

PROGNOZY WYNIKÓW 2Q 2024



Analitycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Krzysztof Tkocz
Anna Tobiasz

2 SIERPNIĄ 2024, 14:25 CEST

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

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

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

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

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

11 BIT STUDIOS.....	8
AGORA.....	9
AILLERON.....	11
ARTIFEX MUNDI.....	12
ATAL.....	13
ATM GRUPA.....	15
BIG CHEESE STUDIO.....	17
BIOMAXIMA.....	18
BOOMBIT.....	19
BUDIMEX.....	20
CD PROJEKT.....	21
CELON PHARMA.....	22
CI GAMES.....	23
CREEPY JAR.....	24
CYFROWY POLSAT.....	25
DECORA.....	27
DEKPOL.....	28
DIGITAL NETWORK.....	29
DOM DEVELOPMENT.....	31
ELEKTROTIM.....	33
ENTER AIR.....	34
ERBUD.....	35
ESOTIQ & HENDERSON.....	36
FERRO.....	37
FOREVER ENTERTAINMENT.....	38
HUUUGE GAMES.....	39
INSTAL KRAKÓW.....	40
KĘTY.....	41
KINO POLSKA.....	42
MIRBUD.....	45
MOSTOSTAL ZABRZE.....	46
NEUCA.....	47
ONDE.....	48
ORANGE POLSKA.....	49
PCC ROKITA.....	52
PCF GROUP.....	53
PEKABEX.....	54
PKN ORLEN.....	55
PLAYWAY.....	57
POLIMEX.....	58
RELPOL.....	59
SELENA FM.....	60
SYNTHAVERSE.....	61
ŚNIEŻKA.....	62
TEN SQUARE GAMES.....	63
TORPOL.....	64
UNIBEP.....	65
UNIMOT.....	66
VOXEL.....	68
WIRTUALNA POLSKA.....	69
ZUE.....	71

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
11 BIT	22 sie 24	0,5	1,0	83,5%	-1,3	-1,8	-	1,5	-1,8	-	-1,7%	10,6%	3,5%	14,2%
AGORA	14 sie 24	44,8	40,2	-10%	0,7	-4,2	-	6,9	-18,0	-	-5,2%	-1,3%	-11,9%	-10,0%
AILLERON	25 wrz 24	13,7	24,6	80,1%	9,8	20,9	113,0%	1,8	5,8	215,1%	5,9%	8,5%	-7,5%	-2,3%
ARTIFEX MUNDI	11 wrz 24	6,7	9,0	35,5%	5,7	7,6	32,7%	5,6	7,3	30,3%	1,8%	-20,5%	7,0%	33,1%
ATAL	5 wrz 24	103,2	62,4	-40%	102,3	61,5	-40%	90,6	50,7	-44%	-8,0%	-18,8%	-17,2%	-12,1%
ATM GRUPA	27 wrz 24	9,0	11,4	27%	2,9	5,8	100%	1,1	4,1	272%	-11,9%	8,2%	23,2%	18,6%
BIG CHEESE STUDIO	30 wrz 24	1,2	2,0	67,2%	1,0	1,9	88,1%	0,7	1,8	168,5%	-26,4%	-13,2%	-26,8%	-29,0%
BIOMAXIMA	30 wrz 24	1,4	1,0	-30%	0,9	0,2	-80%	0,4	0,1	-70%	8,2%	19,6%	11,0%	4,1%
BOOMBIT	23 wrz 24	3,4	6,7	95,7%	-0,6	2,5	-	0,1	3,3	-	5,7%	0,5%	-3,5%	1,8%
BUDIMEX	29 lip 24	208,8	219,9	5%	170,3	180,9	6%	168,4	157,6	-6%	-10,1%	-11,9%	-9,0%	-1,4%
CD PROJEKT	28 sie 24	52,3	87,0	66,2%	27,5	56,9	106,6%	21,6	65,7	204,0%	12,8%	31,0%	50,3%	36,2%
CELON PHARMA	18 wrz 24	18,1	9,4	-48%	5,4	-3,0	-	3,1	-0,9	-	64,5%	66,2%	64,8%	66,9%
CI GAMES	30 wrz 24	-1,0	13,0	-	-3,4	2,5	-	-2,8	2,0	-	-6,3%	5,7%	-14,7%	-25,3%
CREEPY JAR	19 wrz 24	2,9	4,1	43,0%	2,5	3,8	47,5%	3,5	4,3	23,2%	-5,3%	-17,4%	-20,1%	-18,9%
CYFROWY POLSAT	21 sie 24	798,5	815,7	2,2%	329,8	349,8	6,1%	-7,3	100,3	-	6,1%	28,3%	17,2%	3,8%
DECORA	12 wrz 24	22,5	29,6	32%	18,1	24,2	34%	16,8	19,1	14%	-14,4%	-11,9%	-3,4%	3,7%
DEKPOL	23 wrz 24	32,8	23,0	-30%	28,4	19,4	-32%	16,0	13,1	-18%	-10,0%	11,7%	5,5%	6,3%
DIGITAL NETWORK	30 wrz 24	8,5	9,6	13%	5,9	6,7	14%	4,5	4,8	6%	-12,7%	-16,9%	-5,9%	33,5%
DOM DEVELOPMENT	29 sie 24	79,5	119,3	50%	73,7	113,3	54%	63,8	90,0	41%	-3,3%	-8,8%	-0,6%	10,2%
ELEKTROTIM	30 wrz 24	15,9	6,8	-57%	14,8	5,7	-62%	11,2	4,1	-64%	-6,3%	33,8%	64,1%	70,6%
ENTER AIR	26 wrz 24	134,6	150,5	11,8%	75,6	83,4	10,3%	40,7	53,2	30,8%	-5,0%	-5,2%	14,8%	21,5%
ERBUD	18 wrz 24	27,2	12,8	-53%	18,0	3,2	-82%	3,5	0,1	-96%	-1,0%	-6,3%	8,0%	-5,6%
ESOTIQ	27 wrz 24	7,5	11,4	52%	3,7	7,5	101%	1,0	5,7	456%	-9,3%	20,8%	11,2%	24,8%
FERRO	26 sie 24	24,3	25,3	4%	20,1	20,6	3%	12,6	14,3	13%	-7,1%	-3,7%	1,5%	18,2%
FOREVER ENTERTAINMENT	14 sie 24	1,8	3,3	83,6%	1,7	3,2	85,4%	1,6	2,7	63,5%	24,7%	68,6%	50,0%	34,7%
HUUUGE*	05 wrz 24	27,5	19,9	-27,8%	24,4	16,8	-31,3%	22,6	15,5	-31,4%	-13,7%	-17,7%	-27,5%	-23,9%
INSTAL KRAKÓW	10 wrz 24	3,0	3,8	28%	1,5	2,4	57%	1,4	2,5	79%	-10,8%	-0,7%	3,3%	1,6%
KĘTY	6 wrz 24	240,1	255,8	7%	195,2	205,4	5%	151,0	166,4	10%	-9,2%	-6,0%	16,2%	5,9%
KINO POLSKA	8 sie 24	17,2	20,7	20,2%	13,4	17,0	27,4%	10,3	14,0	36,1%	0,0%	28,3%	22,5%	24,2%
MIRBUD	24 wrz 24	37,0	39,4	7%	32,4	34,4	6%	15,7	17,6	12%	-6,1%	37,0%	60,8%	65,1%
MOSTOSTAL ZABRZE	16 wrz 24	25,7	13,8	-46%	21,0	9,5	-55%	21,3	6,7	-69%	-8,6%	-9,1%	1,7%	-2,0%
NEUCA	29 sie 24	85,3	91,2	7%	57,7	59,2	3%	23,9	32,0	34%	-11,2%	-12,2%	-8,8%	-12,8%
ONDE	4 wrz 24	24,0	2,8	-88%	21,7	0,6	-97%	17,4	-0,8	-	-3,5%	-4,0%	-4,1%	-21,5%
ORANGE POLSKA	23 lip 24	823**	848**	3,1%	343	371	8,2%	239	245	2,5%	-0,4%	-0,9%	-10,8%	-3,2%
PCC ROKITA	21 sie 24	77,6	73,2	-6%	23,7	25,2	6%	15,1	14,1	-7%	-1,5%	-11,6%	-5,3%	-6,2%
PCF GROUP	26 wrz 24	-3,0	-3,2	-	-7,4	-11,0	-	-8,9	-9,8	-	-3,8%	0,2%	-34,5%	-39,8%
PEKABEX	29 wrz 24	41,6	30,2	-28%	34,4	22,8	-34%	20,9	14,0	-33%	-13,0%	-9,9%	-1,3%	4,6%
PKN ORLEN	25 wrz 24	8 746,0	2 782,0	-68%	5 370,0	-110,5	-	4 590,0	-510,5	-	-7,6%	-4,7%	-4,2%	-3,8%
PLAYWAY	30 wrz 24	49,3	52,9	7,1%	48,9	52,3	7,1%	33,6	41,5	23,8%	-11,8%	-7,7%	-15,4%	-14,4%
POLIMEX	30 wrz 24	46,0	30,0	-35%	35,3	19,1	-46%	11,5	15,7	37%	-9,1%	-10,8%	-25,3%	-26,7%
RELPOL	21 sie 24	6,1	0,9	-86%	4,7	-0,9	-	3,5	-1,0	-	1,0%	-12,0%	-17,2%	-18,6%
SELENA	24 wrz 24	38,6	49,3	28%	28,7	38,7	35%	11,9	26,4	122%	10,6%	11,6%	7,8%	0,8%
SYNTHAVERSE	25 wrz 24	5,7	3,5	-39%	4,1	1,7	-57%	2,6	0,9	-65%	-1,6%	2,5%	18,9%	16,2%
ŚNIEŻKA	30 sie 24	42,7	44,7	5%	33,0	35,3	7%	22,0	23,5	7%	-10,1%	-12,1%	-8,6%	-3,7%
TEN	26 sie 24	21,9	25,0	13,8%	9,6	20,2	109,3%	7,6	16,6	119,8%	0,2%	-5,1%	-18,0%	-13,5%
TORPOL	26 wrz 24	33,4	16,5	-51%	27,1	10,2	-62%	23,7	9,3	-61%	-3,6%	11,4%	26,3%	57,4%
UNIBEP	5 wrz 24	21,9	21,1	-4%	14,8	14,0	-6%	-8,0	-1,3	-	-8,2%	-4,4%	-10,0%	0,7%
UNIMOT	3 wrz 24	82,2	69,5	-15%	63,8	44,1	-31%	31,9	24,0	-25%	-2,1%	-0,4%	3,6%	7,3%
VOXEL	26 sie 24	34,4	40,1	16%	24,7	28,0	13%	17,3	21,1	22%	-4,2%	-1,9%	10,7%	15,8%
WIRTUALNA POLSKA	27 sie 24	96,7	89,5	-7,5%	58,6	50,2	-14,3%	31,9	22,8	-28,4%	-13,6%	-24,5%	-24,3%	-25,2%
ZUE	10 wrz 24	7,8	9,9	26%	4,1	6,3	54%	3,0	6,0	99%	-12,3%	-2,4%	11,0%	25,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * mln USD, ** odczyt EBITDA dla OPL (EBITDA po uwzględnieniu kosztów leasingu)

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analityk	Komentarz
11 BIT	Tkocz	oczekiwana poprawa r/r przychodów związana z premierą "Indiki" przy jednoczesnym wzroście kosztów operacyjnych spowodowanym intensyfikacją działań marketingowych
AGORA	Bobrowski	Q2 2024 może przynieść spadek EBITDA skor. w relacji r/r ale w średnim terminie zakładamy powrót na ścieżkę wzrostu
AILLERON	Tkocz	zakładana znacząca poprawa wyników r/r dzięki pełnej konsolidacji Prosoft LLC jak i wpływem z umowy z Pekao
ARTIFEX MUNDI	Tkocz	dalsza znacząca progresja wyników r/r, wyniki wygenerowane kosztem przyszłych okresów, w efekcie ograniczenia skali UA, wymuszonego pogorszeniem warunków rynkowych
ATAL	Pado	spadek liczby przekazania r/r, wyraźnie słabszy mix na marży
ATM GRUPA	Bobrowski	spodziewamy się, że będzie to kolejny kwartał wskazujący na odbudowę kontraktacji w segmencie produkcja tv i filmowa
BIG CHEESE STUDIO	Tkocz	oczekiwana znacząca poprawa wyników r/r w efekcie premiery nowego DLC, głębszych przecen CS i utrzymania dyscypliny kosztowej
BIOMAXIMA	Tobiasz	2Q'24 powinien być ostatnim słabym kwartałem, bez istotnych zamówień
BOOMBIT	Tkocz	spodziewana znacząca poprawa wyników na poziomie skoryg. EBITDA (+96% r/r do 6,7 mln PLN) i skoryg. zysku netto n.j.d. (3,3 mln PLN)
BUDIMEX	Pado	spółka opublikowała wyniki - lekko poniżej naszych oczekiwań, zarząd podtrzymuje wcześniejsze guidance na 2024 rok
CD PROJEKT	Tkocz	okres dalszego pogorszenia sprzedaży podstawowej gry „Cyberpunk 2077” jak i rozszerzenia „Phantom Liberty”
CELON PHARMA	Tobiasz	poprawa w segmencie generycznym dzięki wprowadzeniu do sprzedaży nowego leku Zarixa
CI GAMES	Tkocz	kwartał dalszego spadku zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen”, działania restrukturyzacyjne z oczekiwanym pozytywnym efektem na rentowności
CREEPY JAR	Tkocz	oczekiwana poprawa r/r wyników kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydużaniu ogona sprzedażowego
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	liczymy na dobre KPI w obszarze telekomunikacyjnym; w naszym ostatnim raporcie przyspieszyliśmy proces odbudowy EBITDA skor.
DECORA	Pado	spadek cen surowców powinien rekompensować presję od strony popytu
DEKPOL	Pado	spodziewamy się wyższych r/r przychodów, ale słabszych wyników na niższych poziomach (wysoka baza na marży w budowlance)
DOM DEVELOPMENT	Pado	wzrost liczby przekazania r/r, nieco słabszy mix na marży
ELEKTROTIM	Pado	baza wynikowa w 2Q'24 jest wymagająca, w 2H'24 spodziewamy się dużo lepszego momentum wynikowego (wysoki portfel)
ENTER AIR	Tkocz	oczekiwana poprawa wyniku EBITDA o 12% r/r, wzrost wykonanych lotów r/r oscylujący w okolicach 7%
ERBUD	Pado	wynik wyraźnie słabsze r/r, głównie ze względu na spadek w Ondie i przemyśle zagranicą
ESOTIQ	Tobiasz	mocne wyniki sprzedażowe, szczególnie w kanale internetowym
FERRO	Pado	słabsze momentum wynikowe niż w poprzednich kwartałach (presja PLN na eksport, wzrost presji konkurencyjnej)
FOREVER ENT.	Tkocz	oczekiwana znacząca poprawa wyników r/r (EBITDA = 3,3 mln PLN; +84% r/r) w efekcie premiery „Front Mission 2: Remake” na konsolę i PC jak i licznych przecen
HUUUGE	Tkocz	oczekiwany spadek q/q skoryg. EBITDA do poziomu 19,9 mln USD podyktowany dalszym spadkiem przychodów
INSTAL KRAKÓW	Pado	wstępne wyniki jednostkowe lepsze r/r, ale nominalnie niski kwartał (kolejny etap Mierzei Wiślanej rozpoznawany będzie od 4Q'24)
KĘTY	Pado	spółka opublikowała wyniki - EBITDA lekko poniżej szacunków, zarząd podtrzymuje prognozę na 2024 rok
KINO POLSKA	Bobrowski	zakładamy, że w Q2 będzie widac (podobnie jak w Q1) pozytywny wpływ nowej umowy z brokerem reklamowym
MIRBUD	Pado	oczyszczone wyniki powinny być lepsze r/r (wyższy przerób w budowlance, więcej przekazanych mieszkań), w wynikach raportowanych prawdopodobny odpis na Marywilskiej
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	wysoka baza z 2Q'23 (nadal niski portfel), konsolidacja Polwaxu od 2H'24
NEUCA	Tobiasz	wzrosty we wszystkich segmentach; hurt apteczny wspierany przez mocne dynamiki wzrostu rynku detalicznego
ONDE	Pado	2Q'24 wyraźnie słabszy r/r (niższy portfel, rok temu marża wsparta przez sprzedaż Cyranki)
ORANGE POLSKA	Bobrowski	opublikowane już wyniki przyjęliśmy z lekkim rozczarowaniem z uwagi na strukturę wzrostu EBITDAaL
PCC ROKITA	Tobiasz	wyhamowanie dynamik spadków wyników; stabilizacja na względnie niskim poziomie
PCF GROUP	Tkocz	powrót do szarej rzeczywistości, oczekiwana strata netto = 9,8 mln PLN
PEKABEX	Pado	rentowności ciężać będzie jeszcze wysoka baza, wysoki portfel zapowiedzią lepszych dynamik przychodów w następnych kwartałach
PKN ORLEN	Pado	wyniki dużo słabsze r/r, głównie ze względu na obciążenie upstreamu przez quasi-podatek oraz niższy wynik w rafinerii
PLAYWAY	Tkocz	oczekiwana progresja wyników r/r (zysk netto n.j.d. = 41,5 mln PLN; +24% r/r) dzięki premierze HF2 na konsolę, premierom gier mobilnych oraz wpływem z usługi Game Pass
POLIMEX	Pado	wysoki portfel na kolejne okresy (Olefiny III), nadal problematyczne "stare" kontrakty, czekamy na pełny nowy zarząd
RELPOL	Pado	wymagające otoczenie makro ciężać na wynikach
SELENA FM	Pado	baza z ubiegłego roku nie jest wymagająca, spółka powinna korzystać z niskich cen surowców oraz poprawy w PL
SYNTHAVERSE	Tobiasz	spadki sprzedaży distrepatazy w związku z zerwaniem umowy z dystrybutorem; pozytywny wpływ sprzedaży szczepionki
ŚNIEŻKA	Pado	normalizacja wyniku w PL po słabym 1Q'24, nadal sprzyjające otoczenie surowcowe, presja na koszty SG&A
TEN SQUARE GAMES	Tkocz	spodziewana progresja wyniku adj. EBITDA do poziomu 25 mln PLN (+14% r/r) dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej
TORPOL	Pado	wzrost przychodów r/r, ale przy spadku marż (normalizacja vs poprzednie lata)
UNIBEP	Pado	dalsza presja na wyniki w segmencie przemysłowym, przy dobrych marżach w infrastrukturze
UNIMOT	Pado	infrastruktura i bitumenty powinny pozwolić na lepszy wynik r/r, przy nadal wymagającym otoczeniu dla ON+Bio
VOXEL	Tobiasz	mocne wyniki diagnostyki oraz Alterisa podnoszą rentowność spółki
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	zakładamy, że Q2 to był kolejny słaby okres dla segmentu reklama i subskrypcje; liczymy na dobre odczyty z turystyki
ZUE	Pado	wzrost przychodów i marży r/r (końcowa faza kontraktu Annpol; ugoda na jednym z kontraktów dla PLK), relatywnie niski portfel na kolejne okresy

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Wyniki **Budimexu** za 2Q'24 były nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. Portfel na 2024-25 wydaje się zdrowy, a otoczenie kosztowe sprzyjająca, przy tym jednak baza na rentowności brutto ze sprzedaży od 3Q'24 będzie bardziej wymagająca niż w 1H'24. Obecna wycena implikuje nadal relatywnie wysokie oczekiwania, co do wzrostu w kolejnych latach. W **Dekpolu** spodziewamy się w 2Q'24 wyższych r/r przychodów, ale słabszych wyników na niższych poziomach (wysoka baza na marży w budowlance). W przypadku **Elektrotimu** baza wynikowa w 2Q'24 jest wymagająca (zakładamy wyraźny spadek zysku netto), natomiast w 2H'24 spodziewamy się dużo lepszego momentum wynikowego (wysoki portfel). W **Erbudzie** wynik naszym zdaniem będą wyraźnie słabsze r/r, głównie ze względu na spadek rezultatu w Ondie i przemyśle zagranicą. **Instal Kraków** pokazał już wstępne wyniki jednostkowe – lepsze r/r, ale kontrybucja tego kwartału do wyników rocznych jest marginalna, ze względu na niską tym razem liczbę przekazanych mieszkań (kolejny etap Mierzei Wiślanej rozpoznawany będzie od 4Q'24). W przypadku **Mirbudu** oczyszczone wyniki powinny być lepsze r/r (wyższy przerób w budowlance, więcej przekazanych mieszkań), na poziomie netto dynamika może jednak być dość symboliczna, jeśli spółka ujmie odpis na Marywilskiej (skorygowany o wartość oczekiwanego ubezpieczenia). W przypadku **MS Zabrze** trudno liczyć na powtórzenie wyników z ubiegłego roku ze względu na istotnie niższy portfel a dynamika wyników może być wyraźnie spadkowa. Podobnie w **Ondie** zakładamy, że 2Q'24 będzie wyraźnie słabszy r/r (niższy portfel, rok temu marża była wsparta przez sprzedaż Cyranki). **Pekabex** odnotował spadek produkcji r/r w 2Q'24, ale był on już dużo mniejszy niż w poprzednich kwartałach (w czerwcu wyszła ona na plus po raz pierwszy od blisko dwóch lat, portfel spółki jest obecnie rekordowy). Rentowności ciężcy będzie jeszcze wysoka baza. **Polimex** zbudował w ostatnich kwartałach duży portfel zleceń, jednocześnie w 4Q'23 zrobił duże odpisy na kontrakty energetyczne, a także 1Q'24 był dość słaby. Kolejne okresy w spółce będą stały pod znakiem realizacji m.in. kontraktu dla Orlenu, ale także oczekiwania na nowe „otwarcie” w spółce. W **Torpolu** baza jest wymagająca i należy spodziewać się wyraźnego spadku r/r rentowności. Wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów nawet na spadającym rynku. W **Unibepie** obecny portfel to mix starszych kontraktów z „zerową” marżą i kontraktów w początkowej fazie realizacji. Wyniki 2Q'24 będą wg naszych założeń pod wpływem dalszej presji na marże w segmencie przemysłowo-energetycznym, przy jednocześnie dobrej rentowności infrastruktury i wysokiej kontrybucji deweloperki. W przypadku **ZUE** spodziewamy się wzrostu przychodów (końcowa faza kontraktu na zajezdnię Annopol) i poprawy rentowności (m.in. efekt ugody na rynku węgierskim). Jednocześnie spółka będzie musiała skupić się w najbliższych kwartałach na budowie portfela w wymagającym otoczeniu (luka w przetargach PKP PLK).

