



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 5,04 PLN

03 STYCZEŃ 2025, 11:56 CET

Od publikacji naszej ostatniej rekomendacji Kupuj z 2024-04-22 kurs spółki wzrósł z 3,2 PLN do 4,25 PLN i łączna stopa zwrotu na walorach ATM Grupa wyniosła niemal +43% (uwzględniamy dwie odcięte dywidendy: 0,18 PLN i 0,08 PLN). W tym okresie WIG spadł o ponad 2%. W obecnym raporcie analitycznym utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie podnosimy wycenę z 4,91 PLN do 5,04 PLN/akcję (jest to niemal 19% powyżej obecnego kursu rynkowego). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 5,5x za rok 2024 i 4,1x na rok 2025.

Uwzględniając nasz scenariusz bazowy wskazujący na możliwość schłodzenia dynamik wzrostu na rynku reklamy w Polsce w 2025 roku (względem roku 2024) oceniamy, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z grupy TMT obecnych na GPW pod względem dynamik wzrostu wyników w ujęciu r/r. Nasza symulacja wskazuje, że EPS w 2024 roku mógł wzrosnąć o blisko 20% r/r, z kolei na 2025 rok zakładamy wzrost EPS o 40% w ujęciu r/r.

W bieżącej analizie zwracamy uwagę na spodziewane przez nas wzrosty wyników w segmencie produkcji tv i filmowej oraz w segmencie zarządzania aktywami trwałymi (oba segmenty definiujemy w materiale jako działalność audiowizualną). Za Q4 2024 spodziewamy się wzrostu skor. EBITDA z działalności audiowizualnej o blisko 10% r/r. Z kolei w całym H1 2025 oczekiwana przez nas dynamika poprawy skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wynosi ponad 32% r/r (w Q2 2025 przyjęliśmy rozliczenie jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku). W skali całego 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wg nas może wynieść ponad 67 mln PLN (+16,1% r/r).

Na rok 2024 nasza obecna prognoza oznacza obniżenie oczekiwań względem symulacji przedstawionej w raporcie z 2024-04-22 dla odczytu skor. EBITDA z działalności audiowizualnej o blisko 6%. Jednocześnie podwyższyliśmy założenia dla działalności audiowizualnej na lata 2025-2026 odpowiednio o 4% i 3%. Zwracamy też uwagę, iż nasze bieżące oczekiwania dla wyniku przypisanego z tytułu zaangażowania w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia są materialnie niższe (-55% na 2025 rok i -50% na 2026 rok względem poprzednich założeń). Jest to efekt bardziej zachowawczego podejścia w szczególności do Lumina oraz Boombit. Finalnie na poziomie wyniku netto (przypisanego akcjonariuszom) obecnie zakładamy wyższe prognozy na rok 2025 o około 1% i niższe o 5% na 2026 rok.

W 2024 roku nastąpiły dwie transze wypłaty dywidendy (0,18 PLN i 0,08 PLN). Spodziewamy się, że ATM Grupa w przyszłości będzie kontynuować wypłatę dywidend w dwóch płatnościach w trakcie roku kalendarzowego. Efektywny strumień DPS jaki mogą otrzymać akcjonariusze w latach 2025-2026 w naszym modelu rośnie do odpowiednio 0,30 PLN i 0,32 PLN.

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	300	236	258	326	329	351
EBITDA [PLN m]	64,4	61,3	63,9	105,5	78,3	82,8
skor. EBITDA [PLN m]	63,5	55,7	60,2	76,8	78,3	82,8
EBIT [PLN m]	46,2	36,8	40,7	56,6	57,8	58,6
Wynik netto [PLN m]	43,8	27,1	32,7	45,9	47,5	48,0
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,39	0,54	0,56	0,57
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
P/E	8,2	13,2	11,0	7,8	7,5	7,5
skor. EV/EBITDA	5,2	5,7	5,5	4,1	4,3	3,9
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,30	0,32	0,37
Rentowność dywidendy	6,6%	6,1%	6,1%	7,1%	7,5%	8,8%

Wycena końcowa [PLN]	5,04
Potencjał do wzrostu / spadku	+19%

Cena rynkowa [PLN]	4,25
Kapitalizacja [mln PLN]	358
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-0,4	0,6
6M stopa zwrotu	-8,7	-0,7
YTD stopa zwrotu	10,3	8,5
12M stopa zwrotu	30,9	25,9

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

Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,0%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%
NN OFE PTE	9,7%
PKO TFI	7,6%

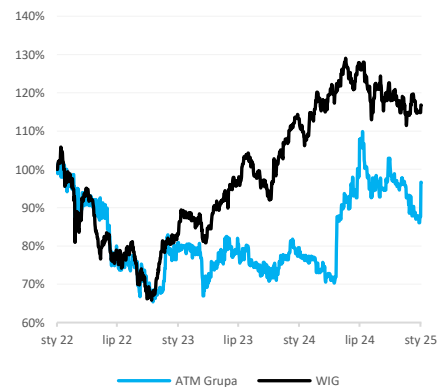
Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	5
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA Q3 2024.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

W obecnym raporcie analitycznym utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie podnosimy wycenę z 4,91 PLN do 5,04 PLN/akcję (jest to niemal 19% powyżej obecnego kursu rynkowego). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 5,5x za rok 2024 i 4,1x na rok 2025.

Uwzględniając nasz scenariusz bazowy wskazujący na możliwość schłodzenia dynamik wzrostu na rynku reklamy w Polsce w 2025 roku (względem roku 2024) oceniamy, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z grupy TMT obecnych na GPW pod względem dynamik wzrostu wyników w ujęciu r/r. Nasza symulacja wskazuje, że EPS w 2024 roku mógł wzrosnąć o blisko 20% r/r, z kolei na 2025 rok zakładamy wzrost EPS o 40% w ujęciu r/r.

Podtrzymujemy wcześniejsze przemyślenia dotyczące zachodzących zmian w krajowym ekosystemie rynku produkcji telewizyjnych i filmowych. Naszym zdaniem w najbliższych latach obserwowane zmiany będą skutkować wzrostem wartości rynku produkcji tv i filmowej w regionie CEE (w tym w Polsce), co powinno wspierać biznes spółki.

Doceniamy dotychczasowy proces budowy wartości portfela realizowanych projektów w ramach działalności audiowizualnej. W średnim horyzoncie liczymy na dalszy stopniowy wzrost portfela projektowego zarówno dla tradycyjnych odbiorców, czyli dla anten telewizji linearnej oraz dla platform streamingowych (śledząc dynamiki zmian należy mieć na uwadze efekt rozliczenia jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku przez wynik w 2025 roku).

