



Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA TV

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 25,2 PLN

23 GRUDZIEŃ 2024, 10:54 CET

Od momentu publikacji poprzedniej rekomendacji Kupuj z lipca br. stopa zwrotu na walorach Kino Polska TV wynosi blisko +54% (łącznie z odciętą dywidendą). W tym okresie indeks WIG spadł o ok 10%. Uwzględniając przyjęte przez nas zaktualizowane założenia podnieśliśmy wycenę spółki z 21,26 PLN do 25,2 PLN/akcję. Jest to niemal 14% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego zmieniamy zalecenie z Kupuj na Akumuluj.

Doceniamy wyniki spółki za zakończony Q3 2024 (był to trzeci z rzędu mocny odczyt w bieżącym roku). Zauważamy również, że inwestorzy otrzymali w trakcie konferencji za Q3 2024 ze strony członków zarządu spółki przesłanie, iż ich intencją jest podejmowanie działań „maksymalizujących wartość” Kino Polska TV.

W bieżącej analizie podnieśliśmy średnioterminową ścieżkę wynikową dla spółki. Na tle symulacji zawartych w poprzednim raporcie analitycznym (z dnia 2024-07-15) na rok 2024 zrewidowaliśmy w górę założenia dla skor. EBITDA z 87,1 mln PLN do 97,7 mln PLN (+12%). Na lata 2025-2026 skor. EBITDA w naszym modelu jest obecnie wyższa o odpowiednio 7% i 6% względem danych zawartych w lipcowym raporcie.

W symulacji na Q4 2024 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 ponad 2,0 mln PLN. W segmencie Filmbox dzięki przychodom z reklamy założyliśmy wzrost wyniku o blisko 1 mln PLN r/r (przy płaskich r/r wpływach z emisji). Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q4 2024 założyliśmy na poziomie 22,7 mln PLN (+13,7% r/r). Przypominamy również, że w Q4 2023 na saldzie pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych spółka ujęła zysk z różnic kursowych w kwocie 3,1 mln PLN. Obecnie na Q4 2024 przyjęliśmy ujemne saldo wspomnianej pozycji. Dlatego, porównanie raportowanych wyników KPL w ujęciu r/r w Q4 może być pod istotnym wpływem wspomnianego salda pozostałej działalności operacyjnej.

Zwracamy uwagę, że 16 grudnia 2024 roku nastąpiło upublicznienie na londyńskiej giełdzie Canal+ Group. Tym samym zmaterializował się zapowiedziany już wcześniej proces wydzielenia (Spin-Off) aktywów z holdingu Vivendi. Na podstawie naszych szacunków obecnie Canal+ Group jest handlowane na mnożniku EV/EBITDA w przedziale 6,5-7,0x na rok 2025. Natomiast w oparciu o przyjęte w modelu prognozy KPL jest obecnie handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na 2025 rok w pobliżu 2,8x.

Wycena końcowa [PLN]	25,2
Wycena DCF [PLN]	25,0
Wycena mnożnikowa [PLN]	25,5
Potencjał do wzrostu / spadku	+14%

Cena rynkowa [PLN]	22,2
Kapitalizacja [PLN m]	440
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	26,1	29,1
6M stopa zwrotu	29,9	37,9
YTD stopa zwrotu	61,3	60,0
12M stopa zwrotu	58,0	57,0

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

Akcjonariat (% kapitału):	
SPI International B.V.	66,0%
Ipopema TFI (łącznie z Total FIZ i TTL 1)	10%
Nationale-Nederlanden PTE	5,3%

Maciej Bobrowski

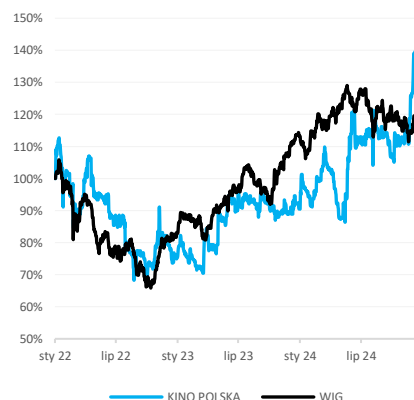
maciej.bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	284,8	294,2	310,2	315,9	314,9	323,3
EBITDA skor. [PLN m]	70,5	74,8	97,7	99,1	101,1	102,6
EBIT [PLN m]	60,7	66,5	86,3	88,4	92,5	94,4
Wynik netto [PLN m]	47,7	51,9	70,3	74,3	77,8	79,8
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,5	3,7	3,9	4,0
P/BV	2,2	1,8	1,5	1,2	1,1	0,9
P/E	9,2	8,5	6,3	5,9	5,7	5,5
EV/EBITDA skor.	5,9	5,1	3,4	2,8	2,4	2,0
EV/EBIT	6,9	5,7	3,8	3,2	2,6	2,1
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,85	1,03	1,18
Rentowność dywidendy	2%	2%	3%	4%	5%	5%



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI ZA Q3 2024.....	8
UDZIAŁY W OGLĄDALNOŚCI KANAŁÓW SPÓŁKI.....	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Od momentu publikacji poprzedniej rekomendacji Kupuj z lipca br. stopa zwrotu na walorach Kino Polska TV wynosi blisko 54% (łącznie z odciętą dywidendą). W tym okresie indeks WIG spadł o ok 10%. **Uwzględniając przyjęte przez nas zaktualizowane założenia podnieśliśmy wycenę spółki do 25,2 PLN/akcję. Jest to niemal 14% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego zmieniamy zalecenie z Kupuj na Akumuluj.**

Tak jak zwracaliśmy uwagę w naszych poprzednich komentarzach wynikowych, **w 2024 roku Kino Polska TV na tle analizowanych przez nas podmiotów z obszaru TMT obecnych na GPW będzie wyróżniać się zdecydowanie in plus pod względem dynamiki wzrostu EPS za cały 2024 rok.**

Doceniamy wyniki spółki za zakończony Q3 2024 (był to trzeci z rzędu mocny odczyt w bieżącym roku). Zauważamy również, że inwestorzy otrzymali w trakcie konferencji za Q3 2024 ze strony członków zarządu spółki przesłanie, iż ich intencją jest podejmowanie działań „maksymalizujących wartość” Kino Polska TV.

W bieżącej analizie podnieśliśmy średnioterminową ścieżkę wynikową dla spółki. Na tle symulacji zawartych w poprzednim raporcie analitycznym (z dnia 2024-07-15) na rok 2024 zrewidowaliśmy w górę założenia dla skor. EBITDA z 87,1 mln PLN do 97,7 mln PLN (+12%). Na lata 2025-2026 skor. EBITDA w naszym modelu jest obecnie wyższa o odpowiednio 7% i 6% względem danych zawartych w lipcowym raporcie.

Zwracamy uwagę, że **16 grudnia 2024 roku nastąpiło upublicznienie na londyńskiej giełdzie Canal+ Group.** Tym samym zmaterializował się zapowiedziany już wcześniej proces wydzielenia (Spin-Off) aktywów z holdingu Vivendi. Na podstawie naszych szacunków **obecnie Canal+ Group jest handlowane na mnożniku EV/EBITDA w przedziale 6,5-7,0x na rok 2025. Natomiast w oparciu o przyjęte w modelu prognozy KPL jest obecnie handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na 2025 rok w pobliżu 2,8x.**

Nasze szacunki wskazują, że w ostatnich kwartałach przychody Kino Polska TV stanowiły około 1-1,1% przychodów Canal+ Group. Oceniamy jednocześnie, że Kino Polska TV w 2024 roku wykaże jedną z najwyższych dynamik wzrostu zysków na tle innych podmiotów wchodzących w skład Canal+ Group w 2024 roku. Za H1 2024 szacunkowy odczyt EBITA dla Canal+ Group wyniósł 312 mln EUR (0% r/r). Z kolei w H1 2024 szacowany przez nas odczyt EBITA dla KPL wzrósł o ponad 54% r/r. W H1 2024 EBITA KPL stanowiła niespełna 3,5% całości wyników Canal+ Group. Bardziej szczegółowe ujęcie wskazuje, że wynik EBITA za H1 2024 segmentu obejmującego aktywa europejskie, czyli Canal+ France, Canal+ Polska oraz M7 Group to ok 178 mln EUR. **Odczyt EBITA z Kino Polska TV stanowił w H1 2024 niespełna 6% EBITA segmentu Europe wykazywanego przez Canal+ Group.**

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

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 25 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na rok 2025 wskazuje na cenę 25,5 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny KPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	25,0
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	25,5
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	25,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

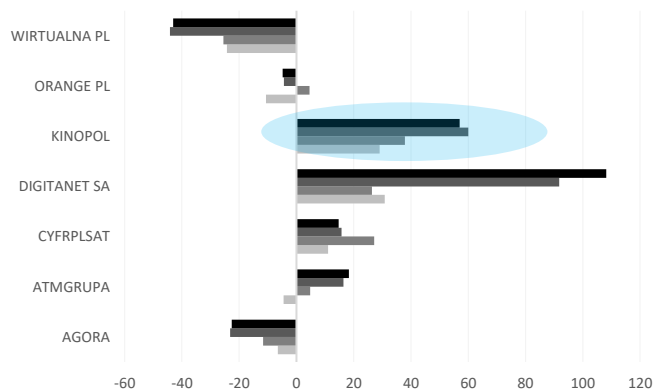
Kurs Kino Polska na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