Analitik:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Materiały Budowlane

Finalne wyniki **Kęta** za 2Q'24 były 2% poniżej wcześniejszych szacunków na poziomie EBITDA (256 mln PLN, +7% r/r). Uważamy, że spółka jest na dobrej drodze do realizacji rocznej prognozy zarządu, pomimo wymagającego makro. W przypadku **Decory** baza z 2Q'23 na marży nie jest jeszcze zbyt wymagająca. Spółce może nie pomagać słabość po stronie popytu, ale równocześnie powinna korzystać na niskich cenach części surowców oraz zwiększaniu kontrybucji własnej produkcji w podłogach. Dla **Ferro**, po dobrych dla rentowności ostatnich kwartałach, 2Q'24 może przynieść pewną „zadyszkę” wyników (przychodom ciąży mocny PLN i słabość rynków eksportowych, natomiast po stronie marży bardziej może być widoczny wzrost kosztów ogólnych i presja cenowa). W przypadku **Seleny FM** baza z ubiegłego roku nie jest wymagająca. Zakładamy, że spółka powinna korzystać z niskich cen surowców oraz odbicia od dołka popytu w części segmentów rynku, co nawet przy płaskich przychodach (niekorzystne dla eksportu umocnienie PLN) powinno przełożyć się na istotny wzrost EBITDA/netto. Dla **Śnieżki** otoczenie cenowo - surowcowe jest nadal sprzyjające (dodatkowo spółka korzysta na tym polu z umocnienia PLN ze względu relatywnie małą ekspozycję na eksport). Po nominalnie słabym 1Q'24 w Polsce ze względu na zmiany w modelu dystrybucji zakładamy powrót do „normalności” w tym obszarze, natomiast słabo mogą wyglądać przychody na rynku węgierskim, a rynek ukraiński wchodzi w okres wyższej bazy. Spółka odczuwa wyższe koszty SG&A. Per saldo spodziewamy się kilkuprocentowego wzrostu EBITDA r/r.

Analitik:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

TMT

Przygotowana przez nas symulacja wyników na Q2 2024 wskazuje, że w grupie analizowanych podmiotów z obszaru TMT dwucyfrowe dynamiki wzrostu w relacji r/r na poziomie EBITDA skor. powinna pokazać **ATM Grupa** oraz **Kino Polska**. Pozytywnie akcentujemy również Cyfrowy Polsat, dla którego w naszym ostatnim raporcie analitycznym z 2024-07-22 podnieśliśmy ścieżkę odbudowy wyników. Nasza obecna symulacja dla CPS na Q2 2024 na poziomie EBITDA skor. jest wyższa o około 6% względem założeń zawartych w raporcie analitycznym z dnia 2024-05-08 (jest 815,7 mln PLN vs 768 mln PLN). Rewizja w górę to efekt bardziej optymistycznego nastawienia do segmentu B2C i B2B (dynamiczna poprawa ARPU w ujęciu r/r) oraz zakładanym wyższym wynikiom w segmencie zielonej energii.

Neutralnie podchodzimy do wyników **Digital Network**, choć jednocześnie zwracamy uwagę, że przyjęta przez nas dynamika wzrostu r/r EBITDA jest odczuwalnie niższa niż było to w poprzednich kwartałach. Neutralnie oceniamy również perspektywę wynikową **Orange** (założyliśmy utrzymanie podobnych, co w poprzednich kwartałach dynamik wzrostu r/r z kluczowych usług telekomunikacyjnych).

Punktowo w Q2 2024 słabszy odczyt w ujęciu r/r na poziomie EBITDA skor. może według nas pokazać **Agora**. Jest to w dużej mierze efekt słabej frekwencji w kinach w Q2 2024. Dodatkowo w naszej symulacji staramy się uwzględnić po stronie kosztowej kampanie reklamowe wspierające dynamiczną budowę słuchalności przez Radio Zet, co w krótkim horyzoncie może skutkować obniżeniem marżowości w segmencie radio. Nie zmienia to jednak naszego optymizmu dotyczącego średnioterminowej i długoterminowej ścieżki budowy wyników przez Agorę (szczegółowe założenia zawarte są w raporcie analitycznym z 2024-07-12).

Nadal negatywnie oceniamy okienko wynikowe dla **Wirtualnej Polski**. Podobnie jak we wcześniejszych komentarzach, zwracamy uwagę na bardzo różne trendy z jakimi zmagają się dwa główne segmenty spółki. Nasze bieżące podejście dotyczące ścieżki wynikowej dla kluczowego segmentu reklama i subskrypcje jest chłodniejsze niż projekcje przedstawione w ostatnim raporcie analitycznym (Redukuj z 2024-01-04). Jednocześnie w naszej prognozie uwzględniamy optymistyczne odczyty płynące z rynku turystycznego.

Analitik:

Maciej Bobrowski

tel. (032) 208 14 12

e-mail:

maciej.bobrowski@bdm.pl

Ochrona Zdrowia

Dla **BioMaximy** 2Q'24 był to w dalszym ciągu okres przed pozyskaniem kontraktów, które mogłyby zapewnić nowe moce produkcyjne, dlatego oczekujemy odnotowania wyników zbliżonych do poprzednich kwartałów. **Celon Pharma** zawarła umowę partneringową dotyczącą Falkieri. Zgodnie z umową Tang Capital w 2Q'24 miał objąć akcje spółki za 40,5 mln PLN, co pozytywnie wpłynie na pozycję gotówkową. Na wyniki istotny wpływ będzie miało wprowadzenie do sprzedaży nowego leku generycznego Zarixa. **Neuca** powinna skorzystać na wysokiej dynamice wzrostu rynku aptecznego, chociaż zakładamy, że w związku z dużym udziałem sieci aptecznych, wzrost przychodów spółki będzie wolniejszy. **Synthaverse** z kolei w 2Q'24 powinien dostarczyć pierwsze partie szczepionek przeciwgruźliczych w związku z wygranym przetargiem z MZ. **Voxel** systematycznie zwiększa liczbę wykonywanych badań i poprawia wyniki głównej działalności. Liczymy także na kontynuację mocnych wyników w Alterisie.

Analityk:

Anna Tobiasz

tel. 666 073 972

e-mail: annatobiasz@bdm.pl

Producenci gier wideo

Miniony kwartał dla **11 bit studios** to okres intensyfikacji działań marketingowych, w którym uruchomiono betę „Frostpunk 2” wraz z jego przedsprzedażą, jak i zaprezentowano wersje demonstracyjne „The Alters” oraz „Creatures of Ava”. Ponadto na początku maja zadebiutowała niedoceniona „Indika”, która w niecałe 2 miesiące rozeszła się w nakładzie przekraczającym 100 tys. sztuk, co przełożyło się na ok. 4 mln PLN przychodów. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, 13,9 mln PLN (+39% r/r). Mając na uwadze intensyfikację działań reklamowych oczekujemy wzrostu kosztów marketingowych. Prognozujemy, że w omawianym okresie studio wypracowało 1,0 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 1,8 mln PLN straty netto. **Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki spółki za 2Q'24. Aktualnie najważniejsze dla 11b są nadchodzące premiery własnych gier.**

Zawirowania, które miały miejsce na rynku reklamy od początku 2Q'24, wywindowały koszt pozyskiwania użytkownika, co wymusiło na **Artifexie** ograniczenie wydatków na akwizycję (11,7 mln PLN; +13% r/r, -16% q/q), a co w konsekwencji przełożyło się na spadek q/q przychodów z „Unsolved” do poziomu 22,6 mln PLN (+35% r/r; -8% q/q). **Mimo znaczącej progresji wyników r/r (skoryg. EBITDA = 9,0 mln PLN; +36% r/r; -6% q/q), neutralnie odbieramy miniony kwartał. Pragniemy zauważyć, iż zostały one wygenerowane kosztem przyszłych okresów, w efekcie ograniczenia skali inwestycji w pozyskiwanie użytkowników, wymuszonego pogorszeniem warunków rynkowych. Mając na uwadze sezonowość, jak i oczekując normalizacji sytuacji na rynku, spodziewamy się, że walka o powrót do wyraźniejszych wzrostów przychodów z „Unsolved” będzie prawdopodobnie możliwa dopiero w okolicach września.**

Najważniejszym wydarzeniem minionego kwartału dla **Big Cheese Studio** była premiera dodatku „Sushi” do gry „CS”. **Pomimo słabych ocen DLC, miniony kwartał oceniamy lekko pozytywnie. Głębsze przeceny wraz z premierą nowego kontentu przyczyniły się do poprawy r/r monetyzacji CS, natomiast utrzymanie dyscypliny kosztowej z ostatnich kwartałów pozwoliło znacząco poprawić osiągnięte wyniki na poziomie EBITDA (+67% r/r do 2,0 mln PLN) oraz zysku netto (+169% r/r do 1,8 mln PLN). Aktualnie najważniejsza dla spółki będzie premiera gry „CS2”. Jeszcze w lipcu rozpoczną się playtesty gry. Liczymy, że po serii testów przewidzianych na 2H'24 BCS otrzyma realny obraz stanu produkcji i będzie mógł zacząć wyznaczać potencjalne okno wydawnicze dla tego projektu.**

Oczekujemy, że **BoomBit** 2Q'24 wypracowała 51,7 mln PLN przychodów, 6,7 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 7,3 mln PLN a „PAE” za -0,6 mln PLN) oraz 3,3 mln PLN skoryg. zysku netto n.j.d. **Pod względem wynikowym obieramy okres 2Q'24 neutralnie. Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą poprawy monetyzacji najważniejszej gry „Hunt Royale”, wielu nowych premier gier Mid-Core/Casual oraz rozpoznania 5,7 mln USD przychodów w segmencie blockchain przyniosą znaczącą poprawę wyników spółki w 2H'24.**

Mimo licznych wyprzedzaży oraz innych działań skierowanych na pobudzenie sprzedaży, 2Q'24 w **CD Projekcie** przyniosł dalszą regresję sprzedaży zarówno podstawowej gry „Cyberpunk 2077”, rozszerzenia „Phantom Liberty” oraz coraz bardziej starzejącego się „Wiedźmina 3”. Szacujemy, że na przestrzeni 2Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,7/ 0,6 mln kopii (ok. -22% q/q, -40% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 107 mln PLN. W całym 2Q'24 prognozujemy 199,2 mln PLN przychodów (+32% r/r; -12% q/q), 87,0 mln PLN skoryg. EBITDA (+66% r/r, -22% q/q) oraz 65,7 mln PLN zysku netto (+204% r/r; -34% q/q). **W związku z oczekiwanym przez nas spadkiem wyniku EBITDA q/q o 22% do 87 mln PLN oraz zysku netto do 66 mln PLN (-34% q/q), liczymy się z potencjalną lekko negatywną reakcją na wyniki CDR. Aktualnie zakładamy, że wyjście „P.Polaris” do fazy produkcji nastąpi w 4Q'24, tym samym podtrzymujemy nasze założenie, że gra zadebiutuje na rynku najszybciej w 2027 r. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się nastawienia inwestorów do walorów CDR będzie zapowiedź „W4”, co może mieć miejsce jeszcze w 2024 r., a co powinno pokazać jaki kierunek w rozwoju IP wybrało studio.**

2Q'24 dla **CI Games** stał pod dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen”. Mimo licznych aktualizacji oceny tego tytułu pozostają na poziomie zaledwie 63% pozytywów, co nie pomagało w poprawie jego monetyzacji. Sytuacja ta w połączeniu z silną konkurencją panującą na rynku wymusiła na spółce sięgnięcie po jeszcze głębszą obniżkę cennika (o 50%). Szacujemy, że w całym 2Q'24 sprzedaż „LotF” wyniosła ok. 110-120 tys. sztuk (-20% q/q), co przełożyło się na ok. 9 mln PLN przychodów. W całym 2Q'24 prognozujemy 19,8 mln PLN przychodów (+59% r/r), 13,0 mln PLN EBITDA oraz 2,0 mln PLN zysku netto n.j.d. **Oceniamy miniony kwartał lekko negatywnie. Z jednej strony utrzymujące się słabe oceny „Lords of the Fallen” wraz z silną konkurencją na rynku wymuszają na spółce sięgnięcie po głębszą obniżkę cennika (o 50%), co przekłada się na dalszą regresję przychodów z tego tytułu. Z drugiej zaś, oczekujemy, że działania restrukturyzacyjne rozpoczęte na początku 2024 r. zaczną przekładać się na poprawę marżowości dewelopera. Najważniejsze dla spółki obecnie jest zabezpieczenie finansowania dla prowadzonych projektów, które częściowo zostanie zaspokojone poprzez dalszą sprzedaż „LotF” jak i wpływy z umowy z Epic Games oraz z Game Pass.**

Analityk:

Krzysztof Tkocz

tel. (+48) 516 086 705

e-mail:tkocz@bdm.pl

**Producenci gier wideo
cd.**

Drugi kwartał 2024 r. dla **Creepy Jar** to okres, w którym spółka wydała nowy dodatek „Anteater” do PCtovej wersji „Green Hell’a”, co wraz z głębszymi wyprzedzami sięgającymi 68% wspierało sprzedaż ilością tego tytułu. Mimo umocnienia USD, średni przychód z każdej sprzedanej kopii uległ dalszej regresji. Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 450 tys. kopii tej produkcji (+26% q/q, +67% r/r). W całym w 2Q'24 prognozujemy 4,1 mln PLN skoryg. EBITDA (+43,0% r/r) oraz 4,3 mln PLN skoryg. zysku netto (+23,2% r/r). Po stronie kosztowej w związku z trwającymi pracami nad wersją „GH” na nowe konsole zakładamy utrzymanie usług obcych na zbliżonym poziomie q/q. **Oczekiwana poprawa r/r wyników jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego za pomocą dodatkowego kontentu i manewrowania cennikiem. Liczymy na pozytywny odbiór raportu za 2Q'24. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje zbliżająca się dużymi krokami premiera „StarRupture” (zakładamy 1Q'25). Oczekujemy, że już 3Q'24 będzie znacznie atrakcyjniejszym okresem pod względem aktywności marketingowej, co powinno przekładać się na rozbudowę zainteresowania najnowszym projektem CRJ.**

2Q'24 dla **Forever Entertainment** był okresem, w którym wydano „Front Mission 2: Remake” na konsole i PC, jak i miały miejsce liczne przeceny, które wspierały monetyzację gier z backcatalogue. Był to również ważny okres pod względem działań marketingowych, w którym ujawniono dwa najważniejsze tytuły, nad którymi pracuje spółka: „Donkey Kong” oraz „Care Bear”. **Miniony kwartał w wykonaniu spółki odbieramy pozytywnie. Prognozowany przez nas wynik EBITDA równy 3,3 mln PLN implikuje progresję r/r na poziomie 84%. Oczekujemy, że już w 3Q'24 rozwiąże się worek z długo wyczekiwanyymi premierami remaków. Natomiast w okolicach przełomu 3/4Q'24 spodziewamy się prezentacji zaktualizowanej strategii Forever Entertainment. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysoki potencjał komercyjny dużych tytułów nad którymi pracuje studio („Donkey Kong”, „Care Bear”), a które prawdopodobnie ukażą się na przełomie 2024/25.**

Na początku lipca'24 **Huuuge Games** opublikował szacunkowe przychody za 2Q'24, na poziomie których wypracowała 62,5 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -9% r/r i -7% q/q). Analizując dane z Sensor Tower oczekiwaliśmy mniejszej regresji q/q płatności w tym okresie, stąd odczyt ten stanowił dla nas rozczarowanie. Po sukcesywnym podnoszeniu wydatków na marketing od początku 2023 r., oczekujemy, że 2Q'24 przyniósł stabilizację w tym obszarze. Spodziewamy się, że poziom wydatków reklamowych sięgnął ok. 11,5 mln USD (+49% r/r). **Miniony kwartał oceniamy lekko negatywnie. Mimo utrzymania dyscypliny kosztowej, dalszy spadek przychodów przełożył się na regresję skoryg. EBITDA do 19,9 mln USD (-28% r/r, -9% q/q). Liczymy jednak, że 2H'24 za sprawą planowanych aktualizacji do flagowych gier, przyniesie poprawę wyników.**

Po udanym pod względem generowanych wyników 1Q'24 (dzięki premierze „Bulletstorm VR”), 2Q'24 przyniósł powrót **PCF Group** do szarej rzeczywistości. Ograniczenie zespołu odpowiedzialnego za „P.Gemini” wraz z nowymi warunkami komercyjnymi negatywnie przełożył się na przychody i rentowność dewelopera. **Uważamy, że znaczący spadek wyników q/q jak i r/r (EBITDA = -3,2 mln PLN, strata netto = 9,8 mln PLN) może zostać negatywnie odebrany przez inwestorów. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż obecne zasoby gotówkowe wystarczą spółce na ok. 3-4 kwartały produkcji.**

2Q'24 dla grupy **PlayWay** był intensywnym kwartałem. W omawianym okresie spółka m.in. wydała „HF2” na konsolach, czy nową grę „Trans-Siberian Railway Simulator” na PC, mocniej zaakcentowała swoją obecność na rynku mobile (poprzez produkty Digital Melody), udostępniła w usługach Game Pass swoją najnowszą produkcję „Robin Hood” czy uczestniczyła cały swoim portfelem w globalnej wyprzedży Steam Summer Sale, co istotnie wspomogło jego monetyzację. W całym 2Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 90,9 mln PLN przychodów, 52,3 mln PLN EBIT oraz 41,5 mln PLN zysk netto n.j.d. **Oczekując poprawy wyników r/r, spodziewamy się pozytywnego odbioru raportu za 2Q'24.**

Również **Ten Square Games** podzielił się szacunkowymi przychodami za 2Q'24, które wyniosły 96,4 mln PLN, co stanowi regresję q/q i r/r odpowiednio o 3,7%/ 8,1%. Oczekujemy spadku kosztu UA do poziomu ok. 19,2 mln PLN (-3% q/q, -9% r/r). Szacujemy, że poprawa w zakresie udziału TSG Store w płatnościach w dalszym ciągu przekładała się na obniżenie stosunku kosztu prowizji platform (ok. 27 mln PLN) do przychodów. Na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 25,0 mln PLN, co oznacza wzrost o 14% r/r. **Miniony kwartał odbieramy neutralnie. Mimo regresji przychodów, dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej, spółce udało się wykazać progresję r/r na poziomie skoryg. EBITDA. Spodziewamy się, że kolejne miesiące za sprawą dużych aktualizacji przyniosą odbicie monetyzacji flagowych tytułów spółki. Jednocześnie liczymy na dalsze efekty skalowania „Wings of Heroes” w postaci poprawy ścieżki wynikowej tej gry. W raporcie deweloper zaprezentuje także wyniki za lipiec, które powinny odzwierciedlać wyżej nakreślone trendy, co naszym zdaniem może zostać odebrane pozytywnie przez inwestorów. Ponadto oczekujemy, że na konferencji za 2Q'24 spółka przedstawi pierwsze szczegóły dotyczące wprowadzonych na rynek nowych projektów.**

Analitik:

Krzysztof Tkocz

tel. (+48) 516 086 705

e-mail:tkocz@bdm.pl

11 BIT STUDIOS

Kupuj, TP 830/akcję

Rekomendacja z dnia 24 czerwca 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	611,0	P/E adj.	59,7	-	7,8
MC [mln PLN]	1 476,9	EV/EBITDA adj.	50,9	151,4	5,8
		EV/EBIT	73,8	198,4	6,3
		P/BV	6,9	6,8	3,6

Miniony kwartał dla 11 bit studios to okres intensyfikacji działań marketingowych, w którym uruchomiono betę „Frostpunk 2” wraz z jego przedsprzedażą (aktualnie ponad 100 tys. sztuk), jak i zaprezentowano wersje demonstracyjne „The Alters” oraz „Creatures of Ava”. Pozytywny odbiór dema drugiej z gier własnych spełnił swoją funkcję zawierając uwagę graczy na nowe IP 11b, co przełożyło się na znaczący awans w rankingu najbardziej oczekiwanych gier (obecnie 43 pozycja). Ponadto na początku maja (08.05.2024) zadebiutowała niedoceniona „Indika”, a która w niecałe 2 miesiące rozeszła się w nakładzie przekraczającym 100 tys. sztuk, co przełożyło się na ok. 4 mln PLN przychodów.