W bieżącej analizie zwracamy uwagę na spodziewane przez nas wzrosty wyników w segmencie produkcji tv i filmowej oraz w segmencie zarządzania aktywami trwałymi (oba segmenty definiujemy w materiale jako działalność audiowizualną). Na Q4 2024 spodziewamy się wzrostu skor. EBITDA z działalności audiowizualnej o blisko 10% r/r. Z kolei w całym H1 2025 oczekiwana przez nas dynamika poprawy skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wynosi ponad 32% r/r (w Q2 2025 przyjęliśmy rozliczenie jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku). W skali całego 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej według nas może wynieść ponad 67 mln PLN (+16,1% r/r).

Przedstawiona wycena opiera się na metodzie SOTP. Sporządziliśmy wycenę DCF i mnożnikową segmentów produkcji telewizyjnej i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi. Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też wartość rynkową pakietu akcji w podmiocie Boombit.

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [PLN m]	331,2
A1	Wycena DCF [PLN m]	319,2
A2	Wycena mnożnikowa [PLN m]	343,2
B	Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]	60,0
C	Pakiet akcji Boombit [PLN m]	34,0
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [PLN m]	425,2
	Wycena na 1 akcję [PLN]	5,04
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	4,25
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	+19%

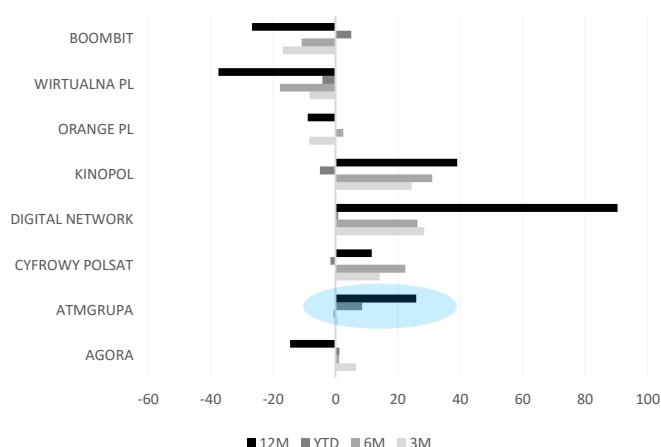
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasze podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Wyceniamy walory Boombit zgodnie z bieżącą wartością rynkową. Natomiast aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości udzielonych im pożyczek przez ATM Grupa - jest to ujęte w pozycji dług netto.

Od publikacji naszej ostatniej rekomendacji Kupuj z 2024-04-22 kurs spółki wzrósł z 3,2 PLN do 4,25 PLN i łączna stopa zwrotu na walorach ATM Grupa wyniosła niemal +43% (uwzględniamy dwie transze odciętej dywidendy: 0,18 PLN i 0,08 PLN). W tym okresie WIG spadł o ponad 2%. W ujęciu ostatnich 12 miesięcy (licząc na koniec sesji 2025-01-02) stopa zwrotu na walorach spółki wyniosła 30,9%. W tym okresie indeks WIG zyskał ponad 5%, a indeks STOXX Europe 600 Media około 20%.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %] – stan na koniec sesji 2025-01-02

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	6,6	1,1	1,2	-14,5
ATM GRUPA	0,6	-0,7	8,5	25,9
CYFROWY POLSAT	14,2	22,4	-1,6	11,6
DIGITAL NETWORK	28,4	26,3	0,9	90,4
KINO POLSKA	24,4	31,0	-5,0	39,0
ORANGE PL	-8,4	2,5	0,1	-8,9
WIRTUALNA PL	-8,3	-17,8	-4,1	-37,5
BOOMBIT	-16,9	-10,8	5,1	-26,7



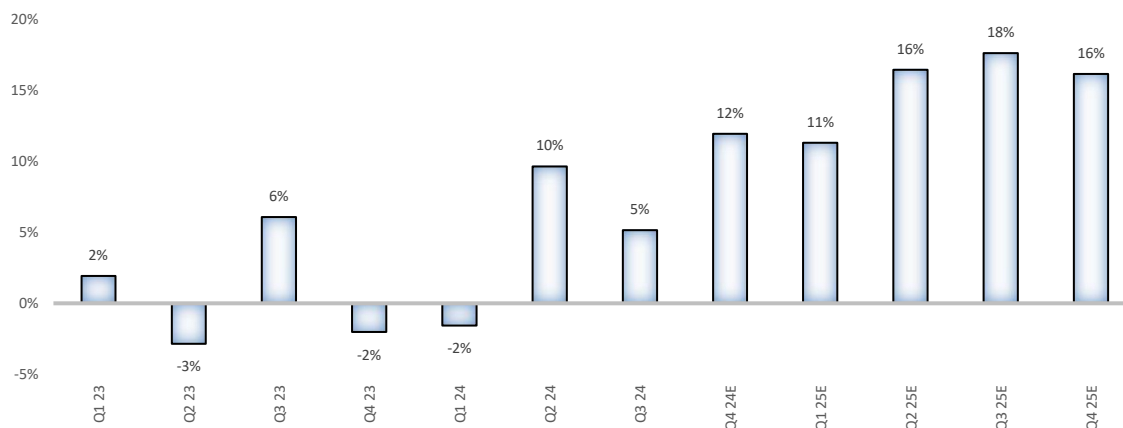
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na poziomie skonsolidowanym, zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami EBITDA spółki za 2025 rok może wzrosnąć do 105,5 mln PLN (z 63,9 mln PLN zakładanych na 2024 rok). Istotne znaczenie dla naszej prognozy na 2025 rok ma ujęcie rozliczenia przez wynik w Q2 2025 jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku. Po skorygowaniu odczytu EBITDA o amortyzację aktywów programowych spodziewamy się, że łączna skor. EBITDA spółki w 2025 roku może wynieść blisko 76,8 mln PLN wobec odczytu 60,2 mln PLN zakładanego na 2024 roku.

W 2025 roku na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom podziewamy się wzrostu zysku do 45,9 mln PLN, co oznacza wzrost o blisko 40% r/r (dynamika wzrostu zysku netto w 2024 według nas może wynieść ok 20% r/r).

W 2024 roku nastąpiły dwie transze wypłaty dywidendy (0,18 PLN i 0,08 PLN). Spodziewamy się, że ATM Grupa w przyszłości będzie kontynuować wypłatę dywidend w dwóch płatnościach w trakcie roku kalendarzowego. Efektywny strumień DPS jaki mogą otrzymać akcjonariusze w latach 2025-2026 w naszym modelu różnie do odpowiednio 0,30 PLN i 0,32 PLN.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,40 PLN i 0,71 PLN na akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Dodatkowo przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

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

Zwracamy uwagę na komunikaty płynące z Viaplay (jednego z klientów spółki). Przypominamy, że historycznie Viaplay wpływał na rezultaty dwóch segmentów ATM Grupy: segment zarządzania m.in. wynajmuje pomieszczenia / halę na potrzeby transmisji wydarzeń sportowych w Warszawie, z kolei segment produkcji posiadał ekspozycję na Viaplay w postaci realizacji m.in. produkcji tytułów non-fiction. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że ATM Grupa jest dobrze przygotowana na wygaszenie świadczenia usług dla platformy Viaplay.

WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,8% (poprzednio było 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 ATM Grupa.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 15%.

Szacowany przez nas dług netto na koniec 2024 roku uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 319,2 mln PLN, czyli 3,79 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit; poprzednio nasza wycena sugerowała wartość 3,38 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						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	10,5%	4,17	4,26	4,36	4,47	4,59	4,74	4,91
	12,0%	3,95	4,02	4,09	4,17	4,26	4,36	4,47
	13,5%	3,79	3,84	3,89	3,95	4,02	4,09	4,17
	15,0%	3,66	3,70	3,74	3,79	3,84	3,89	3,95
	16,5%	3,55	3,59	3,62	3,66	3,70	3,74	3,79
	18,0%	3,47	3,49	3,52	3,55	3,59	3,62	3,66
	19,5%	3,39	3,42	3,44	3,47	3,49	3,52	3,55

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	279,2	274,5	288,3	301,6	313,4	324,5	335,3	346,4	357,8	369,4
NOPAT [PLN m]	38,1	39,3	38,8	40,1	42,1	44,0	45,8	47,7	49,6	51,5
Amortyzacja [PLN m]	20,1	20,3	24,0	25,3	25,6	25,8	26,1	26,4	26,6	26,9
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	8,5	3,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-38,0	-42,6	-25,9	-24,9	-25,9	-26,8	-27,7	-28,6	-29,5	-30,5
FCFF [PLN m]	28,7	20,1	36,0	39,7	41,1	42,3	43,6	44,8	46,0	47,2
Suma PV FCFF [PLN m]	192,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	101,8									
Wartość firmy EV [PLN m]	293,9									
Dług netto [PLN m]	-25,4									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	319,2									
Ilość akcji [m]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,79									

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody y/y	18,2%	-1,7%	5,0%	4,6%	3,9%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża NOPAT	13,6%	14,3%	13,4%	13,3%	13,4%	13,6%	13,7%	13,8%	13,9%	13,9%
CAPEX / Przychody	14%	16%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
D / E	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
E / (E+D)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
D / (E+D)	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
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	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Kosz długu po opodatkowaniu	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
WACC	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik skor. EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom skor. EV/EBITDA na lata 2024-2025 w wysokości 5,0x (poprzednio było również 5,0x). Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie bliskim 343 mln PLN, czyli 4,07 PLN/akcję. Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	2,5	3,5	4,5	5,0	5,5	6,5	7,5
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,2	3,0	3,7	4,07	4,4	5,2	5,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

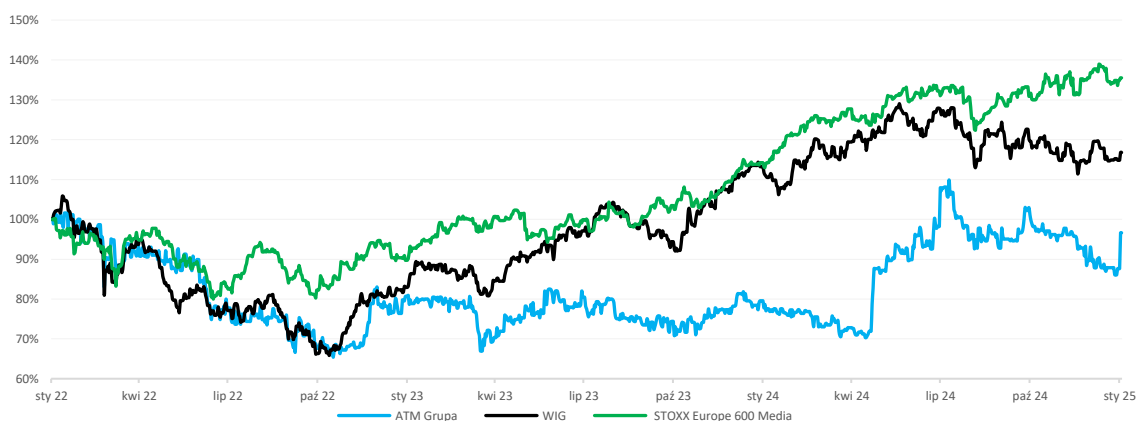
Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa, dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2024E	2025E	
M6-METROPOLE TELEVISION	3,7	3,9	Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2025 dla wybranych podmiotów wynosi 7,6x.
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,2	6,0	
RTL GROUP	7,0	6,7	
VIVENDI	8,7	8,3	
CANAL PLUS	7,1	6,6	
ITV	6,0	5,8	
MODERN TIMES GROUP	6,8	4,6	
WARNER BROS DISCOVERY	7,1	6,8	
WARNER MUSIC GROUP	13,3	12,2	
WALT DISNEY	12,9	11,8	
PARAMOUNT GLOBAL	6,6	7,0	
FOX CORP	8,1	8,8	
NETFLIX	35,5	29,8	
NEWS CORP	11,3	10,4	
LIBERTY GLOBAL	8,9	11,3	
LIONSGATE	15,2	12,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA Q3 2024

Zaprezentowane dane za Q3 2024 odebraliśmy z umiarkowanym optymizmem pomimo raportowanych w rachunku wyników niskich dynamik wzrostu r/r w obszarze produkcji audiowizualnej. Przypominamy, że okres Q3 2023 stanowił wymagającą bazę porównawczą. Dodatkowo zwracamy uwagę, że spółka w tegorocznych rezultatach nie rozpoznaje wyniku z realizacji jednego z głównych prowadzonych w 2024 roku projektów produkcyjnych (będzie rozliczony wynikowo prawdopodobnie w H1 2025).

W Q3 2024 odczyt skor. EBITDA z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej oraz segmentu zarządzania aktywami trwałymi) wyniósł 25,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 5,6% r/r. W ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 56,6 mln PLN (+5,1% r/r).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym EBITDA w Q3 2024 wzrosła o 3% r/r do 27,5 mln PLN. W ujęciu LTM EBITDA po Q3 2024 wynosi 65,9 mln PLN (+3,5% r/r).

W omawianym kwartale udział w wyniku jednostek zależnych to strata rzędu 1,3 mln PLN (w Q3 2023 było to -0,4 mln PLN; istotny wpływ na pozycję ma Lumina, dla której kluczowym sezonem wynikowym jest przełom roku Q4/Q1). Finalnie w Q3 2024 wynik netto przypisany akcjonariuszom spadł o 4% r/r z 14,2 mln PLN do 13,6 mln PLN. W ujęciu LTM wynik netto przypisany akcjonariuszom wyniósł 29,3 mln PLN (-14,7% r/r).