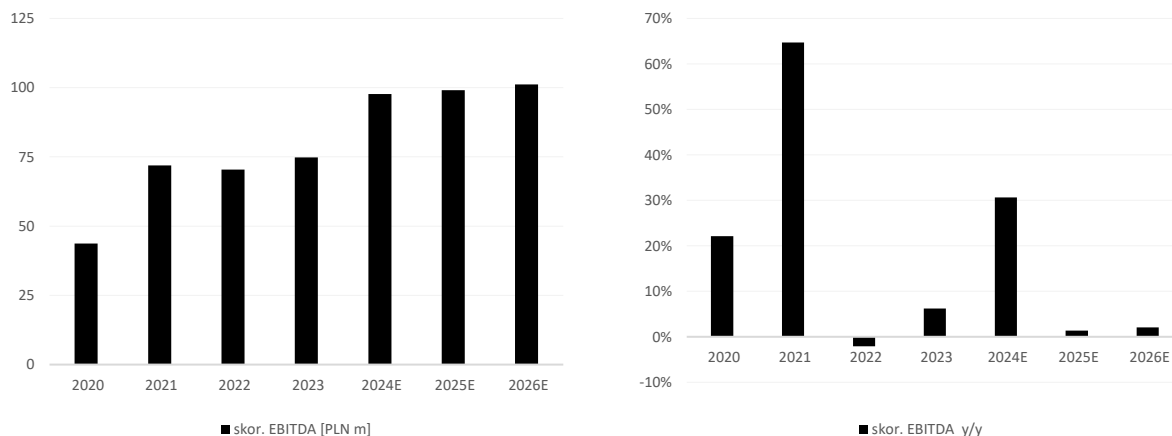
Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %]

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-6,5	-11,6	-23,2	-22,6
ATMGRUPA	-4,5	4,8	16,4	18,4
CYFRPLSAT	11,0	27,1	15,8	14,7
DIGITANET	30,8	26,4	91,7	108,2
KINOPOL	29,1	37,9	60,0	57,0
ORANGE PL	-10,7	4,6	-4,3	-4,8
WIRTUALNA PL	-24,3	-25,5	-44,2	-43,0



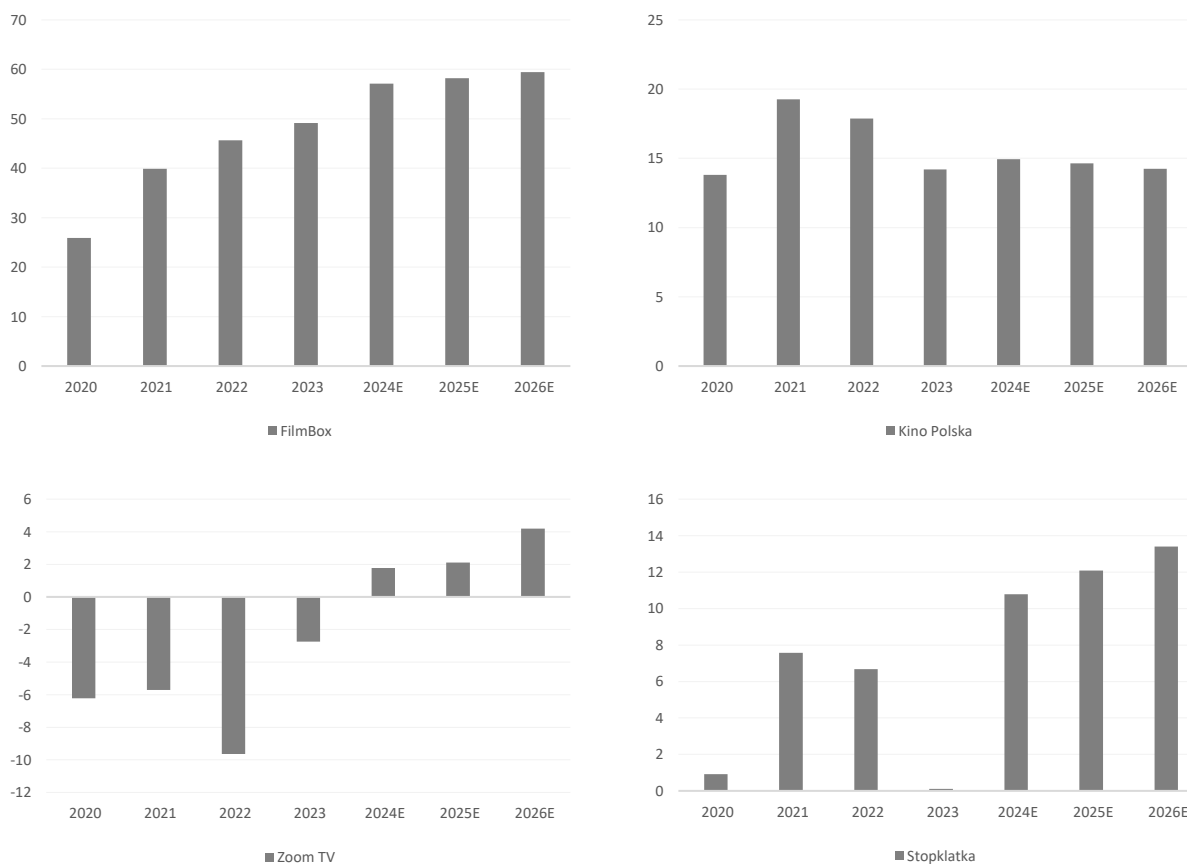
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Silna konkurencja o widza oraz rosnące koszty pozysku aktywów programowych

Spółka działa na rynku charakteryzującym się wysoką konkurencją o uwagę widza. W kolejnych okresach przygotowujemy się na bliższą kooperację z Canal+ w ramach dzielenia bibliotek/treści tv. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że spółka w celu obrony obecnych udziałów w rynku lub dalszej ekspansji może w przyszłości ponosić wyższe koszty zakupu aktywów programowych.
- Ryzyko sytuacji makroekonomicznej i kondycja rynku reklamy telewizyjnej

W 2023 roku około 36,4% (w 2022 roku ok 37%) łącznych przychodów KPL stanowiła reklama. Nasze szacunki wskazują, że w 2024 roku udział reklamy w ogóle przychodów spółki może przekroczyć 43%. Należy mieć na uwadze, że wielkość budżetów reklamowych i tym samym kondycja rynku reklamy jest skorelowana z poziomem aktywności gospodarczej.
- Ryzyko spadku znaczenia telewizji linearnej

Zdecydowana większość obecnego biznesu spółki oparta jest na tradycyjnej formule telewizji linearnej. Od lat widać zmiany w sposobie konsumpcji treści rozrywkowych (telewizyjnych) przez odbiorców i coraz większe znaczenie mają serwisy streamingowe.
- Ryzyko wzrostu kosztów ekspansji platformy streamingowej FilmBox+

Spółka w strategii akcentuje wzrost sprzedaży platformy streamingowej FilmBox+. Nie znamy danych dotyczących tego projektu (spółka nie publikuje cząstkowych KPI dla tego obszaru). Dodatkowo zwracamy uwagę, że KPL sprzedaje dostęp do FilmBox+ ale nie ponosi bezpośrednich kosztów związanych z rozwojem i utrzymaniem tej platformy (właścicielem platformy jest główny akcjonariusz spółki). Nie wiemy w jakim stopniu w przyszłości KPL będzie partycypować w kosztach akwizycji klientów. Obecnie zarząd spółki akcentuje, że preferowanym sposobem sprzedaży jest model B2B.
- Ryzyko zmienności przepisów prawa

Spółka posiada koncesje na nadawanie. Dlatego, należy mieć na uwadze, iż działalność spółki reguluje szereg przepisów prawnych, które w przyszłości mogą ulegać zmianie.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,8% (poprzednio również 5,8%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest KPL oraz dodatkowo 2,0% w związku z dużą wrażliwością modelu biznesowego (w tym poziomie realizowanych marż) na decyzje głównego akcjonariusza.

