierza udostępnić duży trailer pokazujący najważniejsze aspekty gry, co będzie kluczowym momentem w ocenie potencjału komercyjnego tego projektu.

„StarRupture” – zamknięto kolejny milestone, a kolejnym dużym celem jest dowieszenie wersji beta w tym roku, czyli produktu niemal gotowego do wydania. Duży trailer pokazujący najważniejsze aspekty gry ostatecznie udostępniony w tym roku. Spółka planuje przeprowadzić testy „StarRupture” z graczami.

„Green Hell 2” – zakończono ważny etap koncepcyjny. Spółka nie zamierza eksperymentować z gatunkiem. Ma zamiar oprzeć się na „fantazji” z GH1, czyli realistycznego survivalu. Planuje dopracować i ulepszyć wszystko to co było w pierwszej części. Zamierza poszerzyć grę o dodanie głębi świata. Następnym etapem będą prace koncepcyjne nad poszczególnymi funkcjonalnościami.

Dywidenda – deweloper na początku lipca wypłacił dywidendę w wysokości 13,1 PLN za akcję.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	9,1	7,8	-14,3%	37,5	30,1	-19,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	5,7	2,6	-54,9%	16,5	10,0	-39,7%
EBITDA	5,8	2,9	-49,1%	17,1	11,5	-32,9%
EBITDA adj.	5,8	4,2	-26,6%	19,7	16,5	-16,3%
EBIT	5,5	2,6	-52,7%	15,8	10,1	-36,1%
EBIT adj.	5,5	3,9	-29,0%	18,4	15,1	-17,9%
Zysk brutto	7,2	3,4	-53,7%	20,7	13,6	-34,6%
Zysk netto	6,3	3,1	-51,7%	18,3	12,0	-34,6%
Zysk netto adj.	6,3	4,4	-31,1%	20,9	17,0	-18,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	63,1%	33,2%		44,0%	33,1%	
Marża EBITDA	63,5%	37,7%		45,5%	38,1%	
Marża EBITDA adj.	63,5%	54,4%		52,4%	54,7%	
Marża EBIT	60,2%	33,2%		42,0%	33,5%	
Marża EBIT adj.	60,2%	49,9%		48,9%	50,1%	
Marża zysku netto	69,3%	39,1%		48,9%	39,9%	
Marża zysku netto adj.	69,3%	55,8%		55,8%	56,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

CYFROWY POLSAT**Kupuj, TP 14,79/akcję**

Rekomendacja z dnia 16 października 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	12,20	P/E	28,0x	12,5x	12,6x
Kapitalizacja [PLN m]	7 802	EV/EBITDA	6,1x	5,6x	5,3x
EV [PLN m]	18 563	EV/EBIT	14,0x	10,3x	9,7x

Data publikacji raportu za Q2 2024 2024-11-20

Prognozy wyników na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody razem	3 455,7	3 485,1	0,9%	13 374,4	14 025,9	4,9%
detaliczne od klientów indyw. i biznesowych	1 754,8	1 813,3	3,3%	6 974,2	7 132,0	2,3%
hurtowe	799,3	779,2	-2,5%	3 448,5	3 306,4	-4,1%
sprzedaż sprzętu	446,5	430,9	-3,5%	1 960,4	1 796,3	-8,4%
pozostałe	455,1	461,7	1,5%	991,3	1 791,2	80,7%
Koszty operacyjne	-3 165,2	-2 983,1	-5,8%	-12 075,5	-12 671,9	
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-475,0	-326,1	-31,4%	-1 869,3	-1 757,0	
wynagrodzenia i świadczenia pracowników	-271,6	-293,3	8,0%	-1 122,6	-1 229,3	
inne koszty	-2 418,6	-2 363,7	-2,3%	-9 083,6	-9 685,6	
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	220,1	0,0		259,9	9,6	-96,3%
Pozostałe przychody / koszty	0,3	6,0		-24,2	165,3	
EBITDA	994,8	849,6	-14,6%	3 412,8	3 337,6	-2,2%
EBITDA skor.	774,7	849,6	9,7%	3 152,9	3 142,9	-0,3%
EBIT	510,9	508,0	-0,6%	1 534,6	1 528,9	-0,4%
Wynik działalności inwestycyjnej	39,9	76,9	92,9%	110,7	261,0	135,8%
Saldo finansowe netto	-399,0	-256,9		-1 188,5	-851,8	
Wynik brutto	171,1	328,1	91,7%	518,3	938,3	81,0%
Wynik netto	120,8	220,0	82,1%	337,5	647,0	91,7%
EBITDA skor. według segmentów:						
Segment usług B2C i B2B	658,3	648,8	-1,4%	2 578,8	2 444,4	-5,2%
Segment mediowy: TV i online	83,1	121,4	46,1%	522,5	497,2	-4,8%
Segment nieruchomości	8,7	7,0	-19,9%	24,9	14,7	-41,1%
Segment zielonej energii	25,9	72,4	179,5%	25,9	189,7	632,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że w Q3 2024 przychody spółki wzrosły o 0,9% r/r. Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji mógł wynieść 849,6 mln PLN (+9,7% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA po Q3 2024 będzie, wg naszej symulacji, w okolicy 3,14 mld PLN (-0,3% r/r).

Wynik EBIT za Q3 2024 zakładamy na poziomie 508 mln PLN. Finalnie nasza symulacja wskazuje, że wynik brutto w Q3 2024 mógł wynieść 328,1 mln PLN, a wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q3 2024 szacujemy na 220 mln PLN.

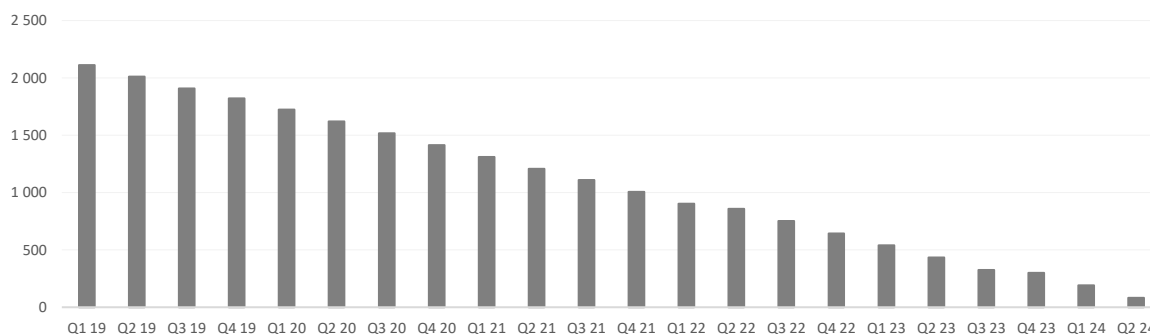
Spodziewamy się, że pozytywne impulsy biznesowe widoczne w Q1 i Q2 2024 będą widoczne także w Q3 2024. Nasza obecna symulacja na Q3 2024 na poziomie EBITDA skor. jest wyższa względem założeń zawartych w raporcie analitycznym z dnia 2024-07-22. Rewizja w górę to efekt bardziej optymistycznego nastawienia do segmentu B2C i B2B (dynamiczna poprawa ARPU w ujęciu r/r) oraz zakładanym wyższym wynikom w segmencie mediowym i zielonej energii.

W segmencie usług B2C i B2B przyjęliśmy założenie wzrostu ARPU klienta B2C na poziomie blisko 4,6% r/r (przypominamy, że w Q1 i Q2 2024 odczyt ARPU wskazał na wzrost odpowiednio o blisko 4,5% i 4,7% r/r). W symulacji staramy się także uwzględnić spodziewaną przez nas względną poprawę danych dot. RGU.

W segmencie mediowym oczekujemy dobrych dynamik przychodowych z reklamy telewizyjnej. Przyjęliśmy jednocześnie założenie niższych kosztów kontentu (co związane jest ze zmianą oferowanego kontentu sportowego premium).

W strukturze kosztów jedną z istotnych zmian jest próba ujęcia przez nas niższych kosztów amortyzacji aktywów niematerialnych (kategoria relacje z klientami). Stan bilansowy (netto) na koniec 2022 roku i 2023 roku tych aktywów (relacje z klientami) to odpowiednio ok 644 mln PLN i 300 mln PLN. Zwiększenie umorzenia w 2023 roku w kategorii relacje z klientami wyniosło ponad 430 mln PLN. Na koniec czerwca 2024 roku wartość bilansowa netto relacji z klientami spadła już do ok 81 mln PLN. Przypominamy, że historycznie istotnym komponentem tej grupy aktywów były relacje z klientami wykazane po przejściu Polkomtela. Zgodnie ze stosowaną polityką spółki, relacje z klientami nabyte w wyniku nabycia jednostek zależnych są amortyzowane metodą liniową w okresie ich użytkowania czyli w okresie 2,5 do 17,5 lat. Na koniec 2023 roku relacje z klientami detalicznymi amortyzowane były w okresie 8-10 lat, relacje z klientami roamingowymi w okresie 13 lat. Dlatego spodziewamy się, że od H2 2024 amortyzacja aktywów niematerialnych ulegnie odczuwalnemu zmniejszeniu.

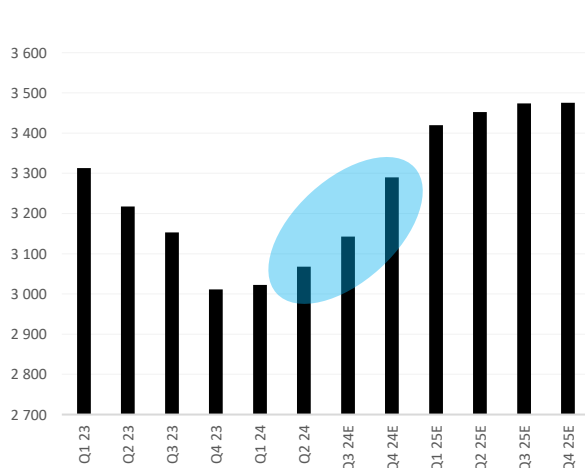
Aktywa z kategorii relacje z klientami wykazywane na bilansie spółki [PLN m]



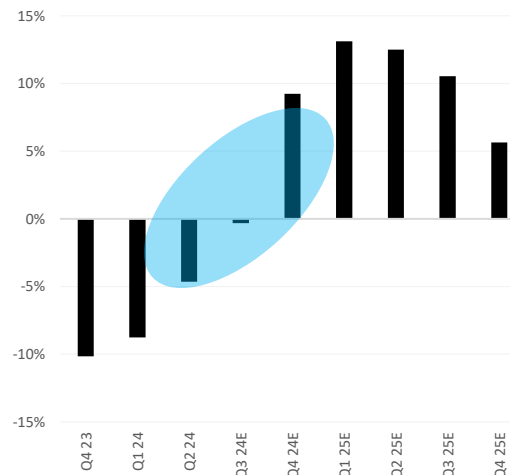
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. LTM oraz nasze założenia na kolejne okresy

EBITDA skor. LTM [PLN mln]



EBITDA skor. LTM zmiana r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

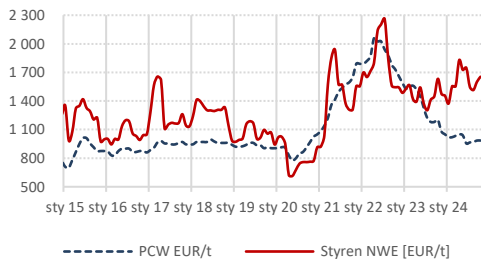
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DECORA

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	62,2	P/E	9,8	8,0	7,9	8,0
MC [mln PLN]	656,0	EV/EBITDA	7,0	5,3	5,0	4,9
		EV/EBIT	8,5	6,6	6,2	6,0
		P/BV	2,2	1,9	1,7	1,6

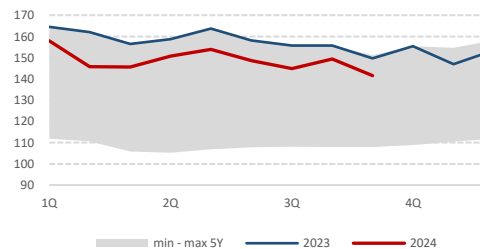
- **Otocznik rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 3Q'24 spadł o -6% r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Ceny PCV nadal pozostają na wyraźnie spadkowej trajektorii, natomiast od 2H'23 odbiły ceny styrenu.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Oferta spółki skoncentrowana została na grupie asortymentowej Flooring (77% przychodów ogółem w 2023 roku). Decora w ubiegłym roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC), co pozwoliło zaoferować pełen asortyment własnej produkcji (podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe).
- **Wstępne wyniki 3Q'24.** Według wstępnych danych w 3Q'24 spółka miała 153 mln PLN przychodów (+6% r/r), 33,8 mln PLN EBITDA (+9% r/r) oraz 21,8 mln PLN zysku netto (+29% r/r) – oczekiwaliśmy odpowiednio 150 / 33,8 / 22,0 mln PLN. W 3Q'24 koniunktura na rynku materiałów budowlanych pozostawała nadal słaba, nie sprzyjał także mocny PLN (zarówno do EUR jak i walut koszyka CEE), jednocześnie sezonowo 3Q jest zwykle wyższy sprzedażowo niż 2Q, co znalazło potwierdzenie także w tym roku. Marży sprzyjały dalsze spadki PCV oraz słaby USD (marża na towarach handlowych).
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka ma nadal potencjał do budowy udziałów rynkowych (nowe moce produkcyjne) a sam produkt (podłogi winylowe) zyskuje na popularności. Jednocześnie baza na marżowości na kolejne kwartały robi się już coraz bardziej wymagająca. Spółka odczuwa także wzrost kosztów SG&A. Trudno określić finał postępowania UOKiK wyjaśniającego podejrzenie zawarcia porozumienia spółki ze sprzedawcami swoich produktów w kwestii cen i kanałów dystrybucji.

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)



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

Wstępne wyniki za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24W	zmiana r/r	3Q'24P	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	144,9	153,1	5,6%	150,0	2,1%	439,6	447,8	1,9%	570,9	583,1	2,1%	623,9	7,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,7	62,6	10,3%	61,8	1,2%	157,7	187,3	18,8%	209,6	241,6	15,3%	248,7	2,9%
Zysk na sprzedaży	25,7	27,6	7,4%	28,1	-1,9%	64,8	85,2	31,5%	84,2	105,5	25,2%	104,2	-1,3%
EBITDA	31,0	33,8	8,9%	33,8	-0,1%	78,1	99,9	28,0%	103,2	125,5	21,7%	126,5	0,8%
EBIT	26,2	27,6	5,4%	28,1	-1,9%	64,9	82,6	27,2%	84,1	102,4	21,8%	102,7	0,3%
Zysk brutto	22,7	27,1	19,4%	27,2	-0,4%	64,1	81,5	27,1%	86,1	101,0	17,4%	102,8	1,8%
Zysk netto	16,9	21,8	28,8%	22,0	-1,0%	50,4	66,4	31,8%	66,9	82,2	22,8%	83,3	1,3%
Marża brutto ze sprzedaży	39,1%	40,9%		41,2%		35,9%	41,8%		36,7%	41,4%		39,9%	
Marża na sprzedaży	17,7%	18,0%		18,7%		14,7%	19,0%		14,8%	18,1%		16,7%	
marża EBITDA	21,4%	22,1%		22,5%		17,8%	22,3%		18,1%	21,5%		20,3%	
marża EBIT	18,1%	18,0%		18,7%		14,8%	18,4%		14,7%	17,6%		16,5%	
marża netto	11,7%	14,2%		14,7%		11,5%	14,8%		11,7%	14,1%		13,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	45,1	P/E	4,2	4,2	3,8	3,9
MC [mln PLN]	375,5	EV/EBITDA	3,3	3,6	2,4	2,0
		EV/EBIT	3,7	4,1	2,7	2,2
		P/BV	0,7	0,6	0,5	0,5

- **Backlog.** Portfel po 2Q'24 w segmencie budowlanym wynosił 657 mln PLN (vs 687 mln PLN po 1Q'24 oraz 885 mln PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji to 1 171 mld PLN (vs 1 547 mln PLN po 1Q'24 oraz 1 507 mln PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 91%. W 2Q'24 spółka obserwowała pogłębienie tendencji spadkowych w ilości ofertowanych i pozyskiwanych projektów.
- **Budownictwo.** W 3Q'24 zakładamy, że spółka pokaże nieco wyższe przychody q/q, ale niższe r/r. Zakładamy niższą rentowność r/r (w 2023 roku działań efekt przeszacowania marż w górę przy poprawie otoczenia kosztowego, obecnie w portfelu są już głównie kontrakty z trudniejszego rynku pod kątem konkurencji).
- **Deweloperka.** W 3Q'24 sprzedano 138 lokali oraz przekazano 28 lokali (vs 140 rok temu). Zakładamy wyższą średnią cenę r/r i wyższą marżowość. Po 3Q'24 spółka obniżyła plan przekazania do 340 lokali (po 1-3Q'24 jest to 196 lokali), co ma przełożyć się na 250 mln PLN przychodów (poprzednio 400 mln PLN), tłumacząc to m.in. niższą bieżącą sprzedażą na projektach premium, które oddawane są w tym roku.
- **Produkcja.** W ostatnich kwartałach spółka koncentrowała się na poprawie efektywności i pozyskaniu nowych klientów. Baza, szczególnie na marży, nie jest wymagająca – oczekujemy wyraźniej poprawy wyników r/r segmentu w 3Q' i 4Q'24.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka w ostatnich kwartałach prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 3Q'24 zakładamy stratę na poziomie -8 mln PLN (-5 mln PLN w 2Q'24, -16 mln PLN w 3Q'23).
- **Podsumowanie.** zakładamy w 3Q'24 360,9 mln PLN przychodów, 18,0 mln PLN EBIT (budownictwo: +18 mln PLN, deweloper: +6 mln PLN, produkcja: +2 mln PLN, pozostałe: -8 mln PLN, w 3Q'23 było to odpowiednio: +31 / +22 / 0 / -16 mln PLN) oraz 12,0 mln PLN zysku netto (-63% r/r). W całym 2024 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,5 mld PLN przychodów, 114 mln PLN EBIT (w tym 68 mln PLN deweloper – głównie w tym obszarze obniżone zostały nasze oczekiwania vs poprzednie prognozy) oraz 89 mln PLN zysku netto.
- W końcówce września spółka otrzymała decyzję UCS określającą wysokość zobowiązania podatkowego spółki z tytułu CIT za 2019 rok w kwocie 22,6 mln PLN (potwierdzenie wcześniejszego wyniku kontroli). Spółka nie zgadza się z dokonaną oceną i wniosła odwołanie. Zarząd wskazał, że zdarzenie pozostaje bez wpływu na sytuację finansową spółki.

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	496,1	360,9	-27,2%	1 065,7	1 048,2	-1,6%	1 568,8	1 514,7	-3,5%	1 671,4	10,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	66,4	42,4	-36,2%	156,6	145,1	-7,3%	225,8	219,6	-2,8%	252,9	15,2%
Zysk na sprzedaży	41,4	18,0	-56,5%	86,2	64,9	-24,7%	127,8	111,5	-12,7%	135,1	21,2%
EBITDA	42,3	21,6	-48,9%	89,5	78,8	-12,0%	132,1	127,8	-3,2%	150,5	17,8%
EBIT	38,4	18,0	-53,0%	77,1	66,9	-13,1%	115,9	113,5	-2,1%	135,1	19,0%
Zysk brutto	39,2	15,0	-61,8%	73,5	70,4	-4,2%	116,9	113,9	-2,6%	124,1	9,0%
Zysk netto	32,3	12,0	-62,9%	57,8	54,8	-5,2%	89,3	89,6	0,3%	99,3	10,8%
Marża brutto ze sprzedaży	13,4%	11,7%		14,7%	13,8%		14,4%	14,5%		15,1%	
Marża na sprzedaży	8,4%	5,0%		8,1%	6,2%		8,1%	7,4%		8,1%	
marża EBITDA	8,5%	6,0%		8,4%	7,5%		8,4%	8,4%		9,0%	
marża EBIT	7,7%	5,0%		7,2%	6,4%		7,4%	7,5%		8,1%	
marża netto	6,5%	3,3%		5,4%	5,2%		5,7%	5,9%		5,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DIGITAL NETWORK

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	45,0	P/E	8,8x	8,9x	8,5x
Kapitalizacja [PLN m]	187,5	EV/EBITDA	5,2x	4,2x	3,6x
EV [PLN m]	173,2	P/BV	7,6x	6,0x	5,2x

Data publikacji raportu za Q2 2024 2024-11-29

Prognoza wyników na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody	16,89	18,75	11,0%	57,7	70,3	21,7%
EBITDA	10,64	11,46	7,7%	30,8	37,0	20,5%
EBIT	8,04	8,30	3,2%	20,4	25,2	23,8%
Przychody finansowe	0,23	0,75	223,2%	1,6	4,9	209,3%
Koszty finansowe	0,40	0,58	44,0%	1,5	2,1	37,3%
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	7,23*	0,00	-100,0%	7,2	0,2	-96,6%
Wynik brutto	15,09	8,46	-43,9%	27,6	28,2	2,2%
Wynik netto	11,87	6,85	-42,2%	23,0	22,6	-1,9%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	10,82	5,69	-47,4%	19,7	19,0	-3,6%

* przypominamy, że w Q3 2023 spółka rozpoznała zysk ze sprzedaży naEkranie

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

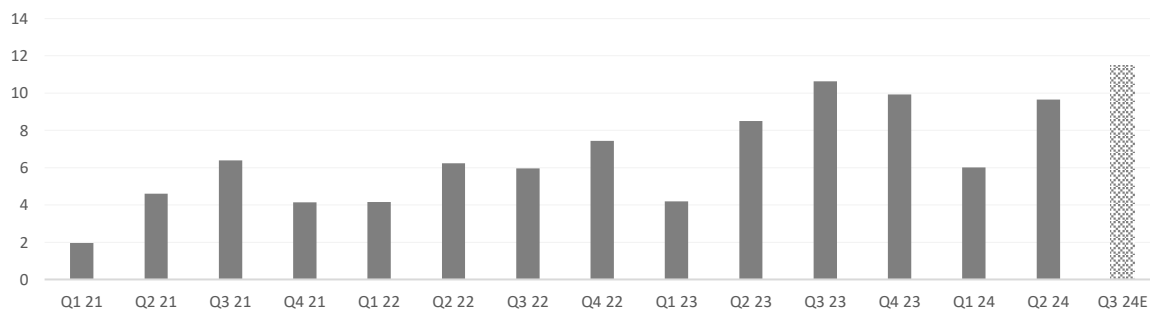
Rynek reklamy zewnętrznej w H1 2024 wykazał bardzo mocne odczyty. W naszym podejściu na Q3 2024 staramy się uwzględnić wysoka bazę porównawczą z Q3 2023 roku. Tym samym spodziewamy się, że okres Q3 2024 w relacji r/r może wskazać na najmniejsze dynamiki wzrostu (na tle innych kwartałów bieżącego roku).

Spodziewamy się, że przychody Digital Network w Q3 2024 wyniosły blisko 18,75 mln PLN (+11% r/r). Na poziomie EBITDA w Q3 2024 nasza symulacja wskazuje na odczyt niemal 11,5 mln PLN (+7,7% r/r). Po Q3 2024 odczyt EBITDA LTM według naszych założeń może wynosić 37 mln PLN (+20,5% r/r).

Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom w Q3 2024 spodziewamy się odczytu bliskiego 5,7 mln PLN. W ujęciu LTM wynik netto przypisany akcjonariuszom zakładamy na poziomie 19 mln PLN.

Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, że dynamika przychodów spółki w Q4 może być bliska +15% r/r. W takim scenariuszu nasza symulacja na cały 2024 rok wskazuje na możliwość wypracowania wyniku netto bliskiego odczytowi za 2023 rok (z uwzględnieniem zysku ze sprzedaży naEkranie).

Historyczne odczyty EBITDA oraz nasze założenia na Q3 2024 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

DOM DEVELOPMENT

Data publikacji raportu za 3Q'24 – 2024-11-19

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	192,0	P/E	10,7	8,8	7,5
MC [mln PLN]	4 934	EV/EBITDA	8,5	6,9	5,9
		EV/EBIT	8,8	7,1	6,1
		P/BV	3,4	2,9	2,6

- W 3Q'24 spółka sprzedała 1 156 lokali (491 w Warszawie, 242 w Trójmieście, 274 we Wrocławiu, 149 w Krakowie). Jest to odczyt 7% wyższy niż w 3Q'23 oraz 23% wyższy q/q. Po 1-3Q'24 spółka sprzedała 3 110 lokale (vs 2 926 rok wcześniej).
- Przekazania w 3Q'24 wyniosły 598 lokali (+63 lokali r/r; 263 Warszawa, 140 Trójmiasto, 78 Wrocław, 117 Kraków). W Warszawie spółka najwięcej lokali przekazywała m.in. w projektach Urbino i Przystanek Międzylesie (lokale z niższej półki cenowej spółki). W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projekcie Widoki (Rumia), w Krakowie głównie Górka Narodowa a we Wrocławiu Osiedle Komedy.
- Spodziewamy się w 3Q'24 przychodów na poziomie 441 mln PLN (+35% r/r, średnia cena lokalu może być niższa q/q ze względu na duży udział segmentu popularnego, ale równocześnie wyraźnie wyższa r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 31,8% (vs 31,4% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 14% wyższym r/r (w 1H'24 dynamika wyniosła +17% r/r) oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 69 mln PLN a wynik netto na 57 mln PLN.
- W 2024 roku spodziewamy się uzyskania wyższej r/r liczby przekazania (w 2023 roku spółka przekazała 3,8 tys lokali, plan na 4Q'24 zakłada ukończenie blisko 2,7 tys lokali dla klienta detalicznego (w 1-3Q'24 przekazano 2,2 tys lokali) – przy czym część standardowo może z 4Q'24 przesunąć się na początek kolejnego roku. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że wspierać marżę w kolejnych kwartałach powinny lokale sprzedane w 2023 z wyższymi cenami (przy czym należy pamiętać punktowo o mixie sprzedażowym).
- Konsensus Bloomberg dla zysku netto na lata 2024/25 kształtuje się na poziomie 552 / 602 mln PLN (vs 557 / 605 mln PLN vs w lipcu).