Wyniki ATM Grupa w Q3 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

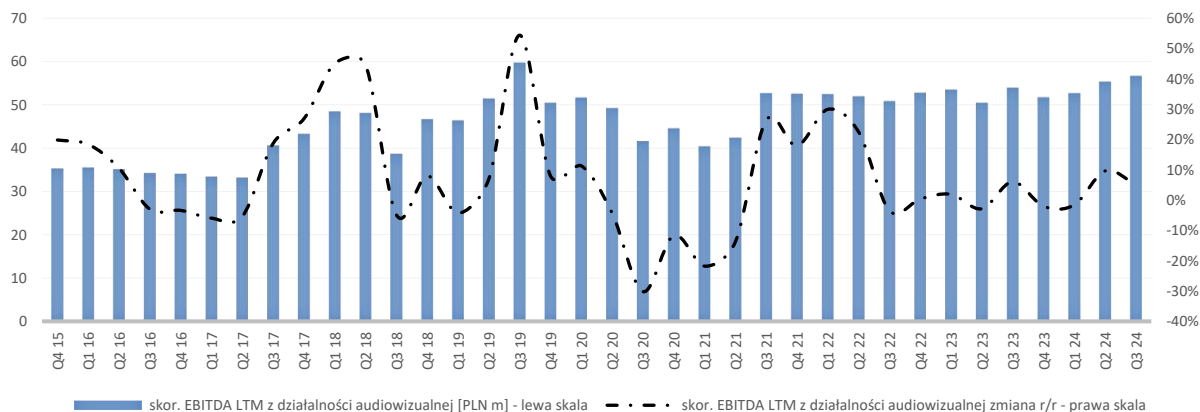
	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y
Przychody	75,0	78,2	4,3%	263,8	252,9	-4,1%
produkcja tv i filmowa	51,1	48,2	-5,7%	138,0	156,6	13,5%
zarządzanie aktywami tnw.	23,6	28,1	19,2%	78,5	78,4	-0,1%
działalność deweloperska	0,0	0,1		46,2	15,1	-67,4%
inne	0,3	1,9	476,5%	1,1	2,8	155,7%
EBITDA	26,7	27,5	3,0%	63,7	65,9	3,5%
skor. EBITDA	23,6	25,0	5,8%	59,2	61,0	2,9%
produkcja tv i filmowa	12,0	12,6	5,6%	19,9	23,6	18,2%
zarządzanie aktywami tnw.	12,0	12,7	5,5%	33,9	33,0	-2,6%
działalność deweloperska	-0,1	-0,1		7,7	2,7	-64,5%
inne	-0,2	-0,2		-2,3	1,6	
EBIT	18,9	20,0	6,0%	40,4	41,7	3,3%
Saldo finansowe	-0,1	-0,4		-2,9	-1,5	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,4	-1,3		8,6	-0,7	
Wynik brutto	18,4	18,3	-0,2%	46,0	39,5	-14,1%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	14,2	13,6	-4,0%	35,0	29,9	-14,7%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	74,7	76,3	2,1%	216,5	235,0	8,6%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	24,0	25,3	5,6%	53,9	56,6	5,1%

* Wartość amortyzacji aktywów programowych za Q3 2024 wyniosła 2,456 mln PLN (w Q3 2023 było to 3,027 mln PLN). W ujęciu LTM wartość amortyzacji aktywów programowych na koniec Q3 2024 to kwota 4,9 mln PLN (na koniec Q3 2023 w ujęciu LTM było to 4,42 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

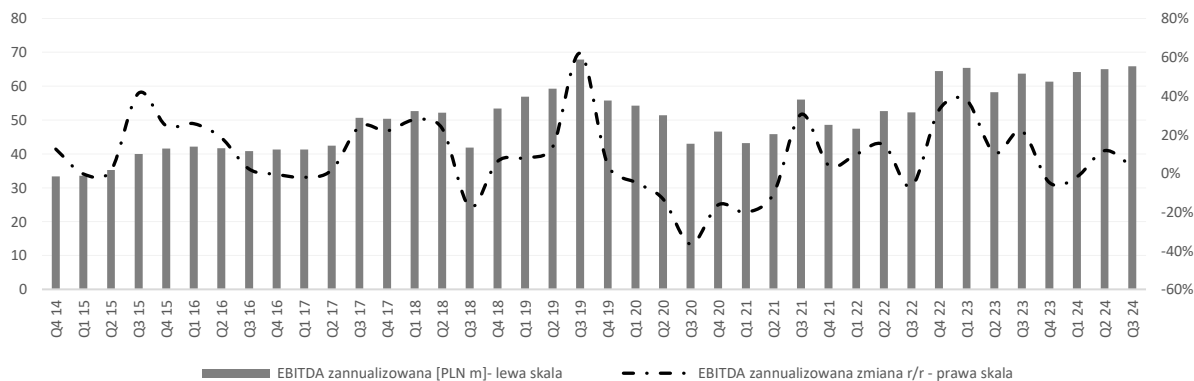
- Przychody w segmencie produkcja tv i filmowa w Q3 2024 były niższe o 6% r/r. Odczyt EBITDA dla omawianego segmentu wzrósł o 1% r/r do 15,1 mln PLN. W minionym kwartale wartość amortyzacji aktywów programowych wyniosła 2,46 mln PLN (w Q3 2023 było to 3,03 mln PLN). W ujęciu LTM EBITDA segmentu wyniosła 28,5 mln PLN i oznacza to wzrost o 17% r/r. Po Q3 2024 w ujęciu LTM wartość amortyzacji aktywów programowych wyniosła 4,9 mln PLN (na koniec Q3 2023 w ujęciu LTM było to 4,42 mln PLN).
- W segmencie zarządzanie aktywami trwałymi w Q3 2024 przychody wyniosły 28,1 mln PLN, co oznacza wzrost o 19% r/r. Odczyt EBITDA w Q3 2024 segmentu był wyższy o 6% r/r i wyniósł 12,7 mln PLN. W ujęciu LTM EBITDA segmentu wyniosła 33 mln PLN (-3% r/r).
- Suma przychodów z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji telewizyjnej i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) w Q3 2024 to 76,3 mln PLN, co oznacza wzrost o ponad 2% r/r. EBITDA z obu segmentów w Q3 2024 wyniosła 27,8 mln PLN (+2,8% r/r). W ujęciu LTM po Q3 2024 przychody i EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosły odpowiednio 235 mln PLN (+8,6% r/r) oraz 61,5 mln PLN (+5,6% r/r).
- Miniony kwartał był niskim okresem dla segmentu deweloperskiego. Według naszej symulacji w segmencie deweloperskim kluczowe znaczenie dla wyniku czterolecznego powinien mieć Q4 2024.
- W Q3 2024 udział w wyniku jednostek zależnych to kontrybucja do ATM Grupa na poziomie -1,3 mln PLN. W ujęciu LTM po Q3 2024 jest to wynik -0,7 mln PLN.
- Finalnie w Q3 2024 na poziomie wyniku netto (dla akcjonariuszy) spółka pokazała zysk w kwocie 13,6 mln PLN (-4% r/r). W ujęciu LTM po Q3 2024 wynik netto wyniósł 29,9 mln PLN (-15 r/r).