Po okresie szczegółowej prognozy w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o braku wzrostu przepływów i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 17,3%.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na ok 495 mln PLN, czyli 25 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-03-03.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
	12,8%	25,4	25,7	26,0	26,4	26,9	27,4	28,1
	14,3%	25,0	25,2	25,5	25,8	26,2	26,6	27,1
	15,8%	24,6	24,9	25,1	25,4	25,7	26,0	26,4
WACC	17,3%	24,4	24,6	24,8	25,0	25,2	25,5	25,8
	18,8%	24,1	24,3	24,5	24,6	24,9	25,1	25,4
	20,3%	23,9	24,1	24,2	24,4	24,6	24,8	25,0
	21,8%	23,7	23,9	24,0	24,1	24,3	24,5	24,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	315,9	314,9	323,3	330,9	337,9	344,9	351,9	358,7	365,2	371,7
NOPAT [PLN m]	73,2	76,8	78,6	80,1	81,3	82,4	83,5	84,6	85,4	86,3
Amortyzacja [PLN m]	8,6	6,3	5,6	6,1	6,5	6,8	7,5	8,4	9,4	10,4
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-14,1	-14,4	-15,8	-16,0	-16,2	-16,5	-16,7	-16,8	-16,8	-16,9
CAPEX [PLN m]	-5,5	-6,3	-8,1	-8,3	-8,4	-10,3	-12,3	-14,3	-14,6	-14,9
FCFF [PLN m]	62,2	62,4	60,3	61,9	63,1	62,4	62,0	61,8	63,4	64,9
Suma PV FCFF [PLN m]	303,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	80,6									
Wartość firmy EV [PLN m]	383,7									
Dług netto [PLN m]	-111,3									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	495,0									
Ilość akcji [m]	19,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	25,0									

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody r/r	1,8%	-0,3%	2,7%	2,3%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
Marża NOPAT	23%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	23%
CAPEX / Przychody	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
D / E	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
E / (E+D)	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	100%	100%	100%
D / (E+D)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kosz kapitału własnego	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
WACC	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA na rok 2025 w wysokości 3,5x (poprzednio stosowaliśmy średni poziom na lata 2024-2025) i na tej podstawie szacujemy wycenę spółki na poziomie 505 mln PLN, czyli 25,5 PLN/akcję. Jest to poziom wskazujący na dyskonto względem grupy porównawczej. Naszym zdaniem przyjęte w bieżącej analizie podejście jest konserwatywne i odzwierciedla szereg ryzyk na przyszłość związanych z negatywnymi trendami dla telewizji linearnej. Na obecnym etapie wyczekujemy również na finalne przesłanie jaka będzie rola/pozycja KPL w grupie Canal+ (trwa proces wyodrębnienia Canal+ z Vivendi jako osobnej spółki giełdowej).

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na 2025						
	2,50	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00	4,50
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	20,5	23,0	24,2	25,5	26,7	28,0	30,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka. W grupie podmiotów znajduje się także Vivendi, czyli główny akcjonariusz Canal+ Group. Zwracamy uwagę, że 16 grudnia 2024 roku nastąpiło upublicznienie na londyńskiej giełdzie Canal+ Group (zmaterializował się zapowiedziany już wcześniej proces wydzielenia aktywów z Vivendi – Spin-Off). Na podstawie naszych szacunków obecnie Canal+ Group jest handlowane na mnożniku EV/EBITDA w przedziale 6,5-7,0x na rok 2025. Natomiast w oparciu o nasze prognozy KPL jest obecnie handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na 2025 rok w pobliżu 2,8x.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2024E	2025E	
M6-METROPOLE TELEVISION	3,5	3,8	
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,2	6,0	
RTL GROUP	6,9	6,5	
VIVENDI	8,7	8,2	Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2024/2025 dla wybranych podmiotów wyniosła 7,0x i 6,8x.
ITV	5,9	5,8	
ATRESMEDIA	5,1	5,1	Zwracamy uwagę, że wartości EV/EBITDA dla podmiotów z dużą ekspozycją na telewizję linearną są jednak znacząco niższe.
TF1	2,0	2,0	
MODERN TIMES GROUP	6,7	4,5	
WARNER BROS DISCOVERY	7,1	6,8	
WARNER MUSIC GROUP	13,3	12,1	
WALT DISNEY	13,0	11,9	
PARAMOUNT GLOBAL	6,6	7,0	
FOX CORP	8,2	8,8	
NETFLIX	36,4	30,5	
NEWS CORP	11,3	10,4	
LIBERTY GLOBAL	8,8	11,5	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q3 2024

Raport za Q3 2024 był już trzecim kwartałem z rzędu w bieżącym 2024 roku, kiedy Kino Polska TV pokazało bardzo mocne wzrosty wyników w relacji r/r. Tak jak w H1 2024, w Q3 2024 kluczowym impulsem dla wzrostu rezultatów były wpływy z reklamy telewizyjnej (+30,7% r/r). Zauważamy również powrót do wzrostów na kategorii wpływy z emisji (+2,6% r/r). Ogółem przychody w Q3 2024 wyniosły 73,9 mln PLN, co oznacza wzrost o 5,6% r/r.

W Q3 2024 skor. EBITDA wyniosła blisko 22 mln PLN (+46,2% r/r). W ujęciu LTM skor. EBITDA wynosi ok 97,4 mln PLN (+35,4% r/r). W Q3 2024 EBIT wzrósł z 12,3 mln PLN do 19,5 mln PLN. Z kolei zysk netto za Q3 2024 to 15,3 mln PLN (+75,4%).

Wyniki KPL za Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y
Przychody	69,9	73,9	5,6%	295,2	308,6	4,5%
Emisja	36,6	37,6	2,6%	151,8	151,0	-0,5%
Reklama	21,7	28,4	30,7%	106,6	130,5	22,5%
Sprzedaż licencji	9,8	4,3	-55,6%	29,9	17,5	-41,5%
Produkcja kanałów	0,9	2,7	196,3%	3,6	7,6	109,6%
Inne	0,9	0,9	-1,7%	3,3	2,0	-39,0%
Koszty operacyjne	-57,1	-54,3		-230,2	-223,0	
Pozostałe saldo dz. operacyjnej	-0,6	-0,1		1,7	1,9	13,2%
EBITDA skor.	15,0	22,0	46,2%	71,9	97,4	35,4%
EBIT	12,3	19,5	58,3%	66,8	87,6	31,2%
Saldo finansowe	0,3	0,5	57,8%	-0,2	1,2	
Wynik brutto	12,6	20,0	58,3%	66,5	88,8	33,5%
Podatek dochodowy	-3,9	-4,6		-14,5	-17,8	
Wynik netto	8,7	15,3	75,4%	52,0	71,0	36,4%
Wyniki segmentów	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y
FilmBox	11,4	15,3	34,5%	49,9	56,1	12,4%
Kino Polska	2,7	2,7	-0,4%	14,5	15,1	3,8%
Produkcja kanałów TV	0,2	0,4	48,5%	1,5	1,0	-31,0%
Zoom TV	-1,5	-0,8		-2,7	0,9	
Stopklatka	-1,4	0,9		-0,4	9,6	
Sprzedaż praw licencyjnych	1,0	1,0	-7,4%	2,1	2,8	30,9%

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

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

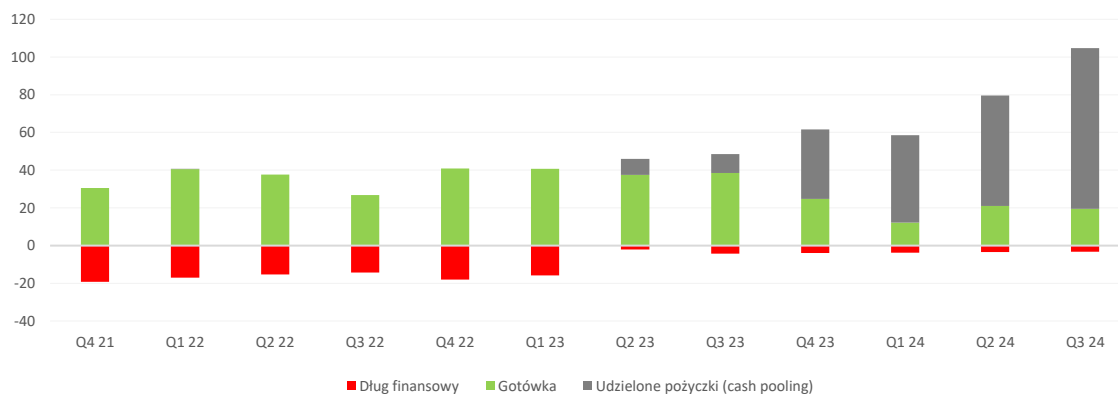
** w Q3 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 0,205 mln PLN, z kolei w Q3 2023 była to strata rzędu 0,691 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zwracamy uwagę, że łącznie segment Stopklatka oraz Zoom TV zwiększyły wynik w Q3 2024 w relacji do Q3 2023 o 3 mln PLN. Materialna poprawa wyników r/r to efekt znaczącego wzrostu przychodów reklamowych. W Q1-Q3 2024 oglądalność Stopklatki wyniosła średnio 1,30%, co oznacza 5,1% wzrost w relacji r/r (SHR%, All 16-59, Consolidated Live +2 d. + OOH). W Q1-Q3 2024 oglądalność kanału Zoom TV wyniosła średnio 0,64%, co jest wynikiem zbliżonym do oglądalności z analogicznego okresu ubiegłego roku (SHR%, All 16-59, Consolidated Live +2 d. + OOH).