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	325,9	441,2	35,4%	1 600,4	1 810,8	13,1%	2 550,3	3 184,6	24,9%	3 480,8	9,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	102,3	140,3	37,1%	499,9	579,1	15,8%	815,1	1 000,9	22,8%	1 114,2	11,3%
Zysk na sprzedaży	41,8	71,3	70,7%	320,5	371,7	16,0%	570,4	715,5	25,4%	821,2	14,8%
EBITDA	49,2	75,3	53,1%	330,4	373,0	12,9%	578,9	720,9	24,5%	838,2	16,3%
EBIT	44,2	69,3	56,6%	315,3	355,1	12,6%	558,2	696,9	24,9%	813,2	16,7%
Zysk brutto	47,8	71,5	49,6%	329,6	359,9	9,2%	573,3	703,7	22,8%	831,0	18,1%
Zysk netto	37,7	57,2	51,6%	260,3	288,2	10,7%	460,2	563,3	22,4%	664,8	18,0%
Marża brutto ze sprzedaży	31,4%	31,8%		31,2%	32,0%		32,0%	31,4%		32,0%	
Marża na sprzedaży	12,8%	16,2%		20,0%	20,5%		22,4%	22,5%		23,6%	
marża EBITDA	15,1%	17,1%		20,6%	20,6%		22,7%	22,6%		24,1%	
marża EBIT	13,6%	15,7%		19,7%	19,6%		21,9%	21,9%		23,4%	
marża netto	11,6%	13,0%		16,3%	15,9%		18,0%	17,7%		19,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24
Sprzedaż	915	816	895	1 130	1 084	1 032	856	1 094	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156
Warszawa	497	603	581	659	600	548	389	628	385	448	414	491	488	345	402	455	422	408	491
Trójmiasto	220	147	303	345	342	332	304	285	236	203	161	193	180	282	374	275	267	233	242
Wrocław	198	66	11	126	142	152	116	109	84	92	87	91	119	194	189	145	203	176	274
Kraków	0	0	0	0	0	0	47	72	53	58	41	56	127	110	116	105	119	126	149
Sprzedaż PRS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0
Przekazania	549	692	692	1 173	1 366	556	599	811	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598
Warszawa	430	500	195	682	906	295	141	456	829	465	241	386	907	181	136	704	526	562	263
Trójmiasto	38	189	315	382	150	127	394	301	179	369	141	389	205	375	272	193	293	63	140
Wrocław	81	3	182	109	310	134	23	3	1	235	24	130	109	59	119	331	45	3	78
Kraków	0	0	0	0	0	0	41	51	85	15	14	163	129	33	8	70	57	88	117

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 2Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2024

PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ	
III kw.	Osiedle Urbino 1 faza 2	Warszawa	180	wrz.24	Osiedle Jagiellońska 55 faza 2	Warszawa	137	paź.24
	Widoki etap 1 faza 1	Gdańsk	92	wrz.24	Osiedle Jagiellońska 55 faza 3	Warszawa	45	paź.24
	Osiedle Zielna etap 3 faza 2	Wrocław	72	wrz.24	Beauforta etap 2 faza 2	Gdańsk	87	paź.24
	Osiedle Komedy faza 5	Wrocław	115	wrz.24	Perspektywa etap 1 faza 7	Gdańsk	204	paź.24
					Osiedle Przystanek Międzylesie faza 2	Warszawa	108	lis.24
IV kw.					Osiedle Wilno VII faza 1	Warszawa	60	lis.24
					Osiedle Wilno VII faza 2	Warszawa	126	lis.24
					Apartamenty Białej Koniczyny faza 2	Warszawa	71	lis.24
					Osiedle Przy Alejach faza 1	Warszawa	122	lis.24
					Literacka faza 1	Warszawa	100	lis.24
					Dynamika etap 1 faza 3	Gdańsk	114	lis.24
					Konstelacja etap 1 faza 3	Gdańsk	51	lis.24
					Braniborska 80 faza 1	Wrocław	187	lis.24
					Apartamenty Nad Rzeką	Wrocław	152	lis.24
					Międzyleska faza 1	Wrocław	159	lis.24
					Górka Narodowa 3 faza 3	Kraków	147	lis.24
					29. Aleja faza 1	Kraków	151	lis.24
					Metro Zachód 5 PRS	Warszawa	163	gru.24
					Metro Zachód 11 faza 3	Warszawa	89	gru.24
					Urbino etap 2 faza 1	Warszawa	139	gru.24
				Osiedle Przy Bloniach etap 3 faza 1	Gdańsk	124	gru.24	
				Osiedle Zielna etap 3 faza 1	Wrocław	123	gru.24	
				Osiedle Zielna etap 3 faza 3	Wrocław	7	gru.24	
				Osiedle Harmonia	Wrocław	173	gru.24	

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Wyniki i prognozy według segmentów [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P
Przychody ze sprzedaży	727,0	601,8	320,2	770,3	822,0	452,5	325,9	949,9	705,9	663,7	441,2
Warszawa	591,0	267,6	162,9	384,1	576,9	163,2	126,0	617,6	382,4	533,5	237,3
Wrocław	1,1	93,7	12,1	70,2	50,6	29,8	61,9	157,6	29,0	9,2	46,8
Gdańsk	82,3	162,8	58,3	227,5	123,4	241,5	134,0	130,6	261,2	64,4	84,0
Kraków	52,7	77,7	87,0	88,5	71,1	18,0	4,1	44,0	33,2	56,6	73,1
Zysk brutto ze sprzedaży	233,8	171,7	85,2	265,1	257,4	140,1	102,3	315,2	239,9	198,9	140,3
Warszawa	203,5	84,5	56,5	149,7	186,5	47,7	40,2	226,6	114,1	159,5	75,9
Wrocław	2,1	26,5	4,2	14,4	11,7	4,5	9,8	26,0	7,9	2,4	13,1
Gdańsk	29,3	59,8	21,6	92,7	52,3	84,7	52,9	52,5	109,3	21,7	31,5
Kraków	-1,3	0,9	2,8	8,4	7,0	3,3	-0,6	10,1	8,7	15,3	19,7
SG&A	50,2	60,8	56,6	66,2	58,8	60,0	60,5	65,3	67,6	70,8	69,0
Zysk na sprzedaży	183,5	110,9	28,6	198,9	198,7	80,1	41,8	249,9	172,3	128,1	71,3
Saldo PPO/PKO	-9,7	-2,2	-1,1	-7,4	-1,4	-6,4	2,5	-6,9	-0,7	-13,8	-2,0
EBITDA	178,0	113,0	31,5	195,5	201,7	79,5	49,2	248,5	177,6	120,2	75,3
EBIT	173,9	108,6	27,5	191,5	197,3	73,7	44,2	242,9	171,6	114,2	69,3
Saldo finansowe	-4,1	-6,5	-2,4	1,9	-3,6	-7,2	-3,6	-0,7	-0,1	-2,5	-2,2
Zysk brutto	178,0	115,1	29,9	189,7	200,9	81,0	47,8	243,6	171,7	116,7	71,5
Zysk netto	141,7	94,0	23,6	150,9	158,8	63,8	37,7	200,0	137,2	93,8	57,2
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-319,9	282,9	-10,9	276,9	-200,0
Dług netto	-118,7	-170,9	14,5	85,6	-66,9	-203,2	353,0	257,1	253,8	6,0	317,1
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	28,5%	26,6%	34,4%	31,3%	31,0%	31,4%	33,2%	34,0%	30,0%	31,8%
Warszawa	34,4%	31,6%	34,7%	39,0%	32,3%	29,2%	31,9%	36,7%	29,8%	29,9%	32,0%
Wrocław	197,9%	28,3%	35,0%	20,4%	23,1%	14,9%	15,9%	16,5%	27,3%	25,9%	28,0%
Gdańsk	35,7%	36,8%	37,1%	40,7%	42,4%	35,1%	39,5%	40,2%	41,8%	33,8%	37,5%
Kraków	-2,4%	1,1%	3,3%	9,5%	9,9%	18,1%	-15,0%	23,1%	26,1%	27,0%	27,0%
Marża zysku na sprzedaży	25,2%	18,4%	8,9%	25,8%	24,2%	17,7%	12,8%	26,3%	24,4%	19,3%	16,2%
S&GA/przychody	6,9%	10,1%	17,7%	8,6%	7,2%	13,3%	18,6%	6,9%	9,6%	10,7%	15,6%
Marża EBITDA	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%	15,1%	26,2%	25,2%	18,1%	17,1%
Marża EBIT	23,9%	18,1%	8,6%	24,9%	24,0%	16,3%	13,6%	25,6%	24,3%	17,2%	15,7%
Marża zysku netto	19,5%	15,6%	7,4%	19,6%	19,3%	14,1%	11,6%	21,1%	19,4%	14,1%	13,0%

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 36,7 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 28 października 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	34,9	P/E	15,6	6,3	10,3	8,9
MC [mln PLN]	347,9	EV/EBITDA	8,3	6,1	6,2	5,6
		EV/EBIT	9,4	6,6	6,8	6,2
		P/BV	3,3	2,6	2,5	2,2

- **Backlog.** Po 2Q'24 portfel wynosił 644 mln PLN (+3% r/r, -1% q/q). Na ostatniej konferencji wynikowej spółka sygnalizowała, że widzi ożywienie w podaży kontraktów w większości segmentów, w których ofertuje. Spółka pozyskuje wiele kontraktów poniżej progu raportowania (kilka – kilkanaście mln PLN). Na ten moment wartość portfela spółki jest relatywnie dobra na tle części konkurencji, co ogranicza ryzyko konieczności walki cenowej ze strony spółki.
- **Prognoza na 3Q'24.** Spółka weszła w fazę budowlaną kontraktu na perymetrię na rzece Bug, co wpłynie na istotną poprawę przychodów q/q. W ujęciu r/r spodziewamy się porównywalnej sprzedaży (rok temu istotne były przychody z segmentu Trakcji, które teraz są marginalne). Zakładamy nieco niższy r/r poziom rentowności (na poziomie pomiędzy 1Q' a 2Q'24). Na EBIT widoczny może być wpływ wyższych kosztów SG&A, ale z drugiej strony rok temu spółka odnotowała istotnie ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej. Spodziewamy się 17,1 mln PLN EBIT vs 14,8 mln PLN rok temu. Zakładamy wzrost zysku netto do 12,6 mln PLN (vs 9,7 mln PLN rok temu).
- **Pozycja gotówkowa.** Spółka na koniec 2Q'24 miała 4 mln PLN długu netto. Spodziewamy się wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy w 3Q'24, spółka wypłaciła także dywidendę. Sezonowego sptywu gotówki spodziewamy się w 4Q'24/1Q'25.
- **Prognoza średnioterminowa.** Oczekujemy silnej przychodowo końcówki roku w związku z realizacją prac budowlanych na perymetrii (szczegóły umowy: [link](#)). Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 551 mln PLN przychodów oraz 55,1 mln PLN zysku netto (na prognozy wpływ ma księgowy zysk na poziomie 18,2 mln PLN z utraty kontroli nad Zeusem ujęty w 1Q'24). Zakładamy porównywalny wynikowo 2025 rok (bez uwzględnienia one-off'a z Zuesa).

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	183,2	182,5	-0,4%	409,0	356,1	-12,9%	546,9	551,1	0,8%	555,5	0,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,5	25,6	-7,1%	62,4	51,6	-17,3%	76,1	78,9	3,7%	79,9	1,2%
Zysk na sprzedaży	22,3	17,1	-23,5%	46,0	28,0	-39,2%	50,8	45,2	-11,0%	43,9	-2,8%
EBITDA	15,8	18,2	14,6%	40,4	36,8	-8,8%	38,7	55,2	42,7%	48,5	-12,0%
EBIT	14,8	17,1	15,3%	37,1	33,7	-9,3%	34,2	50,9	48,7%	43,9	-13,7%
Zysk brutto	14,1	15,6	10,7%	36,2	47,2	30,6%	32,3	63,7	97,4%	41,6	-34,7%
Zysk netto	9,7	12,6	29,8%	26,7	41,7	56,4%	22,4	55,1	146,3%	33,7	-38,9%
Marża brutto ze sprzedaży	15,0%	14,0%		15,3%	14,5%		13,9%	14,3%		14,4%	
Marża na sprzedaży	12,2%	9,3%		11,2%	7,9%		9,3%	8,2%		7,9%	
marża EBITDA	8,6%	9,9%		9,9%	10,3%		7,1%	10,0%		8,7%	
marża EBIT	8,1%	9,3%		9,1%	9,5%		6,3%	9,2%		7,9%	
marża netto	5,3%	6,9%		6,5%	11,7%		4,1%	10,0%		6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *w 1Q'24 ujęta dekonsolidacja spółki Zeus z wpływem na wyniku brutto na poziomie +18,2 mln PLN (w tym +2,5 mln PLN na linii EBIT)

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ENTER AIR**(Kupuj, TP 71,0 PLN/akcję)**

Rekomendacja z dnia 29 października 2024 r.

			2022	2023
Kurs [PLN]	62,2	P/E	6,5	15,6
MC [mln PLN]	1 091,2	EV/EBITDA	5,1	5,8
		EV/EBIT	10,0	14,3
		P/BV	6,8	3,1

Dzięki silnemu popytowi na usługi przewoźnika, 3Q'23 przyniósł rekordową ilość wykonywanych operacji powietrznych (+8% r/r), co według naszych szacunków przełożyło się również na najlepszy wynikowo kwartał w historii spółki. W najbardziej intensywny okres w roku, spółka wkroczyła z flotą na poziomie 35 samolotów (22 samoloty Boeing 737-800, 9 maszyn 737 MAX 8 oraz 4 wet-lease). Uwzględniając m.in. spadek cen paliwa lotniczego i umocnienie PLN szacujemy, że w omawianym okresie Enter Air wypracował 1,2 mld PLN przychodów (+13,5% r/r), z czego 97,5% stanowiły usługi lotnicze (1 184,0 mln PLN, +13,5% r/r), a za resztę odpowiadała sprzedaż pokładowa (30,8 mln PLN, +11,4% r/r).

Przypominamy, że w porównywalnym okresie 3Q'23, opóźnienia w dostawie zakontraktowanych samolotów wymusiły na spółce konieczność wynajmu dodatkowych samolotów, co wiązało się z dodatkowym kosztem na poziomie 35 mln PLN. Na ostatniej konferencji wynikowej, zarząd podkreślił, że tym wysokim sezonie nie musiał się posiłkować dodatkowym wet-leasem.

Mając powyższe na uwadze jak i fakt spadku cen paliwa lotniczego w tym okresie, oczekujemy spadku proporcji zużycia materiałów i energii oraz usług obcych w relacji do przychodów, co powinno przełożyć się na znaczącą poprawę marży r/r. Pragniemy jednak zauważyć, że w wysokim sezonie spółka zahedgowała ok. połowę ekspozycji na paliwo, stąd pozytywne zmiany cen tego surowca zostaną częściowo zniwelowane w części finansowej (szacujemy wpływ na poziomie ok. -22 mln PLN).

Według naszych kalkulacji, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł 198,2 mln PLN (188,9 mln PLN – usługi lotnicze, 9,3 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA prognozujemy 249,7 mln PLN (+29,5% r/r). Oczekujemy solidnego wyniku z JV (Chair + Fly4) w 3Q'24 na poziomie ok. 9 mln PLN oraz wspomnianego negatywnego wpływu wykorzystywanego zabezpieczenia cen paliwa na wyniki spółki. Ponadto mając na uwadze wzrost floty r/r zakładamy wyższy poziom kosztów odsetek z leasingów. W związku z pozytywnym wpływem różnic kursowych (ok. 62 mln PLN), szacujemy że spółka w 3Q'24 wygenerowała 183,3 mln PLN zysku netto. Po oczyszczeniu wyniku o różnice kursowe i wycenę SWAP oczekujemy zysku netto na poziomie ok. 143,0 mln PLN (+37,8% r/r).

Według naszych prognoz, na przestrzeni 3Q'24 spółce udało się wypracować rekordowe wyniki, co odbieramy pozytywnie.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r
Przychody	1 070,6	1 214,8	13,5%
Usługi lotnicze	1 042,9	1 184,0	13,5%
Sprzedaż pokładowa	27,6	30,8	11,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	142,3	198,2	39,3%
Usługi lotnicze	133,2	188,9	41,8%
Sprzedaż pokładowa	8,3	9,3	11,4%
EBITDA	192,8	249,7	29,5%
EBIT	128,6	179,7	39,7%
Wynik netto	56,9	183,3	222,2%
Wynik netto adj.*	133,9	121,0	-9,7%
Wynik netto adj.**	103,7	143,0	37,8%
Marża brutto ze sprzedaży	13,3%	16,3%	
Marża EBITDA	18,0%	20,6%	
Marża EBIT	12,0%	14,8%	
Marża zysku netto	5,3%	15,1%	
Marża zysku netto adj.*	12,5%	10,0%	
Marża zysku netto adj.**	9,7%	11,8%	

Źródło: BDM S.A., spółka; *oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

;**- oczyszczone o wpływ różnic kursowe i wycenę SWAP

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

ERBUD

Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	33,2	P/E	39,6	24,1	11,6	10,4
MC [mln PLN]	396,1	EV/EBITDA	6,5	4,9	3,9	3,9
		EV/EBIT	18,5	8,7	6,8	6,5
		P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7

- **Backlog.** Portfel grupy po 2Q'24 wyniósł 2,81 mld PLN (rok temu 2,43 mld PLN a po 1Q'24 3,03 mld PLN). Za wzrost poprawę portfela w ujęciu r/r odpowiada głównie segment kubatury w kraju. Natomiast najniższy od ponad czterech lat jest portfel w Onde.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2Q'24 spółka odnotowała pozytywny wynik na sprzedaży (po raz pierwszy od 2Q'23). Pomogła w tym m.in. odbudowa marży w segmencie krajowej kubatury. Zwracamy uwagę, że baza wynikowa z 3Q'23 jest zawyżona na poziomie EBIT/netto przez wygraną sprawę z B. Millennium.
- **Prognoza na 3Q'24.** W 3Q'24 spodziewamy się, że spółka (siódmy kwartał z rzędu) odnotuje spadek przychodów r/r do 764 mln PLN (istotny spadek przede wszystkim w Onde). Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży powinna być nieco lepsza q/q oraz istotnie wyższa w ujęciu r/r. Zakładamy EBIT na poziomie 14,5 mln PLN (vs 41,8 mln PLN rok wcześniej, przy czym +38,3 mln PLN wniosła wtedy sprawa z B. Millennium): kubatura: +0,5 mln PLN, OZE: +10,7 mln PLN, drogi: -2,0 mln PLN, przemysł: +8,4 mln PLN, moduły: -3,1 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje 6,0 mln PLN zysku.
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2024 nadal jest nadal trudny od strony podaży kontraktów dla kubatury w Polsce, aczkolwiek zakładamy dodatni wynik segmentu vs duża strata rozpoznana w 2023 (zakończenie słabych kontraktów). Spółka nadal pokłada duże nadzieje w obszarze modułów, liczymy na pojawienie się lekkiego zysku EBIT w samym 4Q'24. W obszarze przemysłowym zakładamy niższy wynik r/r w 2024 (w 2023 spółka miała dobrą marżę zagranicą, co może być trudne do powtórzenia). Słabszy w 2024 r/r wynik zakładamy w Onde (niski backlog, słaby wynik w drogach).

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	865,0	764,4	-11,6%	2 447,2	2 097,9	-14,3%	3 234,4	2 931,4	-9,4%	3 151,0	7,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,6	69,4	22,7%	177,0	171,0	-3,4%	209,1	249,7	19,4%	275,0	10,1%
Zysk na sprzedaży	-9,5	14,5	---	9,6	11,8	23,4%	-1,7	35,9	---	51,4	43,3%
EBITDA	51,2	24,2	-52,7%	79,3	56,5	-28,7%	57,0	89,6	57,1%	109,2	21,9%
EBIT	41,8	14,5	-65,4%	52,0	26,2	-49,6%	20,1	50,3	150,4%	62,4	24,1%
Zysk brutto	97,8	11,2	-88,6%	89,1	17,7	-80,2%	50,5	39,0	-22,7%	52,3	34,1%
Zysk netto	67,6	6,0	-91,1%	57,7	0,4	-99,2%	10,0	15,4	54,0%	34,0	120,9%
Marża brutto ze sprzedaży	6,5%	9,1%		7,2%	8,2%		6,5%	8,5%		8,7%	
Marża na sprzedaży	-1,1%	1,9%		0,4%	0,6%		-0,1%	1,2%		1,6%	
marża EBITDA	5,9%	3,2%		3,2%	2,7%		1,8%	3,1%		3,5%	
marża EBIT	4,8%	1,9%		2,1%	1,2%		0,6%	1,7%		2,0%	
marża netto	7,8%	0,8%		2,4%	0,0%		0,3%	0,5%		1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ESOTIQ & HENDERSON

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	46,8	P/E	14,2	11,0	8,1
MC [mln PLN]	104,5	EV/EBITDA	3,9	4,0	3,6
		EV/EBIT	7,6	8,8	7,1
		P/BV	1,7	1,7	1,5

Miesięczne dane sprzedażowe sugerują sprzedaż jednostkową na poziomie 79,0 mln PLN. Spodziewamy się, że po uwzględnieniu spółki niemieckiej przychody osiągną poziom ok. 80,7 mln PLN. Oznacza to spadek sprzedaży o -1,8% r/r, natomiast szacujemy wzrost marży brutto ze sprzedaży z 61,3% w 3Q'23 do 63,5% w 3Q'24. Nadal, najszybciej rosnącym segmentem powinna pozostać sprzedaż internetowa. Liczymy na wysokie kilkanaście procent wzrostu przychodów z tego kanału.

Spodziewamy się, że w 3Q'24 spółka odnotuje po raz kolejny wzrost kosztów operacyjnych. Jest to związane z jednej strony ze wzrostem płacy minimalnej, jaka miała miejsce w lipcu'24, a z drugiej strony z intensywnym rozwojem spółki, jaki w tym roku ma miejsce. Spółka wprowadziła do sprzedaży nową markę **bloovi** dla młodszych klientek, pracuje nad rozwojem internetowych kanałów sprzedaży i usprawnieniami informatycznymi. Spodziewamy się, że wpłynie to na wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. W 3Q'24 prognozujemy wzrost kosztów SG&A o +9% r/r. Implikuje to zysk operacyjny na poziomie 3,3 mln PLN (vs 6,3 mln PLN rok wcześniej). Spadek EBITDA nie jest aż tak duży ze względu na wzrost amortyzacji po uruchomieniu sklepu autonomicznego. Zysk EBITDA szacujemy na 7,8 mln PLN (-22,3% r/r).

Na działalności finansowej spodziewamy się utrzymania kosztów finansowych w okolicach 1 mln PLN. W 3Q'23 wyniosły one 1,4 mln PLN, na co wpływ miał rozliczony w tamtym okresie program motywacyjny. Na poziomie netto spodziewamy się zysku w wysokości 1,8 mln PLN (-53,7% r/r).

Zwracamy uwagę na bardzo wysoki poziom zapasów, jaki spółka odnotowała na koniec 2Q'24. W związku z brakiem problemów z łańcuchami dostaw spodziewamy się, że w 3Q'24 poziom ten zostanie obniżony poniżej 70 mln PLN.

Rok 2024 w spółce postrzegamy jako okres inwestycji i rozwoju. Nowy zarząd wdraża rozwiązania, które wyraźnie mają odbicie we wzroście sprzedaży, natomiast muszą spowodować przejściowy wzrost kosztów.