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



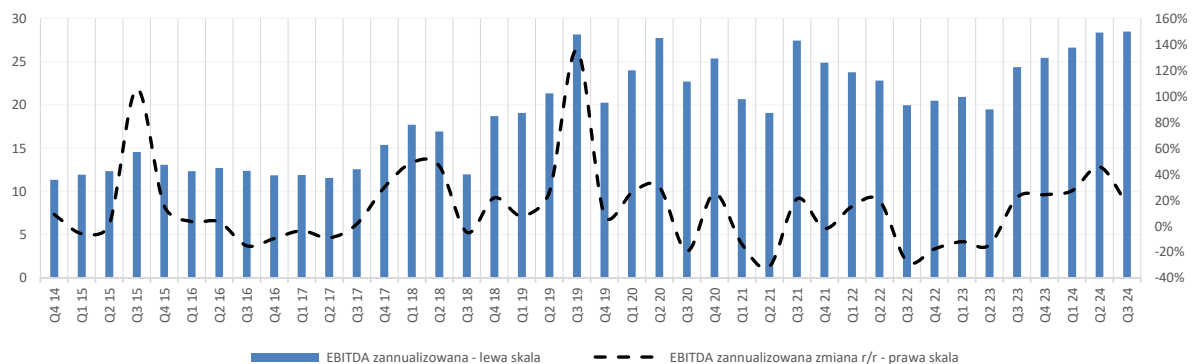
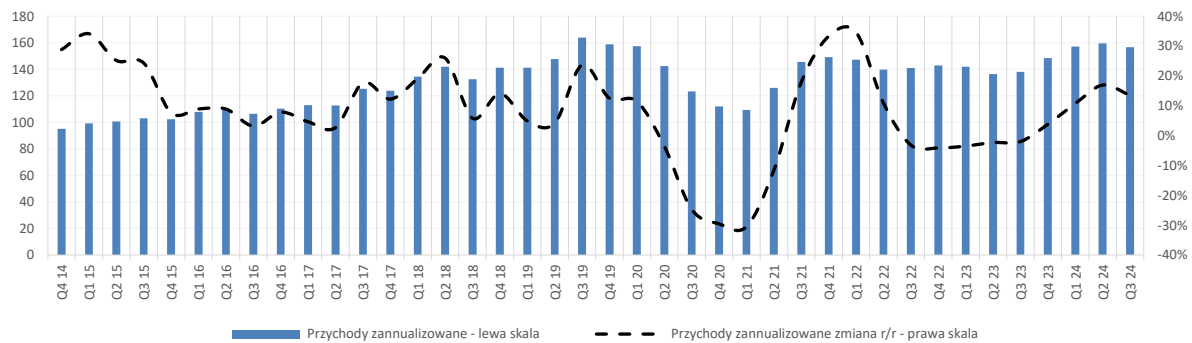
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



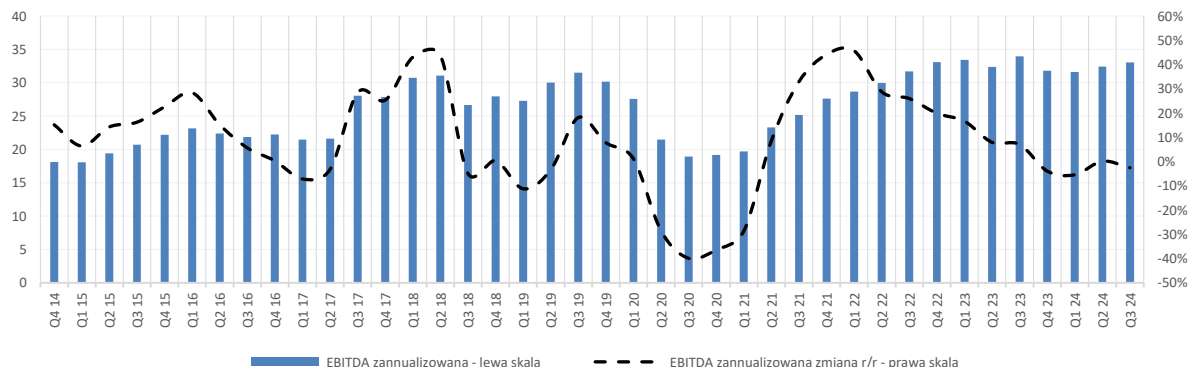
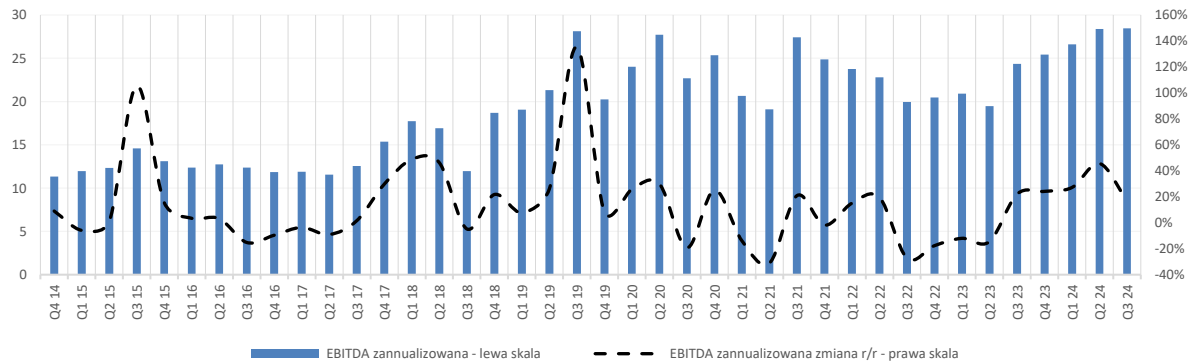
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