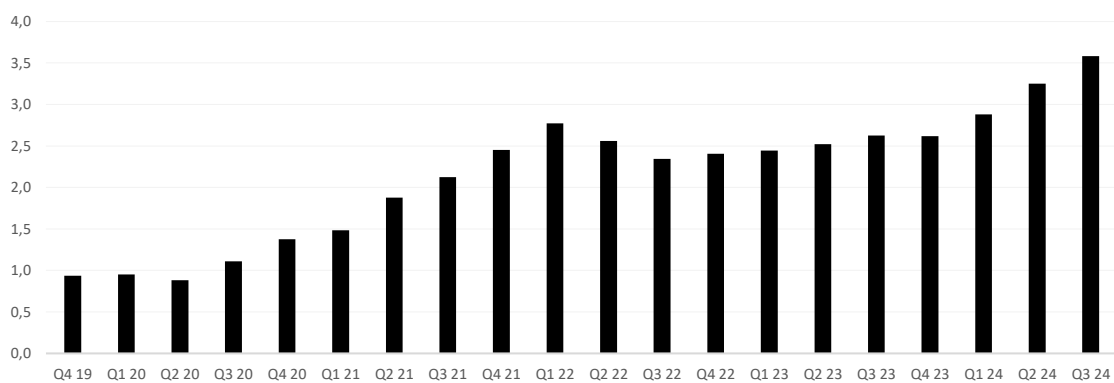
Na koniec września 2024 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie blisko 3,2 mln PLN. Jednocześnie na bilansie stan gotówki wynosił 19,6 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Vivendi) i wykazała ok 85 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec Q2 2024 było to 58,5 mln PLN, z kolei na koniec 2023 roku 36,9 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash poolingu) na koniec Q3 2024 to ok -101 mln PLN (nadwyżka gotówki i ekwiwalentów).

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



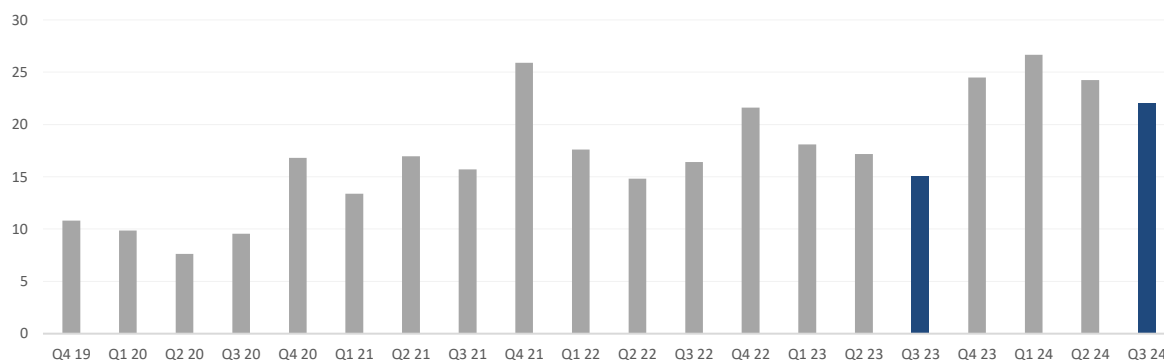
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EPS w ujęciu LTM [PLN]



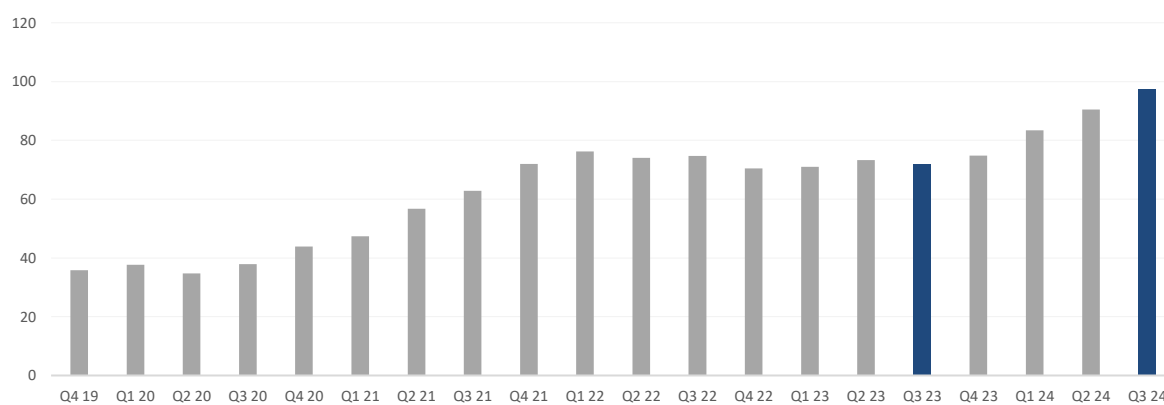
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty skor. EBITDA w poszczególnych kwartałach [PLN m]



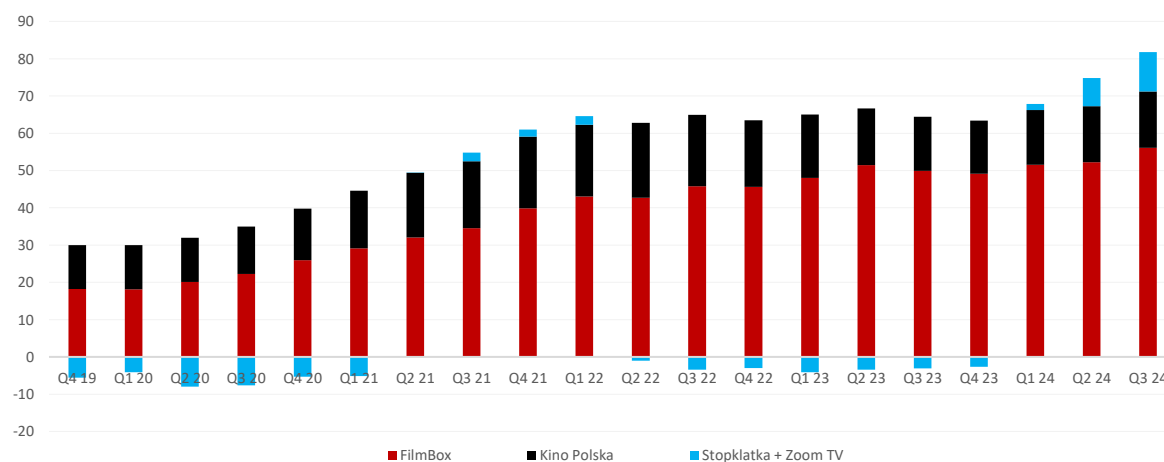
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



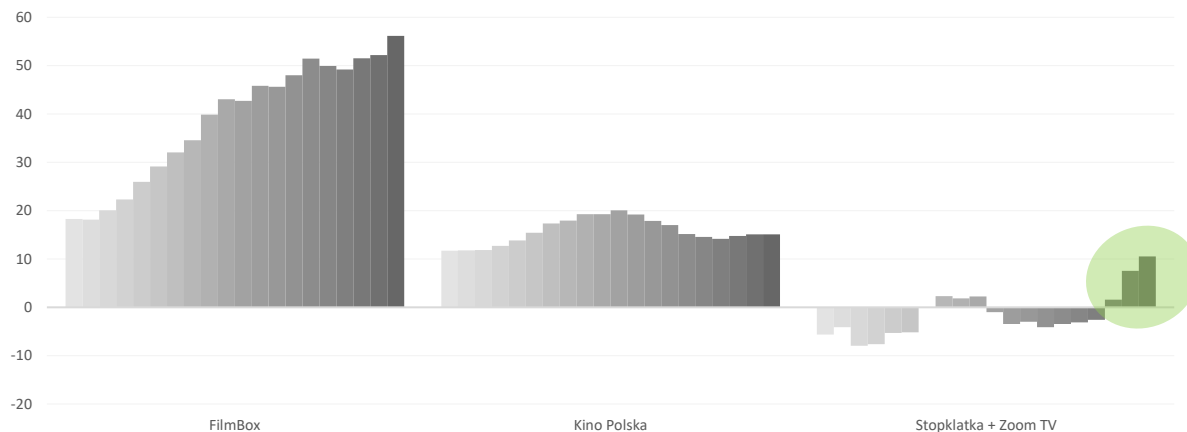
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



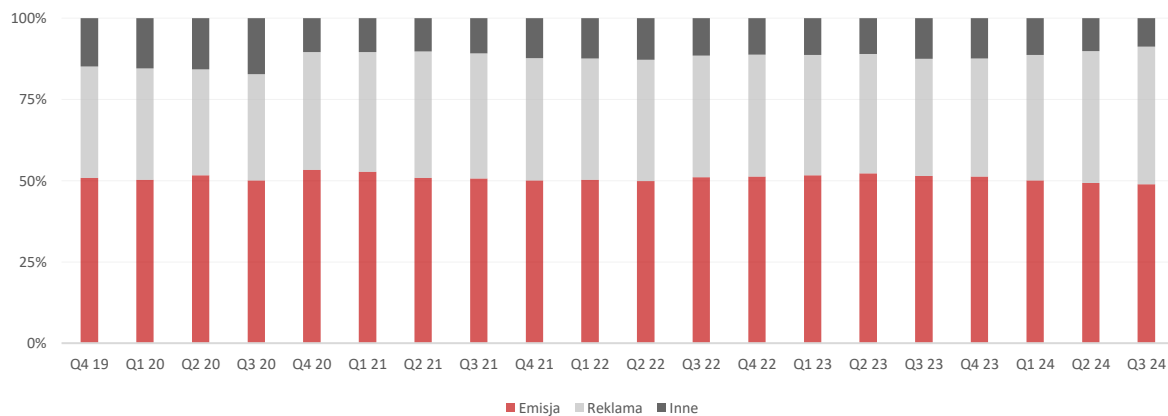
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