Prognozy wyników na 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	82,1	80,7	-1,8%	275,5	291,9	6,0%
Wynik brutto na sprzedaży	50,3	51,2	1,8%	178,0	195,6	9,9%
EBITDA	10,0	7,8	-22,3%	31,6	32,7	3,7%
EBIT	6,3	3,3	-47,3%	16,0	14,8	-7,6%
Zysk brutto	4,8	2,2	-55,1%	9,2	11,0	20,1%
Zysk netto	3,8	1,8	-53,7%	7,4	9,5	28,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	61,3%	63,5%		64,6%	67,0%	
Marża EBITDA	12,2%	9,7%		11,5%	11,2%	
Marża EBIT	7,6%	4,1%		5,8%	5,1%	
Marża zysku netto	4,6%	2,2%		2,7%	3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

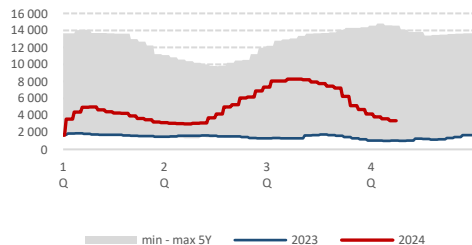
Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

FERRO

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	33,4	P/E	10,6	9,9	9,4	8,5
MC [mln PLN]	709,5	EV/EBITDA	6,8	6,7	6,4	5,7
		EV/EBIT	8,0	7,8	7,4	6,6
		P/BV	1,6	1,6	1,4	1,3

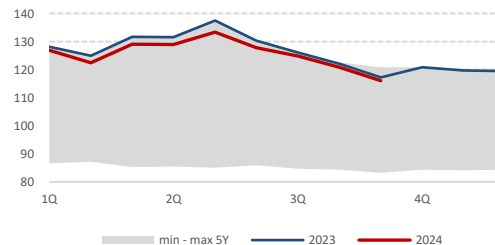
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 3Q'24 spadł o -1% r/r. Koszty frachtu po górcie na początku 3Q'24 zaczęły w kolejnych tygodniach się obniżać. Ceny miedzi, cynku i aluminium wyrażone w USD są wyższe r/r (co częściowo rekompensuje silny PLN), niższe są ceny stali. Mocny PLN vs EUR i waluty CEE nie sprzyja przychodom z eksportu.
- Wyniki za ostatnie okresy.** Od 3Q'23 (dość późno na tle innych spółek z branży ze względu na relatywnie długi cykl rotacji zapasów) spółka weszła w okres pozytywnej r/r dynamiki EBITDA na bazie poprawy otoczenia kosztowego. Spółka odczuwa jednocześnie nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w CEE w zakresie remontów, istotny spadek popytu na pompy ciepła w Polsce).
- Prognoza na 3Q'24.** Spodziewamy się, że w 3Q'24 przychody mogą być minimalnie niższe r/r (silny PLN nie jest korzystny przy dużej ekspozycji na eksport). Natomiast na poziomie EBITDA spodziewamy się, że tańsze zapasy będą jeszcze sprzyjać budowaniu marży, ale bardziej niż w poprzednich okresach może być odczuwalny wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny. Zakładamy minimalny wzrost EBITDA do 35,2 mln PLN (z 35,1 mln PLN w 3Q'23). Na poziomie netto spodziewamy się 21,7 mln PLN (vs 21,1 mln PLN rok temu). Spodziewamy się przyrostu długu netto w 2H'24 (dywidenda + odbudowa zapasów).
- Prognoza średnioterminowa.** Ferro w 2H'22 przedstawiło strategię do 2026 roku. Celem zarządu jest wypracowanie w 2026 roku 1,4 mld PLN przychodów oraz 193 mln PLN EBITDA. W okresie 2021-2023 roku spółka miała po ok. 120 mln PLN EBITDA, 2024 rok zapowiada się podobnie. Oceniamy, że bez ewentualnej akwizycji spółce ciężko będzie dowieźć cele ze strategii. W średnim terminie może pomóc poprawa sytuacji konsumenta. Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu w obszarze SEE. Termet powinien być także beneficjentem odroczonego popytu na źródła ciepła w Polsce i rozszerzenia oferty na eksport.

Koszt frachtu z Chin do portów ARA [USD/40ft]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen kategorii instalacje/ogrzewanie na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	212,6	207,7	-2,3%	602,7	587,1	-2,6%	803,2	789,7	-1,7%	841,0	6,5%
EBITDA	35,1	35,2	0,5%	88,3	91,2	3,3%	117,8	120,0	1,8%	123,4	2,8%
EBIT	30,6	30,9	1,3%	75,5	78,4	3,8%	100,1	102,8	2,7%	106,2	3,3%
Zysk brutto	26,8	27,9	4,1%	64,2	69,9	8,8%	82,8	91,7	10,7%	97,2	6,0%
Zysk netto	21,1	21,7	2,8%	51,2	55,0	7,4%	67,0	71,8	7,1%	75,7	5,5%
marża EBITDA	16,5%	17,0%		14,7%	15,5%		14,7%	15,2%		14,7%	
marża EBIT	14,4%	14,9%		12,5%	13,4%		12,5%	13,0%		12,6%	
marża netto	9,9%	10,4%		8,5%	9,4%		8,3%	9,1%		9,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FOREVER ENTERTAINMENT

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	3,9	P/E adj.	8,9	15,0	12,9
MC [mln PLN]	106,1	EV/EBITDA adj.	6,8	11,6	10,7
		EV/EBIT	7,1	14,6	11,0
		P/BV	2,7	2,5	2,2

3Q'24 dla Forever Entertainment był okresem bez większych wydarzeń, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na generowane przez spółkę wyniki. Pod koniec września wydano „Night Slashers: Remake” na konsole (NS, PS, Xbox) oraz PC, jednak zakładamy, że większy efekt wynikowy tego tytułu pojawi się dopiero w 4Q'24. Umocnienie PLN i panująca wysoka konkurencja na rynku nie pomagała w monetyzacji gier z backcatalogue. Postępujące prace nad dużymi tytułami (Donkey Kong, Care Bear) pozwoliły na utrzymanie stabilnych wpływów z segmentu produkcji gier na zlecenie. Mając powyższe na uwadze oczekujemy regresji przychodów ze sprzedaży zarówno r/r (-15%) jak i q/q (-32%) do 6,3 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, że w 3Q'24 spółce udało się wypracować 7,0 mln PLN (-23% r/r, z czego ok. 0,7 mln PLN to zmiana stanu produktów).

Mając na uwadze regresję przychodów oczekujemy, że obniżeniu uległ poziom wypacanych tantiem dla deweloperów i właścicieli IP, co przełożyło się na spadek usług obcych. Spodziewamy się również niższych q/q kosztów wynagrodzeń. Na poziomie wyniku EBITDA prognozujemy 1,1 mln PLN (+2% r/r). Według naszych kalkulacji przychody finansowe z odsetek sięgną ok. 0,2 mln PLN. Szacujemy, że zysk netto w omawianym okresie wyniósł ok. 1,0 mln PLN (+11% r/r).

Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy neutralnie. Prognozowane przez nas wyniki implikują nieznaczny progresję r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto. Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich kwartalnikach, kluczowy dla tegorocznych wyników będzie 4Q'24, w którym oprócz debiutu „Care Bear” (24.10) liczymy, na premiery długo wyczekiwanych remaków (m.in. „THotD2” czy „FM3”).

„Donkey Kong Country Returns HD”

- Podczas czerwcowej konferencji Nintendo Direct, zaprezentowany został pierwszy materiał marketingowy zapowiadający premierę gry "Donkey Kong Country Returns HD".
- Gra jest produkowana przez Forever Entertainment na zlecenie Nintendo Co. Ltd. i zostanie wydana przez Nintendo.
- "Donkey Kong Country Returns HD" to oficjalna nazwa gry o kryptonimie "Tytuł 1".
- Warunki finansowe umowy zawartej przez spółkę z Nintendo w zakresie produkcji gry nie odbiegają od standardów rynkowych stosowanych w tego typu umowach.
- Premiera gry będzie miała miejsce 16.01.2025.

„Care Bear: To The Rescue”

- Premiera gry będzie miała miejsce 24.10.2024 r. na platformach NS i PC.
- Wersje na konsole PlayStation i Xbox zostaną wydane później w tym roku.
- Cena gry = 14,99 USD/ EUR.

Dywidenda – na przestrzeni września spółka wypłaciła 1,6 mln PLN zysku za 2023 r. w formie dywidendy (DPS = 0,06 PLN).

W związku z oczekiwanym przesunięciem kilku premier na 2025 r. (m.in. „Panzer Dragon 2” czy „Thief Simulator 2”), obniżamy nasze prognozy na 2024 r.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	9,1	7,0	-22,7%	36,7	40,0	9,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	1,1	-57,8%	8,8	9,8	11,3%
EBITDA	1,1	1,1	1,6%	7,5	10,0	33,3%
EBITDA adj.	1,1	1,1	1,6%	9,1	10,0	10,4%
EBIT	1,0	1,0	2,6%	7,2	9,7	34,5%
Zysk netto	0,9	1,0	10,8%	5,9	8,2	39,6%
Zysk netto adj.	0,9	1,0	10,8%	7,1	9,4	32,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,2%	15,4%		24,0%	24,5%	
Marża EBITDA	11,9%	15,6%		20,5%	25,1%	
Marża EBITDA adj.	11,9%	15,6%		24,7%	25,1%	
Marża EBIT	11,1%	14,7%		19,7%	24,3%	
Marża zysku netto adj.	10,1%	14,5%		16,0%	20,5%	
Marża zysku netto	10,1%	14,5%		19,3%	23,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

HUUUGE GAMES**Kupuj, TP 35,2/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 kwietnia 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	16,8	P/E adj.	6,0	3,5	-
MC [mln PLN]	1 012,5	EV/EBITDA adj.	2,2	1,6	-
		EV/EBIT	4,7	1,8	-
		P/BV	1,6	1,8	-

Po stopniowym wzroście bazy użytkowników na przestrzeni 3Q'23-1Q'24 za sprawą zwiększania nakładów na akwizycję użytkowników, 2Q'24 wraz z wyhamowaniem dynamiki UA wykazał się spadkowym DAU flagowych tytułów spółki. Ograniczenie wydatków na kampanie marketingowe 3Q'24 przełożyło się na dalszą erozję bazy użytkowników, co w połączeniu z brakiem poprawy innych kluczowych KPIs wpłynęło na regresję przychodów do poziomu 58,3 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -18% r/r i -8% q/q). Analizując dane z portalu Sensor Tower można było oczekiwać takiej skali regresji płatności, stąd szacunkowy odczyt przedstawiony przez spółkę na początku października nie stanowi dla nas zaskoczenia. Według naszych kalkulacji przychody z flagowych gier HUUUGE wyniosły 57,1 mln USD w 3Q'24, co oznacza spadek o 17% r/r i 8% q/q. Pozostałe gry wraz z „Traffic Puzzle” wygenerowały strumień płatności na poziomie ok. 0,9 mln USD (-47% r/r). Zakładamy, że udział kanału DTC (Webshop) w tym okresie wzrósł z ok. 12% w 2Q'24 do ok. 12,7%.

Po sukcesywnym podnoszeniu wydatków na marketing od początku 2023 r., oczekujemy, że 3Q'24 przyniesie znaczący spadek w tym obszarze. Redukcja nakładów na UA wynika z przesunięcia harmonogramu wdrożenia nowych funkcjonalności do flagowych produktów z przełomu 2/3Q'24 na 4Q'24. Spodziewamy się, że poziom wydatków reklamowych sięgnął ok. 8,8 mln USD (-19% r/r), co w relacji do przychodów stanowi ok. 15%.

Liczymy również, na utrzymanie dyscypliny kosztowej w innych obszarach, w tym w szczególności wynagrodzeń. Mając powyższe na uwadze, jak i dalszy wzrost płatności przechodzących przez kanał DTC, zakładamy delikatną poprawę q/q marżowości mobilnego dewelopera. W całym 3Q'23 prognozujemy spadek skoryg. EBITDA do ok. 18,9 mln USD (-30% r/r, -3% q/q). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ok. 1,3 mln PLN zysku. Liczymy, że spółce uda się w 3Q'24 wypracować ok. 15,0 mln USD skoryg. zysku netto (-36% r/r).

Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Mimo znaczącego spadku przychodów, poprawa marżowości wynikająca z ograniczenia UA i utrzymania dyscypliny kosztowej pozwoliła na utrzymanie zbliżonych wyników q/q. Liczymy jednak, że planowane do wprowadzenia zmiany w 4Q'24 przełożą się na odczuwalną regresję przychodów.

Nowa inwestycja – w sierpniu'24 HUUUGE zainwestował (do 1,5 mln USD płatne w transzach, aktualnie dokonano płatności pierwszej transzy = 0,5 mln USD) w Empire Games ([LINK](#)), małe studio, które będzie funkcjonować jako nowy zewnętrzny zespół, wspierając działania na rzecz organicznego rozwoju.

Google Privacy Sandbox – prawdopodobnie zostanie wprowadzone w 4Q'24 bądź w 2025 r.

Akt o Rynkach Cyfrowych UE - w 2Q'24 spółka zaakceptowała nowe warunki i prowizji App Store dla rynków UE. Oczekuje, że dzięki temu wygeneruje nieznaczne oszczędności kosztowe na opłatach prowizyjnych.

Podsy - dwie testowe premiery (MVP / tech launch) planowane są na 2H'24.

M&A - obecnie M&A ma wyższy priorytet niż kolejny buy-back. Spółka uważa, że obecnie jest dobry okres dla M&A, wyceny są niskie, co może pozwolić na znalezienie interesującego podmiotu do przejęcia.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln USD]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	71,2	58,3	-18,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,6	42,3	-16,3%
EBITDA	24,7	18,1	-26,5%
EBITDA skoryg.	27,0	18,9	-30,0%
EBIT	22,5	16,2	-28,2%
Zysk brutto	22,9	17,5	-23,7%
Zysk netto	18,7	14,2	-24,0%
Zysk netto skoryg.	23,4	15,0	-36,0%
Marża EBITDA	34,7%	31,1%	
Marża EBITDA skoryg.	38,0%	32,4%	
Marża EBIT	31,7%	27,8%	
Marża zysku netto	26,2%	24,3%	
Marża zysku netto skoryg.	32,8%	25,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

INSTAL KRAKÓW**Kupuj, TP 50,0 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	37,9	P/E	7,8	7,8	5,7	5,4
MC [mln PLN]	276,1	EV/EBITDA	4,4	5,2	3,2	2,7
		EV/EBIT	5,0	5,9	3,5	3,0
		P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7

Spółka zaprezentowała już jednostkowe wstępne wyniki za 3Q'24 (obejmują one działalność budowlaną w Polsce i zagranicą, deweloperkę, najem i działalność pozostałą). Przychody wyniosły 31,5 mln PLN, EBITDA 1,3 mln PLN a zysk netto 1,0 mln PLN. Rok wcześniej w analogicznym okresie spółka miała 71,2 mln PLN przychodów oraz 6,8 mln PLN EBITDA. Niższe wyniki mogą być pochodną głównie spadku przychodów w segmencie budowlanym oraz niższej liczby przekazanych mieszkań.

Jednostkowe, wstępne wyniki za 3Q'24 [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24W
Przychody	38,6	49,5	46,4	99,8	67,4	55,1	71,2	104,1	102,4	35,4	31,5
EBITDA	1,0	2,5	5,3	20,4	5,7	1,0	6,8	27,3	26,3	3,0	1,3
Wynik brutto	0,9	5,1	5,9	21,6	5,6	2,0	6,3	27,7	26,8	3,6	1,3
Wynik netto	0,7	4,4	4,7	17,0	4,4	1,6	5,1	23,4	21,7	3,0	1,0
przekazane mieszkania	18	28	22	108	43	36	30	117	151	22	b.d.
Marża EBITDA	2,6%	5,1%	11,4%	20,4%	8,4%	1,8%	9,6%	26,3%	25,7%	8,4%	4,2%
Marża zysku netto	1,8%	8,9%	10,2%	17,1%	6,6%	2,9%	7,1%	22,5%	21,2%	8,4%	3,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W wynikach skonsolidowanych ujmowany jest jeszcze Frapol. W ostatnich latach generował on średnio ok. 30-40 mln PLN przychodów kwartalnie (ostatnie kwartały są słabsze ze względu na spadek popytu z bud. jednorodzinne). Zakładamy, że na poziomie skonsolidowanym Instal pokaże w 3Q'24 ok. 56 mln PLN przychodów i 1,1 mln PLN zysku netto.

Istotniejsze przychody w segmencie deweloperskim powinny pojawić się w 4Q'24 (rozpoczęcie przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III – w sumie 200 lokali). Na 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (100 lokali), którego finisz zaplanowany jest na początek 2025. Spółka rozpoczęła także pierwszą inwestycję w rejonie ul. Golikówka (projekt Albatrosów obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów).

Warto podkreślić, że od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym (ostatnie duże kontrakty dla PGE i PGNiG kończyły się 2H'23), co wpływa negatywnie na bieżące przychody tego segmentu.

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	104,3	55,6	-46,7%	288,2	240,4	-16,6%	418,3	333,5	-20,3%	398,0	19,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	23,0	15,6	-32,3%	54,7	70,2	28,3%	87,2	91,7	5,2%	112,7	22,9%
Zysk na sprzedaży	8,5	1,0	-88,1%	17,3	29,2	69,4%	38,7	41,4	7,0%	60,8	46,8%
EBITDA	9,6	2,4	-75,0%	21,0	33,7	60,3%	48,1	47,3	-1,7%	66,5	40,7%
EBIT	8,2	1,0	-87,7%	16,7	29,6	77,3%	42,4	41,8	-1,4%	60,8	45,4%
Zysk brutto	7,7	1,5	-81,1%	17,1	31,7	85,7%	43,4	43,7	0,7%	62,2	42,3%
Zysk netto	5,9	1,1	-81,6%	12,8	25,4	98,7%	35,3	35,3	0,1%	48,5	37,5%
Marża brutto ze sprzedaży	22,0%	28,0%		19,0%	29,2%		20,8%	27,5%		28,3%	
Marża na sprzedaży	8,1%	1,8%		6,0%	12,2%		9,3%	12,4%		15,3%	
marża EBITDA	9,2%	4,3%		7,3%	14,0%		11,5%	14,2%		16,7%	
marża EBIT	7,9%	1,8%		5,8%	12,3%		10,1%	12,5%		15,3%	
marża netto	5,7%	2,0%		4,4%	10,6%		8,4%	10,6%		12,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY**Akumuluj, TP 569,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 28 marzec 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	681,0	P/E	12,2	12,1	11,8	10,6
MC [mln PLN]	6 571,8	EV/EBITDA	8,6	8,9	8,1	7,5
		EV/EBIT	10,9	11,6	10,6	9,6
		P/BV	3,5	3,5	3,4	3,2

Wyniki 3Q'24

- Finalne wyniki za 3Q'24 wykazały kilkuprocentowe odchylenie w dół wobec szacunków pokazanych przez zarząd we wrześniu. EBITDA wyniosła 252,8 mln PLN (-2% r/r, -4% vs szac.) a zysk netto 147,5 mln PLN (-19% r/r, -6% vs szac.)
- Segmenty. Wzrost EBITDA w SSA zarówno r/r, jak i q/q, chociaż już nie tak imponujący jak w poprzednich kwartałach (plus przez wrzesień konsolidowany był Selt). Porównywalny z 2Q'24 wynik w SOG (lepiej r/r). Stabiej r/r i q/q w SWW. W ujęciu wolumenowym dynamiki r/r: SWW: +9%, SSA: +5%, SOG: +1%.
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +1,1 mln PLN w 3Q'24 (vs +2,6 mln PLN rok temu). Efektywna stopa podatku 20% (vs 12% rok temu).
- Dług netto wzrósł do 1,27 mld PLN. CF operacyjny na poziomie +82 mln PLN w 3Q'24 (wyraźnie słabiej vs poprzednie kwartały). CAPEX wg cash flow 228 mln PLN w 1-3Q'24, zakup Selt za 390 mln PLN.
- Outlook na 4Q'24: W obszarze budownictwa zarząd nadal nie widzi sygnałów poprawy koniunktury, co przekłada się na zaostrzenie walki konkurencyjnej na rynku europejskim. W sprzedaży opakowań okres przedświąteczny sprzyja zwiększonej konsumpcji dóbr FMCG (zapotrzebowanie na opakowania może być wyższe o kilka pkt proc. vs 3Q'24). Sezonowo grudzień charakteryzuje się mniejszym popytem ze względu na planowane postoje produkcyjne u klientów.
- Prognoza roczna. Wykonanie prognozy zarządu na 2024 na poziomie EBITDA po 1-3Q'24 wynosi 77,4%. Zarząd podtrzymuje prognozę wyników rocznych (945 mln PLN EBITDA), ale wskazuje, że może ona zostać nie wykona w całości. Zarząd zwraca uwagę na rosnącą presję rynkową, w szczególności w SWW. Odchylenie na poziomie EBITDA może wynieść wg bieżących szacunków zarządu do -5% vs zakładane 945 mln PLN (czyli min. niecałe 900 mln PLN, na konferencji wynikowej zarząd wskazał, że oczekuje raczej wyniku >900 mln PLN).
- Estymujemy w 4Q'24 177 mln PLN EBITDA (SSA/SWW/SOG/inne: 96 / 39 / 47 / -5 mln PLN), co daje wynik roczny na poziomie 908 mln PLN. W końcówce roku powinna zostać przedstawiona strategia na kolejne lata. W 2025 roku prognozujemy niecałe 1,0 mld PLN EBITDA, wzrost zakładamy na bazie i) konsolidacja Selt w całym roku (w I-VIII'24 spółka miała 46 mln PLN EBITDA, w samym IX'24 dołożyła ok 5 mln PLN), ii) nieznaczna poprawa warunków rynkowych w SWW (głównie w 2H'25). Wzrost przychodów'25 to pochodna konsolidacji Selt oraz wyższych cen aluminium.

Wyniki za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24W	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	1 312,1	1 355,4	3,3%	1 360,0	-0,3%	4 023,5	3 895,7	-3,2%	5 218,6	5 189,4	-0,6%	5 856,0	12,8%
Zysk na sprzedaży	210,3	197,9	-5,9%	---	---	554,6	570,4	2,9%	662,9	690,9	4,2%	760,9	10,1%
EBITDA	257,4	252,8	-1,8%	263,0	-3,9%	698,0	731,1	4,7%	868,0	908,4	4,7%	995,2	9,6%
EBIT	212,9	199,1	-6,5%	213,0	-6,5%	565,0	578,7	2,4%	687,4	698,8	1,7%	760,9	8,9%
Zysk brutto	205,2	184,5	-10,1%	195,0	-5,4%	521,8	536,1	2,7%	622,2	638,3	2,6%	693,4	8,6%
Zysk netto	181,0	147,5	-18,5%	157,0	-6,1%	467,8	464,1	-0,8%	539,1	546,6	1,4%	560,8	2,6%
Marża na sprzedaży	16,0%	14,6%	---	---	---	13,8%	14,6%	---	12,7%	13,3%	---	13,0%	---
marża EBITDA	19,6%	18,7%	---	19,3%	---	17,3%	18,8%	---	16,6%	17,5%	---	17,0%	---
marża EBIT	16,2%	14,7%	---	15,7%	---	14,0%	14,9%	---	13,2%	13,5%	---	13,0%	---
marża netto	13,8%	10,9%	---	11,5%	---	11,6%	11,9%	---	10,3%	10,5%	---	9,6%	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA**Kupuj, TP 21,26/akcję**

Rekomendacja z dnia 15 lipca 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	17,9	P/E	6,8x	5,3x	4,8x
Kapitalizacja [PLN m]	355	EV/EBITDA	4,0x	2,7x	2,1x
EV [PLN m]	279	EV/EBIT	4,5x	3,1x	2,4x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-11-14				

Spodziewamy się, że po wyjątkowo mocnym odczycie za pierwsze półrocze 2024 roku również Q3 2024 wskaże na wysoką dynamikę poprawy wyników spółki w ujęciu r/r na poziomie skor. EBITDA oraz netto.

W założeniach na Q3 2024 przyjęliśmy symboliczny wzrost wpływów z emisji (+0,9% r/r) oraz istotny wzrost przychodów z reklamy (+21% r/r). W omawianym okresie przyjęliśmy istotne ograniczenie działalności o niskiej marży związanej ze sprzedażą licencji (było to już widoczne w Q1 i Q2 2024). Łączne przychody spółki za Q2 2024, według naszej prognozy, mogą wynieść 68,3 mln PLN.

W naszej symulacji uwzględniamy lepsze odczyty wynikowe we wszystkich kluczowych segmentach spółki. Łącznie założona przez nas poprawa wyników w relacji r/r dla Stopklatka i Zoom TV wynosi 2,1 mln PLN. W segmencie Filmbox dzięki lepszym wpływom z reklamy założyliśmy wzrost wyniku o 0,1 mln PLN r/r (pomimo płaskich wpływów z emisji). W Q3 2024 zakładamy powrót przychodów segmentu produkcja kanałów do pułapu bliskiego 2 mln PLN (przypominamy, że w Q2 2024 spółka zasygnalizowała jednorazowe opóźnienie rozliczenia wyniku działalności tego obszaru).

W omawianym kwartale spodziewamy się wzrostu odczytu skor. EBITDA do 16,9 mln PLN (+12,6% r/r). Na poziomie EBIT nasza symulacja zakłada odczyt 14,4 mln PLN (+16,8% r/r). W ujęciu LTM nasza symulacja wskazuje na odczyt skor. EBITDA w okolicy 92,4 mln PLN (+28,4% r/r) i EBIT blisko 82,5 mln PLN (+23,6% r/r). Na poziomie netto prognozujemy za Q3 2024 odczyt równy 12 mln PLN (+37% r/r), co w ujęciu LTM powinno przełożyć się na wartość 67,7 mln PLN (+30% r/r).