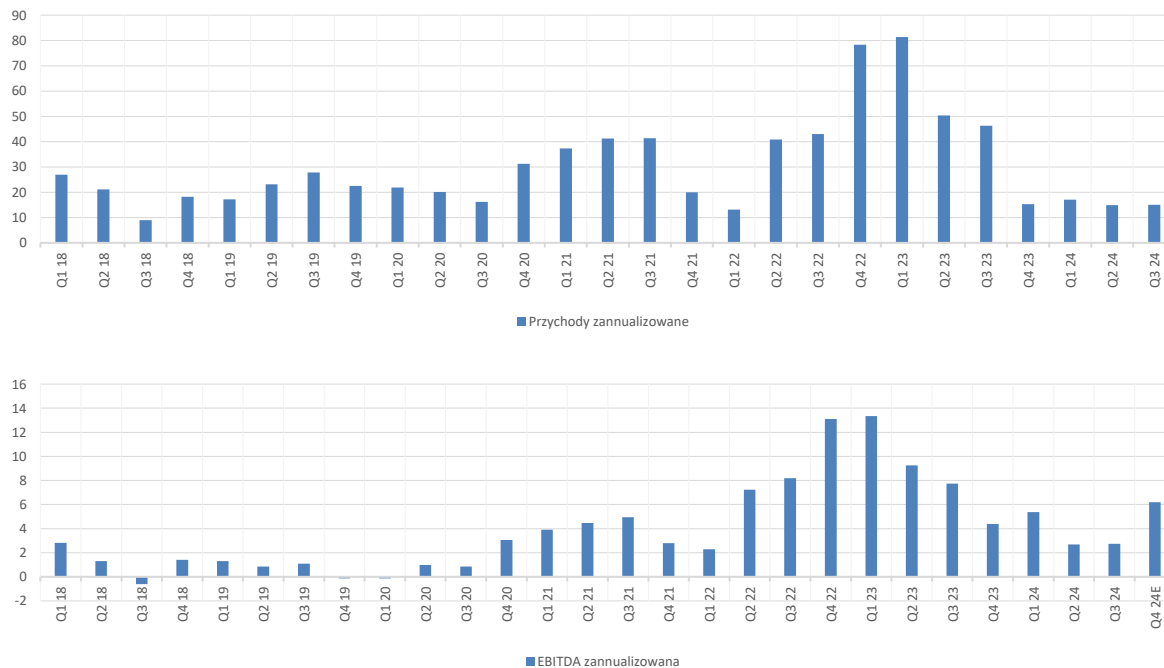
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



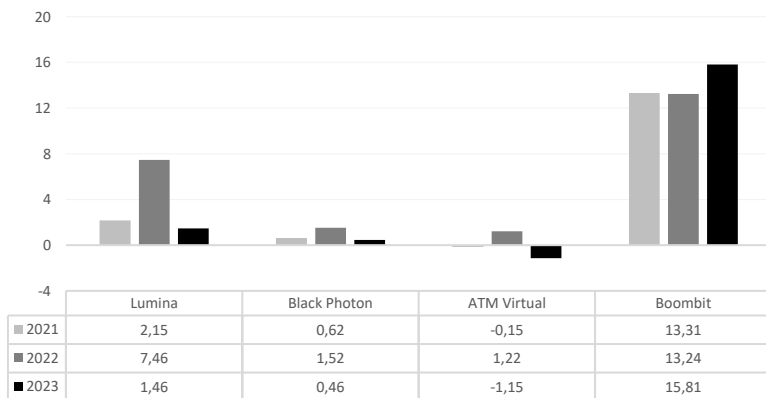
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Na poziomie skonsolidowanym, zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami, EBITDA spółki za 2025 rok może wzrosnąć z 63,9 mln PLN do 105,5 mln PLN. Istotne znaczenie dla naszej prognozy na 2025 rok ma ujęcie rozliczenia przez wynik w Q2 2025 jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku. Po skorygowaniu odczytu EBITDA o amortyzację aktywów programowych spodziewamy się, że łączna skor. EBITDA spółki w 2025 roku może wynieść blisko 76,8 mln PLN wobec oczekiwanego odczytu 60,2 mln PLN w 2024 roku.

W 2025 roku na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom podziewamy się wzrostu zysku do 45,9 mln PLN, co oznacza wzrost o blisko 40% r/r (dynamika wzrostu zysku netto w 2024 według nas może wynieść ok 20% r/r).

W 2024 roku nastąpiły dwie transze wypłaty dywidendy (0,18 PLN i 0,08 PLN). Spodziewamy się, że ATM Grupa w przyszłości będzie kontynuować wypłatę dywidend w dwóch płatnościach w trakcie roku kalendarzowego. Efektywny strumień DPS jaki mogą otrzymać akcjonariusze w latach 2025-2026 w naszym modelu rośnie do odpowiednio 0,30 PLN i 0,32 PLN.

Prognozy 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
Przychody	60,5	51,3	78,2	68,3	77,1	83,2	79,6	85,8	235,5	258,2	325,8
produkcja tv i filmowa	41,2	27,8	48,2	38,9	42,7	61,4	51,6	42,1	148,3	156,2	197,7
zarządzanie aktywami trw.	14,1	19,2	28,1	18,6	15,4	20,2	26,4	19,5	70,7	80,0	81,5
działalność deweloperska	4,8	3,9	0,1	10,4	18,6	1,3	1,3	23,9	15,3	19,1	45,2
inne	0,3	0,3	1,9	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	1,2	2,9	1,4
skor. EBITDA	12,4	8,6	25,0	14,1	15,8	15,6	27,6	17,9	55,7	60,2	76,8
produkcja tv i filmowa	4,8	2,9	12,6	3,9	4,9	6,8	16,2	4,2	19,8	24,2	32,1
zarządzanie aktywami trw.	5,9	6,8	12,7	8,2	6,6	8,7	11,4	8,4	31,8	33,6	35,0
działalność deweloperska	1,5	-0,8	-0,1	2,3	4,5	0,3	0,3	5,5	4,4	2,9	10,6
inne	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,9
EBIT	7,8	3,8	20,0	9,1	10,7	10,5	22,5	12,8	36,8	40,7	56,6
Saldo finansowe	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,3	-1,4	-1,3
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,6	0,5	-1,3	3,3	0,5	0,3	0,0	3,7	2,5	3,1	4,6
Wynik brutto	8,0	4,2	18,3	12,0	10,9	10,4	22,3	16,3	37,0	42,5	59,8
Wynik netto dla akcjonariuszy	6,8	3,1	13,6	9,2	8,3	8,0	17,1	12,5	27,1	32,7	45,9
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	55,4	47,0	76,3	57,5	58,1	81,6	78,0	61,6	219,0	236,2	279,2
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,7	9,7	25,3	12,1	11,5	15,5	27,5	12,6	51,6	57,8	67,1