Mimo licznych wyprzedaży, coraz bardziej starzejące się gry z backcatalogue zaliczyły regresję przychodów. Oczekujemy, że na przestrzeni 2Q'24 „Frostpunk” wygenerował ok. 5,5 mln PLN, natomiast „Moonlighter” i „Children of Morta” ok. 1,6 mln PLN. Mając na uwadze stabilną sprzedaż „The Invincible”, „The Thaumaturge” oraz premierę wspomnianej „Indiki” szacujemy przychody z segmentu wydawniczego na ok. 8 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy, że spółce udało się wypracować 13,9 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 39%.

Mając na uwadze intensyfikację działań reklamowych oczekujemy wzrostu kosztów marketingowych. Ponadto zwiększeniu uległ również poziom amortyzacji do ok. 1,6 mln PLN, co jest efektem premiery „The Thaumaturge” i „Indiki”. Z drugiej strony w związku z regresją przychodów q/q z gier wydawniczych, od których spółka wypłaca tantiemy deweloperom oczekujemy spadku rev share. Jednocześnie biorąc pod uwagę niewielką rotację pracowników, oczekujemy stabilizacji kosztów wynagrodzeń q/q. W całym 2Q'24 zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 1,0 mln PLN skoryg. EBITDA (+83,5% r/r). Mając na uwadze delikatny wzrost q/q kursu akcji Starward Industries na przestrzeni omawianego kwartału szacujemy ok.0,1 mln PLN przychodów finansowych z tego tytułu. Na poziomie wyniku netto oczekujemy ok. 1,8 mln PLN straty.

Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki spółki za 2Q'24. Aktualnie najważniejsze dla 11b są nadchodzące dużymi krokami premiery własnych gier. Pierwsza z nich („FP2”) po przesunięciu daty debiutu, pojawi się na rynku za niecałe 2 miesiące (20.09.2024), natomiast „The Alters” zadebiutuje kilka tygodni później (październik-listopad).

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	10,0	13,9	39,1%	24,8	29,2	17,8%	52,4	310,8	493,3%
EBITDA	-0,1	-0,2	-	2,9	-0,4	-	13,5	228,7	1595,9%
EBITDA adj.	0,5	1,0	83,5%	4,3	1,5	-66,2%	9,9	232,9	2242,1%
EBIT	-1,3	-1,8	-	0,6	-2,9	-	7,6	212,9	2703,8%
Zysk/ strata netto	1,5	-1,8	-	4,0	-3,4	-	0,5	195,9	37168,4%
Marża EBITDA	-0,7%	-1,7%		11,9%	-1,2%		25,7%	73,6%	
Marża EBITDA adj.	5,4%	7,1%		17,5%	5,0%		19,0%	75,0%	
Marża EBIT	-12,6%	-13,3%		2,5%	-9,8%		14,5%	68,5%	
Marża zysku netto	15,5%	-12,9%		16,2%	-11,6%		1,0%	63,0%	

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

Analitik:

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

AGORA

Kupuj, TP 14,6/akcję

Rekomendacja z dnia 12 lipca 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	10,60	P/E	7,5x	55,5x	8,1x
Kapitalizacja [PLN m]	494	EV/EBITDA	5,0x	5,1x	4,1x
EV [PLN m]	1 299	EV/Przychody	0,8x	0,8x	0,8x
EV [PLN m] (bez IFRS16)	663	P/BV	0,7x	0,7x	0,6x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-08-14				

Po odczycie wynikowym za Q1 2024 założenia Agory dla wartości całego rynku reklamy na 2024 to wzrost r/r w przedziale od +5% do +7%. Po Q1 2024 w obszarze reklamy zewnętrznej zauważamy podniesione założenia (w porównaniu do danych z prezentacji za Q4 2023) dla dynamiki rynku z przedziału +4/+7% do przedziału +10/+15%. Dla pozostałych obszarów rynku reklamy spółka podtrzymała założenia na bieżący rok.

W komentarzu do wyników za Q1 2024 Agora wskazała na sprzyjającą sytuację w otoczeniu biznesowym: „... na rynku reklamy utrzymuje się dobra koniunktura, co znajduje odzwierciedlenie w wynikach za pierwszy kwartał, a jednocześnie pozwala patrzeć z optymizmem w przyszłość... Jeśli tempo wzrostów w reklamie utrzyma się, to realne jest podniesienie naszych prognoz dla rynku na kolejne kwartały tego roku.”

Założenia Agory dla dynamiki rynku reklamy w Polsce na 2024

	PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q4 2023)		PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q1 2024)	
	przedział od/do:		przedział od/do:	
Rynek reklamy ogółem	+5%	+7%	+5%	+7%
Telewizja	+3%	+5%	+3%	+5%
Internet	+5%	+8%	+5%	+8%
Radio	+4%	+7%	+4%	+7%
Reklama zewnętrzna	+4%	+7%	+10%	+15%
Prasa	-8%	-5%	-8%	-5%
Kino	+9%	+14%	+9%	+14%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Po serii mocnych odczytów wynikowych przygotowujemy się na scenariusz, że Q2 2024 wskaże na zaburzenie ścieżki wzrostu EBITDA w relacji r/r. Jest to w dużej mierze efekt słabej frekwencji w kinach w Q2 2024. Dodatkowo w naszej symulacji staramy się uwzględnić po stronie kosztowej kampanie reklamowe wspierające dynamiczną budowę słuchalności przez Radio Zet, co w krótkim horyzoncie może skutkować obniżeniem marżowości w segmencie radio. W Q2 2024 in plus, według nas, może wyróżniać się segment reklamy zewnętrznej (ale będzie to miało miejsce po względnie słabym odczycie z Q1 2024).

Przyjęliśmy w modelu założenie, że w kolejnych kwartałach spółka będzie wykazywać dynamikę wzrostu wpływów reklamowych na poziomie powyżej 7% r/r w Q2 2024 i powyżej 5% r/r w drugim półroczu bieżącego roku.

Choć w modelu zakładamy, że najbliższe kwartały będą wskazywać na spadki wyników w segmencie film i książka to podkreślamy nasz optymizm dotyczący dalszej budowy wyników przez ten segment w perspektywie lat 2025-2026.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że EBITDA skor. w Q2 2024 mogła wynieść 40,2 mln PLN, czyli o 10% mniej r/r. W ujęciu LTM EBITDA skor. według naszych prognozy po Q2 2024 wyniesie 238,9 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom zakładamy w Q2 2024 stratę rzędu 18 mln PLN. W ujęciu LTM po Q2 2024 wynik netto przypisany akcjonariuszom może wynieść 7,3 mln PLN.

Prognoza wyników na Q2 2024 [PLN m]

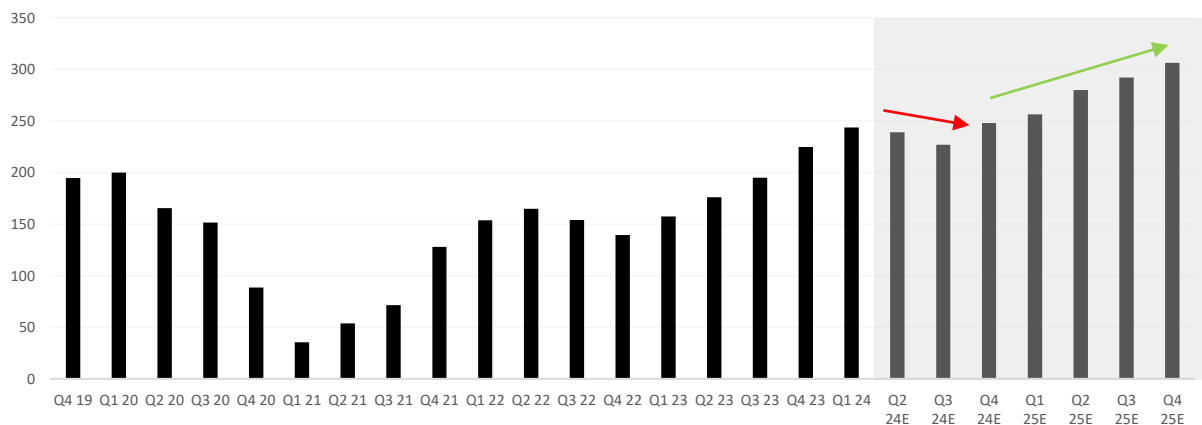
	Q2 23	Q2 24E	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24E LTM	y/y
Przychody	326,9	335,2	3%	1 220,9	1 522,7	25%
Reklama	181,8	195,1	7%	583,8	750,7	29%
Bilety do kina	42,1	38,5	-9%	210,5	256,5	22%
Sprzedaż wydawnictw	33,9	34,2	1%	138,1	140,5	2%
Bary kinowe	25,2	23,4	-7%	117,2	146,9	25%
Sprzedaż gastronomiczna	10,7	12,2	14%	40,2	46,2	15%
Działalność filmowa	3,1	3,3	6%	21,1	53,6	154%
Pozostała sprzedaż	30,1	28,4	-6%	110,0	128,3	17%
EBITDA skorygowana*	44,8	40,2	-10%	176,1	238,9	36%
EBIT	0,7	-4,2		-34,6	55,2	
Film i książka	-6,3	-8,3		30,1	64,4	114%
Prasa	-2,7	-0,8**		-68,3	-10,8	
Reklama zewnętrzna	10,6	15,0	42%	21,7	21,5	-1%
Internet	-2,3	-2,5**		3,8	-18,6	
Radio	14,7	11,6	-21%	21,0	51,9	148%
Segmenty razem	13,9	15,0	8%	8,2	108,4	1221%
Pozycje uzgadniające	-13,2	-19,2		-42,9	-53,3	
Saldo finansowe	20,8	-10,8		32,9	-15,8	
Wynik brutto	21,0	-14,9		-1,1	39,0	
Wynik netto	12,5	-14,9		-7,7	26,6	
akcjonariuszy jedn. dominującej	6,9	-18,0		-15,4	7,3	

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

** zakładany przez nas wynik został obciążony kosztami restrukturyzacji zatrudnienia (w segmencie prasa oraz internet w łącznej kwocie ok 1,5 mln PLN; efekt przesunięcia rozliczeń programu zwolnień z Q1 2024)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po Q1 2024 odczyt EBITDA LTM wyniósł 243,5 mln PLN. Przygotowujemy się na scenariusz, że po Q2 2024 i po odczycie za Q3 2024 odczyt EBITDA LTM będzie niższy niż ten wykazany po Q1 2024. Tym samym będzie to według naszej symulacji krótkotrwałe zaburzenie wzrostowej trajektorii wyników Agory. Nasze prognozy wskazują, że finalnie Agora za cały 2024 rok powinna wskazać na wzrost EBITDA skor. do poziomu 248 mln PLN, co będzie oznaczać wzrost o 8,6% r/r.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu EBITDA skor. w ujęciu LTM [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AILLERON

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	18,9	P/E	17,7	66,1	14,0
MC [mln PLN]	233,3	EV/EBITDA	3,5	4,3	2,5
		EV/EBIT	4,8	6,8	3,0
		P/BV	1,7	1,0	0,9

2Q'24 był pierwszym pełnym kwartałem, w którym spółka konsolidowała wyniki przejętego w połowie marca'24 amerykańskiej spółki Prosoft LLC. Mimo umocnienia PLN względem 2Q'23, przejęty podmiot wraz z przychodami z tytułu ugody z Pekao (zakładamy 5 mln PLN) istotnie wpłynęły na poprawę wyników grupy w tym okresie.

Szacujemy, że na przestrzeni 2Q'24 spółka wypracowała 142,9 mln PLN przychodów, co stanowi wzrost r/r o 24%. Według naszych szacunków, za 83% odpowiadał segment Technology Services generując 118,1 mln PLN (+18% r/r). Zakładamy, że za ok. 27 mln PLN odpowiadał wspomniany wyżej Prosoft. Wyłączając tę akwizycję, obszar ten zanotowałby spadek r/r o ok. 9%. W obszarze Fintech, w związku z waloryzacją kontraktów oraz uwzględnieniem wpływów z ugody z Pekao (ok. 5 mln PLN) oczekujemy progresji przychodów r/r o 64% do poziomu 24,2 mln PLN (17% całości).

Mimo dalszych wydatków zawiązany z projektem Pekao, oczekujemy delikatnej poprawy marżowości q/q w obszarze Fintech. W całym 2Q'24 zakładamy EBIT tego segmentu na poziomie ok. 2,0 mln PLN (bez uwzględnienia wpływów z ugody byłoby to ok. -1,2 mln PLN). Jednocześnie liczymy na dalszą poprawę rentowności w obszarze Technology Services, co powinno przełożyć się na 26% poprawę r/r wyniku EBIT tego segmentu do poziomu 18,9 mln PLN. Prognozujemy, że EBITDA spółki w tym okresie wyniosła 24,6 mln PLN (+80% r/r). Natomiast poziom zysku netto n.j.d. szacujemy na ok. 5,8 mln PLN (+215% r/r).

Inne:

- **Akwizycja** – spółka planuje domknąć jeszcze jedną akwizycję w 2024 r., celuje w firmy z klientami w Ameryce Północnej, Europie Zachodniej. ALL przypatruje się firmom z zespołami liczącymi od 80 do 300 osób.
- **Kontrakt Pekao** – pozytywny wpływ rozliczenia porozumienia od 2Q'24. Rozliczenie z Pekao (wartość brutto 9,6 mln PLN) wpłynie in plus na wyniki segmentu FinTech począwszy od 2Q24.
- **SM** - celem SM na najbliższe kwartały jest utrzymanie stabilnego poziomu marżowości EBIT, jak i zwiększenie skali działalności i udziału eksportu. Rozważany jest debiut SM na jednej z giełd zagranicznych w Europie, ale jeszcze nie w 2025 roku.
- **Umowa z Credit Agricole** – na przestrzeni czerwca spółka podpisała umowę ramową o współpracy z Credit Agricole Bank Polska w zakresie m.in. testowania i wdrażania innowacyjnych rozwiązań wykorzystujących najnowsze technologie, ze szczególnym uwzględnieniem generatywnej sztucznej inteligencji.

Na zamianę naszych założeń vs poprzedni kwartalnik wpływają gorsze od naszych wcześniejszych oczekiwań przychody z segmentu Technology Services, jak i jednocześnie lepsza marżowość tego obszaru. Dodatkowo w segmencie Fintech uwzględniamy wpływy z ugody z Pekao.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	115,7	142,9	23,6%	226,2	249,6	10,3%	453,1	550,5	21,5%
Technology Services	100,2	118,1	18,0%	195,1	208,3	6,8%	376,9	456,9	21,2%
Fintech	14,8	24,2	63,8%	29,7	40,3	35,6%	73,7	91,6	24,3%
EBITDA	13,7	24,6	80,1%	29,3	38,5	31,4%	56,2	85,8	52,9%
EBIT	9,8	20,9	113,0%	21,7	31,1	43,2%	35,6	71,0	99,3%
Zysk netto n.j.d.	1,8	5,8	215,1%	4,6	7,3	57,5%	3,5	16,7	373,2%
Marża EBITDA	11,8%	17,2%		15,4%	303,7%		12,4%	15,6%	
Marża EBIT	8,5%	14,6%		12,5%	417,2%		7,9%	12,9%	
Marża zysku netto n.j.d.	1,6%	4,0%		2,9%	555,5%		0,8%	3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

ARTIFEX MUNDI**Trzymaj, TP 26,0/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 maja 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	22,7	P/E adj.	21,7	11,6	9,9
MC [mln PLN]	270,1	EV/EBITDA adj.	16,8	9,0	6,9
		EV/EBIT	27,8	11,0	8,4
		P/BV	5,3	3,7	2,9

Od początku 2Q'24 byliśmy świadkami sporej anomalii dotyczącej kosztu pozyskiwania użytkowników, którego znaczący wzrost w tym okresie wynikał w głównej mierze ze wzmożonych działań konkurencji (większa ilość premier, podnoszenie wydatków na UA), jak i agresywnego marketingu ze strony nowej platformy sprzedażowej Temu. Wywindowane CPLs wymusiły na spółce ograniczenie wydatków na akwizycję (11,7 mln PLN; +13% r/r, -16% q/q), co przełożyło się na spadek q/q przychodów z „Unsolved” do poziomu 22,6 mln PLN (+35% r/r; -8% q/q).

Całościowo na poziomie przychodów Artifex w omawianym kwartale wypracował 24,6 mln PLN (+26% r/r; -10% q/q), z czego za 92% odpowiadał segment F2P generując 22,8 mln PLN (+33% r/r, -9% q/q). Monetyzacja „Bladebound” kontynuowała trend spadkowy, a tytuł ten wygenerował ok. 0,1 mln PLN (-60% r/r, -35% q/q). Mimo systematycznemu portowaniu kolejnych gier (2; płasko q/q), regresji uległy również przychody z segmentu gier HOPA, które w 2Q'24 wyniosły 1,8 mln PLN (7% całości; -24% q/q, -27% q/q). Obszar gier premium dołożył od siebie skromne 0,1 mln PLN (o 14% mniej r/r).

W omawianym okresie, pogorszenie q/q generowanych wyników przez „Unsolved” przełożyło się na obniżenie poziomu wypłacanych przez spółkę tantiem. Jednocześnie redukcja nakładów na UA przyczyniła się do delikatnego wzrostu poziomu tego kosztu w relacji do przychodów. W związku z dalszym zwiększeniem zatrudnienia (+8-9 osób) podwyższeniu uległ poziom nakładów na produkcję gier. Na poziomie skoryg. EBITDA zakładamy regresję wyników q/q o 6% do 9,0 mln PLN, co jest efektem wspomnianego pogorszenia warunków rynkowych. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż prognoza ta implikuje wzrost wyniku r/r o 36%. W obszarze działalności finansowej oczekujemy wpływu z odsetek na poziomie ok. 0,5 mln PLN. W naszych prognozach, zakładamy, że spółce w 2Q'24 udało się wypracować 7,3 mln PLN skoryg. zysku netto (+30% r/r).

Mimo znaczącej progresji wyników r/r, neutralnie odbieramy miniony kwartał. Pragniemy zauważyć, iż zostały one wygenerowane kosztem przyszłych okresów, w efekcie ograniczenia skali inwestycji w pozyskiwanie użytkowników, wymuszonego pogorszeniem warunków rynkowych. Mając na uwadze sezonowość, jak i oczekując normalizacji sytuacji na rynku, spodziewamy się, że walka o powrót do wyraźniejszych wzrostów przychodów z „Unsolved” będzie prawdopodobnie możliwa dopiero w okolicach września.