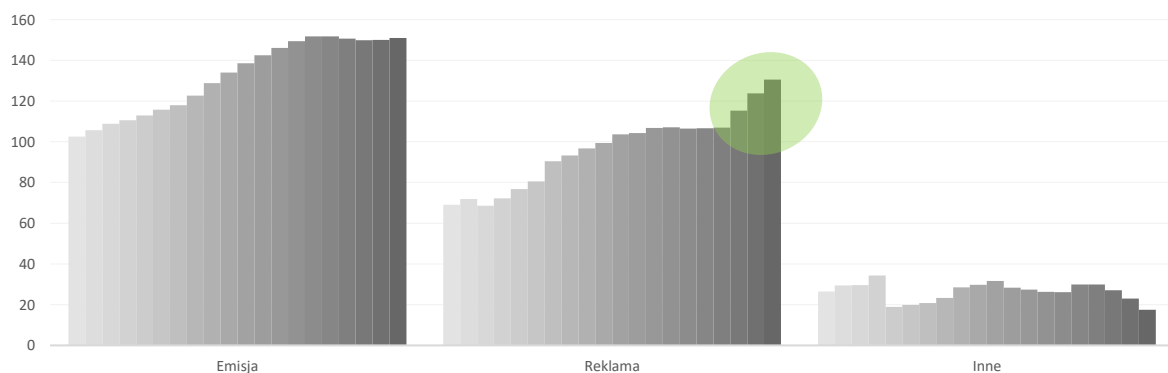
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na główne kategorie w okresie Q4 2019-Q3 2024 w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

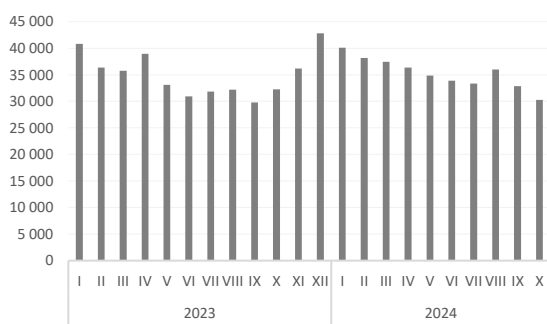
UDZIAŁY W OGLĄDALNOŚCI KANAŁÓW SPÓŁKI

Łączny czas oglądania telewizji (ATV) w Polsce spadł w 2023 roku o ponad 5% r/r w grupie komercyjnej (All16-59) i ok 4,1% r/r wśród wszystkich widzów (A4+). Odpyły widzów w telewizji linearnej jest długoterminowym trendem i należy mieć na uwadze, iż kolejne lata wskażą podobne dynamiki (lub ich pogłębienie) wraz ze strukturalnymi zmianami sposobu konsumpcji treści rozrywkowych.

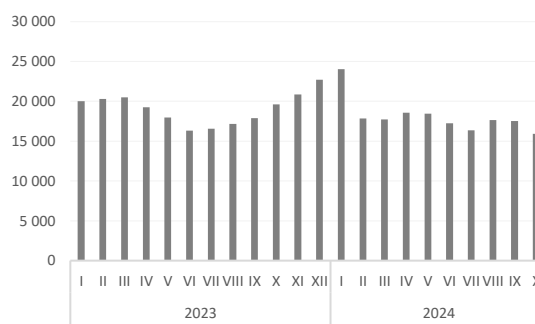
W okresie Q1-Q3 2024 średnia oglądalność Stopklatki wyniosła 1,30%, co oznacza wzrost o 5,1% r/r (SHR%, All 16-59, Consolidated Live +2 d. + OOH). W tym samym okresie oglądalność Zoom TV wyniosła średnio 0,64%, co jest wynikiem zbliżonym do oglądalności z analogicznego okresu 2023 roku (SHR%, All 16-59, Consolidated Live +2 d. + OOH).

Ogółem w Q1-Q3 2024 kanały Grupy Kino Polska TV osiągnęły łącznie 2,6% udziału w oglądalności widowni komercyjnej, czyli o 2,5% więcej r/r (SHR%, All 16-59, Consolidated Live +2 d. + OOH). Odczyt ATS wzrósł w analizowanym okresie o blisko 11% r/r i wyniósł 41 minut i 30 sekund (ATS, All 16-59, Consolidated Live +2 d. + OOH).

Odczyty wskaźnika ATS dla Stopklatka



Odczyty ATS dla Zoom TV

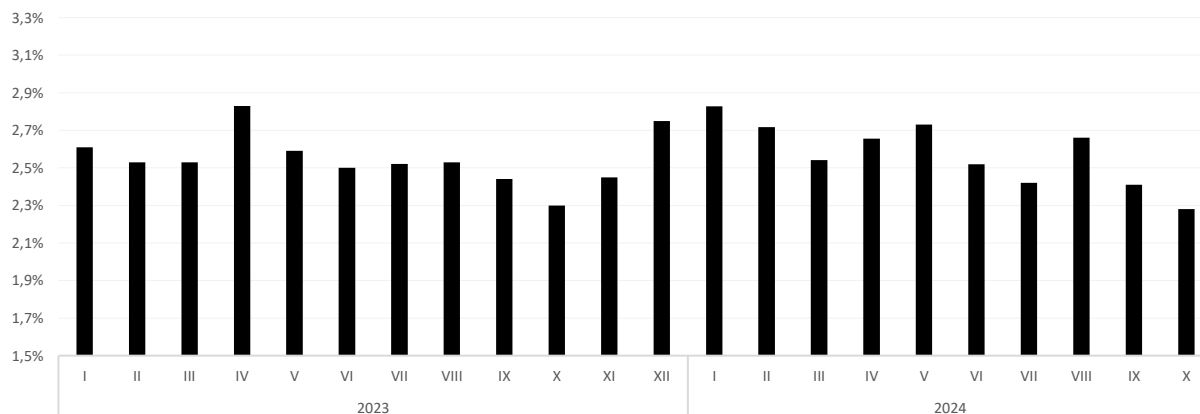


ATS – średni spędzony czas. Średni czas oglądania telewizji przez wszystkie osoby, który włączyły telewizor. Wskaźnik wyrażony w godzinach i minutach.

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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W naszej analizie zakładamy, że spółka w Q4 2024 wypracuje kolejny mocny wynik. Na tle poprzednich odczytów kwartalnych, raportowane dane mogą jednak wskazać na wolniejsze dynamiki wzrostu r/r. W modelu staramy się uwzględnić wyższe koszty kontentu. Zwracamy również uwagę na saldo pozostałej działalności operacyjnej z Q4 2023 (na tej pozycji wykazano 3,7 mln PLN zysku).

W symulacji na Q4 2024 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 ponad 2,0 mln PLN. W segmencie Filmbox dzięki przychodom z reklamy założyliśmy wzrost wyniku o blisko 1 mln PLN r/r (przy płaskich r/r wpływach z emisji). Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q4 2024 założyliśmy na poziomie 22,7 mln PLN (+13,7% r/r).

Przypominamy, że w Q4 2023 na saldzie pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych spółka ujęła zysk z różnic kursowych w kwocie 3,1 mln PLN. Na Q4 2024 przyjęliśmy ujemne saldo wspomnianej pozycji. Dlatego, porównanie raportowanych wyników KPL w ujęciu r/r w Q4 może być pod istotnym wpływem salda pozostałej działalności operacyjnej.

Prognozy wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	Q4 23 LTM	Q4 24E LTM	y/y
Przychody	79,5	81,1	2,0%	294,2	310,2	5,5%
Emisja	37,6	38,0	0,8%	150,7	151,3	0,4%
Reklama	33,2	38,1	14,7%	107,0	135,4	26,5%
Sprzedaż licencji	7,3	2,6	-65,0%	30,0	12,7	-57,5%
Produkcja kanałów	1,4	2,3	63,8%	4,4	8,5	92,9%
Inne	-0,1	0,2		2,1	2,3	9,8%
Koszty operacyjne	-59,5	-58,4		-228,9	-221,8	
Pozostałe saldo operacyjne	3,7	-0,3		1,2	-2,1	
skor. EBITDA	24,5	24,8	1,3%	74,8	97,7	30,6%
EBIT	23,7	22,4	-5,4%	66,5	86,3	29,8%
Saldo finansowe	-0,6	0,6		-0,9	2,4	
Wynik brutto	23,1	23,0	-0,3%	65,6	88,7	35,1%
Podatek dochodowy	-3,7	-4,4		-13,8	-18,4	
Wynik netto	19,4	18,7	-3,7%	51,9	70,3	35,5%

* 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 Q4 2023 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła zysk wynikający z różnic kursowych w kwocie 3,1 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W skali całego 2024 roku spodziewamy się, że odczyt skor. EBITDA wyniesie 97,7 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost w relacji do 2023 roku o niemal 31%. Na poziomie wyniku netto zakładamy zysk w kwocie ponad 70 mln PLN (ponad 35% więcej w ujęciu r/r).

W 2024 roku oczekujemy odczuwalnych impulsów wzrostu w segmencie Stopklatka i Zoom TV. Łącznie dla tych dwóch dywizji biznesowych uwzględniliśmy dodatni wynik w kwocie 12,6 mln PLN (w 2023 oba obszary wykazały stratę rzędu 2,6 mln PLN). Łącznie dwie anteny Stopklatka oraz Zoom TV odpowiadają za przyrost wyniku w 2024 roku względem 2023 o ponad 15 mln PLN. Dodatkowo, przyjęte przez nas założenia na 2024 rok wskazują na wzrost rezultatów w segmencie FilmBox (+16% r/r) i ponad 5% wyższe wyniki w segmencie Kino Polska.