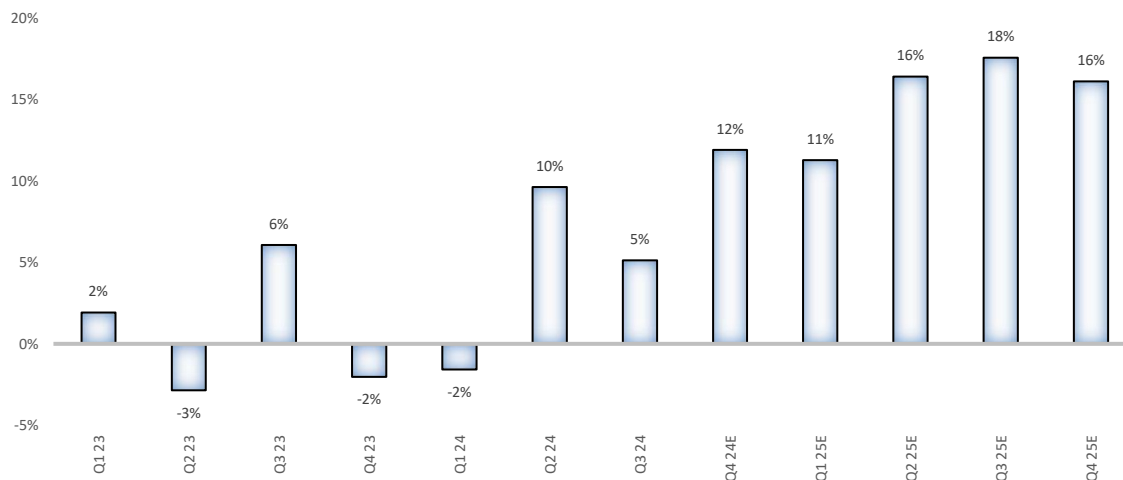
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Doceniamy dotychczasowy proces budowy wartości portfela realizowanych projektów w ramach działalności audiowizualnej. W średnim horyzoncie liczymy zatem na dalszy stopniowy wzrost portfela projektowego zarówno dla tradycyjnych odbiorców, czyli dla anten telewizji linearnej oraz dla platform streamingowych (choć należy mieć na uwadze efekt wynikowego rozliczenia jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku przez wynik w 2025 roku).

W bieżącej analizie zwracamy uwagę na spodziewane przez nas wzrosty wyników w segmencie produkcji tv i filmowej oraz w segmencie zarządzania aktywami trwałymi (oba segmenty definiujemy w materiale jako działalność audiowizualną). Na Q4 2024 spodziewamy się wzrostu skor. EBITDA z działalności audiowizualnej o blisko 10% r/r. Z kolei w całym H1 2025 oczekiwana przez nas dynamika poprawy skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wynosi ponad 32% r/r (w Q2 2025 przyjęliśmy rozliczenie jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku). W skali całego 2025 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej, według nas, może wynieść ponad 67 mln PLN (+16,1% r/r).

Dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Działalność deweloperska

Segment związany z działalnością deweloperską obejmuje realizację projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków mieszkalnych (głównie domki jednorodzinne). Podmioty, w których ATM Grupa jest zaangażowana to m.in.: ATM Inwestycje, ATM Golf Estate, ATM Baltic oraz ATM Living. W raporcie wyceniliśmy aktywa netto tego segmentu na ok 60 mln PLN, czyli 0,71 PLN/akcję ATM Grupa.

W skali całego 2024 roku nasze obecne założenia dla segmentu deweloperskiego wskazują na możliwy zysk w kwocie blisko 2,9 mln PLN (poprzednio ujmowaliśmy w prognozie 7,6 mln PLN). Różnica wynika z ujęcia w trakcie roku dodatkowego kosztu (przypominamy, iż w Q2 2024 spółka rozpoznała utratę wartości nieruchomości w Szwecji – ATM Development AB). Dodatkowo w segmencie deweloperskim przesunęliśmy część przekazania na początek 2025 roku, co skutkowało obniżeniem naszych założeń wynikowych na Q4 2024 i jednocześnie podwyższeniem na Q1 2025. Dalsza średnioterminowa projekcja wynikowa dla segmentu deweloperskiego jest bliska założeniom z poprzedniego modelu.

W skali całego 2025 roku w modelu przyjęliśmy wzrost EBITDA segmentu do ok 10,6 mln PLN (za wynik powinny głównie odpowiadać Q1 oraz Q4). Przypominamy, że spółka posiada bank ziemi/projekty, które mogą mieć odczuwalny wpływ na wyniki segmentu deweloperskiego po roku 2025.

Zmiany w prognozie w porównaniu do poprzedniego modelu

W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2024-04-22) zdecydowaliśmy się na korektę średnioterminowej ścieżki wynikowej w segmencie produkcji tv i filmowej. W bieżącym modelu staramy się w Q2 2025 uwzględnić rozpoznanie przez rachunek wyników jednego z głównych realizowanych projektów w 2024 roku. Dlatego, w naszej symulacji w Q2 widoczny jest istotny wzrost przychodów jak i wyników w segmencie. Dodatkowo w bieżącej publikacji zdecydowaliśmy się na zastosowanie odczytu skorygowana EBITDA (skor. EBITDA) jako głównego odczytu wskazującego na trajektorię wynikową (po korekcie o amortyzację aktywów programowych).

Na rok 2025 szacowany przez nas odczyt skor. EBITDA dla segmentu produkcja tv i filmowa może wynieść 32,1 mln PLN i jest to odczyt o 3% wyższy niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Na rok 2026 bieżąca prognoza jest zbieżna z założeniami z kwietniowego raportu analitycznego. W segmencie zarządzanie aktywami trwałymi zdecydowaliśmy się na podwyższenia założeń wynikowych o około 5% na lata 2025-2026. Tym samym łącznie działalność audiowizualna (suma wspomnianych dwóch segmentów) według naszej prognozy powinna wskazać na wzrost skor. EBITDA do 67,1 mln PLN w 2025 roku i 68,9 mln PN w 2026 roku. Oznacza to podwyższenie założeń odpowiednio o 4% i 3% względem symulacji przedstawionej w raporcie z 2024-04-22.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze bieżące oczekiwania dla wyniku przypisanego z tytułu zaangażowania w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia są materialnie niższe (-55% na 2025 rok i -50% na 2026 rok względem poprzednich założeń). Jest to efekt bardziej zachowawczego podejścia w szczególności do Lumina oraz Boombit.

Finalnie na poziomie wyniku netto (przypisanego akcjonariuszom) obecnie zakładamy wyższe prognozy na rok 2025 o około 1% i niższe o 5% na 2026 rok.

Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-04-22 [PLN m]

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana %	zmiana %	zmiana %
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	258,2	325,8	329,3	272,0	289,1	322,8	-5%	13%	2%
produkcja tv i filmowa	156,2	197,7	189,8	164,0	176,8	187,4	-5%	12%	1%
zarządzanie aktywami trw.	80,0	81,5	84,7	74,6	77,7	80,8	7%	5%	5%
działalność deweloperska	19,1	45,2	53,3	32,0	33,2	53,1	-40%	36%	0%
inne	2,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	104%	0%	0%
skor. EBITDA	60,2	76,8	78,3	66,7	70,1	75,2	-10%	10%	4%
produkcja tv i filmowa	24,2	32,1	32,5	28,5	31,1	32,3	-15%	3%	0%
zarządzanie aktywami trw.	33,6	35,0	36,4	32,6	33,4	34,7	3%	5%	5%
działalność deweloperska	2,9	10,6	10,1	7,6	7,6	10,1	-62%	39%	0%
inne	-0,5	-0,9	-0,7	-2,1	-2,1	-1,9	-77%	-58%	-63%
EBIT	40,7	56,6	57,8	46,7	49,9	55,8	-13%	13%	4%
Saldo finansowe	-1,4	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	35%	70%	55%
Udział w wyniku jedn. zależnych	3,1	4,6	5,2	9,2	10,1	10,4	-66%	-55%	-50%
Wynik brutto	42,5	59,8	61,9	54,9	59,2	65,5	-23%	1%	-5%
Wynik netto dla akcjonariuszy	32,7	45,9	47,5	42,0	45,3	50,1	-22%	1%	-5%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	236,2	279,2	274,5	238,6	254,5	268,2	-1%	10%	2%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	57,8	67,1	68,9	61,2	64,5	67,1	-6%	4%	3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