Prowadzone projekty:

- „Unsolved” – zarząd oczekuje wzrostu LTV w 2024 r. aplikacji o 20-30% (od początku roku urosło między 5-10%). Trwają prace m.in. nad dalszym rozszerzaniem kontentu, optymalizacją i balansem oraz wdrażaniem nowych funkcjonalności.
- „Unsolved” metagra – na przełomie 2024/25 będą miały miejsce pierwsze testy z graczami. Pełna implementacja, optymalizacja i wdrożenie live-ops nastąpi w 2025 r. Spółka liczy, że wdrożenie metagry będzie się stopniowo przekładało na poprawę KPIs, monetyzacji, wpływ powinien równomiernie rozłożyć się na 2025 r.
- **Nowa gra RPG** – w najbliższym czasie rozpocznie się kolejna runda testów z graczami. Pierwsze działania marketingowe rozpoczną się na przełomie 3Q/4Q'24.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r
Przychody	19,6	24,6	25,7%	35,5	52,1	46,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	17,3	21,7	25,5%	31,0	46,0	48,4%
EBITDA	6,9	8,8	28,5%	12,2	18,2	49,5%
EBITDA skoryg.*	6,7	9,0	35,5%	12,4	18,6	50,3%
EBIT	5,7	7,6	32,7%	9,9	15,8	59,8%
Zysk netto	5,8	7,1	22,2%	9,8	14,5	47,9%
Zysk netto skoryg.*	5,6	7,3	30,3%	10,0	14,9	48,8%
Marża brutto na sprzedaży	88,3%	88,2%		87,3%	30,2%	
Marża EBITDA	35,1%	35,9%		34,3%	35,0%	
Marża EBITDA skoryg.*	34,0%	36,6%		34,9%	35,7%	
Marża EBIT	29,2%	30,8%		27,8%	30,2%	
Marża zysku netto	29,8%	28,9%		27,7%	27,9%	
Marża zysku netto skoryg.*	28,7%	29,7%		28,2%	28,6%	

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

Analitik:

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

ATAL

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	49,8	P/E	6,3	7,6	6,8
MC [mln PLN]	2 152,1	EV/EBITDA	5,7	6,6	6,5
		EV/EBIT	5,7	6,6	6,5
		P/BV	1,3	1,2	1,2

- W 2Q'24 spółka sprzedała 559 lokali (182 w IV, 195 w V, 189 w VI). Jest to odczyt niższy o 176 lokali niż w 2Q'23 i także słabszy q/q (w 1Q'24: 730 lokali).
- Przekazania w 2Q'24 wyniosły 548 lokali (o 78 lokali mniej r/r; najwięcej w Łodzi, we Wrocławiu i na Śląsku). Jest to mix raczej słabszych (niż w 1Q'24 czy 2Q'23) marżowo projektów (m.in. duży udział Łodzi).
- Spodziewamy się w 2Q'24 przychodów na poziomie 301 mln PLN (-14% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 25,0% (vs 33,2% rok temu i 31,2% w 1Q'24).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie wyższym r/r (dynamika w 1Q'24 wynosiła +24% r/r – zakładamy niewiele wolniejszy wzrost w 2Q'24) oraz neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz salda finansowego.
- EBIT prognozujemy na poziomie 61,5 mln PLN a wynik netto na 50,7 mln PLN.
- W 2024 roku zakładamy nieco niższą liczbę przekazania r/r (ok 2,6 tys). W 2023 roku spółka przekazała 2 806 lokali. W 1H'24 przekazano 1,2 tys lokali, a w 2H'24 (a w zasadzie w 3Q'24) spółka planuje zakończyć projekty o podobnej liczbie mieszkań (przy czym część jest niesprzedana, a z drugiej strony spółka dysponuje nawisem 0,4 tys mieszkań do przekazania jeszcze z poprzednich miesięcy). Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Jednocześnie duża część przekazania dotyczy projektów startujących 2 lata temu w trudniejszym otoczeniu popytowym, więc oczekujemy lekkiej presji na wykazywaną marżowość (zakładamy poziom podobny do 2Q'24 w 2H'24, wyższe oczekiwania wiązać można naszym zdaniem z 2025 rokiem).
- Zwracamy uwagę na dużą liczbę wprowadzonych do oferty przez spółkę lokali w 2Q'24. Według naszych kalkulacji (w oparciu o komunikaty mediowe) było to ok 1,9 lokali (ponad 1/3 we Wrocławiu, istotna także liczba w Szczecinie, gdzie spółka rozpoczęła działalność). Oferta spółki wzrosła obecnie do ok. 6,6 tys lokali (11,8 kwartałów na bazie sprzedaży z 2Q'24 – podobne poziomy poprzednio notowano na przełomie 2022/23 roku).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1Q'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	348,3	301,2	-13,5%	537,8	691,5	28,6%	1 500,5	1 476,4	-1,6%	1 731,0	17,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	116,0	75,3	-35,1%	190,1	197,2	3,7%	448,6	389,5	-13,2%	450,0	15,5%
Zysk na sprzedaży	104,6	61,5	-41,1%	168,0	170,2	1,3%	402,6	335,5	-16,7%	393,4	17,2%
EBITDA	103,2	62,4	-39,5%	168,5	173,7	3,1%	405,1	340,6	-15,9%	397,1	16,6%
EBIT	102,3	61,5	-39,8%	166,8	171,8	3,0%	401,6	337,1	-16,1%	393,4	16,7%
Zysk brutto	112,7	62,5	-44,5%	179,9	181,9	1,1%	423,1	349,2	-17,5%	393,4	12,6%
Zysk netto	90,6	50,7	-44,1%	144,7	147,3	1,8%	341,2	282,7	-17,1%	318,6	12,7%
Marża brutto ze sprzedaży	33,3%	25,0%		35,3%	28,5%		29,9%	26,4%		26,0%	
Marża na sprzedaży	30,0%	20,4%		31,2%	24,6%		26,8%	22,7%		22,7%	
marża EBITDA	29,6%	20,7%		31,3%	25,1%		27,0%	23,1%		22,9%	
marża EBIT	29,4%	20,4%		31,0%	24,9%		26,8%	22,8%		22,7%	
marża netto	26,0%	16,8%		26,9%	21,3%		22,7%	19,1%		18,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
Sprzedaż	742	533	797	824	842	1 216	1 161	1 039	748	582	376	385	401	735	757	940	730	559
Przekazania	473	767	541	1 386	794	856	750	1 300	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548
Trójmiasto	39	136	22	9	6	2	104	74	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12
Katowice	1	0	178	300	140	39	17	406	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86
Kraków	103	78	56	242	83	132	101	475	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52
Łódź	116	211	120	151	167	115	144	90	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195
Poznań	0	0	73	209	42	213	135	84	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5
Warszawa	203	132	21	329	281	200	118	63	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83
Wrocław	11	210	71	146	75	155	131	108	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oferta	4 333	4 717	4 447	4 083	4 271	3 628	3 549	3 104	2 733	5 190	4 852	4 639	4 974	4 249	4 170	4 519	5 261	6 611*
Oferta/sprzedaż ost. Q	5,8	8,8	5,6	5,0	5,1	3,0	3,1	3,0	3,7	8,9	12,9	12,0	12,4	5,8	5,5	4,8	7,2	11,8
Oferta/sprzedaż avg 4Q	5,4	6,6	6,0	5,6	5,7	3,9	3,5	2,9	2,6	5,9	7,1	8,9	11,4	9,0	7,3	6,4	6,7	8,9
Wprowadzone do oferty	628	766	662	427	1 033	645	969	657	428	2 553	151	0	731	0	643	1 391	1 377	1 909*
Trójmiasto	107	0	314	323	152	0	154	0	0	517	0	0	0	0	0	96	143	404
Katowice	0	0	272	0	505	0	325	0	0	815	0	0	114	0	509	478	168	0
Kraków	0	248	76	25	0	121	115	0	144	0	151	0	0	0	134	126	0	0
Łódź	226	152	0	0	0	180	156	204	141	457	0	0	0	0	0	330	284	234
Poznań	0	0	0	0	212	0	219	0	0	333	0	0	512	0	0	128	486	0
Warszawa	0	0	0	79	164	0	0	60	143	95	0	0	0	0	0	143	0	166
Wrocław	295	366	0	0	0	344	0	393	0	336	0	0	105	0	0	90	296	689
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	416

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

Planowany po 1Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2024 roku

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOKALI SPRZEDANYCH	DATA ZAKOŃCZENIA
Nowy Targówek V	Warszawa	4 477	73	73	I kw. 2024
Strefa Cegielnia	Kraków	7 482	144	142	I kw. 2024
ATAL City Square III	Wrocław	15 534	256	206	I kw. 2024
Apartamenty Ostródzka II	Warszawa	3 863	70	70	II kw. 2024
Nowe Miasto Polesie IIIb	Łódź	11 569	204	169	II kw. 2024
Źródlana 31 Residence	Łódź	7 783	141	58	II kw. 2024
Nowe Miasto Jagodno Enklawa	Wrocław	10 989	80	56	II kw. 2024
Zacisze Marcelin II	Poznań	17 200	333	292	III kw. 2024
ATAL Sky +	Katowice	20 545	325	221	III kw. 2024
Bursztynowa Zatoka II	Gdańsk	17 859	329	309	III kw. 2024
Skwer Harmonia	Kraków	8 763	152	135	III kw. 2024
Panorama Reden	Katowice	4 111	88	30	III kw. 2024
RAZEM		130 175	2 195	1 761	

Zakończone z PnU w I kwartale

Zakończone z PnU w II kwartale

Projekty w toku

Liczba lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych: 436

Kontraktacja na poziomie 80%

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analitik:

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

ATM GRUPA

Kupuj, TP 4,91/akcję

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	4,44	P/E	13,8x	8,2x	8,0x
Kapitalizacja [PLN m]	374	EV/EBITDA	5,5x	5,1x	4,7x
EV [PLN m]	351	P/BV	1,2x	1,1x	1,1x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-09-27	DPS [PLN]	0,26	0,28	0,30

Prognoza wyników na Q2 2024 [PLN m]

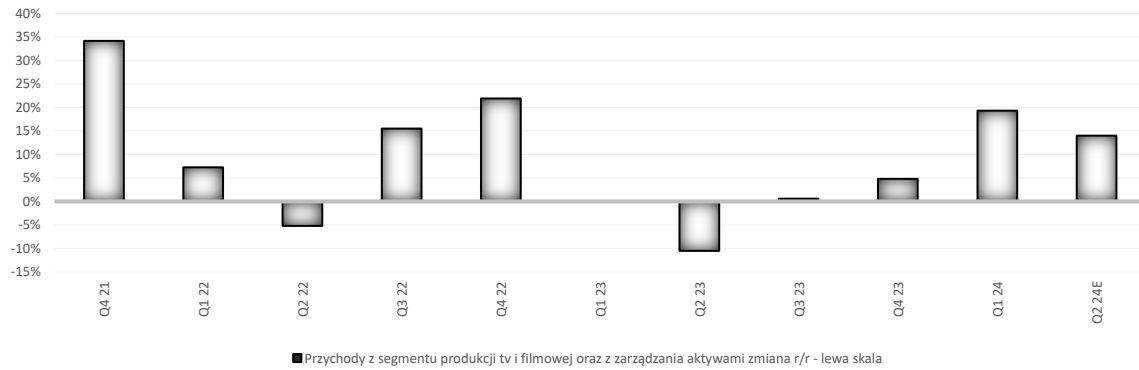
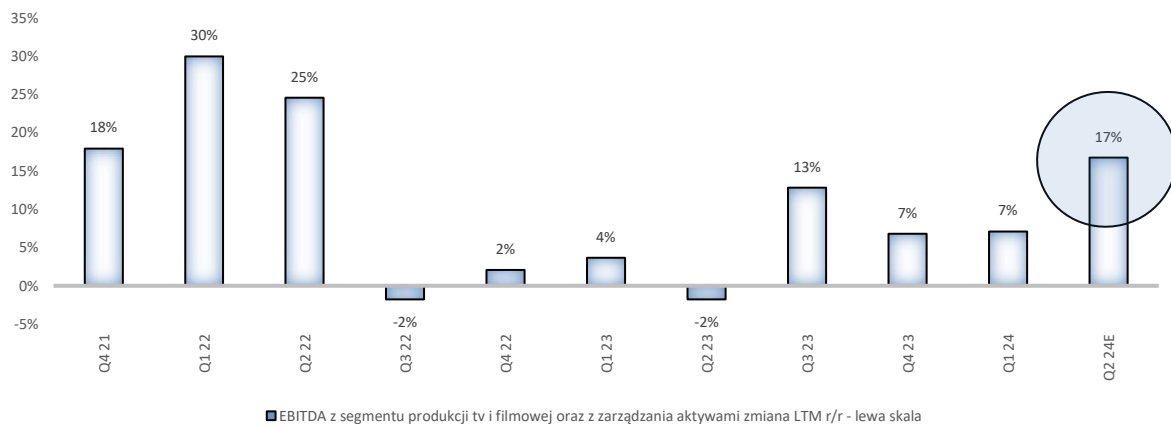
	Q2 23	Q2 24E	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24E LTM	y/y
Przychody	47,9	51,5	8%	267,3	249,9	-6%
produkcja tv i filmowa	25,4	28,8	13%	136,4	160,5	18%
zarządzanie aktywami trwałymi	16,2	18,7	15%	79,6	73,3	-8%
działalność deweloperska	6,0	3,7	-38%	50,3	14,8	-71%
inne	0,3	0,4	16%	0,9	1,3	37%
EBITDA	9,0	11,4	27%	58,3	66,6	14%
produkcja tv i filmowa	2,4	3,0	29%	19,5	27,3	40%
zarządzanie aktywami trwałymi	6,0	7,7	28%	32,4	33,2	3%
działalność deweloperska	1,8	1,1	-42%	9,3	4,6	-50%
inne	-1,2	-0,3		-2,8	1,5	
EBIT	2,9	5,8	100%	38,2	42,5	11%
Saldo finansowe	-1,4	-0,4		-2,9	-1,4	
Udział w wyniku jedn. zależnych	1,6	-0,3		10,6	-0,6	
Wynik brutto	3,1	5,1	65%	45,9	40,5	-12%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	1,1	4,1	272%	36,2	31,5	-13%
Działalność audiowizualna:						
(segment produkcja tv + zarządzanie):						
Przychody	41,7	47,5	14%	216,0	233,9	8%
EBITDA	8,4	10,7	28%	51,8	60,5	17%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

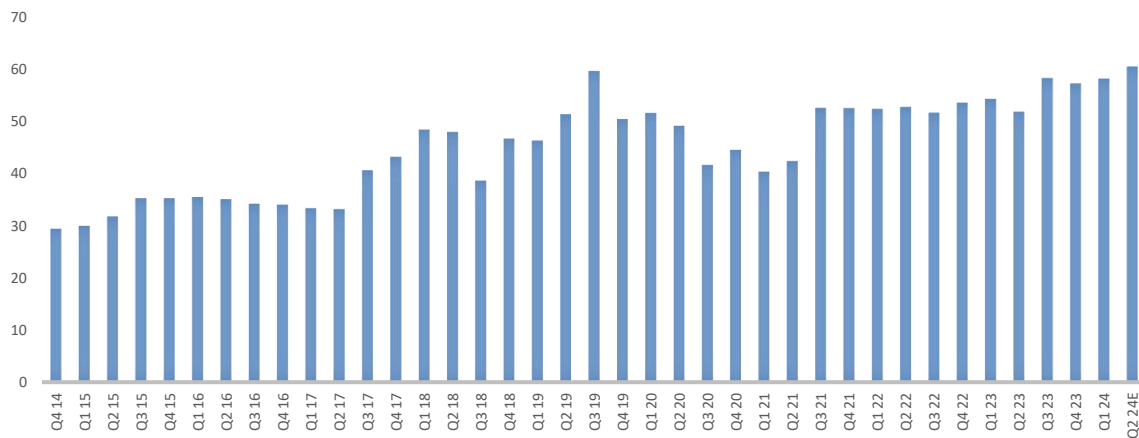
Spodziewamy się, że w Q2 2024 było widać kontynuację procesu odbudowy portfolio realizowanych projektów w segmencie produkcja tv i filmowa. Liczymy także na wyższe przychody w segmencie zarządzanie aktywami trwałymi. Tym samym łączne przychody z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcja tv i filmowa oraz segmentu zarządzania aktywami trwałymi) w omawianym okresie powinna wynieść 47,5 mln PLN (+14% r/r). Na poziomie EBITDA zakładamy wzrost odczytu z działalności audiowizualnej do 10,7 mln PLN (+28% r/r). W ujęciu LTM odczyt EBITDA z działalności audiowizualnej po Q2 2024 będzie według naszej symulacji wynosić ok 60,5 mln PLN.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym przyjęliśmy w modelu wzrost przychodów spółki o 8% r/r do 51,5 mln PLN. Odczyt EBITDA za Q2 2024 według naszych założeń może wynieść 11,4 mln PLN (+27% r/r). Na poziomie netto wynik przypisany akcjonariuszom zakładamy na poziomie 4,1 mln PLN.

Tak jak wskazaliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym na temat spółki (2024-04-22), jesteśmy optymistycznie nastawieni do ścieżki wynikowej ATM Grupa na lata 2024-2025. Uwzględniając budowę portfela produkcyjnego spodziewamy się dalszego wzrostu EBITDA LTM z działalności audiowizualnej w nadchodzących kwartałach.

Historyczna dynamika r/r przychodów z działalności audiowizualnej i nasze założenia na Q2 2024

Historyczna dynamika r/r dla EBITDA LTM z działalności audiowizualnej i nasze założenia na Q2 2024


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasze założenia na Q2 2024 [PLN m]
 (suma segmentu produkcja tv i filmowa oraz segmentu zarządzania aktywami trwałymi)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Maciej Bobrowski
 maciej.bobrowski@bdm.pl

BIG CHEESE STUDIO

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	21,0	P/E	5,4	17,5	10,9
MC [mln PLN]	86,8	EV/EBITDA	4,3	13,1	8,1
		EV/EBIT	4,4	27,6	8,5
		P/BV	2,9	4,3	2,9

Najważniejszym wydarzeniem minionego kwartału dla spółki była premiera dodatku „Sushi” do gry „Cooking Simulator”. Mimo iż oceny DLC pozostawiają wiele do życzenia (zaledwie 26% pozytywów – głównym zarzutem mechanika i wygląd tutorialu), to spodziewamy się, że razem z głębszą obniżką „podstawki” (-70%) miał on istotny wpływ na poprawę przychodów spółki w 2Q’24. Mając powyższe na uwadze prognozujemy, że w omawianym okresie BCS wypracował 2,7 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+10% r/r). Biorąc pod uwagę fakt rozpoczęcia prac nad nowym DLC „Barbecue” oraz mobilną wersją CS przy jednoczesnym uwzględnieniu premiery „Sushi” oczekujemy zbliżonego q/q poziomu zmiany stanu produktów (ok. 1,2 mln PLN). W całym 2Q’24 prognozujemy 3,9 mln PLN przychodów (-16% r/r), 2,0 mln PLN EBITDA (+67% r/r) oraz 1,8 mln PLN zysku netto (+169% r/r).

Pomimo słabych ocen DLC, miniony kwartał oceniamy lekko pozytywnie. Głębsze przeceny wraz z premierą nowego kontentu przyczyniły się do poprawy r/r monetyzacji CS, natomiast utrzymanie dyscypliny kosztowej z ostatnich kwartałów pozwoliło znacząco poprawić osiągnięte wyniki na poziomie EBITDA oraz zysku netto.

Aktualnie najważniejsza dla spółki będzie premiera gry „Cooking Simulator 2”. Tytuł ten znajduje się w finalnej fazie produkcji. Jeszcze w lipcu rozpoczną się zamknięte playtesty gry. Liczymy, że po serii playtestów przewidzianych na 2H’24 BCS otrzyma realny obraz stanu produkcji i będzie mógł zacząć wyznaczać potencjalne okno wydawnicze dla tego projektu. W naszych prognozach przesuwamy premierę „CS2” z 4Q’24 na 1Q’25.

„Sushi DLC” – dodatek zadebiutował na rynku 13.06.2024, a jego oceny pozostawiają wiele do życzenia (zaledwie 26% pozytywów – głównym zarzutem mechanika i wygląd tutoriali).

„Cooking Simulator” – spółka pracuje nad kolejny DLC („Barbecue”) do flagowej gry. W naszym prognozach zakładamy, że pojawi się na runku jeszcze w 4Q’24.

Dywidenda – spółka w lipcu wypłaciła 6 mln PLN w formie dywidendy (DPS = 1,45 PLN). Łączna kwota dywidendy obejmowała część zysku netto za 2023 r. - w kwocie 1 mln PLN, a także część kapitału zapasowego w kwocie ok. 5 mln PLN.

„Cooking Simulator 2” – jeszcze w lipcu rozpoczną się zamknięte playtesty gry.

CS Mobile – za produkcję tego tytułu odpowiedzialny jest MobileWay. Aktualnie projekt ten znajduje się we wczesnej fazie produkcji, a jego finalna wersja ma ukazać się w 2H’25.

W związku z lepszymi wynikami 1Q’24 od naszych oczekiwań oraz przesunięciem premiery „CS2” z 4Q’24 na 1Q’25, która wiąże się z ujęciem kosztów produkcji w zmianie stanu produktów, rewidujemy w górę nasze założenia na 2024 r.

Prognozy wyników na 2Q’2024 [mln PLN]

	2Q’23	2Q’24P	zmiana r/r	1H’23	1H’24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	4,7	3,9	-16,4%	8,9	9,1	2,7%	16,6	16,9	1,8%
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	2,5	2,7	9,5%	5,7	6,7	18,8%	10,8	11,7	8,5%
Zmiana stanu produktów	2,2	1,2	-45,5%	3,2	2,4	-25,6%	5,8	5,2	-10,5%
EBITDA	1,2	2,0	67,2%	3,4	5,5	60,1%	3,3	8,8	170,2%
EBIT	1,0	1,9	88,1%	3,1	5,2	67,7%	2,8	8,4	201,8%
Zysk brutto	0,7	1,9	184,1%	2,6	5,3	99,8%	2,0	8,5	316,9%
Zysk netto	0,7	1,8	168,5%	2,5	5,0	96,9%	2,4	7,9	234,7%
Marża EBITDA	25,8%	51,5%		38,3%	59,7%		19,7%	52,2%	
Marża EBIT	21,6%	48,7%		35,1%	57,3%		16,7%	49,6%	
Marża zysku netto	14,1%	45,4%		28,5%	54,6%		14,3%	46,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 22,9 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 12 lipca 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	17,1	P/E	122,4	26,0	8,4
MC [mln PLN]	73,9	EV/EBITDA	25,8	12,3	5,7
		EV/EBIT	114,1	23,9	7,5
		P/BV	1,5	1,4	1,2

W maju'24 spółka opublikowała informację o zawarciu umowy na produkcję i dostawę dyfuzyjnych testów krążkowych do oznaczania lekowrażliwości. Przychody netto z tego tytułu do końca 2024 r. w ocenie zarządu wyniosą ok. 1,05 mln PLN. W naszej ocenie ww. umowa nie powinna istotnie wpłynąć na wyniki 2Q'24, dlatego oczekujemy, że przychody te będą widoczne w 2H'24. W 2Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów o 8% r/r do 11,6 mln PLN. Oznacza to utrzymanie podobnego poziomu w stosunku do 1Q'24. Oczekujemy utrzymania udziału w sprzedaży produktów w stosunku do towarów na poziomie 60:40, przy zachowaniu porównywalnej rentowności.