W naszych symulacjach na 2025 rok przyjęliśmy schłodzenie dynamik wzrostu wartości rynku reklamy telewizyjnej w Polsce względem 2024 roku (odzwierciedlenie słabszych projekcji makro na najbliższe kwartały). Z bieżącej perspektywy na lata 2025-2026 zakładamy wzrosty skor. EBITDA do 99,1 mln PLN i 101,1 mln PLN, czyli odpowiednio o 1,4% i 2,1% r/r.

Zwracamy też uwagę, iż na tle poprzedniego raportu analitycznego (z dnia 2024-07-15) zdecydowaliśmy się na podniesienie założeń średnioterminowych. Na rok 2024 zrewidowaliśmy w górę założenia dla skor. EBITDA z 87,1 mln PLN do 97,7 mln PLN (+12%). Na lata 2025-2026 skor. EBITDA w naszym modelu jest obecnie wyższa o odpowiednio 7% i 6% względem danych zawartych w lipcowym raporcie.

Nasz bieżący optymizm związany jest przede wszystkim z lepszym strumieniem przychodów, jakie spółka osiąga z reklamy telewizyjnej. Dodatkowo, od 2026 roku w naszym modelu staramy się uwzględnić rezygnację Zoom TV z obecności na MUX8. Po roku 2025 ma to wpływ na obniżenie przychodów w segmencie Zoom TV. Jednocześnie istotnie zmieniliśmy strukturę kosztów operacyjnych tego segmentu (brak amortyzacji koncesji MUX8 czy niższe koszty nadawania). Spodziewamy się, że rezygnacja z MUX8 będzie skutkowałą wzrostem marży segmentu od 2026 roku. W krótkim horyzoncie jednak (rok 2025) dla Zoom TV ujęliśmy wyższe koszty operacyjne (w szczególności bardziej widoczne w H2 2025). Spodziewamy się bowiem większej aktywności marketingowej/promocyjnej kanału w związku z potrzebą komunikacji o możliwości odbierania sygnału poza MUX8.

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

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	75,5	79,8	73,9	81,1	76,8	82,1	73,7	83,4	294,2	310,2	315,9	314,9
Emisja	37,7	38,1	37,6	38,0	38,3	38,7	38,4	38,8	150,7	151,3	154,2	158,3
Reklama	32,3	36,6	28,4	38,1	32,8	37,3	29,2	39,1	107,0	135,4	138,4	132,5
Sprzedaż licencji	2,8	3,1	4,3	2,6	2,8	3,1	3,0	2,6	30,0	12,7	11,5	11,7
Produkcja kanałów	2,1	1,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	4,4	8,5	9,3	10,0
Inne	0,7	0,6	0,9	0,2	0,6	0,6	0,7	0,6	2,1	2,3	2,4	2,5
Koszty operacyjne	-51,3	-57,8	-54,3	-58,4	-52,4	-58,4	-54,4	-59,9	-228,9	-221,8	-225,1	-219,7
Pozostałe saldo operacyjne	-1,3	-0,5	-0,1	-0,3	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	1,2	-2,1	-2,4	-2,7
skor. EBITDA	26,7	24,3	22,0	24,8	26,5	25,8	21,3	25,5	74,8	97,7	99,1	101,1
EBIT	22,9	21,5	19,5	22,4	23,5	23,2	18,7	23,0	66,5	86,3	88,4	92,5
Saldo finansowe	0,5	0,8	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	-0,9	2,4	3,3	3,5
Wynik brutto	23,4	22,3	20,0	23,0	24,2	24,0	19,7	23,9	65,6	88,7	91,7	96,0
Podatek dochodowy	-4,7	-4,7	-4,6	-4,4	-4,6	-4,6	-3,7	-4,5	-13,8	-18,4	-17,4	-18,2
Wynik netto	18,7	17,6	15,3	18,7	19,6	19,4	15,9	19,3	51,9	70,3	74,3	77,8

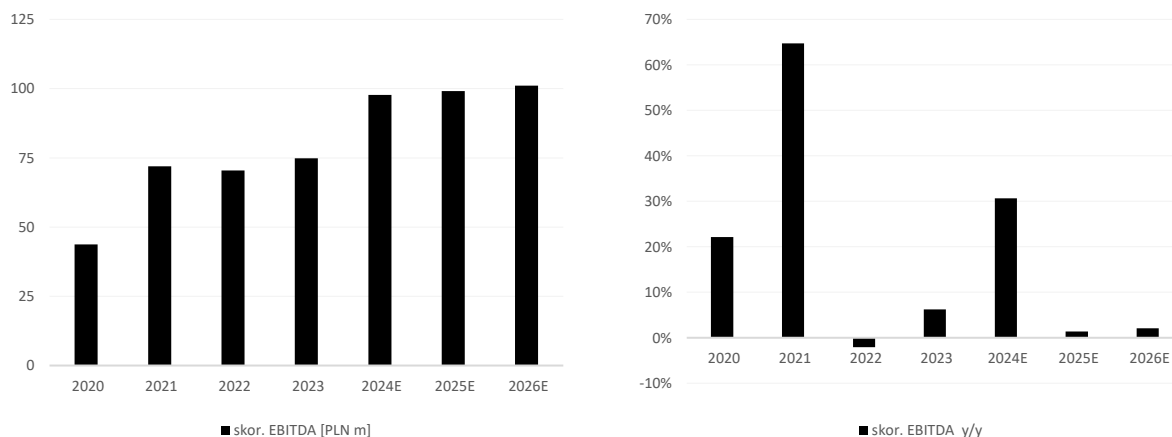
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana w założeniach względem poprzedniego raportu analitycznego z 2024-07-15 [PLN m]

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	310,2	315,9	314,9	294,8	306,1	316,3	5%	3%	0%
Emisja	151,3	154,2	158,3	149,9	152,8	156,8	1%	1%	1%
Reklama	135,4	138,4	132,5	124,4	132,0	137,2	9%	5%	-3%
Sprzedaż licencji	12,7	11,5	11,7	10,3	10,4	10,5	24%	10%	11%
Produkcja kanałów	8,5	9,3	10,0	8,4	8,9	9,7	1%	5%	4%
Inne	2,3	2,4	2,5	1,8	2,0	2,0	29%	21%	23%
skor. EBITDA	97,7	99,1	101,1	87,1	92,2	95,1	12%	7%	6%
EBIT	86,3	88,4	92,5	74,8	81,4	83,9	15%	9%	10%
Saldo finansowe	2,4	3,3	3,5	1,6	2,4	2,6	49%	38%	36%
Wynik brutto	88,7	91,7	96,0	76,4	83,8	86,5	16%	9%	11%
Wynik netto	70,3	74,3	77,8	61,7	67,9	70,1	14%	9%	11%
Wyniki segmentów	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
FilmBox	57,1	58,2	59,4	52,9	54,8	55,6	8%	6%	7%
Kino Polska	14,9	14,6	14,3	15,5	15,0	14,5	-4%	-2%	-2%
Produkcja kanałów TV	1,1	2,0	2,1	2,0	2,2	2,4	-44%	-8%	-10%
Zoom TV	1,8	2,1	4,2	0,4	2,9	4,0	343%	-27%	5%
Stopklatka	10,8	12,1	13,4	6,0	7,5	8,6	80%	61%	56%
Sprzedaż praw licencyjnych	2,6	2,0	2,0	1,5	1,6	1,6	72%	25%	27%

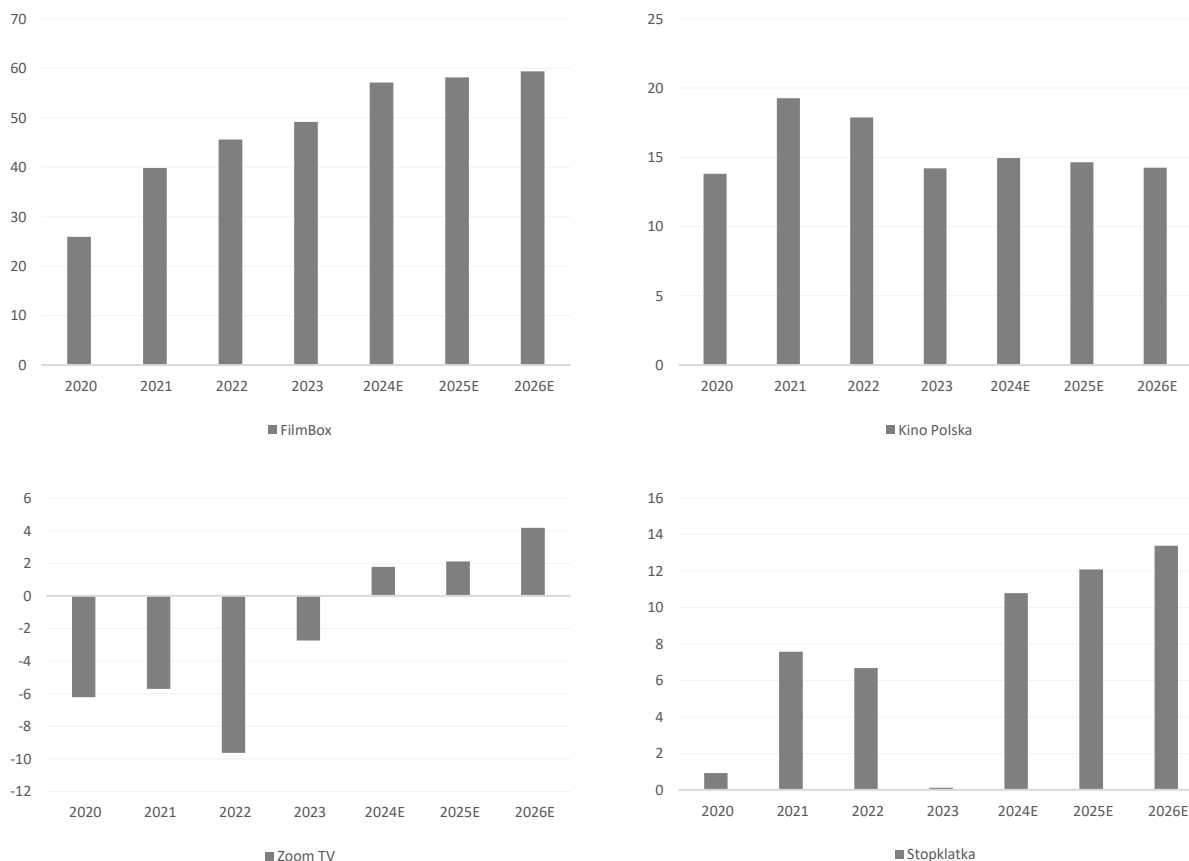
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