Prognoza wyników na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody	69,9	68,3	-2,4%	295,2	303,0	2,6%
Emisja	36,6	37,0	0,9%	151,8	150,4	-0,9%
Reklama	21,7	26,4	21,3%	106,6	128,5	20,6%
Sprzedaż licencji	9,8	2,4	-75,0%	29,9	15,6	-47,9%
Produkcja kanałów	0,9	2,0	123,5%	3,6	6,9	91,5%
Inne	0,9	0,5	-45,4%	3,3	1,6	-50,7%
Koszty operacyjne	-57,1	-53,4	-6,4%	-230,2	-222,1	-3,5%
Pozostałe saldo dz. operacyjnej **	-0,6	-0,5	-14,7%	1,7	1,5	-11,8%
EBITDA skor.*	15,0	16,9	12,6%	71,9	92,4	28,4%
EBIT	12,3	14,4	16,8%	66,8	82,5	23,6%
Saldo finansowe	0,3	0,4	34,6%	-0,2	1,1	-541,3%
Wynik brutto	12,6	14,8	17,2%	66,5	83,6	25,7%
Podatek dochodowy	-3,9	-2,8	-27,6%	-14,5	-15,9	10,1%
Wynik netto	8,7	12,0	37,0%	52,0	67,7	30,0%

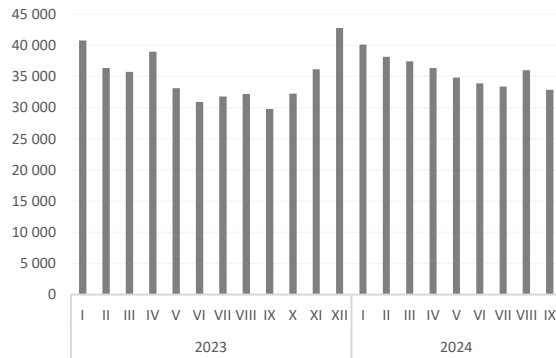
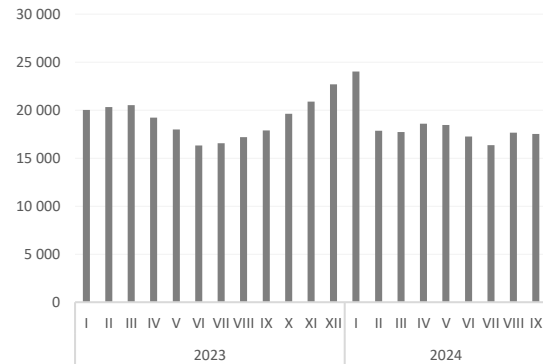
* EBITDA skor. obliczona przez BDM liczona jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż podaje spółka w raportach).

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 2023 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 0,69 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

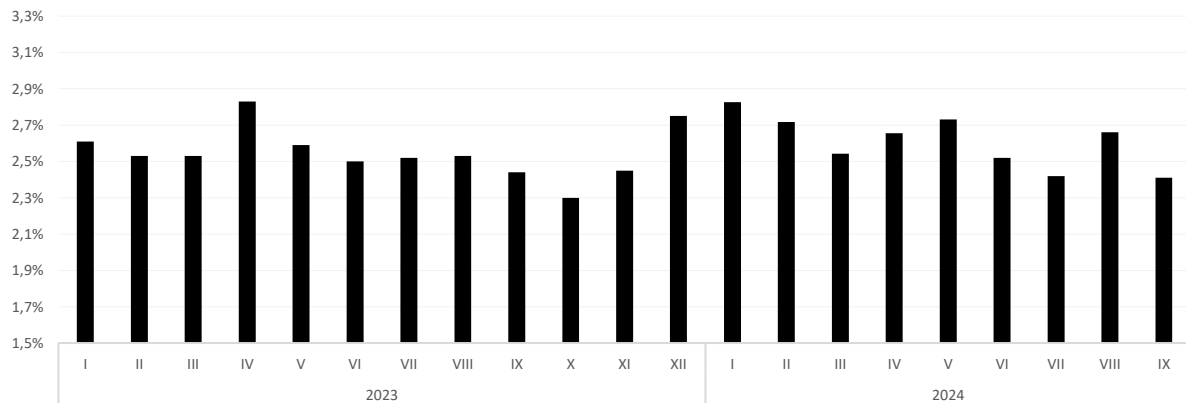
Średni udział kanałów grupy Kino Polska w widowni komercyjnej w Q3 2024 był zbliżony do danych z Q3 2023 roku i wyniósł blisko 2,50% (SHR All 16-59, Consolidated Live +2d. + OOH). Podobna dynamika w ujęciu r/r miała miejsce w Q2 2024.

Odczyty wskaźnika ATS dla Stopklatka

Odczyty ATS dla Zoom TV


ATS – średni spędzony czas. Średni czas oglądania telewizji przez wszystkie osoby, który włączyły telewizor. Wskaźnik wyrażony w godzinach i minutach.

Spółka zmieniła dotychczasowe raportowanie dot. oglądalności z ujęcia "live" na dane skonsolidowane z uwzględnieniem 2-dniowego przesunięcia w czasie oraz danych OOH.

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

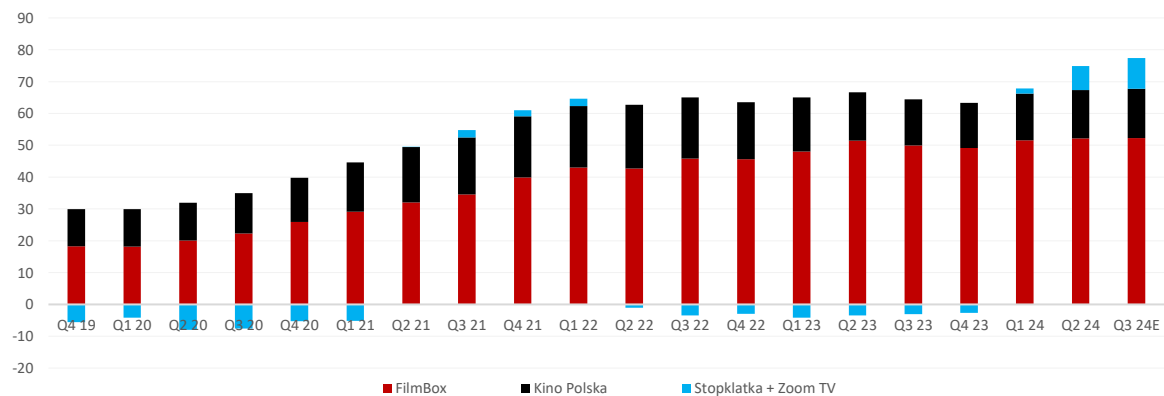
Odczyty SHR dla anten spółki


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

Dane obejmują sumę oglądalności dla Stopklatka, Zoom TV, Kino Polska, Kino Polska, Kino TV i Kino Polska Muzyka.

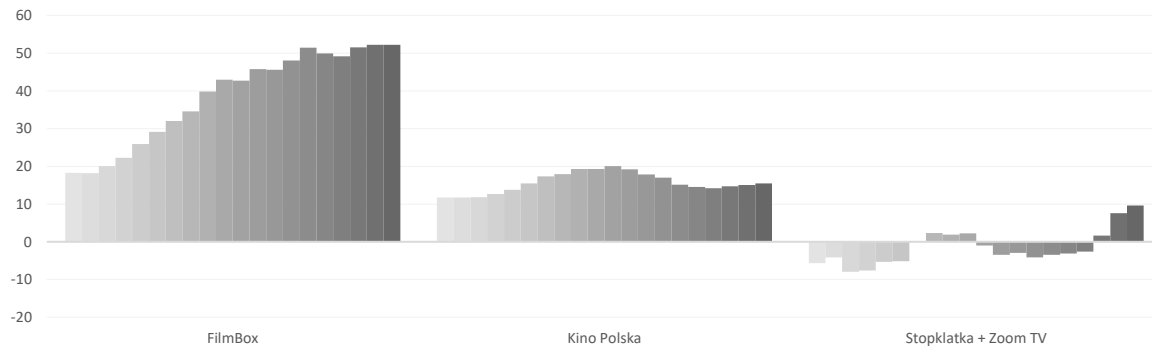
Spółka zmieniła dotychczasowe raportowanie dot. oglądalności z ujęcia "live" na dane skonsolidowane z uwzględnieniem 2-dniowego przesunięcia w czasie oraz danych OOH.

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

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w KPL w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q3 2024 [PLN m]


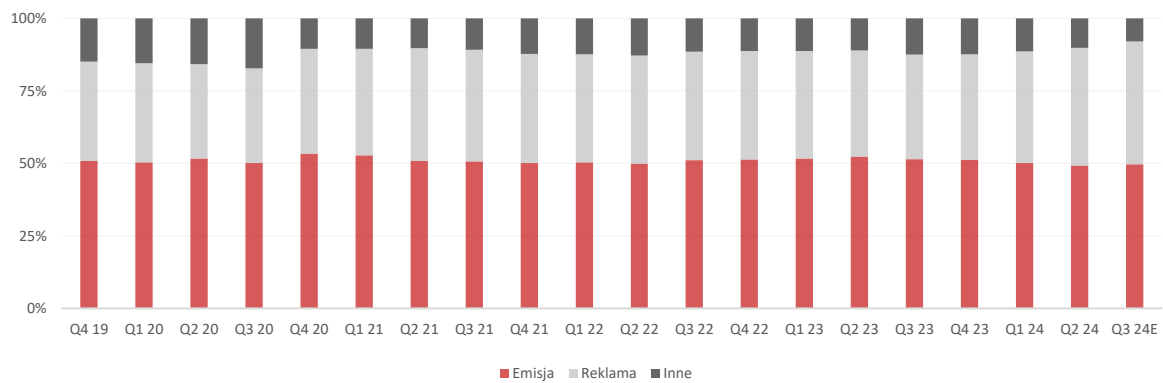
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q3 2024E w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna struktura przychodów w KPL w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q3 2024 [% ogółu przychodów]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

MIRBUD**Redukuj, TP 11,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 2 września 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	11,2	P/E	7,6	9,2	9,7	8,2
MC [mln PLN]	1 031,2	EV/EBITDA	4,3	4,1	4,9	4,4
		EV/EBIT	4,6	4,6	5,8	5,2
		P/BV	1,3	1,1	1,0	0,9

- **Backlog.** Portfel spółki po 2Q'24 wynosi 6,09 mld PLN vs 4,78 mld PLN po 1Q'24 oraz 4,82 mld PLN rok wcześniej. Backlog po 3Q'24 wynosi 8,10 mld PLN. Na przestrzeni całego 3Q'24 portfel wzrósł o 2,00 mld PLN q/q (m.in. podpisano istotne kontrakty z GDDKiA). Z potencjalnego pipeline wypadł kontrakt na szpital w Gliwicach (unieważnienie przetargu).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała dość udany okres dla marży w budowlance w 3Q'23-1Q'24. W 2Q'24 rentowność istotnie jednak spadła. Outlook zarządu z ostatniej konferencji wynikowej nie wskazywał, by oczekiwana była istotna poprawa marży w segmencie budowlanym (negatywny wpływ kontraktu na S1, osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części innych kontraktów drogowych, trudniejsza sytuacja w pozyskaniu zleceń w bud. kubaturowym).
- **Prognoza na 3Q'24.** Postęp zaawansowania kontraktów (wg strony internetowej spółki) wskazuje w naszej ocenie na porównywalny poziom przychodów q/q (tym samym także delikatny spadek r/r). Spodziewamy się nieco lepszej marży vs 2Q'24, ale niższych poziomów r/r. W 3Q'24 przekazano 139 lokali (vs 88 rok temu), co powinno wspierać wyniki skonsolidowane. Zakładamy, że segment najmu będzie miał neutralny wynik na poziomie brutto ze sprzedaży (vs +9 mln PLN rok temu). Podsumowując w 3Q'24 spodziewamy się 826,1 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej po wyłączeniach (-5% r/r). Na poziomie marży brutto oczekujemy podobnego poziomu r/r (spadek w budowlane i najmie amortyzowany przez efekt wyższej kontrybucji segmentu deweloperskiego). Na EBIT oczekujemy 44 mln PLN a na poziomie netto 31 mln PLN zysku. Spodziewamy się lekko dodatniego CF operacyjnego.
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2024 roku zakładamy 3,42 mld PLN przychodów oraz 135 mln PLN zysku netto. W przyszłym roku spodziewamy się większych przychodów, ale głównie z naciskiem na 2H'25, kiedy powinny wystartować prace budowlane na przetargach pozyskanych z GDDKiA w 2024 roku. Natomiast istotnie niższa r/r może być kontrybucja segmentu deweloperskiego, co będzie negatywnie wpływać na wynik netto. Zakładamy, że 2026 roku spółka zacznie pokazywać pierwsze przychody z segmentu kolejowego.

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	872,4	826,1	-5,3%	2 067,6	2 288,5	10,7%	3 322,4	3 423,1	3,0%	3 662,4	7,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	74,1	70,1	-5,4%	174,2	213,8	22,7%	335,7	312,5	-6,9%	299,9	-4,0%
Zysk na sprzedaży	48,2	44,3	-8,2%	107,2	140,1	30,6%	240,1	209,9	-12,6%	185,6	-11,6%
EBITDA	48,0	49,7	3,4%	115,1	146,2	27,0%	242,6	218,9	-9,8%	215,0	-1,8%
EBIT	43,3	44,3	2,3%	101,3	130,3	28,7%	223,9	197,7	-11,7%	183,1	-7,4%
Zysk brutto	33,3	38,3	15,0%	70,3	106,7	51,8%	170,2	168,0	-1,3%	159,1	-5,3%
Zysk netto	27,5	31,0	12,7%	56,3	85,3	51,5%	135,4	135,0	-0,3%	127,3	-5,7%
Marża brutto ze sprzedaży	8,5%	8,5%		8,4%	9,3%		10,1%	9,1%		8,2%	
Marża na sprzedaży	5,5%	5,4%		5,2%	6,1%		7,2%	6,1%		5,1%	
marża EBITDA	5,5%	6,0%		5,6%	6,4%		7,3%	6,4%		5,9%	
marża EBIT	5,0%	5,4%		4,9%	5,7%		6,7%	5,8%		5,0%	
marża netto	3,2%	3,8%		2,7%	3,7%		4,1%	3,9%		3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE**Kupuj, TP 4,85/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P*	2025P*	2026P*	Analzyk:
Kurs [PLN]	4,6	P/E	4,5	10,5	9,8	9,6	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	343,7	EV/EBITDA	1,5	3,3	2,8	2,5	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	1,8	4,8	4,1	3,5	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,2	1,1	1,1	1,1	

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

- Backlog.** Portfel grupy po 2Q'24 (a dokładnie po sierpniu) wynosił 676 mln PLN (-2% r/r, +17% r/r). Ostatni odczyt to pierwszy wzrost w ujęciu q/q od 1Q'22 (wtedy backlog wynosił rekordowe 1 188 mln PLN). Spółka odbudowała portfel przede wszystkim w obszarze działalności montażowej, natomiast niskie są jego poziomy w budownictwie ogólnym i konstrukcjach maszynowych.
- Wyniki za ostatnie okresy.** Mostostal Zabrze miał serię bardzo mocnych wyników kwartałów w okresie 2022-23. Relatywnie mocna była jeszcze marża w 1Q'24 (wspierane przez rozliczenia starszych kontraktów). Natomiast 2Q'24 przyniósł spadek kwartalnego EBIT <10 mln PLN pierwszy raz od 2021 roku. Jednocześnie pozycja gotówki netto osiągnęła rekordowy poziom 174 mln PLN.
- Prognoza na 3Q'24.** Od sierpnia konsolidowane będą wyniki Polwaxu (MSZ posiada niecałe 50% akcji po podniesieniu kapitału, spółka będzie konsolidowana metodą pełną). Według wstępnych wyników w całym 3Q'24 Polwax miał 66 mln PLN przychodów oraz +1,1 mln PLN EBITDA (2H'24 to „wysoki” sezon dla spółki, ale w tym roku obciążony przez problemy z kapitałem obrotowym, 17% mniejszy r/r jest także kontrakt dla Biedronki). W przypadku „starego” biznesu MSZ oczekujemy istotnie słabszych wyników r/r, dość zbliżonych na poziomie przychodów do 2Q'24 (i nieco niższego EBIT q/q). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 280,7 mln PLN przychodów, 6,5 mln PLN EBIT oraz 6,1 mln PLN zysku netto.
- Prognoza średnioterminowa.** Spodziewamy się, że 4Q'24 może być nieco lepszy q/q. Oczekujemy, że w całym 2024 roku przychody osiągną 1,03 mld PLN (z tego 0,13 mld PLN Polwax za konsolidowany okres). Na poziomie netto oczekujemy wyniku w okolicy 30 mln PLN. W 2025 Polwax będzie konsolidowany przez cały rok (przy czym 1H jest sezonowo dużo słabsze niż 2H). W przypadku biznesu budowlanego odczuwalny powinien być obecny wzrost portfela w części montażowej, oczekujemy także lepszych wyników w konstrukcjach maszynowych. Wyzwaniem w trudnym otoczeniu konkurencyjnym jest odbudowa backlogu w budownictwie ogólnym (przy czym spółka dobrze operuje w specyficznych niszach).

Prognozy wyników na 3Q'2024 – MS Zabrze skonsolidowane

	3Q'23	3Q'24P*	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	365,9	280,7	-23,3%	1 120,9	735,2	-34,4%	1 351,4	1 028,5	-23,9%	1 188,3	15,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	37,8	31,9	-15,6%	102,9	90,4	-12,1%	155,1	123,7	-20,3%	141,0	14,0%
Zysk na sprzedaży	20,6	7,2	-64,9%	58,9	29,7	-49,7%	91,6	38,0	-58,5%	44,1	16,0%
EBITDA	24,2	11,5	-52,3%	69,7	41,9	-39,9%	109,5	54,9	-49,9%	64,9	18,2%
EBIT	20,3	7,2	-64,3%	57,6	29,4	-49,0%	93,0	37,7	-59,5%	44,1	16,9%
Zysk brutto	20,9	8,3	-60,3%	64,7	34,0	-47,5%	100,6	43,1	-57,1%	46,0	6,8%
Zysk netto	14,4	5,8	-59,6%	46,9	24,7	-47,4%	74,2	30,1	-59,5%	32,5	7,8%
Marża brutto ze sprzedaży	10,3%	11,4%		9,2%	12,3%		11,5%	12,0%		11,9%	
Marża na sprzedaży	5,6%	2,6%		5,3%	4,0%		6,8%	3,7%		3,7%	
marża EBITDA	6,6%	4,1%		6,2%	5,7%		8,1%	5,3%		5,5%	
marża EBIT	5,5%	2,6%		5,1%	4,0%		6,9%	3,7%		3,7%	
marża netto	3,9%	2,1%		4,2%	3,4%		5,5%	2,9%		2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * prognozy uwzględniają konsolidację wyników Polwaxu od sierpnia '24 metodą pełną (MSZ ma kontrolę, mimo udziałów <50%) z wyłączeniem zysków mniejszości na poziomie netto

Wstępne wyniki za 3Q'2024 - Polwax

	3Q'23	3Q'24W	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24W	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	99,5	65,8	-33,9%	163,4	118,3	-27,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,8	---	---	15,4	---	---
Zysk na sprzedaży	4,2	0,8	-81,9%	-5,3	-7,2	---
EBITDA	5,3	1,1	-78,4%	-3,0	-16,8	---
EBIT	4,5	---	---	-5,3	---	---
Wynik brutto	2,0	---	---	-9,9	---	---
Wynik netto	2,3	-1,0	---	-8,8	-22,8	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	794,0	P/E	21,9	19,5	15,1
MC [mln PLN]	3 501,4	EV/EBITDA	10,7	9,5	7,9
		EV/EBIT	15,3	13,5	10,6
		P/BV	3,5	3,2	3,1

Hurt apteczny

Według raportów PEX, w okresie 3Q'24 rynek apteczny wzrósł +13,7% r/r. Spodziewamy się, że rynek hurtowy wykaże nieco niższą dynamikę niż detaliczny. Dodatkowo, podobnie jak w poprzednich kwartałach, zakładamy, że dużą rolę w tych wzrostach odgrywają sieci apteczne, dlatego szacujemy wzrost przychodów segmentu hurtu na ok. 6% r/r.

Produkcja farmaceutyków

W tym segmencie spodziewamy się niewielkiego wzrostu przychodów. Zakładamy, że w 3Q'24 większą rolę będzie odgrywać odsprzedaż produktów marki własnej przez hurt apteczny, natomiast zwiększonej produkcji spodziewamy się w 4Q, wraz ze wzrostem zachorowań na infekcje sezonowe.

Badania kliniczne

W 3Q'24 miało miejsce objęcie nowych akcji Humaneva przez firmę inwestycyjną Viking Global Investors. W naszej ocenie współpraca z funduszem pomoże spółce ugruntować pozycję i rozwijać się na rynku globalnym, natomiast w krótkim okresie nie przewidujemy wpływu tego zdarzenia na wyniki grupy. W 3Q'24 transakcja będzie widoczna w CF (50 mln USD z tytułu objęcia akcji). Ze względu na spadek backlogu w CRO, zakładamy spadek przychodów r/r w segmencie, jednak uważamy, że jest to sytuacja przejściowa.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

Podtrzymujemy założenie wzrostu liczby pacjentów, co będzie przynosić dalszy wzrost przychodów obu segmentów. Jednocześnie dynamikę przychodów wspiera wzrost stawek ubezpieczeniowych. Rok 2024 w tym segmencie upływa pod znakiem rozwoju rozwiązań informatycznych, które pozwolą spółce wyjść z ofertą do szerszego grona odbiorców.

W 3Q'24 na poziomie grupy spodziewamy się wzrostu przychodów o ok. +6,1% r/r. 3Q'23 był ostatnim kwartałem, w którym obowiązywała stawka 5% marży hurtowej na leki refundowane, dlatego spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży z 10,9% do 11,7%. Widoczny powinien być jednak wzrost kosztów, który zauważalny był już w 2Q'24. Wynik operacyjny był jednak w 3Q'23 zawyżony przez zysk na akwizycji spółki Ewa Krotoszyn w wysokości 16,7 mln PLN. Z tego powodu zysk EBITDA w naszej ocenie powinien odnotować spadek o ok. -3%, a zysk netto -13%. Po korekcie o to zdarzenie jednorazowe, dynamika zysku EBITDA wynosi +14,5% r/r.

Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	2 967,6	3 149,1	6,1%	11 812,6	12 399,4	5,0%
<i>Hurt apteczny</i>	2 748,4	2 922,0	6,3%	10 972,6	11 429,4	4,2%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	83,0	85,5	3,0%	357,3	393,2	10,1%
<i>Badania kliniczne</i>	98,5	90,1	-8,6%	403,8	408,3	1,1%
<i>Operator medyczny</i>	93,2	102,5	10,0%	361,8	437,6	20,9%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	35,6	48,7	36,9%	135,0	190,2	41,0%
<i>Wyłączenia</i>	-91,1	-99,7		-417,8	-459,4	
Wynik brutto na sprzedaży	324,8	367,7	13,2%	1 307,4	1 446,5	10,6%
EBITDA	110,9	107,9	-2,7%	379,7	419,5	10,5%
Skoryg. EBITDA	94,2	107,9	14,5%	364,3	419,5	15,2%
EBIT	82,5	75,9	-8,0%	265,1	296,1	11,7%
Zysk brutto	58,8	56,8	-3,4%	203,8	232,7	14,2%
Zysk netto	50,6	44,2	-12,7%	159,5	181,8	14,0%
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,9%	11,7%		11,1%	11,7%	
Marża EBITDA	3,7%	3,4%		3,2%	3,4%	
Marża EBIT	2,8%	2,4%		2,2%	2,4%	
Marża zysku netto	1,7%	1,4%		1,3%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ONDE

			2023	2024P	2025P	2026P	Analityk:
Kurs [PLN]	10,8	P/E	17,7	21,8	34,7	25,8	Krzysztof Pado
MC [mln PLN]	589,8	EV/EBITDA	9,2	11,2	15,5	15,0	pado@bdm.pl
		EV/EBIT	11,0	13,9	21,1	19,7	tel.: 032 208 14 32
		P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5	

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 2Q'24 wyniósł 601 mln PLN (-24% r/r, najniżej w historii notowań spółki na GPW). W końcówce 3Q'24 spółka pozyskała większy kontrakt na budowę farmy wiatrowej, co powinno pozwolić na utrzymanie dość zbliżonego backlogu po 3Q'24. Obecnie głównym obszarem w kraju, gdzie można pozyskiwać kontrakty są na farmy PV (przy czym wyraźnie wzrosła konkurencja), natomiast pod względem nowych farm wiatrowych rynek będzie słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2026 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Od 2H'23 spółka notuje poprawę marżowości części budowlanej OZE (portfel bazuje na kontraktach pozyskanych już po wybuchu wojny w Ukrainie). Wyniki 2Q'23 i 1Q'24 były istotnie wsparte przez sprzedaż własnych projektów OZE, natomiast 2Q'24 był obciążony przez negatywny wynik na jednym z mniejszych kontraktów drogowych.
- **Prognoza na 3Q'24.** Zakładamy, że 3Q'24 może być pod względem przychodów wyraźnie słabszy r/r, co znajdzie swoje odzwierciedlenie także w wyniku. Spodziewamy się 226 mln PLN sprzedaży, 8,7 mln PLN EBIT oraz 6,6 mln PLN zysku netto netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Obecny backlog nie wskazuje na razie na możliwość wyjścia na dodanie dynamiki sprzedaży w końcówce roku. Nasza prognoza na 2024 to obecnie 797 mln PLN przychodów, 38,4 mln PLN EBIT (w 4Q'24 zakładamy earn-out z jednego z wcześniej sprzedanych projektów na poziomie 5 mln PLN) oraz 27,1 mln PLN zysku netto. W obszarze własnych projektów OZE nie spodziewamy się sprzedaży projektów w najbliższym czasie (ze względu na spadek cen transakcyjnych opcją dla budowanej farmy PV Lewałd jest raczej doprojektowanie farmy FW niż szybka sprzedaż).