W 2Q'23 spółka zanotowała ok. 0,9 mln PLN kosztów z tytułu programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników. Program został zakończony w 2023 r., dlatego mimo podwyżek wynagrodzeń, oczekujemy spadku kosztów pracowniczych z 4,0 mln PLN w 2Q'23 do 3,2 mln PLN w 2Q'24. Prognozujemy natomiast istotny spadek zysku operacyjnego. Głównym powodem jest oczekiwany spadek zmiany stanu produktów, która w 2Q'23 podbiła wynik o 1,2 mln PLN. W 2Q'24 oczekujemy, że pozycja ta wyniesie 0,7 mln PLN. Dodatkowo, istotnym czynnikiem spadku wyników jest wzrost amortyzacji w związku z użytkowaniem nowego zakładu produkcyjnego. Stopniowo włączane do użytkowania są kolejne wydziały, dlatego w 2Q'24 oczekujemy wzrostu amortyzacji do 0,8 mln PLN vs 0,55 mln PLN w 2Q'23. Docelowo od 3Q'24 powinna ona wynosić 0,9 mln PLN.

Finalnie zysk operacyjny szacujemy na 0,2 mln PLN, co oznacza spadek -80% r/r. Przy zakładanym poziomie amortyzacji EBITDA prognozowana jest na 1,0 mln PLN (vs 1,4 mln PLN rok wcześniej). Koszty finansowe w naszej ocenie powinny być delikatnie wyższe od przychodów, dlatego zysk netto szacujemy na 0,1 mln PLN.

2Q'24 w naszej ocenie powinien być ostatnim tak słabym kwartałem. Od 2H'24 spodziewamy się wzrostu przychodów oraz nowych kontraktów. Pomoc w tym powinien start sprzedaży testów do oznaczania minimalnego stężenia hamującego (MIC). Na ostatniej konferencji spółka informowała o trwającym rozruchu wydziały, trwa jeszcze jego doposażanie, dlatego oczekujemy rozpoczęcia sprzedaży pod koniec 3Q'24. W naszej ocenie będzie to bodźcem do wzrostu przychodów w 4Q'24.

Prognoza wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	10,7	11,6	8,0%	21,8	23,1	6,0%	46,8	54,8	17,1%
EBITDA	1,4	1,0	-30,4%	2,4	2,1	-14,1%	3,2	7,0	117,8%
EBIT	0,9	0,2	-80,0%	1,3	0,5	-65,8%	0,7	3,6	396,9%
Zysk brutto	0,4	0,1	-62,7%	0,9	0,4	-55,0%	0,2	3,4	1691,9%
Zysk netto	0,4	0,1	-70,2%	0,9	0,4	-57,6%	0,6	2,8	370,7%
Marża EBITDA	13,3%	8,5%		11,1%	9,0%		6,9%	12,8%	
Marża EBIT	8,1%	1,5%		6,1%	2,0%		1,6%	6,6%	
Marża zysku netto	3,6%	1,0%		3,9%	1,6%		1,3%	5,0%	

Źródło: BDM

Analitik:

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

BOOMBIT**Kupuj, TP 15,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 18 lipca 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	11,0	P/E adj.	9,4	24,2	4,8
MC [mln PLN]	149,4	EV/EBITDA adj.	4,4	5,7	2,1
		EV/EBIT	10,1	29,7	3,4
		P/BV	2,1	2,0	1,5

Spółka podała szacunki przychodów za 2Q'24, które wyniosły 51,7 mln PLN (-14,5% q/q; -17,6% r/r). Za ok. 98,6% przychodów odpowiadał segment gier mobilnych generując 51,0 mln PLN (-11,5% q/q; -18,7% r/r), a za 0,7 mln PLN segment PAE (vs 0,5 mln PLN w 2Q'23 i 2,9 mln PLN w 1Q'24).

Na przestrzeni omawianego kwartału zmniejszeniu uległ poziom wydatków na kampanie marketingowe do ok. 27,3 mln PLN (-19,4% q/q, -18,7% r/r). Z drugiej strony, podwyższeniu q/q uległ koszt prowizji platform dystrybucyjnych, który wyniósł 4,7 mln PLN (+16,3% q/q – w 1Q'24 jednorazowe obniżenie prowizji na Google Play Store, -31,0% r/r). Jednocześnie mając na uwadze spadek przychodów, oczekujemy niższych kosztów q/q związanych z rev share. Po znaczącym wzroście kosztów osobowych z 1Q'24 wynikającym ze zwiększenia skali inwestycji w nowe gry (własne + wydawnictwo) oraz rozpoznania 1,9 mln PLN jednorazowej rekalkulacji rezerw na świadczenia wypłacane w tokenach, spodziewamy się spadku wydatków q/q o wspomniany one-off. Pragniemy przypomnieć, iż w kolejnych kwartałach powinno nastąpić odwrócenie tego jednorazowego kosztu. Nie uwzględniamy jednak tego w naszych kalkulacjach.

Mając powyższe na uwadze prognozujemy, że w całym 2Q'24 BoomBit osiągnął 6,7 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 7,3 mln PLN a „PAE” za -0,6 mln PLN). Pragniemy przypomnieć, iż w porównywalnym okresie 2Q'23 wyniki spółki na poziomie działalności finansowej zostały podbite jednorazowym wydarzeniem, tj. wyceną udziałów w SuperScale w kwocie 10,1 mln PLN. W omawianym okresie, szacujemy poziom skoryg. zysku netto na jednostkę dominującą na ok. 3,3 mln PLN (vs 0,1 mln PLN w 2Q'23).

Pod względem wynikowym obieramy okres 2Q'24 neutralnie. Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą poprawy monetyzacji najważniejszej gry „Hunt Royale”, wielu nowych premier gier Mid-Core/Casual oraz rozpoznania 5,7 mln USD przychodów w segmencie blockchain przyniosą znaczącą poprawę wyników spółki w 2H'24.

- Gry mid-core/ casual - rekordowa ilość premier zaplanowana na 2024 r. (ok. 10).
- „Hunt Royale” - Na przestrzeni czerwca miała miejsce największa aktualizacja do gry „Hunt Royale”, która wyraźnie przełożyła się na poprawę monetyzacji najważniejszego produktu spółki.
- Gry Hyper Casual – spadek przychodów w 2Q'24 wynikał z zawirowań na rynku reklamy (wzrost CPI wynikający z agresywnego marketingu dużych platform sprzedażowych).
- PlayEmber – skupia się na przygotowaniach do planowanego na 2/3Q'24 tzw. TGE (Token Generation Event) tokenu \$EMBR. W 1Q'24, spółka podpisała kilkadziesiąt umów SAFT na sprzedaż tokenów \$EMBR, z czego do końca kwietnia uzyskała wpływy na łączną kwotę 3,2 mln USD (płatność w tokenach USDC i USDT).
- BoomLand – w 3Q'24 będzie miała miejsce oferta sprzedaży tokenu \$BOOM na zdecentralizowanej giełdzie.
- Mobile Esports – premiera platformy planowana na 2H'24.
- Dywidenda - w lipcu spółka wypłaci pierwszą transzę dywidendy za 2023 r. w wysokości 0,18 PLN na akcję (1,7%), natomiast druga trafi do akcjonariuszy we wrześniu (DPS = 0,17 PLN; DY = 1,6%). Łączny DPS wyniesie 0,35 PLN (DY = 3,2%).

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	62,8	51,7	-17,6%	128,2	112,3	-12,4%	245,5	259,2	5,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	5,9	5,6	-5,7%	11,9	12,1	1,9%	26,9	47,9	77,9%
EBITDA	2,1	6,3	197,0%	5,6	12,8	127,8%	15,8	51,9	228,4%
EBITDA skoryg.*	3,4	6,7	95,7%	7,5	15,4	104,9%	20,5	55,3	169,7%
Gry mobilne	6,2	7,3	18,5%	12,2	15,9	30,2%	17,6	32,8	86,5%
Gry „Play-and-Earn”	-2,8	-0,6	-	-4,7	-0,5	-	2,9	22,4	677,9%
EBIT	-0,6	2,5	-	0,1	5,4	3657,6%	3,9	34,9	789,6%
Zysk netto	6,7	2,1	-68,3%	7,1	4,2	-41,3%	9,5	29,5	209,6%
Zysk netto n.j.d.	9,8	2,9	-70,2%	12,1	4,5	-63,1%	15,8	26,9	70,3%
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	0,1	3,3	-	1,0	7,7	659,2%	6,1	31,0	404,8%
Marża brutto na sprzedaży	9,4%	10,8%		9,3%	10,8%		11,0%	18,5%	
Marża EBITDA	3,4%	12,2%		4,4%	11,4%		6,4%	20,0%	
Marża EBITDA skoryg.*	5,5%	13,0%		5,9%	13,7%		8,3%	21,3%	
Marża EBIT	-1,0%	4,8%		0,1%	4,8%		1,6%	13,5%	
Marża zysku netto n.j.d.	15,6%	5,6%		9,5%	4,0%		6,4%	10,4%	
Marża zysku netto n.j.d.*	0,2%	6,4%		0,8%	6,9%		2,5%	11,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*-skoryg. o koszty PM22-24 i wycenę udziałów w SuperScale

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

BUDIMEX**Redukuj, TP 530,8/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	637,5	P/E	22,0	21,6	17,7	18,2
MC [mln PLN]	16 275,4	EV/EBITDA	13,4	12,3	9,8	9,6
		EV/EBIT	16,2	14,6	11,4	11,3
		P/BV	10,6	11,8	10,5	10,7

Podsumowanie wybranych danych finansowych za 2Q'24

- Przychody w 2Q'24 wyniosły 2,395 mld PLN (+1% r/r), EBIT 181 mln PLN (+6% r/r) a zysk netto 158 mln PLN (-6% r/r).
- Na poziomie przychodów i EBIT wyniki były zgodne z naszymi oczekiwaniami (przy czym EBIT został wsparty przez +4 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej), natomiast zysk netto był 6% poniżej naszej prognozy (saldo finansowe na poziomie ok. +30 mln PLN; stawka podatku 24,5%). Jednocześnie wyniki na poziomie EBIT/netto były o 3% / 6% niższe od konsensusu PAP.
- Gotówka netto na poziomie 2,58 mld PLN (vs 2,73 mld PLN rok temu).
- W segmencie budowlanym w 2Q'24 spółka miała 2,18 mld PLN sprzedaży (+1% r/r). Rentowność brutto ze sprzedaży segmentu wyniosła 11,7% (oczekiwaliśmy 11,8%, rok temu było 8,7%, a w 1Q'24 11,2%). Koszty SG&A +11% r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej segmentu budowlanego na poziomie -1 mln PLN (rok temu +42 mln PLN, głównie wtedy z wyceny hedgingu FX). Segment budowlany miał 162,0 mln PLN EBIT (zakładaliśmy 166,7 mln PLN) vs 148,1 mln PLN rok temu.
- W segmencie usługowym (FB Serwis) w 2Q'24 spółka miała lekki wzrost przychodów (+3% r/r, spodziewaliśmy się +0% r/r) oraz wyraźny spadek marży brutto ze sprzedaży do 14,0% (vs 19,2% rok temu). EBIT obciążony był przez wzrost SG&A (+43% r/r) oraz wsparty przez dodatnie saldo pozostałej działalności operacyjnej (+5 mln PLN). Wynik wyniósł 18,9 mln PLN (vs 22,3 mln PLN rok temu, zakładaliśmy 12,9 mln PLN, ale przy neutralnym saldzie pozostałej działalności operacyjnej).
- Na koniec 2Q'24 portfel zamówień Budimexu sięgał 15,34 mld PLN (+26% r/r, +4% q/q). Kontrakcja w 1H'24 na poziomie 5,66 mld PLN.
- Scenariusz braku wzrostu przychodów r/r w 2024 roku, komunikowany przez zarząd, wydaje się coraz bardziej realistyczny (konsensus Bloomberg'a przy publikacji wyników zakładał 10,1 mld PLN, czyli nadal wzrost r/r). Po 1H'24 dynamika wynosi -6%. Rosnący portfel może zapewnić dodatnią dynamikę przychodów w 3Q'24, jednocześnie wyzwaniem będzie wysoka baza w 4Q'24, zbudowana częściowo na one-offach (językiem u wagi może okazać się pogoda). Baza na rentowności brutto ze sprzedaży od 3Q'24 będzie bardziej wymagająca niż w 1H'24, aczkolwiek obecne otoczenie rynkowe nadal sprzyja generowaniu ponadprzeciętnych marż. Jednocześnie zwracamy na rosnącą bazę kosztową na poziomie SG&A, gdzie widoczne zaczynają być koszty rozbudowy struktur międzynarodowych.

Wyniki za 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	2Q'24P kons.	odchyl.	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	2 378,5	2 395,3	0,7%	2 400,1	-0,2%	2 400,2	-0,2%	9 801,5	9 708,2	-1,0%	10 887,9	12,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	227,2	282,7	24,4%	286,3	-1,3%	---	---	1 124,6	1 243,2	10,5%	1 458,1	17,3%
Zysk na sprzedaży	135,9	176,8	30,1%	182,6	-3,2%	---	---	739,7	821,3	11,0%	1 012,7	23,3%
EBITDA	208,8	---	---	219,1	---	---	---	938,4	987,5	5,2%	1 176,4	19,1%
EBIT	170,3	180,9	6,2%	180,1	0,4%	186,8	-3,2%	781,1	829,3	6,2%	1 007,8	21,5%
Zysk brutto	213,6	210,7	-1,4%	212,7	-0,9%	---	---	929,6	961,3	3,4%	1 140,5	18,6%
Zysk netto	168,4	157,6	-6,4%	164,2	-4,0%	167,5	-5,9%	738,2	754,1	2,2%	917,8	21,7%
Marża brutto ze sprzedaży	9,6%	11,8%	---	11,9%	---	---	---	11,5%	12,8%	---	13,4%	---
Marża na sprzedaży	5,7%	7,4%	---	7,6%	---	---	---	7,5%	8,5%	---	9,3%	---
marża EBITDA	8,8%	---	---	9,1%	---	---	---	9,6%	10,2%	---	10,8%	---
marża EBIT	7,2%	7,6%	---	7,5%	---	7,8%	---	8,0%	8,5%	---	9,3%	---
marża netto	7,1%	6,6%	---	6,8%	---	7,0%	---	7,5%	7,8%	---	8,4%	---

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

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CD PROJEKT**Redukuj, TP 102/akcję**

Rekomendacja z dnia 12 lutego 2024 r.

			2022	2023
Kurs [PLN]	155,2	P/E	45,0	32,2
MC [mln PLN]	15 236,4	EV/EBITDA	29,4	19,9
		EV/EBIT	38,6	30,3
		P/BV	7,7	6,5

Mimo licznych wyprzedaży które miały miejsce na przestrzeni minionego kwartału, oraz innych działań skierowanych na pobudzenie sprzedaży (udostępnienie darmowej wersji próbnej CP na konsole nowej generacji w dniach 28.03-01.04), 2Q'24 przyniósł dalszą regresję sprzedaży zarówno podstawowej gry „Cyberpunk 2077”, rozszerzenia „Phantom Liberty” oraz coraz bardziej starzejącego się „Wiedźmina 3”. Szacujemy, że na przestrzeni 2Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,7/ 0,6 mln kopii (ok. -22% q/q, - 40% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 107 mln PLN. Według naszych kalkulacji „W3” dzięki dużemu zainteresowaniu podczas Steam Summer Sale spowodowanemu najgłębszą obniżką dotychczas (90%) oraz udostępnieniu narzędzia do modyfikacji gry (REDkit) zanotował progresję sprzedaży q/q (+86%) do 1,3 mln, co pozwoliło wypracować ok. 35 mln PLN przychodów.

2Q'24 był drugim kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” kształtowała się na poziomie 5% (ok. 23 mln PLN). W miarę postępu prac nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar) koszty badań i rozwoju nadal rosły. Nasze szacunki wskazują, że mogły one osiągnąć wartość 23 mln PLN (vs 20,6 mln PLN w 1Q'24). Spodziewamy się, że koszty sprzedaży w omawianym okresie sięgnęły ok. 30 mln PLN i były zbliżone q/q. Zakładamy, że koszty związane z programem motywacyjnym wyniosły ok. 4,1 mln PLN.

W całym 2Q'24 prognozujemy 199,2 mln PLN przychodów (+32% r/r; -12% q/q), z czego zakładamy, że CDR RED odpowiadał za 156 mln PLN, a GOG.com za 43 mln PLN. Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 87,0 mln PLN (+66% r/r, -22% q/q), EBIT równy 56,9 mln PLN (+107% r/r i -30% q/q; GOG = 0,2 mln PLN) oraz zysk netto w okolicach 65,7 mln PLN (+204% r/r i -34% q/q). W związku z dalszymi postępami prac nad „P.Polaris” (powiększenie zespołu o kilka osób) zakładamy wzrost nakładów na nowe gry do poziomu ok. 56 mln PLN (vs 54 mln PLN w 1Q'24).

Mimo licznych działań skierowanych na pobudzenie sprzedaży (przeciwy, udostępnienie darmowej wersji próbnej CP na konsole czy nowego narzędzia do modyfikacji „W3”) 2Q'24 przyniósł dalszą regresję sprzedaży flagowych gier spółki. Natomiast postępujące prace nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar) przełożyły się na dalszy wzrost kosztów badań i rozwoju, tym samym na spadek marżowości. W związku z oczekiwanym przez nas spadkiem wyniku EBITDA q/q o 22% do 87 mln PLN liczymy się z potencjalną lekko negatywną reakcją na wyniki CDR. Aktualnie zakładamy, że wyjście „P.Polaris” do fazy produkcji nastąpi w 4Q'24, tym samym podtrzymujemy nasze założenie, że gra zadebiutuje na rynku najszybciej w 2027 r. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się nastawienia inwestorów do walorów CDR będzie zapowiedź „W4”, co może mieć miejsce jeszcze w 2024 r., a co powinno pokazać jaki kierunek w rozwoju IP wybrało studio.

Prowadzone projekty:

- Polaris – gra zbliża się do końca fazy pre-produkcji, pracuje nad nią zespół złożony z 407 osób (w 403 na koniec 1Q'24), jeszcze w 2H'24 gra wejdzie w fazę produkcji.
- Orion – nad grą pracuje 56 osób (vs 47 na koniec 1Q'24).
- Sirius – 39 osób czuwa nad tym projektem (vs 37 na koniec 1Q'24).
- Hadar – zespół złożony z 20 osób (płasko vs 1Q'24).
- 96 osób działa w zespole Shared Services, który aktualnie w większości wspiera „Polaris”, a dodatkowe 13 osób zajmuje się innymi projektami.
- Remake Wiedźmina – trwają prace koncepcyjne.
- Spółka rozważa udzielenie IP podmiotom trzecim na produkcję mobilnych wersji gier.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r
Przychody	150,5	199,2	32,4%	325,2	426,0	31,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	97,5	140,8	44,5%	218,0	305,6	40,2%
EBITDA	52,3	87,0	66,2%	148,9	198,3	33,1%
EBIT	27,5	56,9	106,6%	99,1	138,2	39,5%
Zysk brutto	40,4	74,5	84,7%	120,7	171,7	42,2%
Zysk netto	21,6	65,7	204,0%	91,3	165,7	81,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	64,8%	70,7%		67,0%	71,7%	
Marża EBITDA	34,8%	43,7%		45,8%	46,5%	
Marża EBIT	18,3%	28,6%		30,5%	32,4%	
Marża zysku netto	14,4%	33,0%		28,1%	38,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

CELON PHARMA

			2022	2023
Kurs [PLN]	27,3	P/E	-35,5	-49,5
MC [mln PLN]	1 228,5	EV/EBITDA	197,8	60,9
		EV/EBIT	-35,8	-50,9
		P/BV	2,9	3,1

W związku z wprowadzeniem do sprzedaży nowego leku generycznego Zarixa (zamiennik Xarelto) i zatowarowaniem aptek, które miało miejsce w 2Q'24 spodziewamy się istotnego wzrostu przychodów ze sprzedaży leków (+23% r/r). Pod względem dotacji 2Q'23 stanowi bardzo wysoką bazę ze względu na opóźnienia w przyznawaniu dofinansowań na początku 2023 r. W 2Q'24 oczekujemy ok. 13 mln PLN przychodów z tytułu dotacji i ok. 0,5 mln PLN z tytułu pozostałej sprzedaży. Całościowo daje to 65,5 mln PLN przychodów (-5,0% r/r).

W związku ze wzrostem sprzedaży leków w segmencie generycznym, wzrosły też koszty zużycia surowców. Dodatkowo istotny wzrost r/r odnotowały świadczenia pracownicze (spodziewamy się zatrudnienia nowych osób do działu handlowego Zarixy), stąd prognozujemy ujemny poziom EBIT w wysokości -3,0 mln PLN oraz -0,9 mln PLN zysku netto. Zyska EBITDA szacujemy na 9,4 mln PLN, z czego 18,4 mln PLN (+25,7%) w segmencie generycznym oraz strata -10,0 mln PLN w segmencie innowacyjnym.

2Q'24 był istotnym okresem w historii spółki dzięki zawarciu umowy partneringowej z Tang Capital. W tym okresie wpłynęło do spółki 40,5 mln PLN z emisji akcji, które objął partner, co powiększy kwotę środków pieniężnych. Warto odnotować, że na koniec 1Q'24 pozycja ta wyniosła 32,7 mln PLN.