W założeniach nie uwzględniamy bezpośredniego zaangażowania KPL w dalszy rozwój oraz bieżące utrzymanie platformy streamingowej FilmBox+. Nasz scenariusz bazowy zakłada, iż KPL zajmuje się wyłącznie dystrybucją (władze spółki zaakcentowały, że interesuje ich model wyłącznie B2B a nie B2C).

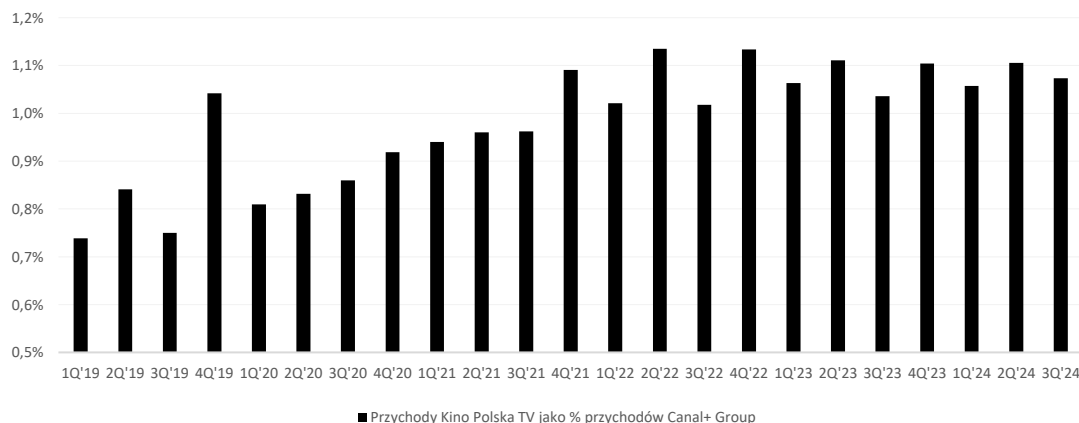
W kolejnych dwóch latach oczekujemy wzrostu strumienia dywidend z KPL do 0,85 PLN i 1,03 PLN w latach 2025-2026. Tym samym wskaźnik wypłaty dywidendy w najbliższych latach pozostaje w naszej symulacji poniżej 30% skonsolidowanego wyniku netto.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że przyjęte średnioterminowe i długoterminowe założenia modelowe mogą być obciążone dużym ryzykiem błędu. Przypominamy, że Vivendi ogłosiło decyzję o wyodrębnieniu Canal+ Group jako osobnego podmiotu, który od 16 grudnia 2024 roku jest notowany na giełdzie w Londynie. Dlatego, w nadchodzących kwartałach nie należy wykluczyć różnych zmian w dotychczasowej strukturze organizacyjnej Canal+ Group, których elementem może być także KPL.

Nasze szacunki wskazują, że w ostatnich kwartałach przychody Kino Polska TV stanowiły około 1-1,1% przychodów Canal+ Group. Oceniamy jednocześnie, że Kino Polska TV w 2024 roku wykaże jedną z najwyższych dynamik wzrostu zysków na tle innych podmiotów wchodzących w skład Canal+ Group w 2024 roku. Za H1 2024 szacunkowy odczyt EBITA dla Canal+ Group wyniósł 312 mln EUR (0% r/r). Z kolei w H1 2024 szacowany przez nas odczyt EBITA dla KPL wzrósł o ponad 54% r/r. W H1 2024 EBITA KPL stanowiła niespełna 3,5% całości wyników Canal+ Group. Jednocześnie EBITA za H1 2024 segmentu obejmującego aktywa europejskie, czyli Canal+ France, Canal+ Polska oraz M7 Group wyniosła ok 178 mln EUR. Odczyt EBITA z Kino Polska TV stanowił w H1 2024 niespełna 6% EBITA segmentu Europe wykazywanego przez Canal+ Group.

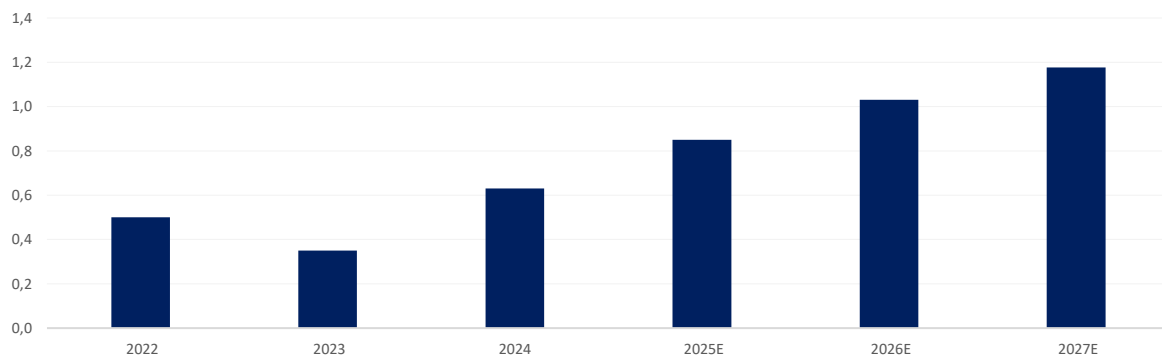
Na podstawie naszych szacunków obecnie Canal+ Group jest handlowane na mnożniku EV/EBITDA w przedziale 6,5-7,0x na rok 2025. Natomiast w oparciu o nasze prognozy KPL jest obecnie handlowane przy mnożniku EV/EBITDA na 2025 rok w pobliżu 2,8x.

Przychody Kino Polska TV na tle Canal+ Group



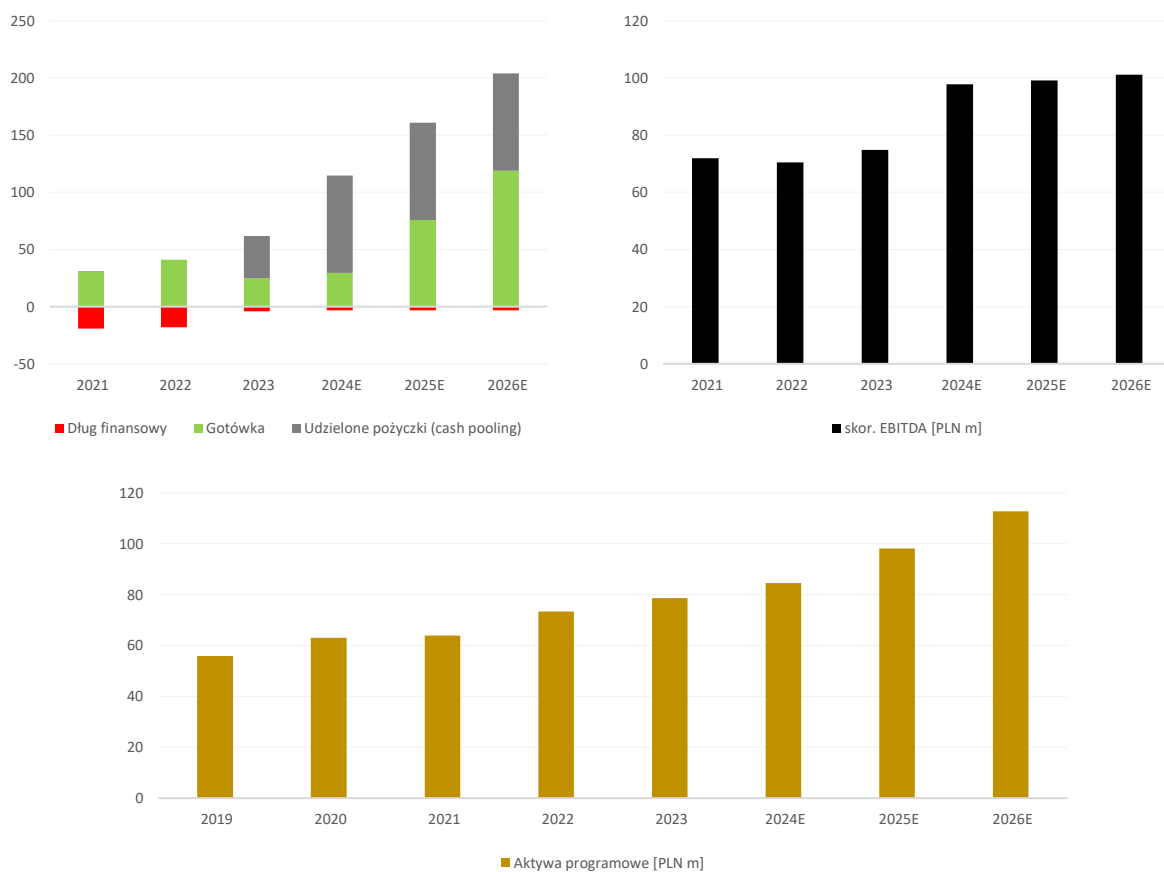
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie raportów Kino Polska TV oraz Vivendi