Projekty OZE w posiadaniu spółki

	typ	MW	udział	status
razem fotowoltaika		495		
PV Kadlubia/Szczepanów	PV	25	100%	PnB
PV Ciechanów	PV	7	100%	WP
Park Lewałd	PV	32	100%	budowa
Park Lewałd II	PV	80	100%	DŚ
Solar Serby	PV	88	50%	PnB
Solar Kazimierz Biskupi (KWE)	PV	150	50%	WP
Rejowiec	PV	40	100%	PnB
PV Włoszakowice (Gumienice)	PV	10	100%	PnB
Zabów	PV	63	100%	WP
razem farmy wiatrowe		118		
Kazimierz Biskupi (KWE)	FW	34	50%	WZ
Lewałd Wind	FW	12	100%	---
Rejowiec Wind	FW	12	100%	---
Zabów Wind	FW	60	100%	---
razem (w toku)		613		
projekty greenfield PV	PV	310	100%	WZ
projekty greenfield FW	FW	84	100%	---
razem (w toku + greenfield)		1 007		

Źródło: DM BDM S.A., prezentacja Erbud za 2Q'24, raporty bieżące

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	338,1	226,2	-33,1%	838,7	580,9	-30,7%	1 083,8	797,1	-26,5%	812,6	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	30,8	23,5	-23,7%	72,8	56,9	-21,8%	107,0	79,1	-26,1%	74,5	-5,8%
Zysk na sprzedaży	17,6	8,7	-50,3%	36,7	12,8	-65,0%	53,6	19,9	-62,9%	14,0	-29,8%
EBITDA	19,0	11,0	-42,2%	41,9	38,2	-9,0%	57,3	47,5	-17,2%	34,1	-28,3%
EBIT	16,7	8,7	-47,8%	35,1	31,4	-10,6%	48,3	38,4	-20,5%	25,0	-35,0%
Zysk brutto	15,8	7,7	-51,0%	29,2	27,7	-5,4%	40,4	33,4	-17,4%	21,0	-37,2%
Zysk netto	10,7	6,6	-38,8%	23,2	22,4	-3,3%	33,4	27,1	-18,8%	17,0	-37,3%
Marża brutto ze sprzedaży	9,1%	10,4%		8,7%	9,8%		9,9%	9,9%		9,2%	
Marża na sprzedaży	5,2%	3,9%		4,4%	2,2%		4,9%	2,5%		1,7%	
marża EBITDA	5,6%	4,9%		5,0%	6,6%		5,3%	6,0%		4,2%	
marża EBIT	4,9%	3,9%		4,2%	5,4%		4,5%	4,8%		3,1%	
marża netto	3,2%	2,9%		2,8%	3,9%		3,1%	3,4%		2,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

Akumuluj, TP 9,0 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 3 kwietnia 2024 r.

(materiał z prognozami dla Orange został opublikowany w dniu 2024-10-03)

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	8,12	P/E	13,0x	12,5x	12,6x
Kapitalizacja [PLN m]	10 659	EV/EBITDA	4,6x	4,4x	4,3x
EV [PLN m]	17 228	P/BV	0,8x	0,8x	0,8x
Data publikacji raportu za Q3 2024	2024-10-23	DPS [PLN]	0,35	0,48	0,60

KOMENTARZ BDM DO WYNIKÓW ORANGE POLSKA ZA Q3 2024

Odbieramy zaprezentowane wyniki za Q3 2024 kolejny raz z lekkim rozczarowaniem. Widzimy impulsy wzrostowe i przyspieszenie dynamik ARPO na kluczowych usługach biznesowych. Jednocześnie jednak Q3 2024 to ponownie odczyt, w którym istotny wpływ na raportowane dodatnie dynamiki EBITDAaL w ujęciu r/r miały zdarzenia o charakterze „jednorazowym”. Tak jak wskazaliśmy już w komentarzu po wynikach OPL za Q2 2024, podtrzymujemy tezę, że spółka wyczerpała potencjał by w drugim półroczu 2024 roku pod względem wyników wyróżniać się in plus w segmencie telekomów obecnych na GPW.

EBITDAaL za Q3 2023 wzrósł o 3,1% r/r. Jest to odczyt lepszy niż nasze wcześniejsze oczekiwania o 43 mln PLN, ale uwzględnia jednorazową korektę kosztów związanych z podłączeniami klientów, która w omawianym kwartale miała pozytywny wpływ na EBITDAaL w kwocie 53 mln PLN. Tym samym, po oczyszczeniu tego efektu, raportowane wyniki za Q3 2024 na poziomie EBITDAaL wskazywałyby na większą erozję w relacji r/r niż sugerowała nasza prognoza (dynamika r/r wyniosłaby ok -3,2% r/r).

W Q3 2024 spółka pokazała mocne przychody z kluczowych linii biznesowych (wyższe o ok 1% od naszych oczekiwań). Dostrzegamy przyspieszenie dynamiki wzrostu ARPO (w Q3 2024 obserwujemy najwyższe dynamiki wzrostu od wielu kwartałów). ARPO z ofert konwergentnych wzrosło o 5% r/r, w usługach wyłącznie stacjonarnego internetu dynamika wzrostu to 3,5% r/r, z kolei ARPO z wyłącznie komórkowych usług głosowych było wyższe r/r o 1,6%.

Jednocześnie w Q3 2024 na skonsolidowany poziom przychodów negatywny wpływ miała m.in. erozja sprzedaży sprzętu (niższy odczyt r/r drugi kwartał z rzędu; efekt m.in. wysokiej bazy z zeszłego roku oraz niższej wartości ceny jednostkowej sprzętu) oraz spadki na odsprzedaży energii (widoczne w pozycji pozostałe przychody).

W strukturze kosztów zauważamy niższe koszty świadczeń pracowniczych wobec naszej prognozy o niemal 14 mln PLN (w naszym modelu staraliśmy się uwzględnić efekt corocznej indeksacji płac). Przypominamy, że w Q2 2024 koszty w tej kategorii wzrosły w ujęciu r/r o 6,3%, z kolei w Q3 2024 koszty świadczeń pracowniczych były wyższe w ujęciu r/r o 2,3%.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej w Q3 2024 jest wyższe o 20 mln PLN wobec odczytu z Q3 2023. W ujęciu 1-3Q 2024 saldo pozostałej działalności operacyjnej jest wyższe o 156 mln PLN względem 1-3Q 2023. W tym okresie wzrost EBITDAaL w ujęciu r/r wyniósł 94 mln PLN.

Po wynikach za Q3 2024 spółka podtrzymała oczekiwania dla całego 2024 roku. Przychody spółki spodziewane są w przedziale „stabilny poziom lub niski jednocyfrowy spadek”, z kolei dla EBITDAaL spółka oczekuje „niskiego lub średniego jednocyfrowego wzrostu”. Przewidywany na 2024 rok eCapex to przedział 1,7-1,9 mld PLN.

Poniżej przedstawiamy również wpływ głównych pozycji na zmianę EBITDAaL w Q3 2024 względem Q3 2023:

	[PLN m]
EBITDAaL zmiana r/r	+26
wzrost marży bezpośredniej z kluczowych usług	+55
jednorazowa korekta księgowa kosztów (podłączenia klientów do sieci innych operatorów dot. poprzednich okresów)	+53
malejące zyski ze sprzedaży energii	-24
wpływ ubiegłorocznej inflacji na koszty operacyjne	-25
wpływ innych kosztów	-33

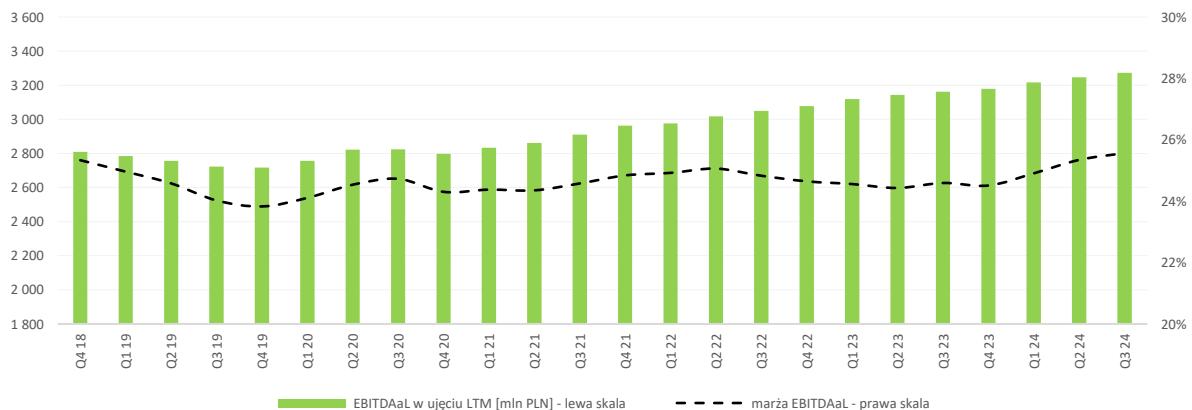
Wyniki Orange Polska za Q3 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y	Q3 24E	realizacja
Przychody razem	3 115	3 105	-0,3%	12 857	12 801	-0,4%	3 103	100%
Usługi wyłącznie komórkowe	733	762	4,0%	2 883	2 948	2,3%	751	101%
Usługi wyłącznie stacjonarne	459	438	-4,6%	1 865	1 779	-4,6%	440	99%
Usługi konwergentne B2C	591	657	11,2%	2 287	2 517	10,1%	649	101%
Sprzedaż sprzętu	442	411	-7,0%	1 810	1 830	1,1%	433	95%
Usługi IT i integracyjne	312	337	8,0%	1 618	1 652	2,1%	326	103%
Usługi hurtowe	456	418	-8,3%	1 805	1 669	-7,5%	419	100%
Pozostałe przychody	122	82	-32,8%	589	406	-31,1%	86	96%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 546	1 641	6,1%	6 062	6 349	4,7%	1 624	101%
Koszty razem	2 274	2 238	-1,6%	9 695	9 528	-1,7%	2 280	98%
Koszty świadczeń pracowniczych	344	352	2,3%	1 428	1 473	3,2%	366	96%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 780	1 731	-2,8%	7 657	7 537	-1,6%	1 762	98%
EBITDAaL	841	867	3,1%	3 162	3 273	3,5%	824	105%
EBIT	377	370	-1,9%	1 368	1 188	-13,2%	349	106%
Koszty finansowe, netto	87	59	-32,2%	246	222	-9,8%	75	79%
Skonsolidowany wynik netto	237	254	7,2%	909	784	-13,8%	220	116%

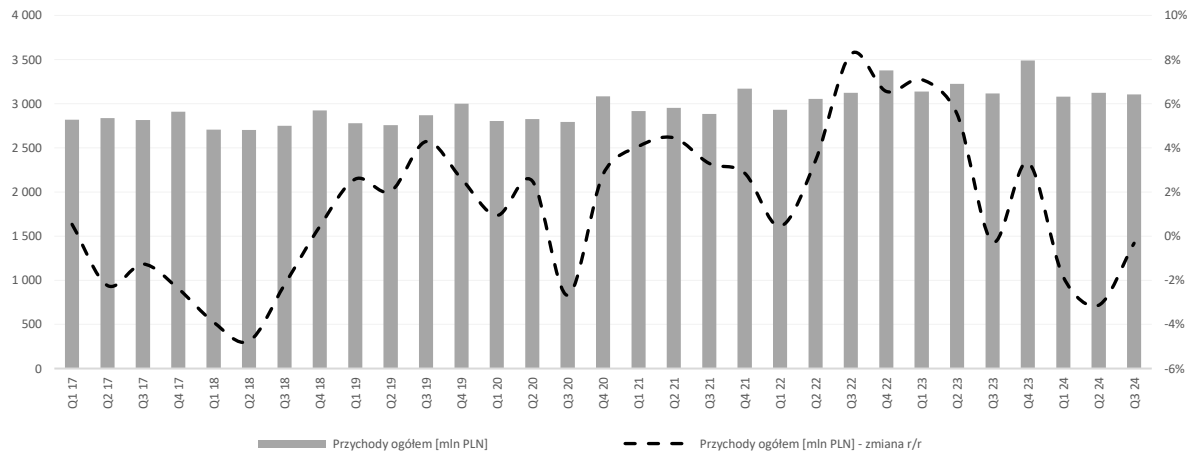
* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

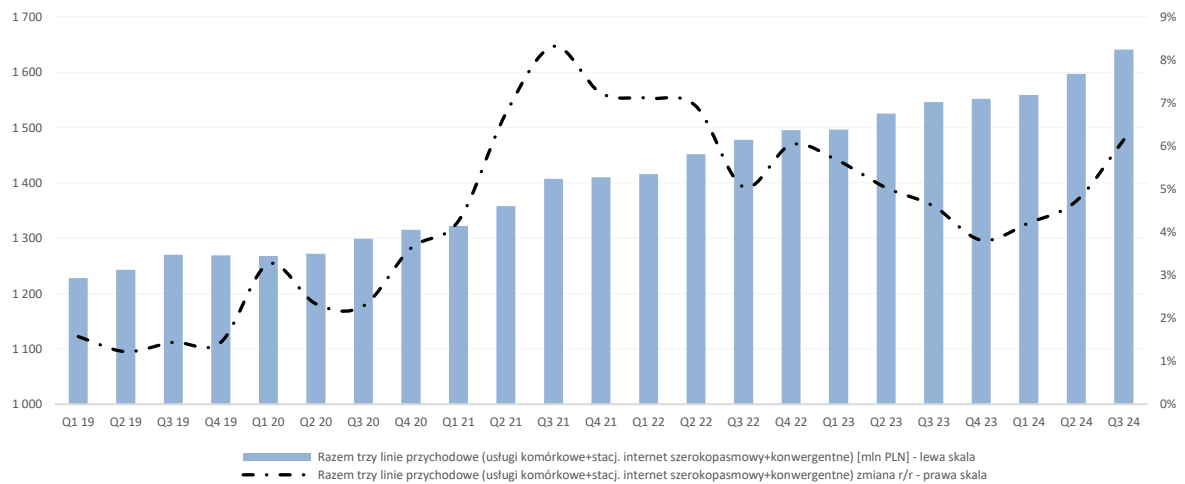
Przychody z trzech kluczowych linii biznesowych (wpływy z usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) w Q3 2024 wzrosły o 6,1% r/r. Jest to dynamika nieznacznie powyżej naszych oczekiwań. W Q3 2024 po serii mocnych odczytów z 2023 roku zauważamy już odczuwalną erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu o 7% r/r (w Q2 2024 było to -2,4% r/r). W Q3 2024 spółka wypracowała wyższe wpływy z obszaru IT i integracji (+8% r/r). Istotny spadek sprzedaży widoczny jest na pozycji pozostałe przychody, gdzie ujmowana jest m.in. odsprzedaż energii (-32,8% r/r). Łącznie przychody spółki w omawianym kwartale spadły o 0,3% r/r.

Zannualizowany odczyt EBITDAaL dla Orange


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

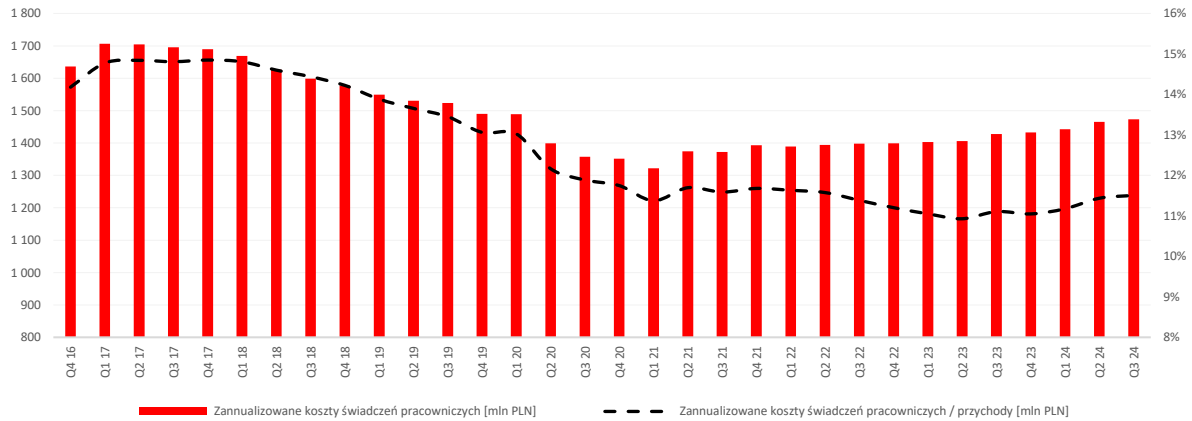
Dynamika przychodów ogółem


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

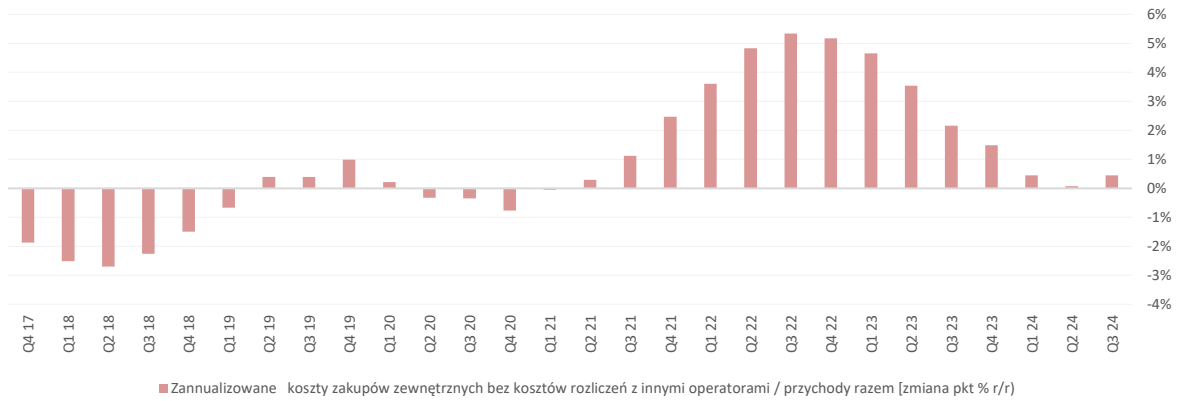
Przychody z kluczowych usług OPL


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

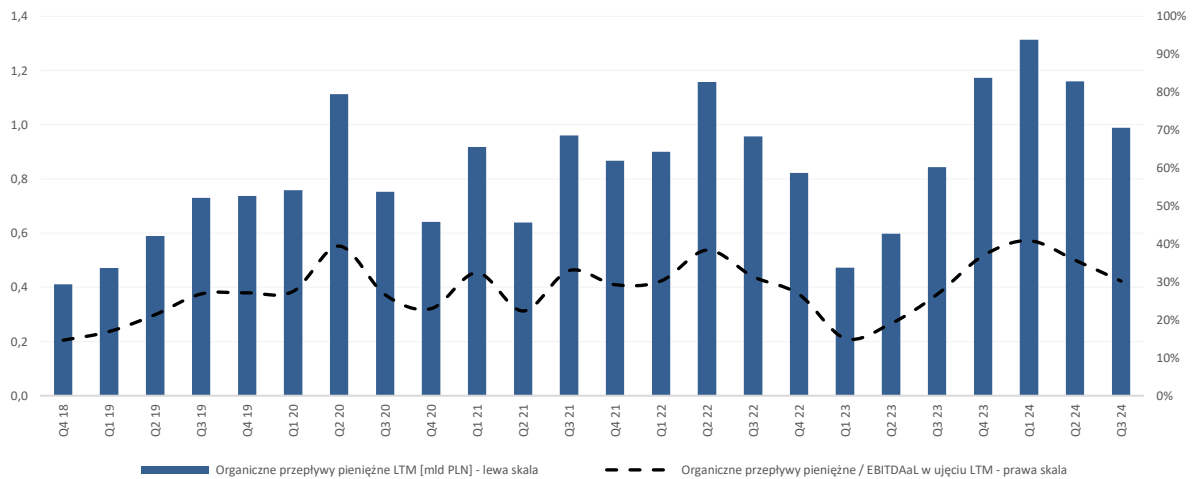
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne koszty świadczeń pracowniczych


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika r/r kosztów zakupów zewnętrznych (bez kosztów rozliczeń z innymi operatorami)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

PCC ROKITA

			2023
Kurs [PLN]	80,0	P/E	5,9
MC [mln PLN]	1588,3	EV/EBITDA	3,7
		EV/EBIT	5,5
		P/BV	1,1

W segmencie Poliuretany obserwowaliśmy spadek cen surowców, przy dalszym umocnieniu PLN względem EUR. Spodziewamy się, że wpłynie to na spadek kosztów operacyjnych względem 3Q'23 (-4% r/r). Oczekujemy kontynuacji wzrostu wolumenów sprzedaży, który widoczny był w 2Q'24. Mimo to, spodziewamy się, że w związku z niższymi cenami surowców obniżeniu uległa również średnia cena produktów. Pociąga to za sobą spadek przychodów segmentu, a to uszczupla marżę EBITDA do 4,7% (vs 6,4% rok wcześniej). Zysk EBITDA segmentu prognozujemy na poziomie 10,6 mln PLN.

W segmencie Chloropochodne zwracamy uwagę na spadek rynkowej ceny sody kaustycznej względem 2Q'24. Mimo że była ona wyższa niż w 3Q'23, w naszej ocenie niski popyt na produkty spółki wymuszał obniżanie cen, dlatego szacujemy przychody segmentu na poziomie 241,2 mln PLN (-15,6% r/r). Z drugiej strony na koszty segmentu pozytywnie wpłynął spadek cen ropy naftowej, co powinno pozwolić na utrzymanie marży EBITDA powyżej 16%. Oznacza to spadek zysku EBITDA z 48,1 mln PLN w 3Q'23 do 39,3 mln PLN w 3Q'24.

W segmencie Inna Działalność Chemiczna na przychody pozytywnie powinny wpływać cła antydumpingowe na produkty pochodzenia chińskiego, natomiast rosnące koszty operacyjne w naszej ocenie obniżą wynik EBITDA segmentu do 1,3 mln PLN (-59,1% r/r).

3Q'24 w naszej ocenie był kolejnym trudnym okresem w otoczeniu spółki. Spodziewamy się, że popyt w dalszym ciągu utrzymywał się na względnie niskim poziomie, dlatego nawet w przypadku zwiększenia wolumenów sprzedaży w poszczególnych segmentach, w naszych prognozach wiąże się to z obniżeniem marży. Na poziomie grupy szacujemy 464,1 mln PLN przychodów (-9,4% r/r), przy zysku operacyjnym na poziomie 31,1 mln PLN (-27,9% r/r) oraz zysku netto 18,5 mln PLN (-37,9% r/r).