Prognozowany spadek wyników w 2Q'24 wynika z wysokiej bazy przychodów z dotacji, które miały miejsce w 2Q'23. Przychody te bezpośrednio wpływają na wynik, istotnie podnosząc rentowność spółki.

Prognoza wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r
Przychody	69,0	65,5	-5,0%	112,8	105,8	-6,2%
ze sprzedaży leków	42,2	51,9	23,0%	81,2	86,7	6,8%
z tytułu dotacji	25,7	13,0	-49,3%	30,3	17,1	-43,7%
pozostałe	1,0	0,5	-47,7%	1,3	2,0	57,2%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	5,4	-3,0	-	-8,2	-20,9	-
EBITDA	18,1	9,4	-48,1%	16,3	4,3	-73,9%
s. leków generycznych	14,6	18,4	25,7%	31,4	28,2	-10,2%
s. innowacyjny	3,5	-10,0	-	-15,1	-24,9	-
Wynik netto	3,1	-0,9	-128,6%	-6,3	-16,6	-

Źródło: BDM

Analityk:

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

CI GAMES

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	1,59	P/E	35,5	20,1	50,6
MC [mln PLN]	290,0	EV/EBITDA	17,7	2,7	6,7
		EV/EBIT	36,4	8,3	44,9
		P/BV	2,0	1,8	2,1

Drugi kwartał 2024 r. stał pod dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” wydaną w połowie października’23. Mimo licznych aktualizacji oceny tego tytułu pozostają na poziomie zaledwie 63% pozytywów, co nie pomagało w poprawie jego monetyzacji. Sytuacja ta w połączeniu z silną konkurencją panującą na rynku wymusiła na spółce sięgnięcie po jeszcze głębszą obniżkę cennika (o 50%). Szacujemy, że w całym 2Q’24 sprzedaż „LoTF” wyniosła ok. 110-120 tys. sztuk (-20% q/q), co przełożyło się na ok. 9 mln PLN przychodów. Zakładamy, że backcatalogue dołoży od siebie ok. 11 mln PLN. Tym samym łącznie na poziomie przychodów prognozujemy 19,8 mln PLN (+59% r/r).

Przypominamy, że na początku maja’24 spółka podjęła decyzję o zwolnieniu ok. 30 osób (od początku redukcja zatrudnienia sięgnęła ok. 49 osób), co już w 2Q’24 powinno przełożyć się na redukcję kosztów zatrudnienia. Po znaczącym ograniczeniu wydatków marketingowych w 1Q’24, oczekujemy utrzymania zbliżonego poziomu kosztów z tego tytułu q/q. Mając powyższe na uwadze szacujemy, że w 2Q’24 spółka wypracowała 13,0 mln PLN EBITDA (vs -1,0 mln PLN w 2Q’23) oraz 2,0 mln PLN zysku netto n.j.d. (vs -2,8 mln PLN w 2Q’23).

Oceniamy miniony kwartał lekko negatywnie. Z jednej strony utrzymujące się słabe oceny „Lords of the Fallen” wraz z silną konkurencją na rynku wymuszają na spółce sięgnięcie po głębszą obniżkę cennika (o 50%), co przekłada się na dalszą regresję przychodów z tego tytułu. Z drugiej zaś, oczekujemy, że działania restrukturyzacyjne rozpoczęte na początku 2024 r. zaczną przekładać się na poprawę marżowości dewelopera. Najważniejsze dla spółki obecnie jest zabezpieczenie finansowania dla prowadzonych projektów, które częściowo zostanie zaspokojone poprzez dalszą sprzedaż „LoTF” jak i wpływy z umowy z Epic Games oraz z Game Pass.

- **Umowa z Epic** – w czerwcu spółka zakomunikowała o podpisaniu wiążącego porozumienia z Epic dotyczącego wydania sequela LoTF na PC. CI G ma udzielić Epic Games prawa wyłącznej globalnej dystrybucji kolejnej części gry „Lords of the Fallen” na platformie PC przez cały cykl sprzedaży produktu. Data premiery gry planowana jest na 2026 rok. Prawa do gry oraz do serii, w tym także prawa do wydania i dystrybucji gry na wszystkich innych /platformach pozostaną przy CI Games. Strony aktualnie uzgadniają szczegóły umowy wydawniczej.

- **Redukcja zatrudnienia** – w maju’24 spółka poinformowała o kolejnej redukcji zatrudnienia, tym razem o 30 osób. łącznie od początku 2024 r. CI G zwolniło ok. 49 osób.

- **„Project Survive”** – CI Games otrzymał raport agencji specjalizującej się w ocenie projektów w różnych fazach rozwoju, dotyczący projektu "Survive", wynika z niego, że część mechanik gry nie spełnia założeń projektu. Spółka oceniła, że premiera gry w 2025 roku jest istotnie zagrożona. Gra otrzymała wydłużony czas na pomyślne ukończenie etapu vertical slice - zanim wejdzie do fazy pełnej produkcji.

- **Game Pass** – na przestrzeni maja CI Games zawarł umowę z Microsoft, której przedmiotem jest udostępnienie w 2024 r. gier „Lords of the Fallen” oraz „Sniper Ghost Warrior Contracts 2” w Game Pass’ie.

Zmiana vs nasze ostatnie prognozy wynika w głównej mierze z gorszej od oczekiwań sprzedaży gry „Lords of the Fallen, głębszych przecen cennika oraz wyższych kosztów operacyjnych.

Prognozy wyników na 2Q’2024 [mln PLN]

	2Q’23	2Q’24P	zmiana r/r	1H’23	1H’24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	12,4	19,8	59,3%	22,2	41,6	86,9%	245,0	80,6	-67,1%
EBITDA	-1,0	13,0	-	0,2	24,1	-	97,6	50,5	-48,3%
EBIT	-3,4	2,5	-	-4,0	2,2	-	31,5	7,5	-76,1%
Zysk/ strata netto	-2,6	2,2	-	-3,1	2,2	-	14,5	6,9	-52,3%
Zysk/ strata netto n.j.d.	-2,8	2,0	-	-3,6	1,9	-	13,0	6,2	-52,4%
Marża EBITDA	-8,2%	65,8%		0,9%	58,1%		39,8%	62,6%	
Marża EBIT	-27,5%	12,5%		-18,0%	5,4%		12,9%	9,3%	
Marża zysku netto	-21,0%	11,0%		-14,1%	5,3%		5,9%	8,6%	
Marża zysku netto n.j.d.	-22,8%	10,0%		-16,1%	4,7%		5,3%	7,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

CREEPY JAR**Kupuj, TP 760/akcję**

Rekomendacja z dnia 27 lutego 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	499,0	P/E adj.	7,8	15,3	20,0
MC [mln PLN]	349,0	EV/EBITDA adj.	4,0	12,6	15,9
		EV/EBIT adj.	4,2	13,4	17,4
		P/BV	3,4	3,6	3,1

Drugi kwartał 2024 r. dla CRJ to okres, w którym spółka wydała nowy dodatek „Anteater” do PCtovej wersji „Green Hell’a”, co wraz z głębszymi wyprzedzami sięgającymi 68% wspierała sprzedaż ilością tego tytułu. Mimo umocnienia USD, średni przychód z każdej sprzedanej kopii uległ dalszej regresji. Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 450 tys. kopii tej produkcji (brutto), z czego 89% stanowiła wersja PC – ok. 400 tys. (+40% q/q)/ 9% - ok. 40 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS)/ 2% - ok. 10 tys. wersja VR. Mając powyższe na uwadze prognozujemy przychody spółki w 2Q'24 na poziomie 7,1 mln PLN (-10,6% r/r).

W związku z trwającymi pracami nad wersją „GH” na nowe konsole, przewidujemy, że koszty związane z usługami obcymi pozostają na zbliżonym poziomie q/q (ok. 1,7 mln PLN). Mając na uwadze brak większych zmian w zatrudnieniu, oczekujemy stabilnego q/q poziomu wynagrodzeń (ok. 2,2 mln PLN, z czego 1,3 mln PLN dotyczy programu motywacyjnego) oraz nakładów inwestycyjnych. Oczekujemy, że w omawianym okresie przychody finansowe z tyt. odsetek oscylowały w okolicach 1 mln PLN. W całym w 2Q'24 prognozujemy 4,1 mln PLN skoryg. EBITDA (+43,0% r/r) oraz 4,3 mln PLN skoryg. zysku netto (+23,2% r/r).

Oczekiwana poprawa r/r wyników jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego za pomocą dodatkowego kontentu i manewrowania cennikiem (blisko 6 letniej gry, której przychody przekroczyły 200 mln PLN). Mając na uwadze wyniki 2Q'24 jak i obecną sprzedaż podnosimy naszą całoroczną prognozę dla CRJ. Liczymy na pozytywny odbiór raportu za 2Q'24. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje zbliżająca się dużymi krokami premiera „StarRupture” (zakładamy 1Q'25). Oczekujemy, że już 3Q'24 będzie znacznie atrakcyjniejszym okresem pod względem aktywności marketingowej, co powinno przekładać się na rozbudowę zainteresowania najnowszym projektem CRJ.

„StarRupture” – spółka ukończyła prace nad drugim z czterech milestone'ów w trybie road to EA”. Coraz więcej elementów uzyskuje docelowy poziom EA jakości, a prace podążają zgodnie z wyznaczonym harmonogramem. Liczymy, że gampelay gry zostanie udostępniony przedstawiony w 3Q'24.

„Green Hell 2” – spółka rozpoczęła intensywne prace nad kierunkiem tego projektu (prace koncepcyjne powinny się zamknąć do końca 2024 r.). Wkrótce CRJ zamierza podzielić się przemyśleniami co do kierunku rozwoju tego IP. Zespół wkrótce zacznie pracować nad prototypami do gry. Projekt będzie tworzony na silniku UE5. Zdanie przedstawicieli spółki prace nad grą powinny przebiegać szybciej niż nad StarRupture.

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

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	7,9	7,1	-10,6%	19,9	14,4	-27,9%	37,5	29,2	-22,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2,7	2,5	-7,8%	11,4	5,1	-55,5%	16,5	10,0	-39,5%
EBITDA	2,9	2,8	-2,5%	11,9	6,0	-49,3%	17,1	11,6	-32,0%
EBITDA adj.	2,9	4,1	43,0%	11,9	8,5	-28,2%	22,7	16,7	-26,3%
EBIT	2,5	2,5	-3,6%	11,2	5,3	-52,4%	15,8	10,2	-35,1%
EBIT adj.	2,5	3,8	47,5%	11,2	7,8	-30,1%	21,3	15,3	-28,2%
Zysk brutto	3,8	3,3	-12,7%	13,8	7,2	-47,9%	20,7	13,8	-33,3%
Zysk netto	3,5	3,0	-13,9%	12,8	6,3	-50,6%	18,3	12,4	-32,5%
Zysk netto adj.	3,5	4,3	23,2%	12,8	8,8	-31,0%	23,9	17,5	-26,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	33,5%	34,6%		57,2%	35,3%		44,0%	34,1%	
Marża EBITDA	36,0%	39,3%		59,5%	41,8%		45,5%	39,7%	
Marża EBITDA adj.	36,0%	57,6%		59,5%	59,2%		60,4%	57,1%	
Marża EBIT	32,1%	34,6%		56,1%	37,0%		42,0%	35,0%	
Marża EBIT adj.	32,1%	52,9%		56,1%	54,4%		56,9%	52,4%	
Marża zysku netto	44,1%	42,5%		64,2%	44,0%		48,9%	42,3%	
Marża zysku netto adj.	44,1%	60,8%		64,2%	61,4%		63,8%	59,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

CYFROWY POLSAT

Kupuj, TP 14,05/akcję

Rekomendacja z dnia 22 lipca 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	11,52	P/E	26,5x	27,8x	26,6x
Kapitalizacja [PLN m]	7 368	EV/EBITDA	6,0x	5,8x	5,3x
EV [PLN m]	18 189	EV/EBIT	13,7x	13,1x	13,3x

Data publikacji raportu za Q2 2024 2024-08-21

Prognozy wyników na Q2 2024 [PLN m]

	Q2 23	Q2 24E	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24E LTM	y/y
Przychody razem	3 289,8	3 479,4	5,8%	13 189,6	14 021,6	6,3%
detaiczne od klientów indyw. i biznesowych	1 734,8	1 780,8	2,7%	6 972,7	7 069,9	1,4%
hurtowe	859,0	821,6	-4,4%	3 490,1	3 299,9	-5,4%
sprzedaż sprzętu	483,6	440,1	-9,0%	1 986,6	1 819,2	-8,4%
pozostałe	212,4	436,9	105,7%	740,2	1 832,6	147,6%
Koszty operacyjne	-2 945,0	-3 132,7	6,4%	-11 787,6	-12 900,8	9,4%
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-468,7	-475,2	1,4%	-1 846,4	-1 925,4	4,3%
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-274,9	-296,9	8,0%	-1 093,3	-1 208,1	10,5%
inne koszty	-2 201,4	-2 360,6	7,2%	-8 847,9	-9 767,4	10,4%
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	0,0	0,0		153,2	229,7	49,9%
Pozostałe przychody / koszty	-15,0	3,0*		-30,6	135,1	
EBITDA	798,5	837,7	4,9%	3 371,0	3 455,6	2,5%
EBITDA skor.	798,5	815,7	2,2%	3 217,8	3 039,9	-5,5%
EBIT	329,8	349,8	6,1%	1 524,6	1 485,6	-2,6%
Wynik działalności inwestycyjnej	21,0	81,2	286,5%	52,7	221,0	319,3%
Saldo finansowe netto	-300,7	-267,0		-998,8	-993,9	
Wynik brutto	40,2	163,9	307,7%	644,5	732,0	13,6%
Wynik netto	-7,3	100,3		453,4	501,7	10,7%
EBITDA skor. według segmentów:						
Segment usług B2C i B2B	635,0	602,8	-5,1%	2 793,1	2 463,7	-11,8%
Segment mediowy: TV i online	156,7	157,5	0,5%	501,9	470,4	-6,3%
Segment nieruchomości	6,0	5,6	-6,3%	24,2	20,3	-16,1%
Segment zielonej energii	0,0	49,8		0,0	71,8	

* w Q2 2024 uwzględniamy na pozostałym saldzie operacyjnym efekt +22 mln PLN ze sprzedaży pakietu adresów protokołu komunikacyjnego IPv4 (z tej transakcji dodatni wynik został już ujęty w Q1 2024 w kwocie +164 mln PLN)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że pozytywne impulsy biznesowe widoczne w Q1 2024 będą widoczne także w Q2 2024. Zwracamy uwagę, że nasza obecna symulacja na Q2 2024 na poziomie EBITDA skor. jest wyższa o około 6% względem założeń zawartych w raporcie analitycznym z dnia 2024-05-08 (jest 815,7 mln PLN vs 768 mln PLN). Rewizja w górę to efekt bardziej optymistycznego nastawienia do segmentu B2C i B2B (dynamiczna poprawa ARPU w ujęciu r/r) oraz zakładanym wyższym wynikom w segmencie zielonej energii.

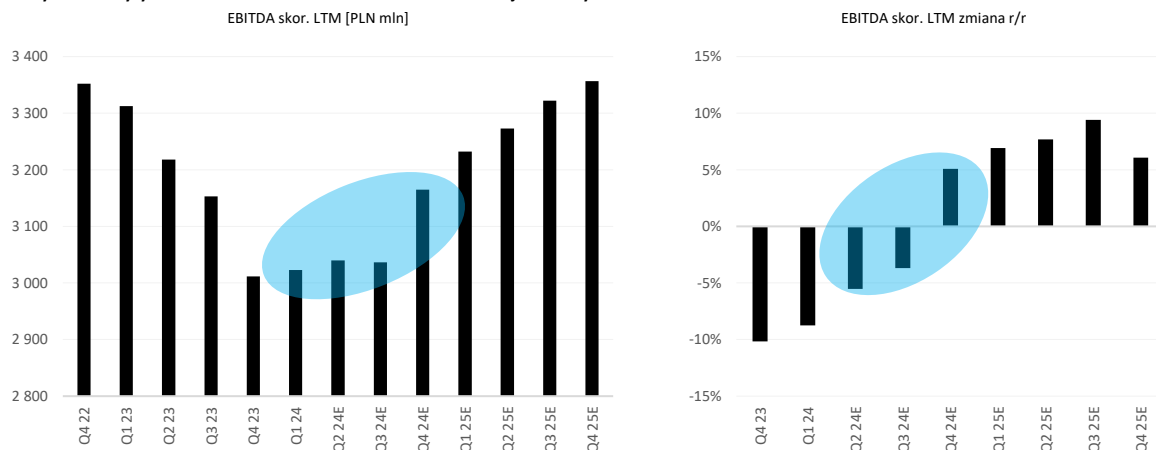
W segmencie usług B2C i B2B przyjęliśmy założenie wzrostu ARPU klienta B2C na poziomie blisko 4,9% r/r (przypominamy, że w Q1 2024 odczyt ARPU wskazał na wzrost o blisko 4,5% r/r). W symulacji staramy się także uwzględnić spodziewaną przez nas względną poprawę danych dot. RGU.

W segmencie mediowym oczekujemy dobrych dynamik przychodowych z reklamy telewizyjnej. Przyjęliśmy założenie, że odczyt CPS z wpływów reklamy będzie tylko niewiele poniżej danych szerokiego rynku (przypominamy, że w czerwcu'24 odbywały się już transmisje Mistrzostw Europy w piłce nożnej).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że w Q2 2024 przychody spółki wzrosły o 5,8% r/r. Odczyt EBITDA skor. według naszej symulacji mógł wynieść 815,7 mln PLN (+2,2% r/r). Odczyt LTM EBITDA skor. po Q2 2024 będzie wg naszej symulacji na granicy 3,04 mld PLN (-5,5% r/r).

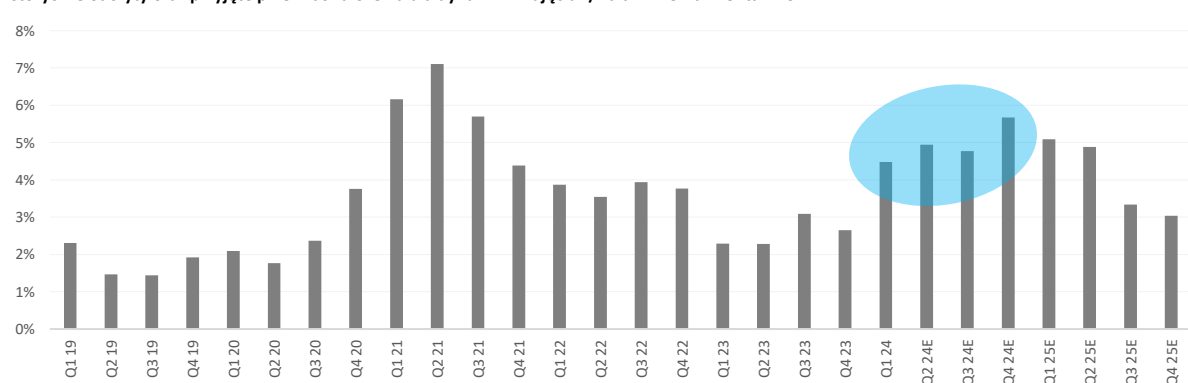
Wynik EBIT za Q2 2024 zakładamy na poziomie 349,8 mln PLN (+6,1% r/r). Finalnie nasza symulacja wskazuje, że wynik brutto w Q2 2024 mógł wynieść 163,9 mln PLN, a wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q2 2024 szacujemy na 100,3 mln PLN.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty oraz przyjęte przez nas założenia dla dynamiki w ujęciu r/r dla ARPU na klienta B2C



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

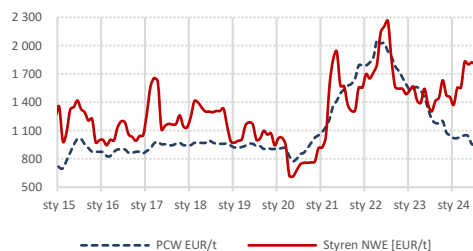
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DECORA

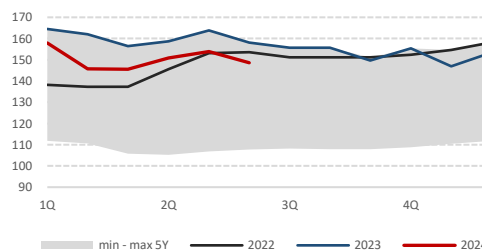
			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	56,6	P/E	8,9	8,1	7,3	7,8
MC [mln PLN]	597,0	EV/EBITDA	6,4	5,4	4,7	4,8
		EV/EBIT	7,8	6,6	5,7	5,8
		P/BV	2,0	1,7	1,5	1,5

Oferta spółki skoncentrowana została w 2023 roku na grupie asortymentowej Flooring (77% przychodów ogółem). Decora w ubiegłym roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC). Według spółki jest ona obecnie jedynym w Europie podmiotem, który dostarcza jednocześnie podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe z własnej produkcji. Poprzedni rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości (każdy kwartał przyniósł istotną poprawę EBITDA w ujęciu r/r). Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Zarówno w 1Q'23 jak i 2Q'24 ceny PCV nadal były wyraźnie niższe r/r, natomiast odbiły ceny styrenu (w 2Q'24 średnia najwyższa od 3Q'22).