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładane w modelu założenia dla długu netto, EBITDA skor. oraz wartości aktywów programowych [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia naszego modelu KPL

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	284,8	294,2	310,2	315,9	314,9	323,3	330,9	337,9	344,9
Emisja	146,1	150,7	151,3	154,2	158,3	162,0	165,4	168,9	172,3
Reklama	106,8	107,0	135,4	138,4	132,5	136,4	139,8	142,6	145,3
Sprzedaż licencji	27,3	30,0	12,7	11,5	11,7	11,8	12,0	12,2	12,4
Produkcja kanałów	2,0	4,4	8,5	9,3	10,0	10,6	11,2	11,7	12,3
Inne	2,6	2,1	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6
EBITDA skor. (def. BDM)	70,5	74,8	97,7	99,1	101,1	102,6	105,0	106,9	108,6
EBIT	60,7	66,5	86,3	88,4	92,5	94,4	96,0	97,2	98,2
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	2,4	3,3	3,5	4,1	4,6	4,9	5,2
Zysk przed opodatkowaniem	60,2	65,6	88,7	91,7	96,0	98,5	100,6	102,0	103,4
Podatek dochodowy	-12,5	-13,8	-18,4	-17,4	-18,2	-18,7	-19,1	-19,4	-19,6
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	47,7	51,9	70,3	74,3	77,8	79,8	81,5	82,7	83,7
Segmenty	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	60,7	66,5	86,3	88,4	92,5	94,4	96,0	97,2	98,2
FilmBox	45,6	49,2	57,1	58,2	59,4	60,4	61,3	62,2	63,1
Kino Polska	17,9	14,2	14,9	14,6	14,3	14,0	13,8	13,5	13,3
Produkcja kanałów TV	0,7	1,7	1,1	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6
Zoom TV	-9,6	-2,7	1,8	2,1	4,2	4,6	5,0	5,3	5,5
Stopklatka	6,7	0,1	10,8	12,1	13,4	14,6	15,4	15,7	16,1
Sprzedaż praw licencyjnych	3,2	2,7	2,6	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Inne	-0,4	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Saldo pozostałe	-3,4	1,2	-2,1	-2,4	-2,7	-3,0	-3,4	-3,7	-4,0
Przychody y/y	10,8%	3,3%	5,5%	1,8%	-0,3%	2,7%	2,3%	2,1%	2,1%
EBITDA skor. y/y	-2,1%	6,2%	30,6%	1,4%	2,1%	1,5%	2,3%	1,8%	1,6%
EBITDA skor. / Przychody	24,7%	25,4%	31,5%	31,4%	32,1%	31,7%	31,7%	31,6%	31,5%
Wynik netto / Przychody	16,7%	17,6%	22,7%	23,5%	24,7%	24,7%	24,6%	24,5%	24,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia z bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych

Bilans	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
RZAT + WNIP	5,6	7,2	6,1	5,5	5,5	6,0	6,3	6,7	7,3
Wartość firmy	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Aktywa programowe	59,4	67,7	76,5	90,0	104,5	119,4	134,6	150,1	165,9
Inne	24,8	40,2	33,8	31,2	31,2	33,2	35,0	36,7	39,6
Aktywa trwałe	145,4	170,7	172,0	182,5	196,9	214,3	231,7	249,2	268,4
Aktywa programowe	13,9	11,0	8,0	8,2	8,2	8,4	8,6	8,8	8,9
Należności	95,0	103,9	105,5	107,4	107,1	109,9	112,5	114,9	117,3
Inne (pożyczki udzielone)	1,2	37,1	85,4	85,4	85,4	85,4	85,4	85,4	85,4
Środki pieniężne	40,9	24,7	29,4	75,9	118,8	157,1	192,4	224,3	246,7
Aktywa obrotowe	151,0	176,7	228,3	276,8	319,4	360,7	398,9	433,3	458,3
Aktywa	296,4	347,4	400,4	459,3	516,4	575,0	630,6	682,5	726,7
Kapitał własny	204,1	243,0	301,5	359,0	416,3	472,8	526,3	576,4	618,8
Zobowiązania finansowe	0,1	2,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Zobowiązania handlowe	4,7	1,5	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Inne zobowiązania	8,8	21,7	17,1	17,1	17,1	17,1	17,2	17,2	17,3
Zobowiązania długoterminowe	13,6	25,9	19,1	19,2	19,2	19,2	19,3	19,3	19,4
Zobowiązania finansowe	17,9	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania handlowe	49,3	56,3	50,9	52,1	51,9	53,7	55,4	56,9	58,3
Inne zobowiązania	11,4	20,9	27,4	27,6	27,6	28,0	28,3	28,6	28,9
Zobowiązania krótkoterminowe	78,7	78,5	79,7	81,1	80,9	83,0	85,0	86,8	88,6
Zobowiązania i kapitał własny	296,4	347,4	400,4	459,3	516,4	575,0	630,6	682,5	726,7

Cash flow	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przepływy operacyjne	28,2	50,0	73,1	69,1	69,9	69,9	71,8	73,2	74,3
Przepływy inwestycyjne	-5,2	-41,2	-54,8	-5,5	-6,3	-8,1	-8,3	-8,4	-10,3
Przepływy finansowe	-12,5	-25,0	-13,6	-17,2	-20,7	-23,6	-28,2	-32,8	-41,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	10,5	-16,2	4,7	46,4	42,9	38,2	35,3	31,9	22,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kurs [PLN]	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Liczba akcji [m]	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
BVPS [PLN]	10,3	12,3	15,2	18,1	21,0	23,9	26,6	29,1	31,2
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,5	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2
P/E [x]	9,2	8,5	6,3	5,9	5,7	5,5	5,4	5,3	5,3
EV/Przychody [x]	1,5	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA [x]	5,9	5,1	3,4	2,8	2,4	2,0	1,6	1,3	1,0
EV/EBIT [x]	6,9	5,7	3,8	3,2	2,6	2,1	1,7	1,4	1,1
P/BV [x]	2,2	1,8	1,5	1,2	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7
EV [PLN m]	417	382	329	282	239	201	166	134	111
Kapitalizacja [PLN m]	440	440	440	440	440	440	440	440	440
Dług netto [PLN m]	-23	-58	-111	-158	-201	-239	-274	-306	-329
Dług netto/EBITDA [x]	-0,3	-0,8	-1,1	-1,6	-2,0	-2,3	-2,6	-2,9	-3,0
Przychody/Aktywa [x]	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Aktywa/Kapitał własny [x]	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EBIT/Koszty finansowe [x]	46,5	37,3	81,1	276,6	361,6	369,0	375,3	379,9	384,0
Zobowiązania krótkoterminowe/Przychody [x]	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania długoterminowe/Przychody [x]	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
ROA	16,1%	14,9%	17,6%	16,2%	15,1%	13,9%	12,9%	12,1%	11,5%
ROE	23,4%	21,3%	23,3%	20,7%	18,7%	16,9%	15,5%	14,3%	13,5%
ROCE	31,4%	29,9%	38,1%	36,7%	36,2%	34,6%	32,5%	30,6%	28,9%
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,85	1,03	1,18	1,41	1,64	2,09
rentowność dywidendy	2,3%	1,6%	2,8%	3,8%	4,6%	5,3%	6,3%	7,4%	9,4%
Dług % [PLN m]	18	4	3	3	3	3	3	3	3
Pożyczki udzielone [PLN m]	0	37	85	85	85	85	85	85	85
Gotówka [PLN m]	41	25	29	76	119	157	192	224	247

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	25,2	kupuj	21,26	2024-12-23	10:54	22,2	79 925
kupuj	21,26	kupuj	18,4	2024-07-15	06:59	14,8	88 694
kupuj	20,05	kupuj	18,4	2024-05-21	09:15	14,8	89 082
kupuj	18,4	---	---	2023-12-11	10:57	14,2	77 400

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q4 2024*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	47%	0	0%
Akumuluj	6	40%	0	0%
Trzymaj	1	7%	0	0%
Redukuj	1	7%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-12-23.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-12-23 (10:54 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-23.

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 otrzymują 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-12-23:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.