Prognozy wyników na 3Q'24

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	r/r
Przychody ze sprzedaży	780,0	560,7	512,3	535,3	491,9	508,4	464,1	-9,4%
Poliuretany	291,0	246,5	235,1	250,2	222,6	225,4	223,2	-5,1%
Chloropochodne	514,1	333,4	285,7	282,4	260,0	270,3	241,2	-15,6%
Inna działalność chem.	55,6	42,8	38,2	34,8	45,8	46,5	41,2	7,7%
Energetyka	67,6	45,0	39,2	45,9	52,6	39,8	27,9	-28,9%
Pozostała działalność	100,1	109,1	107,0	110,6	98,1	121,1	110,2	3,0%
Wyłączenia	-248,3	-216,1	-192,9	-188,6	-187,2	-194,7	-179,5	-
Zysk brutto na sprzedaży	259,9	109,4	102,9	112,1	101,8	117,6	83,0	-19,4%
EBITDA	231,0	77,6	78,9	131,0	77,9	88,8	77,2	-2,2%
Poliuretany	17,7	0,1	15,0	8,7	20,0	16,3	10,6	-29,4%
Chloropochodne	202,4	45,3	48,1	82,3	32,8	31,3	39,3	-18,3%
Inna działalność chem.	9,0	1,2	3,1	0,4	4,7	5,4	1,3	-59,1%
Energetyka	12,1	2,7	3,8	5,4	13,1	8,8	10,8	185,6%
Pozostała działalność	-10,0	49,0	7,8	39,7	13,3	63,8	15,2	94,8%
Wyłączenia	-0,1	-20,7	1,1	-5,5	-5,9	-36,8	0,0	-
EBIT	182,4	23,7	43,1	94,1	26,9	46,3	31,1	-27,9%
Zysk netto	140,5	15,1	29,8	82,8	16,4	29,7	18,5	-37,9%
Marża EBITDA	29,6%	13,8%	15,4%	24,5%	15,8%	17,5%	16,6%	
Marża EBIT	23,4%	4,2%	8,4%	17,6%	5,5%	9,1%	6,7%	
Marża zysku netto	18,0%	2,7%	5,8%	15,5%	3,3%	5,8%	4,0%	

Źródło: BDM, spółka

Analityk:

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

PCF GROUP

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	11,0	P/E	18,0	-	-
MC [mln PLN]	396,8	EV/EBITDA	12,1	-	-
		EV/EBIT	19,1	-	-
		P/BV	1,5	0,9	1,0

Po ciężkim kwartale jakim był 2Q'24 (ujemne przychody z P. Gemini – efekt korekty marżowości od początku realizacji tego projektu; odpis P. Red), 3Q'24 był mniej burzliwy i dzięki nowej umowie WFH z Kraftonem na P.Echo przyniósł poprawę przepływów pieniężnych. Nie zmienił on jednak znacząco sytuacji finansowej spółki, której aktualne zasoby gotówkowe wystarczają na ok. 2-3 kwartały produkcji.

Szacujemy, że w omawianym okresie wpływy z segmentu produkcji gier na zlecenie sięgnęły ok. 47,7 mln PLN (+30,4% r/r), z czego za blisko 50% odpowiadał „Maverick”. Oczekujemy przychodów z self-publishingu w okolicach 0,5 mln PLN (-91% r/r). Pozostałą część stanowią prawa autorskie, które według naszych szacunków dodały od siebie ok. 0,7 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy 48,9 mln PLN (+15% r/r).

W naszych kalkulacjach zakładamy delikatny spadek SG&A do ok. 48,6 mln PLN (-5% q/q). Spodziewamy się zbliżonych q/q nakładów na produkcję gier (ok. 31 mln PLN). Mając powyższe na uwadze szacujemy wynik EBITDA w 3Q'24 na poziomie ok. 8,3 mln PLN (+66% r/r), EBIT równy 0,3 mln PLN (vs -1,2 w 3Q'23) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d.

Mimo poprawy przepływów pieniężnych, oczekujemy neutralnego odbioru raportu za 3Q'24 przez inwestorów. Najważniejsze obecnie dla spółki jest pozyskanie finansowania, w celu zabezpieczenia dalszej produkcji (według zaktualizowanej strategii planuje pozyskać ok. 350 mln PLN). Aktualne zasoby gotówkowe wystarczą spółce na ok. 2-3 kwartały produkcji.

Najważniejsze założenia zaktualizowanej strategii:

- Spółka w ramach zaktualizowanej strategii przewiduje 3,3 mld PLN przychodów w latach 2024-2028 (vs 3 mld PLN w latach 2023-2027 wcześniej).
- 5 % przychodów ma być osiągniętych w 2025 r., 27% w 2026 r., 29% w 2027 r. i 33% w 2028 r.
- Premiera projektów Bifrost i Victoria przewidziana jest na 2026 w formule EA.
- Planowane utrzymanie zaangażowanie w projektach WFH w okresie 2024-28 na poziomie 370 osób.
- Kluczowe dla dalszej realizacji strategii pozyskanie nowego finansowania w wysokości około 350 mln PLN. W przypadku niepowodzenia uzyskania odpowiedniego poziomu finansowania spółka rozważa wydanie projektów Bifrost i Victoria w modelu WFH.
- W latach 2025-26 zarząd PCF nie przewiduje rekomendowania wypłaty dywidendy, może to nastąpić nie wcześniej niż w z wypracowanego zysku za rok obrotowy 2026.

„P.Echo”:

- Na przestrzeni września spółka zawarła umowę z Krafton Inc. na produkcję nowego trybu do istniejącej gry wideo wydawcy.
- Umowa przewiduje, że prace będą prowadzone w modelu work-for-hire.

„P.Red”:

- We wrześniu spółka podjęła decyzję o zaniechaniu dalszych prac nad Projektem Red, który grupa zamierzała wydać w modelu z zewnętrznym wydawcą albo w modelu self-publishing.
- Dotychczasowy zespół Projektu Red będzie pracował na Projektem Echo.
- Odpis na kwotę 7,7 mln PLN pojawił się w wynikach 2Q'24.

W związku z zawarciem umowy na produkcję „P.Echo” podwyższamy naszą całoroczną prognozę przychodów. Jednocześnie w związku z gorszymi wynikami spółki w 2Q'24 rewidujemy w dół nasze estymacje na niższych poziomach wynikowych.

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	42,6	48,9	14,8%	150,1	175,5	16,9%
EBITDA	5,0	8,3	66,0%	-66,8	-0,4	-
EBIT	-1,2	0,3	-	-86,5	-33,9	-
Zysk/ strata netto	-0,4	0,2	-	-75,6	-31,7	-
Zysk/ strata netto n.j.d.	-1,9	0,1	-	-76,7	-32,0	-
Marża EBITDA	11,8%	17,0%		-44,5%	-0,2%	
Marża EBIT	-2,9%	0,6%		-57,6%	-19,3%	
Marża zysku netto	-0,9%	0,3%		-50,3%	-18,1%	
Marża zysku netto n.j.d.	-4,5%	0,1%		-51,1%	-18,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

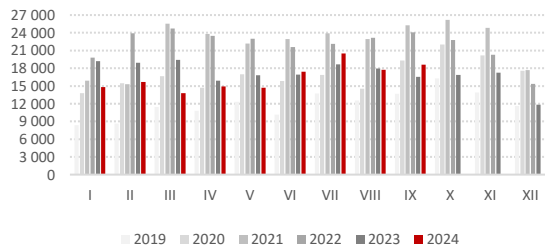
Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

PEKABEX
Kupuj, TP 27,3/akcję

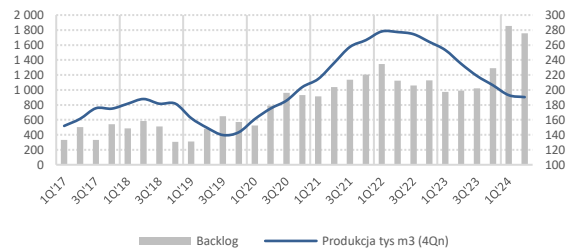
Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	19,5	P/E	7,0	15,2	6,7	6,4
MC [mln PLN]	484,1	EV/EBITDA	4,9	7,3	4,3	4,1
		EV/EBIT	6,2	10,7	5,6	5,4
		P/BV	1,0	0,9	0,8	0,8

- **Produkcja.** Dane produkcyjne za 3Q'24 wskazują na 7% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 57 tys m3, pierwszy od 1Q'22 kwartał z dodatnią dynamiką r/r).
- **Backlog.** Po czerwcu portfel na 2024 rok wynosił jeszcze 0,96 mld PLN (+26% r/r). Cały backlog po 2Q'24 wynosił 1,76 mld PLN (+78% r/r, w tym 0,37 mld PLN deweloperka).
- **Deweloperka.** W 1H'24 spółka ukończyła projekty na Helu i w Mechelinkach. W końcówce 2024 roku spółka planuje zakończyć także projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech (część przekazania przesunie się na 2025 rok).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2Q'24 spółka pokazała bardzo słabe wyniki, głównie ze względu na zerowy wynik w segmencie prefabrykacji. Rok temu wyniki (szczególnie w prefabrykacji) były wspierane przez efekt realizacji lepszej od zakładanej marżowości przy spadającej presji kosztowej.
- **Prognoza na 3Q'24.** Poziom produkcji w 3Q'24 był już wyraźnie wyższy. Zakładamy, że segment prefabrykacji pokaże lepsze wyniki q/q (efekt dźwigni), ale wyraźnie słabsze r/r. W obszarze budowlanym oczekujemy lepszych wyników r/r (wysoki portfel, sprzyjające dla segmentu otoczenie kosztowe). Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 3Q'24 być wyższy r/r (w 2Q'24 spółka rozpoczęła przekazania lokali w projekcie w Mechelinkach, które powinny być kontynuowane w 3Q'24). Na poziomie skonsolidowanym w 3Q'24 spodziewamy się 460 mln PLN przychodów (+12% r/r) oraz 16,2 mln PLN EBIT (-17% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 7,4 mln PLN (-51% r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Okres 1-3Q'24 wskazuje, że wyniki 2024 będą wyraźnie niższe r/r (szczególnie zawiódł segment prefabrykacji). Istotnej poprawy oczekujemy w 2025 roku (wyższy backlog, poprawa sytuacji w prefabrykacji, istotna kontrybucja deweloperki).

Produkcja grupy [m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN] vs produkcja [4Qn, tys m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	410,9	460,0	11,9%	1 183,2	1 196,8	1,1%	1 566,2	1 624,6	3,7%	1 830,3	12,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	65,6	52,2	-20,5%	205,2	134,5	-34,5%	263,5	186,2	-29,3%	242,0	30,0%
Zysk na sprzedaży	22,3	16,2	-27,3%	87,6	41,4	-52,7%	112,1	59,4	-47,0%	106,5	79,3%
EBITDA	27,0	23,8	-11,9%	111,5	68,6	-38,5%	139,4	94,3	-32,4%	137,5	45,8%
EBIT	19,6	16,2	-17,3%	89,9	45,9	-48,9%	110,4	63,8	-42,2%	106,5	66,9%
Zysk brutto	20,9	11,2	-46,3%	77,9	30,0	-61,5%	81,8	42,9	-47,6%	89,8	109,3%
Zysk netto	15,1	7,4	-51,0%	60,7	21,4	-64,7%	69,1	31,9	-53,8%	71,7	124,9%
Marża brutto ze sprzedaży	16,0%	11,3%		17,3%	11,2%		16,8%	11,5%		13,2%	
Marża na sprzedaży	5,4%	3,5%		7,4%	3,5%		7,2%	3,7%		5,8%	
marża EBITDA	6,6%	5,2%		9,4%	5,7%		8,9%	5,8%		7,5%	
marża EBIT	4,8%	3,5%		7,6%	3,8%		7,0%	3,9%		5,8%	
marża netto	3,7%	1,6%		5,1%	1,8%		4,4%	2,0%		3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PKN ORLEN

Data publikacji raportu za 3Q'24 – 2024-11-13

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	52,3	P/E	2,9	7,9	5,5	4,8
MC [mln PLN]	60 717	EV/EBITDA	1,7	3,0	2,9	3,0
		EV/EBIT	2,6	6,4	5,5	5,5
		P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4

- Spółka opublikowała 5 listopada szacunki wybranych danych finansowych. EBITDA LIFO w 3Q'24 przed odpisami majątku wyniosła 8,81 mld PLN (vs 10,26 mld PLN rok temu wg aktualnych danych). Odpisu majątku w 3Q'24 dotyczą a) rafinerii w Możejkach (-2,40 mld PLN – m.in. efekt opóźnień i wzrostu kosztów inwestycji w instalacje do pogłębionego przerobu ropy), b) segmentu petrochemii (-0,91 mld PLN – m.in. wydatki na Olefiny III, które według obecnych szacunków, nie będą generować dodatniej gotówki w przyszłości)
- Zwracamy uwagę, że nie jest to w naszym rozumieniu całkowicie skorygowana EBITDA LIFO, ponieważ nie uwzględnialiśmy wpływu np. innych możliwych elementów salda pozostałej działalności operacyjnej, wpływu NRV czy wyniku na „warstwach” ropy. Przed oczyszczeniem o te czynniki prognozowaliśmy EBITDA LIFO w 3Q'24 na poziomie 7,67 mld PLN.
- Szacunkowa EBITDA LIFO skorygowana (o powyższe elementy oraz wpływ IRS w Energetyce czy PPA w segmencie Gaz) wyniosła 8,82 mld PLN. Prognozowaliśmy 8,27 mld PLN. Na plus zaskoczył głównie wynik w segmencie Gaz. Lepiej także w Energetyce. Najmocniejszy w historii wynik w Detalu.
- Spółka w dodatkowej prezentacji dla analityków pokazała także wpływ „regulacji” (składka gazowa, w 3Q'24 nie była już płacona, ale spółka otrzymała rekompensaty w segmencie Energetyki i Gazu – nie uwzględnialiśmy ich w naszych prognozach). Rekompensaty podniosły wynik o ok 0,68 mld PLN (gdymy oczyścić o nie naszą skorygowaną EBITDA LIFO to wyniosłaby ona 8,15 mld PLN).
- Konsensusu EBITDA LIFO wg PAP wynosił 8,47 mld PLN, ale trudno nam stwierdzić jakie korekty uwzględniali wyniki wniesione do niego przez analityków.
- Zakładamy, że w końcówce roku spółka przedstawi aktualizację strategii – kluczowe aspekty do zaadresowania to weryfikacja rozmiaru i kierunku nakładów inwestycyjnych oraz łącząca się z tym polityka dywidendowa.

Szacunki wyników za 3Q'2024

	3Q'23*	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl.
EBITDA LIFO	8 975	5 282	-41,1%	7 668	-31,1%
odpisy aktualizujące wartość aktywów	-1 283	-3 526	---	0	---
EBITDA LIFO skoryg. o odpisy majątku	10 258	8 808	-14,1%	7 668	14,9%
Rafineria	1 866	521	-72,1%	349	49,3%
Petrochemia	-136	-118	---	-111	6,1%
Energetyka	1 348	950	-29,5%	963	-1,3%
Detal	600	1 077	79,5%	1 016	6,0%
Wydobycie	-211	3 312	---	3 408	-2,8%
Gaz	7 239	3 517	-51,4%	2 492	41,1%
Funkcje korporacyjne	-448	-394	---	-450	---
Wyłączenia	0	-57	---	0	---
pozostałe korekty:	2 683	-15	---	-600	---
odpis na zapasach (NRV)	-53	-136	156,6%	-200	-32,0%
wykorzystanie hist. warstw ropy	497	-263	-152,9%	-400	-34,3%
wynik IRS - Baltic Power	201	-271	-234,8%	0	---
wycena PPA	2 038	655	-67,9%	0	---
EBITDA LIFO skoryg.	7 575	8 823	16,5%	8 268	6,7%
Rafineria+Petrochemia	1 286	802	-37,6%	838	-4,3%
Energetyka	1 147	1 221	6,5%	963	26,8%
Detal	600	1 077	79,5%	1 016	6,0%
Wydobycie	-211	3 312	---	3 408	-2,8%
Gaz	5 201	2 862	-45,0%	2 492	14,8%
Funkcje korporacyjne	-448	-394	---	-450	---
Wyłączenia	0	-57	---	0	---
wpływ regulacji:	-1 042	678	---	0	---
składka gazowa	-3 044	0	---	0	---
rekompensaty Gaz	1 440	567	-60,6%	0	---
rekompensaty Energetyka	562	111	-80,2%	0	---
EBITDA LIFO skoryg. przed wpływem regulacji	8 617	8 145	-5,5%	8 268	-1,5%

Źródło: BDM S.A., *dane porównywalne 3Q'23 są inne niż prezentowane wcześniej przez spółkę ze względu na m.in. inne podejście do rozliczenia PPA po zmianie audytora

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

Dane makro – PKN Orlen

	PKN Orlen				rynek						
	modelowa marża rafineryjna*		modelowa marża petrochemiczna		Brent	Dyferencjał	USD/PLN	EUR/PLN	gaz TTF 1M	gaz TGEgasDA	energia TGeBase
	[USD/bbl]	[PLN/bbl]	[EUR/t]	[PLN/t]	[USD/bbl]	[USD/bbl]			[PLN/MWh]	[PLN/MWh]	[PLN/MWh]
1Q'17	7,4	30,2	924	3 991	53,8	2,1	4,06	4,32			
2Q'17	8,4	32,3	1 004	4 235	49,8	1,5	3,84	4,22			
3Q'17	8,9	32,3	911	3 881	52,1	1,0	3,62	4,26			
4Q'17	6,2	22,3	890	3 768	61,4	0,9	3,59	4,23			
1Q'18	5,7	19,4	902	3 769	66,8	1,6	3,40	4,18			
2Q'18	7,4	26,3	850	3 619	74,3	2,2	3,58	4,26			
3Q'18	7,5	27,8	870	3 747	75,3	1,4	3,70	4,31			
4Q'18	5,7	21,4	918	3 947	67,8	0,8	3,77	4,30			
1Q'19	4,6	17,6	887	3 815	63,2	0,2	3,79	4,30			
2Q'19	6,5	24,8	903	3 871	68,8	0,6	3,81	4,29			
3Q'19	8,1	31,6	856	3 696	61,9	1,0	3,89	4,32			
4Q'19	4,6	17,9	783	3 355	63,2	1,5	3,87	4,29			
1Q'20	5,7	22,6	852	3 691	50,2	2,3	3,92	4,32			
2Q'20	3,4	14,2	854	3 847	29,2	0,1	4,10	4,50			
3Q'20	1,1	4,3	829	3 682	43,0	-0,1	3,80	4,44			
4Q'20	1,0	3,9	840	3 787	44,3	0,1	3,78	4,51			
1Q'21	2,0	7,5	1 044	4 751	60,9	1,4	3,77	4,55			
2Q'21	3,6	13,4	1 473	6 678	68,8	2,0	3,76	4,53			
3Q'21	5,4	20,9	1 315	6 004	73,5	2,3	3,87	4,57			
4Q'21	6,3	25,4	1 259	5 816	79,7	1,7	4,04	4,62			
1Q'22	12,4	52,3	1 166	5 383	101,4	6,6	4,12	4,62			
2Q'22	38,6	168,5	1 399	6 502	113,8	12,2	4,36	4,65			
3Q'22	24,0	112,9	1 156	5 484	100,9	7,5	4,72	4,74			
4Q'22	28,2	131,9	1 056	4 994	88,7	6,3	4,64	4,73			
1Q'23	23,4	102,6	1 015	4 782	81,3	5,2	4,39	4,71	251	272	621
2Q'23	15,6	65,0	1 040	4 727	78,4	2,0	4,18	4,54	160	173	527
3Q'23	20,8	86,2	849	3 821	86,8	-1,0	4,14	4,50	152	169	504
4Q'23	11,9	48,8	937	4 135	84,0	-2,0	4,10	4,41	190	195	401
1Q'24	16,1	64,2	943	4 089	83,2	0,1	3,99	4,34	119	143	356
2Q'24	11,6	46,3	1 026	4 412	84,9	-1,0	4,00	4,30	137	151	398
3Q'24	6,6	25,8	1 041	4 460	80,2	-1,1	3,90	4,28	153	172	435

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *z dyferencjałem (od 2022 dyferencjał efektywny od ropy Brent, wcześniej modelowy Brent – Ural)

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

PLAYWAY

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	275,0	P/E	14,2	14,4	11,0
MC [mln PLN]	1 831,5	EV/EBITDA	9,6	13,0	8,3
		EV/EBIT	9,7	13,1	8,4
		P/BV	3,6	3,8	3,6

3Q'24 był dla grupy PLW okresem, w którym z sukcesem zadebiutowała gra „Crime Scene Cleaner”, osiągając sprzedaż na poziomie około 262 tys. egzemplarzy do końca kwartału. Ponadto na przestrzeni sierpnia portfel gier grupy uczestniczył w PlayWay Sale, co wspomagało jego monetyzację. W omawianym kwartale sprzedaż na PC takich gier jak „House Flipper 2”, „Contraband Police” oraz „Thief Simulator 2” wyniosła odpowiednio 52tys. (-30% q/q)/ 73 tys. (-16% q/q)/ 39 tys. (-22% q/q). Cały czas też istotnie kontrybuował segment mobile, chociaż w znacznie niższym stopniu niż to miło miejsce w 2Q'24. W całym 3Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 79,7 mln PLN przychodów (z czego ok. 9 mln PLN stanowiła zmiana stanu produktów).

Oczekujemy spadku q/q nakładów na marketing (w 2Q'24 – konsolowa wersja „HF2” i skalowanie nowych gier na mobile). Tym samym spodziewamy się spadku kosztów operacyjnych do okolic 39 mln PLN (z 42 mln PLN w 2Q'24). Mając powyższe na uwadze, w naszych analizach zakładamy EBIT w 3Q'24 w okolicach 40,3 mln PLN (+34% r/r) oraz zysk netto n.j.d. sięgający 33,2 mln PLN (+21% r/r).

Oczekując poprawy wyników r/r, spodziewamy się lekko pozytywnego odbioru wyników za 3Q'24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się przyszłych wyników spółki będzie premiera trybu co-op do „HF2” (przełom 2024/25) oraz konsolowa wersja „Contraband Police” (4Q'24). Oczekujemy premiery kolejnej części CMS w 2025 r.

Inne:

- **Dywidenda** – spółka na początku lipca wypłaciła 144 mln PLN dywidendy (PDS = 21,8 PLN).
- **2024 r.** - w planie premier spółki widnieje ok. 47 pozycji.
- **Program motywacyjny** – w połowie lipca CEO PLW Krzysztof Kostowski zrzekł się prawa do objęcia 66 tys. nowych akcji w ramach programu motywacyjnego za 2023 rok.

W związku ze sprzedażą udziałów w Big Cheese Studio, umocnieniem PLN obniżamy nasze oczekiwania co do kolejnych kwartałów.

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	71,1	79,7	12,1%	310,8	361,2	16,2%
EBITDA	30,5	40,9	33,8%	160,8	201,5	25,3%
EBIT	30,1	40,3	33,7%	159,2	199,5	25,4%
Zysk netto	32,1	39,5	23,0%	126,3	201,9	59,8%
Zysk netto n.j.d.	27,4	33,2	21,2%	106,7	164,7	54,3%
Marża EBITDA	42,9%	51,3%		51,7%	55,8%	
Marża EBIT	42,4%	50,5%		51,2%	55,2%	
Zysk netto	45,1%	49,5%		40,6%	55,9%	
Marża zysku netto n.j.d.	38,5%	41,6%		34,3%	45,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

RELPOL**Trzymaj, TP 5,16 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 25 października 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	5,4	P/E	6,0	---	15,8	6,6
MC [mln PLN]	51,7	EV/EBITDA	4,4	31,9	5,6	4,0
		EV/EBIT	6,8	---	12,8	6,6
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5

W 1H'24 spółka odnotowała stratę netto i istotny spadek przychodów r/r. W ocenie zarządu cały 2024 będzie rokiem trudnym zarówno od strony przychodowej jak i marżowej. Spółka zwraca uwagę na wzrost kosztów usług obcych, wynagrodzeń czy koszty niewykorzystanych mocy produkcyjnych. Zarząd podjął szereg działań w kierunku minimalizacji strat i ograniczenie kosztów (m.in. istotny spadek średniego zatrudnienia oraz prawie całkowita rezygnacja z jego outsourcingu). Spółka stawia sobie za cel pozyskanie nowych klientów i projektów na dotychczasowych rynkach oraz rozszerzenie zasięgu sprzedaży o nowe rynki dla zbudowanego potencjału produkcyjnego. Zarząd wskazuje, że w ostatnim czasie udało się pozyskać nowe projekty z obszaru Bliskiego Wschodu (Arabia Saudyjska, ZEA).

Po 2Q'24 zarząd wskazał, że oczekuje poprawy sytuacji rynkowej w perspektywie najbliższych kwartałów (poprzednio wskazywano na perspektywę powolnej poprawy sytuacji rynkowej w kolejnych miesiącach), co każe ostrożnie podchodzić do prognozowania 2H'24.

W 3Q'24 nie oczekujemy poprawy q/q po stronie przychodowej (w ujęciu r/r będzie naszym zdaniem słabiej), na sprzedaż może negatywnie wpływać niski poziom zamówień z poprzednich miesięcy. PMI dla niemieckiego przemysłu (kluczowy kierunek eksportowy spółki) w 3Q'24 wyniósł średnio 42,1 pkt (vs 43,8 pkt w 2Q'24). Przy niskim poziomie sprzedaży i obecnej bazie kosztowej (spółka jest wrażliwa na poziom płacy minimalnej), Relpolowi może być także w 3Q'24 ciężko o break-even na poziomie operacyjnym (prognozujemy stratę EBIT na -1,6 mln PL, czyli podobnie do 2Q'24, przy porównaniu r/r należy mieć na uwadze zaksięgowany wtedy odpis). Stratę netto estymujemy na poziomie -1,6 mln PLN. W lipcu spółka wprowadziła nieznaczny podwyżkę cen (+5%, poprzednia miała miejsce 1Q'23), co może nieco poprawić perspektywę dla marż w 2H'24. Jednocześnie nie widać nadal wyraźniejszego ożywienia w samym otoczeniu spółki (break-even w 2024 roku na poziomie netto, który zakładaliśmy jeszcze w maju, obecnie wydaje się nieosiągalny).