W 1Q'24 spółka odnotowała pierwszy od 2Q'20 spadek sprzedaży r/r, do czego przyczynił się przede wszystkim rynek Europy Zachodniej (ok 1/3 sprzedaży). W 2Q'24 koniunktura na rynku materiałów w tym obszarze pozostawała nadal słaba, nie sprzyjał także mocny PLN (zarówno do EUR jak i walut koszyka CEE). Także w Polsce rynek popytowo nadal jest wymagający, a indeks PSB wskazuje na spadki cen w obszarze „wykończenia”. Natomiast widzimy przestrzeń nadal do poprawy r/r rentowności (dalsze spadki PCV, słaby USD sprzyja także marżom na towarach handlowych). Baza z 2Q'23 na marży brutto ze sprzedaży nie jest jeszcze wymagająca (zakładamy, że dopiero 2H'24 może być większym wyzwaniem pod tym kątem). W 2Q'24 oczekujemy 140 mln PLN przychodów, 29,6 mln PLN EBITDA (+32% r/r) oraz 19,1 mln PLN zysku netto (+14% r/r). Przy prognozie całorocznej zwracamy uwagę, że wynik netto 2023 był wsparty przez 6,2 mln PLN różnic kursowych, czego nie zakładamy w 2024 roku.

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)


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

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	142,6	140,0	-1,8%	294,7	285,7	-3,0%	570,9	563,3	-1,3%	602,6	7,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	48,1	55,0	14,2%	101,0	115,7	14,6%	209,6	221,5	5,7%	237,6	7,3%
Zysk na sprzedaży	18,1	24,7	36,5%	39,1	53,4	36,5%	84,2	94,5	12,2%	102,8	8,7%
EBITDA	22,5	29,6	31,6%	47,1	62,5	32,8%	103,2	114,0	10,5%	122,8	7,7%
EBIT	18,1	24,2	34,2%	38,8	51,7	33,4%	84,1	92,3	9,8%	101,3	9,7%
Zysk brutto	20,9	23,6	12,8%	41,4	51,0	23,2%	86,1	90,2	4,8%	101,3	12,3%
Zysk netto	16,8	19,1	13,6%	33,4	41,6	24,5%	66,9	73,4	9,6%	82,0	11,7%
Marża brutto ze sprzedaży	33,8%	39,3%		34,3%	40,5%		36,7%	39,3%		39,4%	
Marża na sprzedaży	12,7%	17,7%		13,3%	18,7%		14,8%	16,8%		17,1%	
marża EBITDA	15,8%	21,2%		16,0%	21,9%		18,1%	20,2%		20,4%	
marża EBIT	12,7%	17,3%		13,2%	18,1%		14,7%	16,4%		16,8%	
marża netto	11,8%	13,7%		11,3%	14,6%		11,7%	13,0%		13,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	58,2	P/E	5,4	4,4	5,5	5,6
MC [mln PLN]	484,6	EV/EBITDA	4,1	4,0	3,8	3,4
		EV/EBIT	4,7	4,4	4,3	3,9
		P/BV	0,9	0,7	0,7	0,6

Budownictwo. Backlog po 1Q'24 w segmencie budowlanym wynosił 687 mln PLN (vs 535 mln PLN po 4Q'23 oraz 828 mln PLN rok wcześniej). W 2Q'24 zakładamy, że spółka pokaże nieco wyższe przychody q/q (i także r/r). Zakładamy niższą rentowność r/r (w 2023 roku działał efekt przeszacowania marż w górę przy poprawie otoczenia kosztowego, obecnie w portfelu są już głównie kontrakty z trudniejszego rynku pod kątem konkurencji).

Deweloperka. W 2Q'24 sprzedano 121 lokali oraz przekazano 64 lokale (vs 73 rok temu). Przekazania podobnie jak w 1Q'24 przypadać mogły głównie na segment popularny, zakładamy nieco niższą średnią cenę r/r i wyższą marżowość. W całym 2024 roku spółka planuje zrealizować przekazania 500 lokali, co ma przełożyć się na 400 mln PLN przychodów (w 2H'24 z kolei duży powinien być udział projektów premium, co wyraźnie podbić powinno średnią cenę vs 1H'24).

Produkcja. Ubiegły rok przynosił stabilizowanie się wyników na niskich poziomach. W 1Q'24 segment pozytywnie zaskoczył wysoką marżą (z jednej strony efekt optymalizacji kosztowej z poprzednich miesięcy, ale częściowo też prawdopodobnie pojedyncze wyżej marżowe zlecenia). Nie zakładamy, że w 2Q'24 uda się powtórzyć początek roku, ale oczekujemy, że segment będzie stopniowo wychodził z dołka.

Pozostałe. W tym obszarze spółka w ostatnich kwartałach prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 2Q'24 zakładamy stratę na poziomie 5-6 mln PLN (-7 mln PLN w 1Q'24, -2 mln PLN w 2Q'23).

Podsumowując, zakładamy w 2Q'24 342,9 mln PLN przychodów, 19,4 mln PLN EBIT (budownictwo: +15 mln PLN, deweloper: +7 mln PLN, produkcja: +2 mln PLN, pozostałe: -5 mln PLN, w 2Q'23 było to odpowiednio: +17 / +11 / +2 / -2 mln PLN) oraz 13,1 mln PLN zysku netto.

W całym 2024 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,7 mld PLN przychodów, 141 mln PLN EBIT (w tym 100 mln PLN deweloper) oraz 109 mln PLN zysku netto. Wyniki 2H'24 są w dużej mierze uzależnione od poziomu sprzedaży i terminowości przekazania lokali w inwestycjach premium (Sol Marina III – 140 lokali, Pino Resort – 61 lokali czy Granaria – 126 lokali)

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	298,8	342,9	14,8%	569,6	694,2	21,9%	1 568,8	1 680,4	7,1%	1 700,3	1,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,0	45,0	-19,7%	90,2	94,9	5,1%	225,8	243,5	7,8%	226,4	-7,0%
Zysk na sprzedaży	32,6	19,4	-40,5%	44,8	44,2	-1,3%	127,8	139,7	9,3%	121,8	-12,8%
EBITDA	32,8	23,0	-29,9%	47,2	53,0	12,2%	132,1	155,4	17,7%	137,2	-11,7%
EBIT	28,4	19,4	-31,7%	38,7	45,7	18,1%	115,9	141,1	21,8%	121,8	-13,7%
Zysk brutto	23,7	16,3	-31,2%	34,3	48,9	42,7%	116,9	138,2	18,2%	110,8	-19,8%
Zysk netto	16,0	13,1	-18,2%	25,6	37,5	46,9%	89,3	109,0	22,0%	88,6	-18,7%
Marża brutto ze sprzedaży	18,8%	13,1%		15,8%	13,7%		14,4%	14,5%		13,3%	
Marża na sprzedaży	10,9%	5,7%		7,9%	6,4%		8,1%	8,3%		7,2%	
marża EBITDA	11,0%	6,7%		8,3%	7,6%		8,4%	9,2%		8,1%	
marża EBIT	9,5%	5,7%		6,8%	6,6%		7,4%	8,4%		7,2%	
marża netto	5,3%	3,8%		4,5%	5,4%		5,7%	6,5%		5,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DIGITAL NETWORK

(spółka podała już wstępne dane o przychodach za Q2 2024)

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	41,0	P/E	8,1x	8,1x	7,6x
Kapitalizacja [PLN m]	174	EV/EBITDA	4,8x	3,8x	3,4x
EV [PLN m]	159	P/BV	2,9x	2,9x	2,9x

Data publikacji raportu za Q2 2024 2024-09-30

Spółka opublikowała wstępne dane o sprzedaży w Q2 2024. Według szacunków, skonsolidowane przychody w Q2 2024 wyniosły 16,4 mln PLN. W H1 2024 przychody spółki wyniosły ok 28,8 mln PLN. Publikacja pełnego raportu z wynikami planowana jest na 2024-09-30.

Dane sprzedażowe za Q2 2024 na tle naszych wcześniejszych oczekiwań [PLN m]

	Q2 23	Q2 24	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24 LTM	y/y	Q2 24E	realizacja
Przychody	14,8	16,4	11%	53,1	68,4	29%	17,0	96%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Nasza dotychczasowa prognoza wyników Digital Network [PLN m]

	Q2 23	Q2 24E	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24E LTM	y/y
Przychody	14,8	17,0	15%	53,1	69,0	30%
EBITDA	8,5	9,6	13%	26,1	36,2	39%
EBIT	5,9	6,7	14%	15,9	25,0	57%
Saldo finansowe	0,3	0,4	10%	-0,3	1,8	-618%
Wynik brutto	6,2	7,1	14%	15,5	34,3	120%
Podatek	1,0	1,6	53%	3,6	7,6	110%
Wynik netto	5,4	5,5	2%	13,7	26,8	96%
dla akcjonariuszy	4,5	4,8	6%	10,9	23,6	117%

Materiał opublikowany w dniu 2024-07-22: [TMT prognozy wyników Q2 2024 \(link\)](#)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

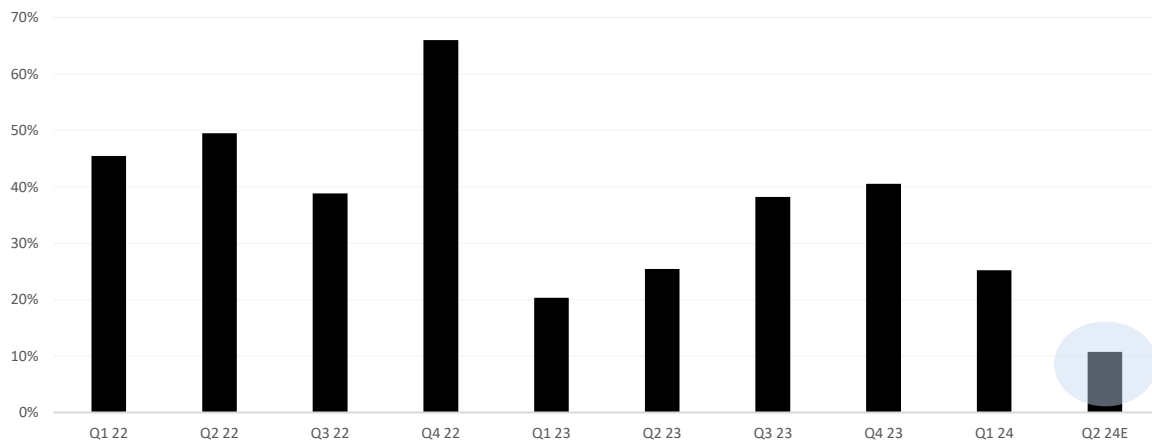
Zaprezentowany odczyt sprzedażowy za Q2 2024 wskazał na silne wygaszenie dynamiki wzrostu przychodów w ujęciu r/r. Dane są również poniżej naszych oczekiwań o ok 3,7% (zakładaliśmy 17 mln PLN versus odczyt 16,4 mln PLN). Tak jak zwracaliśmy uwagę w naszym komentarzu dotyczącym prognoz na Q2 2024 ([TMT prognozy wyników Q2 2024](#)) przygotowywaliśmy się na scenariusz, że spółka wejdzie w okienko wygaszenia dynamiki wzrostu sprzedaży do przedziału kilkunastu procent w ujęciu r/r. Z bieżącej perspektywy nasze założenia na H2 2024 zakładają wzrost przychodów o ok 19% w relacji do H2 2023. Rozbicie na kwartały (według naszej symulacji) wskazuje na potencjalny wzrost przychodów w ujęciu r/r o 24% w Q3 (efekt częściowego przesunięcia kampanii reklamowych z Q2) i o blisko 15% w Q4.

W średnim terminie, w naszej ocenie, spółka nadal będzie beneficjentem dynamicznie rosnącego obszaru DOOH. Jednocześnie jednak spodziewamy się, iż inne podmioty z branży OOH będą zdecydowanie aktywniejsze w walce o ten „kawałek tortu” rynku reklamy w Polsce. Utrzymanie zdobytych udziałów w rynku DOOH przez Digital w średnim i długim horyzoncie będzie, wg nas, sporym wyzwaniem.

Przypominamy również kalendarz publikacji raportów bieżących ze strony spółki w ostatnim okresie:

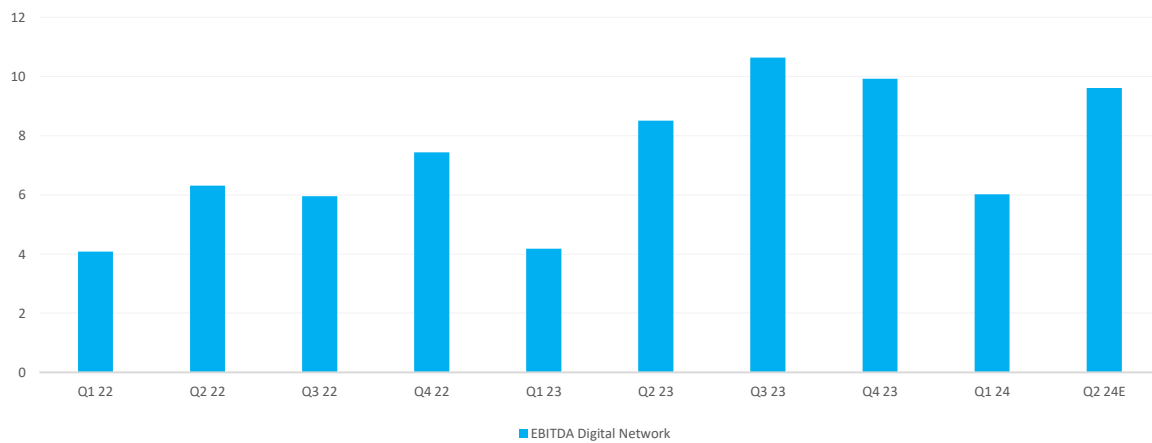
- 2024-06-14 - zawiadomienie o rozpoczęciu procesu ABB
- 2024-06-20 - zawiadomienie o odstąpieniu od sprzedaży akcji w ramach ABB
- 2024-07-30 - szacunkowe wyniki sprzedaży w drugim kwartale 2024 roku

Historyczna dynamika przychodów Digital Network w ujęciu r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DOM DEVELOPMENT

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	168,8	P/E	9,4	7,5	7,1
MC [mln PLN]	4 338	EV/EBITDA	7,5	5,8	5,4
		EV/EBIT	7,8	6,0	5,6
		P/BV	3,0	2,7	2,6

- W 2Q'24 spółka sprzedała 943 lokale (408 w Warszawie, 233 w Trójmieście, 176 we Wrocławiu, 126 w Krakowie). Jest to odczyt minimalnie wyższy niż w 2Q'23, jednocześnie nieco słabszy q/q). Po 1H'24 spółka sprzedała 1 954 lokale (vs 1 845 rok wcześniej w 1H'23).
- Przekazania w 2Q'24 wyniosły 716 lokali (+68 lokali r/r; 562 Warszawa, 63 Trójmiasto, 3 Wrocław, 88 Kraków). Istotna część przypada na Metro Zachód (226 lokali). W Warszawie spółka przekazywała lokale także m.in. w projektach Apartamenty Koło Parków, Osiedle Jagiellońska i Apartamenty Białej Koniczyny (duże lokale o wysokiej cenie jednostkowej). W Krakowie do klientów trafiły głównie lokale w projekcie Przy Malborskiej.
- Spodziewamy się w 2Q'24 przychodów na poziomie 635 mln PLN (+40% r/r, zwracamy na wysoką średnią cenę lokalu – dużo przekazania w Warszawie). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 29,1% (vs 31,0% rok temu – rok temu duży udział w przekazaniach miało Trójmiasto, które ma najwyższe marże w spółce).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 16% wyższym r/r (w 1Q'24 dynamika wyniosła 15% r/r) oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 113 mln PLN a wynik netto na 90 mln PLN.
- W 2024 roku spodziewamy się uzyskania wyższej r/r liczby przekazania (w 2023 roku spółka przekazała 3 831 lokali, plan na 2H'24 zakłada ukończenie blisko 3,1 tys lokali dla klienta detalicznego (w 1H'24 przekazano 1,6 tys lokali) – przy czym część standardowo może z 4Q'24 przesunąć się na początek kolejnego roku. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że wspierać marże w końcówce 2024 roku powinny lokale sprzedane w 2023 z wyższymi cenami (przy czym należy pamiętać o mixie sprzedażowym), jednak głównie ten efekt powinien pojawić się w 2025 roku.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	452,5	634,9	40,3%	1 274,5	1 340,8	5,2%	2 550,3	3 252,8	27,5%	3 380,8	3,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	140,1	184,8	31,9%	397,6	424,7	6,8%	815,1	1 009,3	23,8%	1 072,8	6,3%
Zysk na sprzedaży	80,1	115,3	43,9%	278,8	287,6	3,2%	570,4	733,3	28,6%	789,9	7,7%
EBITDA	79,5	119,3	50,0%	281,2	296,9	5,6%	578,9	750,5	29,6%	805,9	7,4%
EBIT	73,7	113,3	53,6%	271,0	284,9	5,1%	558,2	726,5	30,2%	781,9	7,6%
Zysk brutto	81,0	112,5	38,9%	281,8	284,2	0,8%	573,3	724,8	26,4%	771,4	6,4%
Zysk netto	63,8	90,0	41,1%	222,6	227,2	2,1%	460,2	579,7	26,0%	617,1	6,4%
Marża brutto ze sprzedaży	31,0%	29,1%		31,2%	31,7%		32,0%	31,0%		31,7%	
Marża na sprzedaży	17,7%	18,2%		21,9%	21,5%		22,4%	22,5%		23,4%	
marża EBITDA	17,6%	18,8%		22,1%	22,1%		22,7%	23,1%		23,8%	
marża EBIT	16,3%	17,8%		21,3%	21,2%		21,9%	22,3%		23,1%	
marża netto	14,1%	14,2%		17,5%	16,9%		18,0%	17,8%		18,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

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

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 1Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2024

PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ		
II kw.	Apartamenty Koło Parków (Ciołka)	Warszawa	133	kwi.24	IV kw.	Osiedle Urbino 2 ph 1	Warszawa	139	lis.24
	Metro Zachód 4 ph 5	Warszawa	44	kwi.24		Osiedle Jagiellońska 55 ph 2	Warszawa	137	lis.24
	Metro Zachód 4 ph 4	Warszawa	85	maj.24		Osiedle Jagiellońska 55 ph 3	Warszawa	45	lis.24
	Konstelacja etap 1 ph 2	Gdańsk	31	maj.24		Osiedle Przy Alejach ph 1	Warszawa	122	lis.24
	Osiedle Przy Malborskiej ph 1	Kraków	90	maj.24		Osiedle Przystanek Międzyzylesie ph 2	Warszawa	108	lis.24
	Apartamenty Białej Koniczynny ph 1	Warszawa	129	cze.24		Osiedle Wilno VII ph 1	Warszawa	60	lis.24
	Osiedle Jagiellońska 55 ph 1	Warszawa	134	cze.24		Osiedle Wilno VII ph 2	Warszawa	126	lis.24
III kw.	Metro Zachód 4 ph 6	Warszawa	125	lip.24		Apartamenty Białej Koniczynny ph 2	Warszawa	71	lis.24
	Górka Narodowa 3 ph 2	Kraków	108	lip.24		Beauforta etap 2 ph 2	Gdańsk	87	lis.24
	Osiedle Urbino 1 ph 2	Warszawa	180	wrz.24		Perspektywa etap 1 ph 7	Gdańsk	204	lis.24
	Widoki etap 1 ph 1	Gdańsk	72	wrz.24		Dynamika etap 1 ph 3	Gdańsk	114	lis.24
	Osiedle Zielna etap 3 ph 2	Wrocław	92	wrz.24		Konstelacja etap 1 ph 3	Gdańsk	51	lis.24
						Osiedle Komedii ph 5	Wrocław	115	lis.24
						Braniborska 80 ph 1	Wrocław	187	lis.24
				Apartamenty Nad Rzeką		Wrocław	152	lis.24	
				Górka Narodowa 3 ph 3		Kraków	147	lis.24	
				29. Aleja ph 1		Kraków	151	lis.24	
				Metro Zachód 5 PRS		Warszawa	397	gru.24	
				Metro Zachód 11 ph 3		Warszawa	89	gru.24	
				Osiedle Przy Błoniach etap 3 ph 1		Gdańsk	124	gru.24	
				Osiedle Zielna etap 3 ph 1		Wrocław	123	gru.24	
				Osiedle Zielna etap 3 ph 3		Wrocław	7	gru.24	
				Osiedle Harmonia		Wrocław	173	gru.24	