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

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	300	236	258	326	329	351	337	349	360
EBITDA	64,4	61,3	63,9	105,5	78,3	82,8	80,0	82,7	85,3
skor. EBITDA	63,5	55,7	60,2	76,8	78,3	82,8	80,0	82,7	85,3
segment produkcja tv	19,6	19,8	24,2	32,1	32,5	34,0	35,6	36,8	37,9
segment zarządzanie	33,1	31,8	33,6	35,0	36,4	37,9	39,3	40,8	42,2
segment nadawanie	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	13,1	4,4	2,9	10,6	10,1	11,7	5,9	5,9	5,9
inne/wyłączenia	-2,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
EBIT	46,2	36,8	40,7	56,6	57,8	58,6	54,6	57,0	59,3
Saldo finansowe	-2,5	-2,3	-1,4	-1,3	-1,1	-1,4	-1,3	-1,1	-1,0
Udział w zyskach jedn. zal.	8,7	2,5	3,1	4,6	5,2	5,4	5,6	5,8	6,0
Wynik brutto	52,4	37,0	42,5	59,8	61,9	62,6	58,9	61,7	64,3
Wynik netto	44,6	28,1	34,1	48,5	50,2	50,7	47,7	49,9	52,1
Wynik netto dla akcjonariuszy	43,8	27,1	32,7	45,9	47,5	48,0	45,2	47,3	49,3
Przychody y/y	34,0%	-21,5%	9,6%	26,2%	1,1%	6,6%	-4,0%	3,5%	3,2%
EBITDA / Przychody	21,5%	26,0%	24,7%	32,4%	23,8%	23,6%	23,8%	23,7%	23,7%
skor. EBITDA / Przychody	21,2%	23,7%	23,3%	23,6%	23,8%	23,6%	23,8%	23,7%	23,7%
EBIT / Przychody	15,4%	15,6%	15,8%	17,4%	17,6%	16,7%	16,2%	16,3%	16,5%
Wynik netto / Przychody	14,9%	11,9%	13,2%	14,9%	15,2%	14,5%	14,2%	14,3%	14,5%
Działalność audiowizualna	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody [PLN m]	220,9	219,0	236,2	279,2	274,5	288,3	301,6	313,4	324,5
Skor. EBITDA [PLN m]	52,7	51,6	57,8	67,1	68,9	71,9	74,9	77,6	80,1
Skor. EBITDA y/y	0,4%	-2,0%	11,9%	16,1%	2,7%	4,4%	4,1%	3,6%	3,3%
Skor. EBITDA / Przychody	23,9%	23,6%	24,5%	24,0%	25,1%	24,9%	24,8%	24,7%	24,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	258	258	258	251	276	281	283	286	290
Rzeczowe aktywa trwałe	176	168	166	155	177	179	178	178	179
WNiP	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	24	34	30	30	30	30	30	30	30
Inwestycje w jedn. stow.	46	43	45	49	52	55	57	60	64
Pozostałe aktywa trwałe	11	12	15	15	15	15	15	15	15
Aktywa obrotowe	133	128	180	170	181	204	211	224	235
Aktywa programowe	7	6	31	15	15	16	17	17	18
Zapasy	32	17	19	31	45	56	53	54	54
Należności handlowe	30	32	67	43	59	63	60	62	64
Pozostałe aktywa finansowe	7	42	43	43	38	38	38	38	38
Środki pieniężne i ekwiwalenty	44	19	10	28	15	23	34	43	52
Inne aktywa obrotowe	13	12	9	9	9	9	9	9	9
Aktywa	391	386	438	421	457	485	494	510	525
Kapitał własny razem	301	307	317	337	358	374	387	402	416
Razem zobowiązania	90	79	121	83	99	110	107	108	109
Zobowiązania długoterminowe	39	40	42	31	31	31	31	31	31
Zobowiązania krótkoterminowe	51	39	80	53	68	80	76	77	78
Kapitał własny + Zobowiązania	391	386	438	421	457	485	494	510	525
Zobowiązania % [PLN m]	29	25	30	30	30	30	30	30	30
Środki pieniężne i inne netto [PLN m]	54	64	55	73	55	63	74	84	92
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-25	-43	-25	-33	-45	-54	-62
Dług % / Kapitał własny	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe / Przychody	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
Aktywa trwałe / Przychody	0,9	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa / Przychody	1,3	1,6	1,7	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania kr. / Przychody	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania dł. / Przychody	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania / Pasywa	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny / Pasywa	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	94,4	43,5	25,9	81,3	51,4	65,4	69,2	67,6	69,9
CF inwestycyjny	-44,4	-36,7	-12,8	-38,0	-42,6	-25,9	-24,9	-25,9	-26,8
Cf finansowy	-39,4	-31,7	-24,7	-25,3	-21,9	-31,4	-33,0	-32,2	-35,0
CF netto	10,6	-25,0	-11,5	18,0	-13,1	8,1	11,3	9,5	8,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cena akcji [PLN]	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Liczba akcji [m]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [PLN m]	358	358	358	358	358	358	358	358	358
Diug netto [PLN m]	-26	-39	-25	-43	-25	-33	-45	-54	-62
EV [PLN m]	333	320	333	315	333	325	314	304	296
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,39	0,54	0,56	0,57	0,54	0,56	0,58
BVPS [PLN]	3,56	3,63	3,74	3,99	4,23	4,43	4,57	4,75	4,92
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,30	0,32	0,37	0,39	0,38	0,41
Rentowność dywidendy	6,6%	6,1%	6,1%	7,1%	7,5%	8,8%	9,2%	9,0%	9,8%
P/E	8,2	13,2	11,0	7,8	7,5	7,5	7,9	7,6	7,3
EV/EBITDA	5,2	5,2	5,2	3,0	4,3	3,9	3,9	3,7	3,5
skor. EV/EBITDA	5,2	5,7	5,5	4,1	4,3	3,9	3,9	3,7	3,5
EV/EBIT	7,2	8,7	8,2	5,6	5,8	5,5	5,7	5,3	5,0
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
ROA	11%	7%	8%	12%	11%	10%	10%	10%	10%
ROE	15%	9%	11%	14%	14%	14%	12%	12%	13%
ROIC	16%	13%	15%	19%	20%	18%	16%	17%	17%

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q1 2025*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	25%	0	0%
Akumuluj	2	75%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2025-01-03

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-01-03 (11:56 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-01-03 (11:56 CET).

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-01-03:

- 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.