W marcu 2024 roku spółka zakończyła inwestycję w stworzenie nowego przekaźnika bistabilnego oraz prototypowej linii automatycznego montażu (linia zapewni możliwość produkcji zarówno nowe typu przekaźników jak i zwiększy potencjał produkcji przekaźników przemysłowych monostabilnych). W 2024 roku produkty z tej linii będą włączane do sprzedaży, jednak należy brać pod uwagę, że linia podlega w tym roku kalibracji i szerszych efektów jej działania należy oczekiwać dopiero w 2025 roku.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	32,9	26,7	-19,0%	131,7	84,8	-35,6%	159,5	114,6	-28,1%	140,4	22,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,3	3,0	-43,1%	27,7	9,6	-65,2%	32,4	14,9	-54,1%	25,8	73,4%
Zysk na sprzedaży	0,8	-1,5	---	13,2	-4,7	---	12,9	-4,5	---	5,5	---
EBITDA	-1,6	0,2	---	13,6	0,0	---	17,2	2,0	-88,2%	12,4	511,0%
EBIT	-3,1	-1,6	---	9,1	-5,0	---	11,1	-4,7	---	5,5	---
Zysk brutto	-2,7	-2,0	---	8,6	-5,5	---	10,0	-6,0	---	4,1	---
Zysk netto	-2,1	-1,6	---	7,1	-5,1	---	8,6	-5,5	---	3,3	---
Marża brutto ze sprzedaży	16,2%	11,4%		21,0%	11,4%		20,3%	13,0%		18,4%	
marża EBITDA	-4,7%	0,7%		10,3%	0,0%		10,8%	1,8%		8,8%	
marża EBIT	-9,3%	-5,9%		6,9%	-5,8%		7,0%	-4,1%		3,9%	
marża netto	-6,4%	-5,9%		5,4%	-6,0%		5,4%	-4,8%		2,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SELENA FM
Akumuluj, TP 28,8/akcję (rekomendacja zrealizowana)

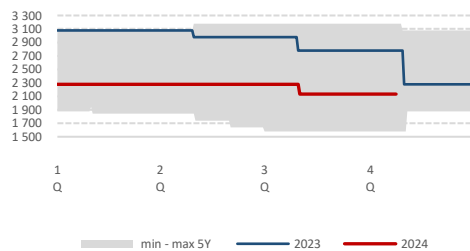
Rekomendacja z dnia 8 maja 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	34,3	P/E	14,8	8,4	7,2	6,5
MC [mln PLN]*	742,2	EV/EBITDA	6,1	5,1	4,4	3,9
		EV/EBIT	8,4	6,8	5,8	5,1
		P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8

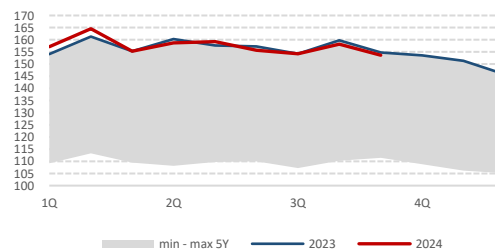
*po skorygowaniu o akcje własne

- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 3Q'24 nie zmienił się w ujęciu rocznym i spadł o -2% q/q. W 2023 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę stopniowo spadały. Od początku 2024 roku obserwowany jest dalszy lekki spadek cen MDI (piany) oraz nieznaczne wzrosty silikonów. Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).
- Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki Seleny FM w 2023 roku i na początku 2024 były pod presją spadających wolumenów, w 2Q'24 dynamika przychodów była dodatnia po raz pierwszy od 4Q'22. Rentowność brutto ze sprzedaży w 1H'24 była na bardzo dobrych poziomach.
- Prognoza na 3Q'24.** Baza z 3Q'23 jest dość wymagająca, ze względu na rekordową wtedy marżę (36,5%) – uważamy, że lepszym punktem wyjścia na oczekiwania w 3Q'24 jest rentowność z 1H'24 (34,1%). Nasza prognoza zakłada wypracowanie 508 mln PLN przychodów (+3% r/r) oraz 71,8 mln PLN EBITDA. Zakładamy ujemny wpływ różnic kursowych netto. Na poziomie zysku netto prognozujemy 41,5 mln PLN.
- Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku oczekujemy lekkiej odbudowy wolumenów (poprawa koniunktury w Europie przy obniżkach stóp procentowych). Zwracamy uwagę, że spółka stara się rozwijać ofertę w kierunku wyżej marżowych produktów, co powinno „chronić” marżę w przypadku presji cenowej na surowcach. Po likwidacji fabryki w Chinach, największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim.

Ceny MDI [EUR/t]



Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	491,6	508,3	3,4%	1 356,3	1 382,7	1,9%	1 778,4	1 813,1	2,0%	1 972,3	8,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	179,2	178,3	-0,5%	438,0	476,7	8,8%	550,1	601,6	9,4%	656,4	9,1%
Zysk na sprzedaży	70,0	60,8	-13,2%	100,5	131,8	31,2%	89,9	133,2	48,1%	146,8	10,2%
EBITDA	80,7	71,8	-11,0%	129,3	164,8	27,5%	148,5	176,7	19,0%	186,9	5,8%
EBIT	70,5	60,8	-13,8%	99,7	132,1	32,6%	108,1	133,2	23,2%	141,8	6,5%
Zysk brutto	69,7	52,0	-25,4%	72,3	109,7	51,6%	55,3	111,1	101,0%	129,6	16,7%
Zysk netto	54,9	41,5	-24,3%	61,7	85,7	38,9%	50,1	86,9	73,5%	103,4	19,0%
Marża brutto ze sprzedaży	36,5%	35,1%		32,3%	34,5%		30,9%	33,2%		33,3%	
Marża na sprzedaży	14,2%	12,0%		7,4%	9,5%		5,1%	7,3%		7,4%	
marża EBITDA	16,4%	14,1%		9,5%	11,9%		8,4%	9,7%		9,5%	
marża EBIT	14,3%	12,0%		7,4%	9,6%		6,1%	7,3%		7,2%	
marża netto	11,2%	8,2%		4,6%	6,2%		2,8%	4,8%		5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SYNEKTIK

		2022	2023P
Kurs [PLN]	174,8	P/E 28,4	18,1
MC [mln PLN]	1 490,9	EV/EBITDA 17,5	11,4
		EV/EBIT 21,3	13,1
		P/BV 11,1	7,8

W 4Q'23 (lipiec'24-wrzesień'24) zakładamy instalację 6 systemów robotycznych da Vinci w Polsce. W Czechach i na Słowacji w omawianym okresie nie było instalacji. Rok wcześniej spółka również dostarczyła 6 systemów, z czego 4 w Polsce i 2 w Czechach. W związku z wydłużonymi gwarancjami, z których wpływy zasila przychody przyszłych okresów, szacujemy sprzedaż segmentu na 122,4 mln PLN (-3% r/r). Podkreślamy, że z tego niemal 45% stanowią przychody powtarzalne, co jest tym bardziej korzystne, biorąc pod uwagę fakt, że w czasie wakacji liczba przeprowadzanych badań jest niższa ze względu na sezon urlopowy. W omawianym okresie zakładamy wykonanie 3,5 tys. zabiegów w Polsce (+96% r/r) oraz 2,4 tys. w Czechach i na Słowacji (+33% r/r).

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się dynamiki przychodów na poziomie +16% r/r (wzrost do 12,2 mln PLN), czyli zbliżonej do poprzednich kwartałów. Z uwagi na historyczną sezonowość oraz strukturę sprzedaży poprzednich kwartałów, spodziewamy się w 4Q'23 spadku rentowności z uwagi na wzrost udziału mniej rentownych towarów, głównie generatorów. Szacujemy płaski r/r zysk EBITDA w wysokości 3,4 mln PLN.

W segmencie CBR spodziewamy się wzrostu wydatków z uwagi na trwające badania 3 fazy kardioznacznika. Ten etap badań wiąże się z wysokimi nakładami gotówkowymi, dlatego zakładamy wydatki rzędu 7,7 mln PLN oraz stratę EBITDA na poziomie -7,4 mln PLN.

Na poziomie grupy szacujemy spadek przychodów o -1,4% r/r do 133,8 mln PLN. Ze względu na strukturę sprzedaży – wzrost udziału przychodów powtarzalnych – spodziewamy się wzrostu marży EBIT z 17,0% do 17,3%, co implikuje zysk operacyjny na poziomie 23,2 mln PLN (+0,8% r/r). EBITDA znormalizowana (po wyłączeniu straty CBR) rośnie o +8,7% r/r do 34,5 mln PLN. Wynik z działalności finansowej w 4Q'22 stanowi niską bazę porównawczą z powodu odwrócenia dodatnich różnic kursowych, jakie miało miejsce w tamtym okresie, stąd saldo przychodów i kosztów finansowych wyniosło wtedy -3,6 mln PLN. W 4Q'23 spodziewamy się niewielkiego negatywnego wpływu na wynik, stąd zysk netto szacujemy na 18,6 mln PLN (+17,6% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'23 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23P	r/r	2022	2023P	r/r
Przychody ze sprzedaży	135,7	133,8	-1,4%	446,9	616,8	38,0%
EBIT	23,0	23,2	0,8%	67,9	105,9	56,0%
EBITDA	26,9	27,1	0,8%	82,6	121,6	47,2%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	34,0	35,1	3,2%	98,9	143,4	44,9%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	3,4	3,4	0,1%	11,2	15,3	36,4%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-4,8	-7,4	-	-14,5	-23,9	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-6,2	-4,0	-	-13,7	-13,3	-
EBITDA znorm.	31,7	34,5	8,7%	97,1	145,5	49,9%
Wynik netto	15,8	18,6	17,6%	52,5	82,3	56,8%
Marża EBIT	17,0%	17,3%		15,2%	17,2%	
Marża EBITDA	19,8%	20,3%		18,5%	19,7%	
Marża zysku netto	11,7%	13,9%		11,7%	13,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 6 listopada 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	4,3	P/E	63,7	66,7	31,3
MC [mln PLN]	302,1	EV/EBITDA	24,3	21,8	11,6
		EV/EBIT	42,9	37,7	23,5
		P/BV	2,7	2,6	2,4

Segment BCG

W 3Q'24 spodziewamy się dostawy dwóch kolejnych transz szczepionek przeciwgruźliczych, zamówionych przez Ministerstwo Zdrowia. Łączny wolumen dostaw powinien więc wynieść 10,2 tys. opakowań, co przy wynegocjowanej stawce, wg naszych szacunków, powinno przynieść ok. 4,0 mln PLN przychodów (vs 0,3 mln PLN rok wcześniej). W Onko BCG również spodziewamy się wzrostu wolumenów oraz jednostkowej ceny opakowania, co powinno skutkować przychodami rzędu 3,4 mln PLN (+43% r/r).

Segment tradycyjny

Dla Distreptazy 3Q jest sezonowo słabszym okresem, natomiast w porównaniu do 3Q'23 spodziewamy się wzrostu wolumenu sprzedaży o ok. +10% r/r do 159 tys. opakowań. Podobnie jak w segmencie BCG, spodziewamy się wzrostu jednostkowej ceny opakowania, co implikuje wzrost przychodów z tytułu sprzedaży tego leku do 4,1 mln PLN (+21% r/r). Gamma anty D w ostatnich kwartałach notuje spadki wolumenów sprzedaży, dlatego pomimo wzrostu średniej ceny opakowania w 1H'24, spodziewamy się dalszego spadku przychodów ze sprzedaży tego leku (-42% r/r). W zakresie produkcji kontraktowej probiotyku Lakcid nie spodziewamy się wystąpienia przychodów w omawianym okresie. Stawiamy pod znakiem zapytania dalszą działalność w tym zakresie ze względu na długi czas oczekiwania na wyniki negocjacji z Polpharmą. W naszej ocenie spółka będzie chciała się skupić na produkcji bardziej rentownych pozycji, dlatego oczekujemy, że sprzedaż tego produktu w kolejnych okresach będzie niewielka, o ile w ogóle wystąpi.

Podsumowując oba segmenty, przychody ze sprzedaży szacujemy na 13,2 mln PLN (+63,5% r/r). W 3Q'24 spodziewamy się utrzymania marży brutto na sprzedaży na poziomie 63,1%. W omawianym okresie powinno nastąpić rozliczenie ostatniej transzy dotacji na Centrum Badawczo Rozwojowe, a z racji, że jest ono już uruchomione, będzie to miało pozytywny wpływ na pozostałe przychody operacyjne. Szacujemy wpływ z tego tytułu na ok. 2 mln PLN. Mimo wzrostu kosztów operacyjnych, wzrost przychodów i dotacja powinny skutkować wzrostem wyniku operacyjnego do 0,9 mln PLN (vs -2,9 mln PLN w 3Q'23). Z racji objęcia przez uprawnione osoby akcji z programu motywacyjnego w październiku, spodziewamy się, że koszty z tego tytułu zostaną uwzględnione w 4Q'24. W związku z niskim poziomem gotówki nie oczekujemy pojawienia się istotnych przychodów finansowych, natomiast do kosztów zaliczamy odsetki od kredytów oraz leasingi w wysokości ok. 1,0 mln PLN. Implikuje to stratę netto w wysokości 0,1 mln PLN.

Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	8,1	13,2	63,5%	58,6	65,3	11,4%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,3	4,0	1468,1%	9,2	11,9	28,6%
<i>Onko BCG</i>	2,4	3,4	43,0%	17,0	23,5	38,0%
<i>Distreptaza</i>	3,4	4,1	21,0%	22,5	23,2	2,9%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	0,7	-42,2%	4,8	3,5	-25,9%
<i>Lakcid</i>	0,0	0,0	-	2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	0,9	0,9	0,0%	3,0	2,3	-22,8%
Wynik brutto na sprzedaży	5,1	8,4	63,5%	35,2	39,4	12,2%
EBIT	-2,9	0,9	-	8,6	10,0	15,7%
EBITDA	-1,2	2,9	-	15,3	17,3	12,9%
Zysk netto	-2,4	-0,1	-	4,8	4,5	-4,4%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,1%	63,1%		60,0%	60,4%	
Marża EBIT	-36,2%	6,7%		14,8%	15,3%	
Marża EBITDA	-14,2%	21,8%		26,1%	26,4%	
Marża zysku netto	-29,8%	-0,6%		8,1%	7,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ŚNIEŻKA

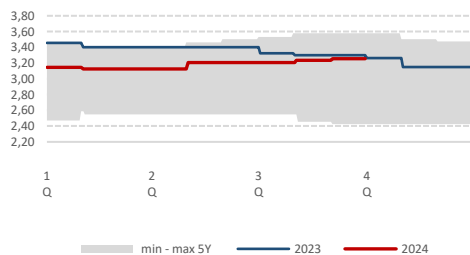
Kupuj, TP 93,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 1 marca 2024 r.

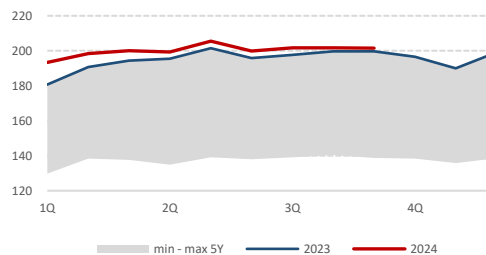
			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	71,0	P/E	11,5	13,3	10,1	9,2
MC [mln PLN]	895,9	EV/EBITDA	7,2	7,7	6,4	5,8
		EV/EBIT	9,5	10,4	8,3	7,4
		P/BV	2,6	2,4	2,1	1,9

- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 3Q'24 według szacunków na bazie indeksu PSB wzrosły symbolicznie o 1% q/q i 1% r/r. Jednocześnie nadal korzystniejsze r/r pozostawały ceny głównych surowców (dodatkowo sprzyja umocnienia PLN vs EUR). Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 3Q'24 wyniósł średnio -0,2 pkt (vs +2,2 pkt w 1H'24 i -4,2 pkt w 3Q'23), na Węgrze w 3Q'24 było to średnio -23,9 pkt (vs -33,5 pkt rok temu).
- Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 na sprzedaż w Polsce, jednorazowo negatywnie, wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego spółki w kanale hurtowym (sprzedaż bezpośrednia do największych sklepów detalicznych z pominięciem hurtowni). W 2Q'24 spółka miała już dodatnią sprzedaż w Polsce, słabo natomiast nadal wyglądały Węgry a od połowy 2Q'24 na rynku ukraińskim odczuwalne zaczęło być osłabienie (związane m.in. z nową mobilizacją do wojska).
- Prognoza na 3Q'24.** Zakładamy, że w 3Q'24 spółka miała lekko dodatnią dynamikę na rynku polskim. Jednocześnie zakładamy dwucyfrowe spadki r/r w Ukrainie i Węgrzech. Łącznie spodziewamy się, że przychody mogą być spaść o -3% r/r. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że wyższe r/r będą koszty SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 63,8 mln PLN (vs 65,0 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 38,5 mln PLN (-1% r/r).
- Prognoza średnioterminowa.** W marcu spółka przedstawiła cele strategiczne na rok 2028, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN oraz marży EBITDA na poziomie 18%. Zakładamy, że Śnieżka w 2024 roku wypracuje 814 mln PLN przychodów (-5% r/r), 145 mln PLN EBITDA oraz 67 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że odbicie wolumenów przesunę się na 2025 rok (rynek spada już czwarty rok z rzędu).

Biel tytanowa [EUR/kg]



Indeks cen farb na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	270,5	262,5	-3,0%	705,1	665,2	-5,7%	857,8	814,2	-5,1%	872,1	7,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	126,3	128,6	1,9%	312,4	323,3	3,5%	384,2	394,5	2,7%	423,4	7,3%
Zysk na sprzedaży	55,4	55,0	-0,7%	114,5	106,2	-7,2%	120,1	110,6	-7,9%	128,0	15,8%
EBITDA	65,0	63,8	-1,8%	145,1	131,2	-9,6%	159,4	144,5	-9,4%	163,4	13,1%
EBIT	55,3	54,4	-1,6%	115,9	103,1	-11,0%	121,0	106,9	-11,7%	126,2	18,1%
Zysk brutto	50,5	49,9	-1,2%	100,1	89,4	-10,6%	101,0	88,8	-12,1%	114,3	28,7%
Zysk netto	38,7	38,5	-0,5%	77,0	68,5	-11,0%	77,6	67,3	-13,3%	88,9	32,1%
Marża brutto ze sprzedaży	46,7%	49,0%		44,3%	48,6%		44,8%	48,5%		48,5%	
Marża na sprzedaży	20,5%	21,0%		16,2%	16,0%		14,0%	13,6%		14,7%	
marża EBITDA	24,0%	24,3%		20,6%	19,7%		18,6%	17,7%		18,7%	
marża EBIT	20,4%	20,7%		16,4%	15,5%		14,1%	13,1%		14,5%	
marża netto	14,3%	14,7%		10,9%	10,3%		9,1%	8,3%		10,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TEN SQUARE GAMES

Kupuj, TP 118/akcję

Rekomendacja z dnia 15 maja 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	84,2	P/E adj.	5,5	6,0	-
MC [mln PLN]	547,2	EV/EBITDA adj.	3,3	4,3	-
		EV/EBIT	6,4	144,6	-
		P/BV	1,7	2,3	-

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 3Q'24 (bez uwzględnienia przychodów odroczonech w czasie), które wyniosły 102,3 mln PLN, co stanowi wzrost q/q o 4,4%/ i jednocześnie spadek r/r o 2,5%. Kwota 62,2 mln PLN (+4,3% q/q, -11% r/r) odnosi się do płatności wygenerowanych przez grę „FC”, co stanowi ok. 61% skonsolidowanych przychodów. Kolejne 23,0 mln PLN (+4,0% q/q, -16% r/r) dotyczy płatności w grze „HC” (23%). Szacujemy, że tytuły Rortos'u wygenerowały w 3Q'24 ok. 12,6 mln PLN (z czego 5,7 mln PLN „WoH”), natomiast za resztę przychodów odpowiadały „LF” i „WH” oraz pozostałe gry.

W związku z pojawieniem się na rynku konkurencyjnego projektu („Fishing Master”) do jednej z flagowych gier spółki, w celu poprawy widoczności swojego produktu, Ten Square zwiększył nakłady na „FC” do ok. 15 mln PLN (+43% q/q, +37% r/r). Wyraźny wzrost budżetów zaliczył również skalowany „Wings of Heroes” – ok. 3,3 mln PLN (vs 1,1 mln PLN w 2Q'24). Natomiast marketing na „HC” pozostał na zbliżonym poziomie q/q. W całym 3Q'24 prognozujemy wzrost kosztu UA do poziomu ok. 25,7 mln PLN (+33% q/q, +30% r/r).

Mając na uwadze trwające prace nad TSG Store, które miały miejsce na przestrzeni 3Q'24 zakładamy, że przesunięciu uległ efekt dalszej poprawy udziału w sprzedaży tego kanału w „FC”. Jednocześnie oczekujemy delikatniej progresji w przypadku „HC” oraz wpływu wynikającego z wykorzystania opcji Digital Markets Act (obniżenie prowizji z 30% do 24% na platformie iOS w krajach UE). Biorąc pod uwagę poprawę przychodów w 3Q'24 oczekujemy wzrostu kosztów prowizji platform do ok. 27,5 mln PLN. Zakładamy, że utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło m.in. zredukować koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży (pomijając UA). W naszych analizach przyjmujemy koszt programu motywacyjnego na poziomie ok. 0,2 mln PLN.

Pomimo wzrostu przychodów q/q i utrzymaniu dyscypliny kosztowej, wyraźny wzrost nakładów na UA przyczynił się do regresji na poziomie skoryg. EBITDA do ok. 25,7 mln PLN (-23,6% r/r; -6% q/q). Oczekujemy neutralnego wpływu Gamesture na wyniki grupy (vs -0,7 mln PLN w 3Q'23). Mając powyższe na uwadze prognozujemy zysk netto spółki równy 18,0 mln PLN (-19% r/r).

Liczymy się z negatywnym odbiorem raportu za 3Q'24. Pojawienie się konkurenta w kluczowym segmencie dla spółki, może w krótkim terminie wymusić na spółce zwiększenie poziomu UA (przy zwiększonym CPI – niższa rentowność pozyskiwanych kohort) w celu konkurencji o uwagę gracza, natomiast w średnim i długim może przyczynić się do głębszej regresji przychodów z „FC”.

Główne produkty:

- „Fishing Clash” – grze potrzebne jest nowe podejście niezbędne do przebiccia się wyżej w rankingach.
- „Hunting Clash” – priorytetem jest skupienie na jakości ruchu vs wolumenie.
- „Wings of Heroes” – spółka jest bardzo zadowolona z poprawy wyników WoH. Cały czas jednak stawia na ostrożne podejście w skalowaniu.

Nowe projekty:

- „Trophy Hunter” – testy pierwszej fazy (gameplay + ograniczony kontent) są obiecujące. W drugiej fazie zostanie dołożony kontent i skupią się na retencji. W 3 etapie (4Q'24) zostanie dodana i przetestowana monetyzacja.
- „Fishing Champions” – gra pełniejsza niż „Trophy Hunter” (pełniejszy experience), znajduje się już w testach (Polska i Filipiny).

Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	105,6	102,3	-3,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	87,8	86,4	-1,6%
EBITDA	30,0	25,6	-14,7%
EBITDA adj.*	33,7	25,7	-23,6%
EBIT	25,0	20,9	-16,5%
Zysk brutto	23,2	21,2	-8,8%
Zysk netto	22,1	18,0	-18,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	83,1%	84,5%	
Marża EBITDA	28,4%	25,0%	
Marża EBITDA adj.	31,9%	25,2%	
Marża EBIT	23,7%	20,4%	
Marża zysku netto	21,0%	17,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * -skoryg. o wydarzenia jednorazowe i koszty PM

Analityk:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

TORPOL
Akumuluj, TP 37,3/akcję

Rekomendacja z dnia 22 sierpnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	31,0	P/E	7,0	12,0	10,2	8,7
MC [mln PLN]	712,1	EV/EBITDA	2,0	5,1	3,4	2,2
		EV/EBIT	2,5	7,1	4,6	2,8
		P/BV	1,4	1,4	1,3	1,2

- **Backlog.** Po 2Q'24 portfel Torpolu wynosił 4,19 mld PLN (vs 1,73 mld PLN rok wcześniej). Około połowy portfela stanowi kontrakt w Katowicach, na którym w końcówce 3Q'24 rozpoczęły się prace budowlane.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W 1Q' i 2Q'24 marża brutto ze sprzedaży po raz pierwszy od 1H'21 była jednocyfrowa.
- **Wyniki wstępne za 3Q'24.** Szacunkowy EBIT i zysk netto w 3Q'24 były powyżej naszych oczekiwań. Przychody wzrosły o 41% r/r do 347 mln PLN (delikatnie powyżej naszej prognozy na poziomie 340 mln PLN). Wyniki na niższych poziomach były słabsze r/r, ze względu na spadek marży brutto ze sprzedaży (8,1% vs 14,4% rok temu). Marża była nieco niższa niż w 1H'24, ale powyżej naszych oczekiwań i powyżej modelowych 6%. Marża jednostkowa Torpolu wyniosła 7,9%, a marża TOG 10,6%. Gotówka po 3Q'24 jest na poziomie 294 mln PLN (vs 257 mln PLN po 2Q'24). Spółka nie podała poziomu zadłużenia oprocentowanego. Dywidenda (48,5 mln PLN) została wypłacona w 3Q'24. Finalne wyniki spółka przedstawi 22 listopada.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy w całym 2024 roku obecnie 1,36 mld PLN przychodów (+25% r/r, przy normalizacji marży brutto do 8%) oraz 55,5 mln PLN zysku netto (-46% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,66 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 69,8 mln PLN (lekki spadek marży, ale przykryty przez wzrost przychodów).

Wyniki wstępne za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24W	zmiana r/r	3Q'24P	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24W	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	246,3	347,4	41,1%	340,0	2,2%	673,1	905,9	34,6%	1 091,8	1 370,9	25,6%	1 656,0	20,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	35,4	28,0	-20,8%	21,9	27,9%	96,8	77,2	-20,3%	158,0	114,0	-27,8%	129,1	13,2%
Zysk na sprzedaży	24,7	16,8	-31,8%	11,0	52,6%	65,6	44,9	-31,5%	113,8	68,8	-39,6%	81,9	19,0%
EBITDA	31,6	23,1	-26,9%	17,5	31,9%	83,9	61,3	-27,0%	138,7	91,2	-34,2%	108,3	18,8%
EBIT	25,6	16,8	-34,3%	11,2	49,9%	65,0	42,6	-34,5%	113,9	65,9	-42,1%	80,4	22,0%
Zysk brutto	29,0	17,0	-41,5%	12,2	38,7%	77,7	49,0	-36,9%	129,2	73,3	-43,3%	86,2	17,7%
Zysk netto	23,0	13,7	-40,2%	9,9	38,7%	61,1	39,7	-35,0%	101,9	59,4	-41,7%	69,9	17,6%
Marża brutto ze sprzedaży	14,4%	8,1%		6,4%		14,4%	8,5%		14,5%	8,3%		7,8%	
Marża na sprzedaży	10,0%	4,8%		3,2%		9,8%	5,0%		10,4%	5,0%		4,9%	
marża EBITDA	12,8%	6,7%		5,2%		12,5%	6,8%		12,7%	6,7%		6,5%	
marża EBIT	10,4%	4,8%		3,3%		9,7%	4,7%		10,4%	4,8%		4,9%	
marża netto	9,3%	4,0%		2,9%		9,1%	4,4%		9,3%	4,3%		4,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	8,9	P/E	---	5,8	10,8	8,4
MC [mln PLN]	310,7	EV/EBITDA	---	2,1	4,3	4,0
		EV/EBIT	---	2,4	6,2	5,6
		P/BV	2,3	1,6	1,4	1,3

- **Backlog.** Portfel po 2Q'24 wynosił 3,74 mld PLN (+7% r/r, -4% q/q, z tego 1,38 mld PLN przypadało na 3-4Q'24). Z danych wstępnych po 3Q'24 wynika, że portfel spadł do 3,5 mld PLN.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 4Q'23 spółka dokonała drastycznej weryfikacji budżetów realizowanych kontraktów (-135 mln PLN straty netto w 4Q'23). W 1Q'24 wynik została wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, w 2Q'24 spółka pokazała jeszcze dodatkowe straty w segmencie przemysłowym, jednocześnie dobrze wyglądała marżowość infrastruktury.
- **Wyniki wstępne za 3Q'24.** Wg wstępnych danych spółka w 3Q'24 miała 666 mln PLN przychodów (+11,5% r/r), 38,5 mln PLN EBIT oraz 6,9 mln PLN zysku netto (wobec straty rok temu). EBIT był powyżej naszych założeń (efekt wyższej od oczekiwań marży brutto ze sprzedaży), natomiast zysk netto kilka mln PLN poniżej oczekiwań (wyższe od oczekiwań zyski mniejszości). Za dobry EBIT 3Q'24 w dużej mierze odpowiada segment deweloperski (wysoka liczba przekazania na projekcie JV w Poznaniu). Dług netto wzrósł do 255 mln PLN (152 mln PLN po 2Q'24). Pożyczki udzielone poza grupę to 103 mln PLN.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka jest nadal na etapie porządkowania biznesu. Oczekujemy m.in. na finalne decyzje w sprawie możliwej sprzedaży segmentu modułowego. Nowego podejścia wymaga także segment deweloperski (m.in. patowa kwestia dalszych etapów projektu JV w Poznaniu czy jedynie warunkowa własność części gruntu w Gdyni, sprawiają, że spółka realny bank ziemi pod przyszłe projekty opiera o Radom i punktowe inwestycje w Warszawie/Trójmieście). W obszarze budowlanym spółka chce opierać wzrost głównie na infrastrukturze (przy czym nie ma doświadczenie w kolei) i energetyce. W kubaturze priorytetem raczej nie będzie wzrost a rentowność i dywersyfikacja portfela.

Wyniki wstępne za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24W	zmiana r/r	3Q'24P	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24W	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	597,7	666,4	11,5%	701,8	-5,1%	1 833,3	1 825,7	-0,4%	2 429,8	2 534,1	4,3%	2 656,4	4,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	-12,9	66,6	---	57,9	15,1%	46,3	124,6	169,0%	-37,8	172,2	---	173,1	0,5%
Zysk na sprzedaży	-29,4	40,8	---	33,6	21,6%	-3,1	51,8	---	-124,6	69,4	---	65,1	-6,2%
EBITDA	-21,6	45,6	---	40,7	12,0%	20,0	180,1	801,4%	-109,4	204,8	---	93,8	-54,2%
EBIT	-28,8	38,5	---	33,6	14,6%	-1,1	158,7	---	-137,8	176,4	---	65,1	-63,1%
Zysk brutto	-33,1	25,3	---	25,6	-1,1%	-21,6	131,2	---	-177,3	140,9	---	37,3	-73,5%
Zysk netto	-26,8	6,9	---	10,8	-36,5%	-30,5	46,5	---	-165,9	53,5	---	28,8	-46,1%
Marża brutto ze sprzedaży	-2,2%	10,0%		8,2%	2,5%	6,8%			-1,6%	6,8%		6,5%	
Marża na sprzedaży	-4,9%	6,1%		4,8%	-0,2%	2,8%			-5,1%	2,7%		2,5%	
marża EBITDA	-3,6%	6,8%		5,8%	1,1%	9,9%			-4,5%	8,1%		3,5%	
marża EBIT	-4,8%	5,8%		4,8%	-0,1%	8,7%			-5,7%	7,0%		2,5%	
marża netto	-4,5%	1,0%		1,5%	-1,7%	2,5%			-6,8%	2,1%		1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

Data publikacji raportu za 3Q'24 – 2024-11-14

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	137,0	P/E	2,3	18,9	8,0	7,0
MC [mln PLN]	1123,1	EV/EBITDA	7,1	6,5	4,6	4,4
		EV/EBIT	2,6	7,0	4,6	4,4
		P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9

- Spółka opublikowała 5 listopada wstępne skonsolidowane wyniki 3Q'24. Skoryg. EBITDA wyniosła 104 mln PLN (vs 29 mln PLN rok temu), powyżej naszej prognozy i konsensusu. Poprawę r/r zanotował przede wszystkim segment Paliw, ale także lepsze są wyniki w Bitumenach i Infrastrukturze. Wolumenu sprzedaży oleju napędowego, opałowego, benzyn i biopaliw wyniósł 581 tys. m3 (+21% r/r) odnotowano natomiast spadek sprzedaży gazu LPG o 17% r/r do 67 tys. ton.
- Outlook. W 4Q'24 oczekujemy wzrostu EBITDA skoryg. z 47 mln PLN do ok 65-70 mln PLN (poprawa w Paliwach, słabiej w Gazie i Infrastrukturze). W 2025 spodziewamy się lepszego wyniku w segmencie Paliw (niskie marże rafineryjne sprzyjają wypracowaniu dobrych warunków zakupowych w rocznych kontraktach). Wysokie oczekiwania wiążemy z segmentem LPG (wpływ sankcji na rynek). Liczymy na nieco lepszy r/r wynik Bitumenów (aczkolwiek obecna sytuacja w budownictwie może nie sprzyjać popytowi) i Infrastruktury. Trudne do utrzymania mogą być marże z 2024 w Detalu.

Szacunki wyników za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24W	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl.	3Q'24P kons	odchyl.	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 388	3 620	6,9%	2 927	23,7%	---	---	12 913	12 931	0,1%	11 686	-9,6%
EBITDA skoryg	29,2	104,0	256,7%	95,1	9,4%	93,3	11,5%	242,5	299,8	23,6%	378,4	26,2%
Paliwa	-32,0	31,0	---	23,9	29,8%	---	---	43,1	70,2	63,1%	102,3	45,8%
Bitumeny	35,9	51,0	42,1%	52,9	-3,5%	---	---	73,3	106,0	44,6%	107,6	1,5%
Infrastruktura	3,0	22,0	627,1%	21,0	4,9%	---	---	49,9	89,4	79,0%	95,5	6,8%
pozostałe	8,8	0,0	---	-2,7	---	---	---	76,2	34,2	-10,6	73,0	113,0%
EBITDA	11,7	42,0	260,3%	95,1	-55,8%	---	---	669,0	275,6	-58,8%	378,4	37,3%
Wynik netto	-22,2	---	---	35,0	---	---	---	487,2	59,3	-87,8%	140,0	136,1%
marża EBITDA skoryg.	0,9%	2,9%		3,2%		---		1,9%	2,3%		3,2%	

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

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

VOXEL**Kupuj, TP 111,2 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	115,5	P/E	14,8	12,1	10,1
MC [mln PLN]	1 213,1	EV/EBITDA	8,7	7,1	5,9
		EV/EBIT	11,3	9,7	7,8
		P/BV	4,1	3,6	3,0

Diagnostyka

W 3Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów segmentu związanego ze wzrostem zarówno wolumenów, jak i wycen badań refundowanych (nowe stawki obowiązują od lipca'24). Zakładamy wykonanie przez Voxel 30,3 tys. TK (+5,2% r/r), 59,0 tys. MR (+9,7% r/r), 4,8 tys. PET (+7,6% r/r) oraz 4,3 tys. SPECT (+2,9% r/r). Dodatkowo w Rezonansie Powiśle i Scanixie spodziewamy się wykonania 4,4 tys. TK (+10,3% r/r) oraz 11,1 tys. MR (-4,1% r/r). W prognozach przyjmujemy wzrost wycen na poziomie +4% k/k w TK i MR oraz +6% k/k w PET i SPECT. Po uwzględnieniu sprzedaży radiofarmaceutyków w 3Q'24 spodziewamy się przychodów segmentu na poziomie 100,2 mln PLN (+13,7% r/r).

IT i wyposażenie pracowni

W Alterisie 3Q'23 stanowi wysoką bazę, dlatego spodziewamy się spadku przychodów z 31,7 mln PLN w 3Q'23 do 27,9 mln PLN w 3Q'24. Implikuje to spadek EBITDA z 3,9 mln PLN w 3Q'23 do 3,5 mln PLN w 3Q'24. Ostatni opublikowany backlog na 2024 r. opiewa na 100 mln PLN, natomiast spodziewamy się, że zostanie on przeбитo podobnie, jak miało to miejsce w poprzednich latach.

Neuroradiocirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 3Q'24 zakładamy wykonanie 142 procedur wobec 136 rok wcześniej. Implikuje to wzrost przychodów do 4,2 mln PLN (+41,0% r/r).

Na poziomie grupy spodziewamy się płaskich r/r przychodów, przy poprawie marży EBITDA (+9,8% r/r) dzięki wzrostowi wycen w badaniach refundowanych. Spodziewamy się, że wzrosty wynagrodzeń pojawią się później, dlatego wyniki okresu nie powinny być obciążone istotnymi wzrostami kosztów. Nasze podejście może okazać się nieco konserwatywne ze względu na wyniki Alterisa. Zazwyczaj 2H jest dla tej spółki sezonowy mocnym okresem, jednak ze względu na mocne wyniki od początku roku, podchodzimy ostrożnie do tych zależności. Spodziewamy się wzrostu zysku netto do 27,3 mln PLN (+16,1% r/r).

Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23*	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	127,9	127,8	-0,1%	424,2	496,3	17,0%
Wynik brutto na sprzedaży	39,2	42,3	8,0%	140,3	161,6	15,1%
EBITDA	43,1	47,3	9,8%	147,1	176,9	20,2%
Diagnostyka	42,9	47,6	11,1%	154,0	182,5	18,5%
Neurochirurgia	1,6	2,3	50,5%	6,4	8,7	36,1%
IT i wyposażenie pracowni	3,9	3,5	-10,6%	14,1	14,4	2,0%
Szpitalnictwo	-0,2	0,0		-1,2	0,0	
Wyłączenia	-5,0	-6,2		-26,1	-28,7	
EBIT	33,4	35,5	6,3%	112,7	130,0	15,3%
Zysk brutto	31,3	33,8	7,8%	102,2	123,5	20,8%
Zysk netto	23,6	27,3	16,1%	75,5	99,2	31,3%
dz. kontynuowana				82,2	99,2	20,7%
dz. zaniechana				-6,7	0,0	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,6%	33,1%		33,1%	32,6%	
Marża EBITDA	33,7%	37,0%		34,7%	35,6%	
Marża EBIT	26,1%	27,8%		26,6%	26,2%	
Marża zysku netto	18,4%	21,4%		17,8%	20,0%	

* W 3Q'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

WIRTUALNA POLSKA**Akumuluj, TP 96,2 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 października 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	83,7	P/E	15,9x	15,6x	12,0x
Kapitalizacja [PLN m]	2 479	EV/EBITDA	7,1x	6,8x	5,6x
EV [PLN m]	2 886	EV/EBIT	10,7x	10,6x	8,5x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-11-26				

Przygotowujemy się na scenariusz stopniowej poprawy dynamiki wzrostu przychodów w segmencie reklama i subskrypcje. W naszym modelu spodziewamy się wzrostu wartości sprzedaży w tym segmencie o 3,8% r/r (wysokie dynamiki w kategorii subskrypcje i nadal niskie w kategorii reklama). Na poziomie skor. EBITDA

w omawianej dywizji biznesowej założyliśmy płaski odczyt w ujęciu r/r (60,4 mln PLN względem 59,8 mln PLN w Q3 2023). W ujęciu LTM skor. EBITDA segmentu według naszej symulacji może wynieść 262,8 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 6,1% r/r.

Dla segmentu turystyka przyjęliśmy założenie o 13% wzroście przychodów w ujęciu r/r. Przypominamy, że spółka w komentarzu do wyników za poprzednie kwartały wskazywała, że „...bardzo dobra sprzedaż w formule first-minute w 2024 r. może mieć wpływ na dynamikę wzrostu przychodów rozpoznawanych w najwyższym sezonie 2024 roku (przypadającym na III kwartał)...”. Na poziomie skor. EBITDA prognozujemy dla segmentu odczyt rzędu 85,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 2,3% r/r. W ujęciu LTM skor. EBITDA segmentu według nas może wynieść 154,8 mln PLN (+21,1% r/r).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, iż Q3 2024 powinien przynieść bardziej budujące dane po słabym odczycie za Q2 2024. Przychody skonsolidowane w Q3 2024 zakładamy na poziomie 437,5 mln PLN (+7,9% r/r). Na poziomie skor. EBITDA spółka według naszej prognozy może pokazać 153,2 mln PLN (+2,2% r/r). Wynik netto przypisany akcjonariuszom zakładamy, iż będzie bliski 73,3 mln PLN (+4,5% r/r).

Akcentujemy, że powodem wykazywanego przez nas obecnie większego optymizmu i lepszego pozycjonowania spółki jest nasza symulacja, która wskazuje, iż w Q3 2024 skor. EBITDA spółki może wskazać na niewielki wzrost w relacji r/r (+2,2%). Jednocześnie wraz z Q4 2024 spodziewamy się, że spółka (w obecnej strukturze) wejdzie w okres czterech kwartałów z wysokimi dynamikami wzrostu skor. EBITDA w relacji r/r. Tym samym akcentujemy, że po wielu kwartałach ścieżka wynikowa dla WPL może ulec zdecydowanej poprawie. Nasze oczekiwania związane są przede wszystkim z perspektywą powrotu do dodatnich dynamik skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje oraz utrzymaniem wzrostów w segmencie turystyka – szczegółowe założenia znajdują się w dalszej części raportu.

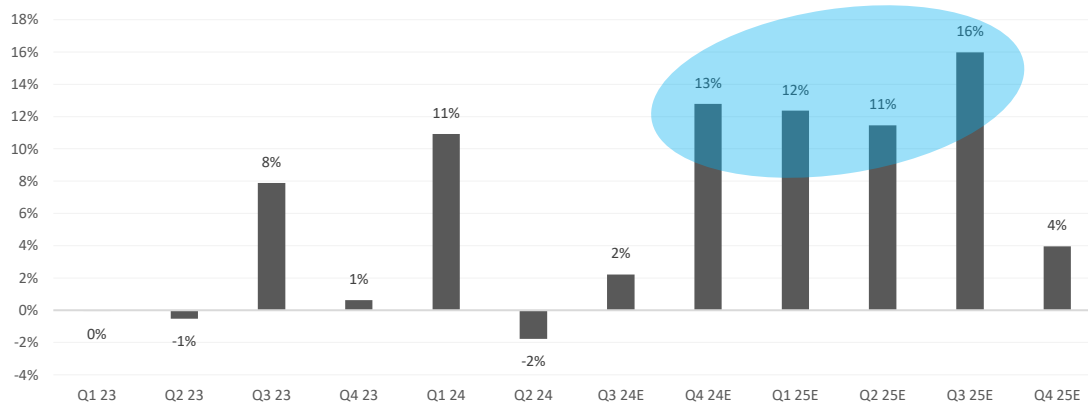
Założenia dla WPL na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody	405,3	437,5	7,9%	1 402,4	1 529,6	9,1%
Reklama i subskrypcje	156,3	162,1	3,8%	686,3	701,2	2,2%
Turystyka	185,8	209,9	13,0%	461,8	574,4	24,4%
Finanse konsumenckie	47,6	49,8	4,5%	198,9	193,1	-2,9%
EBITDA skor.	149,8	153,2	2,2%	436,2	448,8	2,9%
Reklama i subskrypcje	59,8	60,4	1,0%	279,8	262,8	-6,1%
Turystyka	83,4	85,3	2,3%	127,9	154,8	21,1%
Finanse konsumenckie	5,7	6,7	17,6%	28,6	28,1	-1,9%
EBITDA	146,3	152,0	3,9%	414,8	427,0	2,9%
Amortyzacja	36,7	40,6	10,8%	144,8	152,8	5,5%
EBIT	109,6	111,4	1,6%	270,0	274,2	1,6%
Saldo finansowe	-16,8	-13,6	---	-56,6	-57,4	---
Wynik brutto	90,0	97,3	8,1%	213,3	211,3	-0,9%
Wynik netto	71,7	75,6	5,4%	156,5	156,0	-0,3%
wynik przypisany akcjonariuszom	70,1	73,3	4,5%	148,8	146,1	-1,8%
EBITDA skor. marża %	37,0%	35,0%	-2,0%	31,1%	29,3%	-1,8%
Reklama i subskrypcje	38,3%	37,3%	-1,0%	40,8%	37,5%	-3,3%
Turystyka	44,9%	40,6%	-4,3%	27,7%	26,9%	-0,7%
Finanse konsumenckie	12,0%	13,5%	1,5%	14,4%	14,5%	0,2%

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje WPL w raportach okresowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oczekiwany powrót do dobrych dynamik skor. EBITDA w relacji r/r



dynamika r/r dla poszczególnych kwartałów z 2023 roku dotyczy odniesienia do danych pro forma z 2022 roku (efekty akwizycji m.in. Audioteka oraz Szallas)
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

ZUE
Trzymaj, TP 11,0/akcję

Rekomendacja z dnia 22 sierpnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	8,0	P/E	8,8	16,8	11,4	9,6
MC [mln PLN]	184,7	EV/EBITDA	1,1	4,7	3,8	3,0
		EV/EBIT	1,7	8,6	6,8	4,9
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8

- Backlog.** Portfel wynosił po 2Q'24 1,47 mld PLN, natomiast po 3Q'24 spadł do 1,20 mld PLN (-42% r/r, -18% q/q). Szacujemy, że w obecnym backlogu największy udział mają kontrakty kolejowe w Polsce, a w dalszej kolejności kontrakty kolejowe na rynku rumuńskim oraz kontrakty miejskie (tramwaj). Obecnie spółka nie ma większych kontraktów w potencjalnym pipeline i oczekuje głównie na złożenie ofert w nowych przetargach PKP PLK (teoretycznie terminy wyznaczone są obecnie na XI-XII'24, ale są regularnie przesuwane w ostatnich tygodniach).
- Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała rekordowy 2023 rok (głównie dzięki stronie przychodowej). Finalizowane są stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne. W 1H'24 spółka miała dodatnią dynamikę przychodów (gł. kwestia dużego przerobu na kontrakcie na zajezdnię tramwajową Annopol) i wyższą r/r marżę (częściowo kwestia ugody na jednym z kontraktów kolejowych).
- Wstępne wyniki za 3Q'24.** Spółka opublikowała na początku listopada szacunki wyników za 3Q'24. W 3Q'24 na poziomie przychodów ZUE miało 304 mln PLN (-15% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży była słabsza q/q i r/r (5,0% w 2Q'24 i 3,2% rok temu). EBIT wyniósł 1,1 mln PLN (vs 7,2 mln PLN rok temu, przy czym saldo pozostałej działalności operacyjnej wynosiło wtedy +3,9 mln PLN), natomiast wynik netto (przed wyłączeniem wyniku mniejszości) to -0,2 mln PLN (vs +5,9 mln PLN w 3Q'23). Wyniki za 3Q'24 są poniżej naszych oczekiwań na rentowności. Marża brutto ze sprzedaży spadła bardziej niż oczekiwaliśmy w ujęciu q/q.
- Prognoza średnioterminowa.** Należy brać pod uwagę, że 2024 rok przychodowo może być słabszy r/r, biorąc pod uwagę obecny stan portfela spółki i wysoką bazę w 4Q'24. Prognoza finalnego wyniku w naszej opinii obciążona jest podwyższonym ryzykiem ze względu na finalizację obecnie dużych kontraktów (Annopol oraz jeden z ostatnich „starych” kontraktów kolejowych spółki: Skarżysko – Sandomierz), gdzie rozliczaniu będą podlegać prace dodatkowe czy koszty stałe. Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscyluje w okolicy 4%, spółka docelowo chciałaby osiągać 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży. Niepokoić może spadający portfel, co rodzi ryzyko konieczności walki cenowej na przetargach. Strategia spółka zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne, aby ograniczyć ryzyko zależności od rynku polskiego.

Szacunkowe wyniki za 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24W	zmiana r/r	3Q'24P	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	359,0	304,3	-15,2%	293,0	3,9%	900,7	921,5	2,3%	1 484,1	1 236,5	-16,7%	1 043,0	-15,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	11,4	7,0	-38,2%	11,3	-37,8%	30,2	34,5	14,4%	55,9	47,2	-15,6%	52,3	10,7%
EBITDA	11,0	5,2	-53,0%	7,8	-34,2%	24,3	24,9	2,8%	45,2	34,2	-24,3%	37,2	8,8%
EBIT	7,2	1,1	-84,5%	3,8	-70,4%	13,2	13,4	1,4%	30,4	18,6	-38,9%	20,7	11,3%
Zysk brutto	7,8	-0,2	---	3,7	---	13,5	9,1	-33,1%	28,9	14,2	-50,9%	20,3	43,0%
Zysk netto	5,9	-0,2	---	3,0	---	10,1	6,9	-31,5%	21,0	11,0	-47,7%	16,2	47,6%
Marża brutto ze sprzedaży	3,2%	2,3%		3,9%		3,3%	3,7%		3,8%	3,8%		5,0%	
marża EBITDA	3,1%	1,7%		2,7%		2,7%	2,7%		3,0%	2,8%		3,6%	
marża EBIT	2,0%	0,4%		1,3%		1,5%	1,5%		2,0%	1,5%		2,0%	
marża netto	1,7%	-0,1%		1,0%		1,1%	0,7%		1,4%	0,9%		1,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

[strategia.przemysl.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](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

System rekomendacji:

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

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

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-11-06.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-11-06 (11:47 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-01.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfela 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 portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitycy (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymują 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 dokończyć transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 06.11.2024 roku:

	11 BIT STUDIOS	ARTIFEX	BIG CHEESE STUDIO	BOOMBIT	CD PROJEKT	CI GAMES	CREEPE JAR	FOREVER ENTERTAINMENT	HULLIGE GAMES	PGF GROUP	PLAYWAY	TEN SQUARE GAMES	ENTERAIR	AILLERON	ATAL	BUDIMEX	DECORA	DECPOL	DOM DEVELOPMENT	ELEKTROTIM	ERBUD	FERRO	INSTAL KRAKÓW	KĘTY	MIRBUD
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	NE	NE	TAK	TAK	TAK	TAK	NE	TAK	NE	TAK	TAK	NE	NE	TAK	NE	TAK	TAK	TAK	NE	NE	TAK	TAK	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAK	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAK	NE	NE	NE	NE	NE
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE)	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NE	TAK*	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAK*	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAK*	NE	NE	NE	NE	NE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	TAK**	NE	NE	TAK**	NE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE

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

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

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM, ZUE, KĘTY, MOSTOSTAL ZABRZE