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Wyniki i prognozy według segmentów [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24P
Przychody ze sprzedaży	727,0	601,8	320,2	770,3	822,0	452,5	325,9	949,9	705,9	634,9
Warszawa	591,0	267,6	162,9	384,1	576,9	163,2	126,0	617,6	382,4	518,9
Wrocław	1,1	93,7	12,1	70,2	50,6	29,8	61,9	157,6	29,0	2,1
Gdańsk	82,3	162,8	58,3	227,5	123,4	241,5	134,0	130,6	261,2	56,7
Kraków	52,7	77,7	87,0	88,5	71,1	18,0	4,1	44,0	33,2	57,2
Zysk brutto ze sprzedaży	233,8	171,7	85,2	265,1	257,4	140,1	102,3	315,2	239,9	184,8
Warszawa	203,5	84,5	56,5	149,7	186,5	47,7	40,2	226,6	114,1	153,1
Wrocław	2,1	26,5	4,2	14,4	11,7	4,5	9,8	26,0	7,9	0,4
Gdańsk	29,3	59,8	21,6	92,7	52,3	84,7	52,9	52,5	109,3	19,8
Kraków	-1,3	0,9	2,8	8,4	7,0	3,3	-0,6	10,1	8,7	11,4
SG&A	50,2	60,8	56,6	66,2	58,8	60,0	60,5	65,3	67,6	69,5
Zysk na sprzedaży	183,5	110,9	28,6	198,9	198,7	80,1	41,8	249,9	172,3	115,3
Saldo PPO/PKO	-9,7	-2,2	-1,1	-7,4	-1,4	-6,4	2,5	-6,9	-0,7	-2,0
EBITDA	178,0	113,0	31,5	195,5	201,7	79,5	49,2	248,5	177,6	119,3
EBIT	173,9	108,6	27,5	191,5	197,3	73,7	44,2	242,9	171,6	113,3
Saldo finansowe	-4,1	-6,5	-2,4	1,9	-3,6	-7,2	-3,6	-0,7	-0,1	0,8
Zysk brutto	178,0	115,1	29,9	189,7	200,9	81,0	47,8	243,6	171,7	112,5
Zysk netto	141,7	94,0	23,6	150,9	158,8	63,8	37,7	200,0	137,2	90,0
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-319,9	282,9	-10,9	90,0
Dług netto	-118,7	-170,9	14,5	85,6	-66,9	-203,2	353,0	257,1	253,8	163,8
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	28,5%	26,6%	34,4%	31,3%	31,0%	31,4%	33,2%	34,0%	29,1%
Warszawa	34,4%	31,6%	34,7%	39,0%	32,3%	29,2%	31,9%	36,7%	29,8%	29,5%
Wrocław	197,9%	28,3%	35,0%	20,4%	23,1%	14,9%	15,9%	16,5%	27,3%	20,0%
Gdańsk	35,7%	36,8%	37,1%	40,7%	42,4%	35,1%	39,5%	40,2%	41,8%	35,0%
Kraków	-2,4%	1,1%	3,3%	9,5%	9,9%	18,1%	-15,0%	23,1%	26,1%	20,0%
Marża zysku na sprzedaży	25,2%	18,4%	8,9%	25,8%	24,2%	17,7%	12,8%	26,3%	24,4%	18,2%
S&GA/przychody	6,9%	10,1%	17,7%	8,6%	7,2%	13,3%	18,6%	6,9%	9,6%	10,9%
Marża EBITDA	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%	15,1%	26,2%	25,2%	18,8%
Marża EBIT	23,9%	18,1%	8,6%	24,9%	24,0%	16,3%	13,6%	25,6%	24,3%	17,8%
Marża zysku netto	19,5%	15,6%	7,4%	19,6%	19,3%	14,1%	11,6%	21,1%	19,4%	14,2%

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 31,0 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 20 maja 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	30,7	P/E	13,7	5,8	9,7	9,2
MC [mln PLN]	306,5	EV/EBITDA	7,2	4,9	5,9	5,5
		EV/EBIT	8,2	5,4	6,7	6,1
		P/BV	2,9	2,3	2,2	2,1

Po 1Q'24 backlog grupy wynosił 648 mln PLN (+5% r/r, +97% q/q – wzrost był efektem pozyskania szeregu nowych kontraktów, w tym perymetrii na rzece Bug za 227 mln PLN).

Prognozujemy, że ze względu na wysoką bazę w segmencie Sieci oraz jedynie projektową w tym okresie fazę perymetrii na Bugu, przychody w 2Q'24 spadną o 26% r/r do 95 mln PLN. Zakładamy także niższy r/r, poziom rentowności (ale nieco lepszy niż w 1Q'24). Na poziomie EBIT widoczny może być wpływ wyższych kosztów SG&A (wzrost wynagrodzeń plus rozliczenie premii po 2023 roku). Tym samym zakładamy spadek zysku netto do 4,1 mln PLN (vs 11,2 mln PLN rok temu).

Spółka na koniec 1Q'24 miała 40 mln PLN gotówki netto. Spodziewamy się wzrostu zaangażowania w kapitał obrotowy w 2Q'24 i spadku gotówki netto w okolice neutralnego poziomu.

Oczekujemy silnego przychodowo 2H'24 w związku z realizacją prac budowlanych na perymetrii (zwracamy uwagę, że ponad połowę wartości kontraktu stanowią prace budowlane i przyłącza, które raczej powinny wykonane być przed zimą, natomiast stanowiąca 30% wartości część „konfiguracyjno-szkoleniowa powinna przypaść na okres zimowy – szczegóły umowy: [link](#)). Sezonowość przychodów pomiędzy półroczami może być podobna jak w 2022 roku, kiedy realizowano istotną część perymetrii lądowej na granicy lądowej z Białorusią (25:75).

Obecny portfel zleceń spółki zabezpieczą przychody do 1H'25. Na ostatniej konferencji wynikowej spółka sygnalizowała, że widzi ożywienie w obszarze samorządowym czy przemysłowym, natomiast słabsza podaż kontraktów widoczna jest w sieciach dystrybucyjnych czy w trakcji. Na ten moment wartość portfela spółki jest relatywnie dobra na tle części konkurencji, co ogranicza ryzyko konieczności walki cenowej ze strony spółki (zwracamy uwagę, że spółka nie zdobyła m.in. kontraktu na modernizację perymetrii lądowej – umowę za 125 mln PLN podpisał w lipcu Telbud z 4-miesięcznym terminem wykonania).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	128,3	95,0	-26,0%	225,8	157,0	-30,5%	546,9	575,0	5,1%	520,0	-9,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	20,3	13,2	-35,1%	34,9	21,3	-39,2%	76,1	72,1	-5,3%	69,3	-4,0%
Zysk na sprzedaży	14,7	5,7	-61,6%	23,7	7,4	-68,7%	50,8	42,5	-16,3%	37,6	-11,6%
EBITDA	15,9	6,8	-57,2%	24,5	15,8	-35,7%	38,7	53,2	37,6%	42,2	-20,7%
EBIT	14,8	5,7	-61,8%	22,3	13,6	-39,1%	34,2	48,7	42,3%	37,6	-22,9%
Zysk brutto	14,2	5,0	-64,7%	22,1	27,3	23,7%	32,3	61,1	89,4%	39,1	-36,0%
Zysk netto	11,2	4,1	-63,6%	16,9	25,1	48,3%	22,4	52,5	134,7%	31,7	-39,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,8%	13,8%		15,5%	13,5%		13,9%	12,5%		13,3%	
Marża na sprzedaży	11,5%	5,9%		10,5%	4,7%		9,3%	7,4%		7,2%	
marża EBITDA	12,4%	7,2%		10,9%	10,0%		7,1%	9,3%		8,1%	
marża EBIT	11,5%	5,9%		9,9%	8,7%		6,3%	8,5%		7,2%	
marża netto	8,7%	4,3%		7,5%	16,0%		4,1%	9,1%		6,1%	

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

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ENTER AIR**(Kupuj, TP 77,5 PLN/akcję)**

Rekomendacja z dnia 10 czerwca 2024 r.

			2022	2023
Kurs [PLN]	63,7	P/E	6,7	16,0
MC [mln PLN]	1 117,5	EV/EBITDA	5,2	5,9
		EV/EBIT	10,1	14,5
		P/BV	6,9	3,1

W związku z innym rozkładem świąt wielkanocnych vs 2023 r. (efekt kalendarza) początek 2Q'24 przyniósł delikatny spadek operacji lotniczych r/r. Jednakże już w maju wraz z wkroczeniem w wysoki sezon, spółka ponownie mogła pochwalić się ich wyraźnym wzrostem. W omawianym kwartale spółka wykorzystywała flotę 29 samolotów (22 samoloty Boeing 737-800 oraz 7 maszyn 737 MAX 8). W pierwszej połowie czerwca do spółki dołączy 3 zakontraktowane maszyny. Podobnie jak w 2Q'23, przewoźnik zaczął stopniowo wykorzystywać ACMI pod koniec kwietnia, natomiast wszystkie cztery samoloty (wet-lease) latają od połowy maja. Oczekujemy, że w całym 2Q'24 spółka zanotowała wzrost liczby wykonywanych lotów na poziomie ok. 7% r/r. Uwzględniając m.in. spadek r/r cen paliwa lotniczego i umocnienie PLN szacujemy, że w omawianym kwartale Enter Air wypracował 750,3 mln PLN przychodów (+7,5% r/r), z czego 96,9% stanowiły usługi lotnicze (727,0 mln PLN, +7,5% r/r), a za resztę odpowiadała sprzedaż pokładowa (23,4 mln PLN, +9,1% r/r).

Dotadni wpływ na marżowość spółki w 2Q'24 powinien mieć fakt, że w ramach przygotowań do przyjęcia pięciu nowych samolotów, przeglądy floty przed wysokim sezonem 2024 zostały skumulowane w dwóch kwartałach (4Q'23 i 1Q'24) zamiast trzech (4Q'22, 1Q'23, 2Q'23) jak to miało miejsce rok temu.

Według naszych kalkulacji, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł 99,1 mln PLN (93,3 mln PLN – usługi lotnicze, 5,8 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA prognozujemy 150,5 mln PLN (+12% r/r). Oczekujemy solidnego wyniku z JV (Chair + Fly4) w 2Q'24 na poziomie ok. 6 mln PLN oraz delikatnego negatywnego wpływu wykorzystywanego zabezpieczenia cen paliwa na wyniki spółki (ok. 6 mln PLN). Ponadto mając na uwadze wzrost floty r/r zakładamy wyższy poziom kosztów odsetek z leasingów. W związku z negatywnym wpływem różnic kursowych (ok. 9 mln PLN), szacujemy że spółka w 2Q'24 wygenerowała 44,2 mln PLN zysku netto. Po oczyszczeniu wyniku o różnice kursowe oczekujemy zysku netto na poziomie ok. 53,2 mln PLN (+31% r/r).

W naszych prognozach z ostatniej rekomendacji liczyliśmy na wyższą dynamikę wzrostu operacji lotniczych w czerwcu (+9%), tym samym na lepsze odczyty za 2Q'24, stąd też neutralnie odbieramy wypracowane przez spółkę wyniki w tym okresie. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż dzięki wzrostowi liczby wykonywanych lotów na poziomie ok. 7% r/r oraz poprawie marżowości (m.in. efekt mniejszych obciążeń kosztowych z tyt. przeglądu i serwisu floty) spółka zanotowała najlepszy 2Q w swojej historii. Ponadto przypominamy o planach spółki dotyczących wypłaty rekordowej dywidendy (DPS = 4,4 PLN, DY = 7%). Aktualnie Enter Air wykorzystuje 33 samoloty, natomiast w sierpniu do floty dołączą 2 maszyny 737 MAX 8. Obecna flota w całości pokrywa zapotrzebowanie przewoźnika, tym samym uważamy, że ryzyko posiłkowania się ad-hoc dodatkowym wet-lease jest niewielkie.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r
Przychody	697,7	750,3	7,5%	1 011,4	1 143,2	13,0%
Usługi lotnicze	676,3	727,0	7,5%	978,2	1 102,5	12,7%
Sprzedaż pokładowa	21,4	23,4	9,1%	33,3	40,7	22,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	89,9	99,1	10,3%	86,4	86,7	0,3%
Usługi lotnicze	84,5	93,3	10,3%	77,3	74,2	-4,0%
Sprzedaż pokładowa	5,4	5,8	9,1%	9,1	12,4	36,4%
EBITDA	134,6	150,5	11,8%	175,1	185,6	6,0%
EBIT	75,6	83,4	10,3%	62,4	57,4	-7,9%
Wynik netto	90,0	44,2	-50,9%	73,5	-20,1	-
Wynik netto adj.*	40,7	53,2	30,8%	-0,2	5,5	-
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	13,2%		8,5%	7,6%	
Marża EBITDA	19,3%	20,1%		17,3%	16,2%	
Marża EBIT	10,8%	11,1%		6,2%	5,0%	
Marża zysku netto	12,9%	5,9%		7,3%	-1,8%	
Marża zysku netto adj.*	5,8%	7,1%		0,0%	0,5%	

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

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

ERBUD**Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	40,7	P/E	48,5	17,6	11,4	9,6
MC [mln PLN]	485,5	EV/EBITDA	8,1	4,7	3,4	3,3
		EV/EBIT	23,0	7,6	5,4	5,1
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8

Portfel Erbudu po 1Q'24 wynosił 3,03 mld PLN (rok temu 2,57 mld PLN a po 4Q'23 2,4 mld PLN). W 2Q'24 spodziewamy się, że spółka (szósty kwartał z rzędu – biorąc pod uwagę odbudowę portfela może to być ostatni taki kwartał) odnotuje spadek przychodów r/r do 676 mln PLN (istotny spadek przede wszystkim w Ondie, ale inne główne segmenty także niżej r/r).

Marżowo 2023 rok był dla spółki wymagający, natomiast 1Q'24 przyniósł poprawę r/r (zakończenie nierentownych kontraktów). W 2Q'24 zakładamy, że marża powinna być lepsza q/q, natomiast w ujęciu r/r będzie ciężko o poprawę (wysoka baza w Ondie i przemyśle zagranicą). Tym samym zakładamy istotny spadek EBIT r/r do 3,2 mln PLN (vs 18,0 mln PLN rok wcześniej) - kubatura: +3 mln PLN, OZE: +2 mln PLN, drogi: -1 mln PLN, przemysł: +6 mln PLN, moduły: -7 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje wynik w okolicy zera.

Rok 2024 nadal będzie nadal trudny dla kubatury w Polsce, aczkolwiek zakładamy dodatni wynik segmentu vs duża strata rozpoznana w 2023. Znakiem zapytania jest ścieżka dojścia do satysfakcjonujących wyników przez segment modułów. Spółka nadal pokłada duże nadzieje w tym obszarze, jednak w 2024 nadal trudno może być o break-even. W obszarze przemysłowym zakładamy nieco niższy wynik r/r w 2024 (w 2023 spółka miała dobrą marżę zagranicą, co może być trudne do powtórzenia). Obecnie nieco słabszy w 2024 r/r wynik zakładamy w Ondie (ścieżka budowy backlogu wygląda słabiej niż wcześniej zakładaliśmy).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	861,6	675,5	-21,6%	1 582,2	1 319,8	-16,6%	3 234,4	3 162,7	-2,2%	3 418,9	8,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	76,8	46,9	-39,0%	120,5	89,5	-25,7%	209,1	233,5	11,7%	273,0	16,9%
Zysk na sprzedaży	27,6	3,2	-88,4%	19,1	-3,1	---	-1,7	41,3	---	69,2	67,6%
EBITDA	27,2	12,8	-53,0%	28,2	37,7	33,9%	57,0	102,4	79,6%	127,0	24,1%
EBIT	18,0	3,2	-82,2%	10,2	18,6	81,7%	20,1	63,0	213,6%	80,2	27,4%
Zysk brutto	6,3	0,0	-99,3%	-8,7	11,7	---	50,5	49,7	-1,5%	67,8	36,5%
Zysk netto	3,5	0,1	-96,3%	-9,9	2,9	---	10,0	27,3	172,9%	42,4	55,4%
Marża brutto ze sprzedaży	8,9%	6,9%		7,6%	6,8%		6,5%	7,4%		8,0%	
Marża na sprzedaży	3,2%	0,5%		1,2%	-0,2%		-0,1%	1,3%		2,0%	
marża EBITDA	3,2%	1,9%		1,8%	2,9%		1,8%	3,2%		3,7%	
marża EBIT	2,1%	0,5%		0,6%	1,4%		0,6%	2,0%		2,3%	
marża netto	0,4%	0,0%		-0,6%	0,2%		0,3%	0,9%		1,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ESOTIQ & HENDERSON

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	34,8	P/E	10,5	8,3	7,0
MC [mln PLN]	77,7	EV/EBITDA	3,1	3,0	2,8
		EV/EBIT	6,1	6,3	5,6
		P/BV	1,3	1,2	1,1

Według miesięcznych raportów sprzedażowych spółki, przychody w 2Q'24 wyniosły ok. 70 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że w poprzednich kwartałach finalne wyniki przewyższały szacunkowe, prognozujemy ok. 71,5 mln PLN przychodów, przy czym nadwyżkowe 1,5 mln PLN powinno wzmocnić sprzedaż internetową. Kanał online wykazuje najmocniejsze wzrosty, przekraczające 70% r/r. W naszej ocenie jest to efekt poprawy działań marketingowych i wzmacniania relacji ze stałymi klientami. Duże akcje promocyjne w ostatnim czasie są poprzedzane wyprzedażami dostępnymi tylko dla użytkowników aplikacji mobilnej lub należących do Esotiq Club.

Bardzo pozytywnie oceniamy raportowaną marżę brutto na sprzedaży. Szacujemy, że w 2Q'24 wyniosła 70,7%, co byłoby najwyższym kwartalnym wynikiem w historii spółki. W omawianym okresie spodziewamy się wzrostu kosztów SG&A o +11% r/r. Z jednej strony oczekujemy wzrostu kosztów wynagrodzeń, najmu i marketingu, co negatywnie wpłynie na wynik. Z drugiej strony w 2023 r. koszty zarządu były zawyżone przez nakłady na sklep autonomiczny, który został już otwarty. Wysoki wynik brutto na sprzedaży i relatywnie niewielki wzrost kosztów spowodowały istotny wzrost zysku operacyjnego. W 2Q'24 szacujemy EBIT na 7,5 mln PLN, wobec 3,7 mln PLN rok wcześniej. Implikuje to EBITDA na poziomie 11,4 mln PLN (+50,9% r/r).

Spółka prowadzi skup akcji własnych. W czerwcu'24 przeprowadziła transakcję sprzedaży 50 tys. akcji po 45 PLN/akcję. Szacujemy, że przyniosła ona spółce ok. 0,5 mln PLN przychodów finansowych. Koszty finansowe prognozujemy na ok. 0,9 mln PLN, stąd zysk brutto wynosi 7,0 mln PLN, a zysk netto 5,7 mln PLN wobec 1,0 mln PLN rok wcześniej. Mocny 2Q'24 oznacza silne wzrosty r/r w całym 1H'24. Poprawa otoczenia, głównie spadek kursu USD, a także utrzymujący się popyt, oraz wzrost efektywności spółki pozwalają jej na powrót na wzrostową ścieżkę wynikową.

Prognozy wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	61,1	71,5	17,0%	122,2	134,7	10,3%	275,5	293,6	6,6%
Salony własne	15,0	18,1	21,0%	28,5	32,7	14,9%	64,1	72,5	13,1%
Salony franczyzowe	25,9	27,7	7,1%	47,9	48,6	1,5%	105,3	112,0	6,4%
Internet	9,6	16,4	71,3%	23,7	31,3	32,3%	54,6	63,8	16,8%
Pozostała sprzedaż	10,7	9,2	-13,8%	21,9	21,5	-1,7%	50,1	44,7	-10,8%
Wynik brutto na sprzedaży	42,1	50,6	20,2%	80,4	92,3	14,8%	178,0	194,9	9,5%
EBITDA	7,5	11,4	50,9%	12,9	17,5	35,6%	31,6	36,2	14,7%
EBIT	3,7	7,5	101,0%	5,3	9,1	73,7%	16,0	20,1	25,6%
Zysk brutto	1,6	7,0	338,9%	1,9	7,6	290,3%	9,2	17,1	87,0%
Zysk netto	1,0	5,7	456,1%	1,2	6,0	385,2%	7,4	13,8	86,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	68,9%	70,7%		65,8%	68,5%		64,6%	66,4%	
Marża EBITDA	12,3%	15,9%		10,6%	13,0%		11,5%	12,3%	
Marża EBIT	6,1%	10,4%		4,3%	6,8%		5,8%	6,8%	
Marża zysku netto	1,7%	8,0%		1,0%	4,5%		2,7%	4,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: 666 073 972

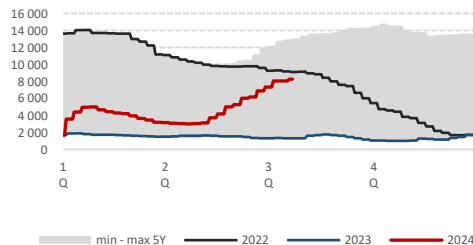
FERRO

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	36,7	P/E	11,6	11,3	10,5	9,6
MC [mln PLN]	779,6	EV/EBITDA	7,4	7,3	6,9	6,3
		EV/EBIT	8,7	8,7	8,2	7,3
		P/BV	1,7	1,7	1,6	1,5

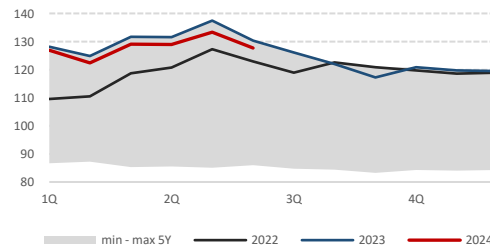
Od 3Q'23 spółka weszła w okres pozytywnej dynamiki EBITDA, czemu sprzyjało w końcu przełożenie się korzystnego otoczenia kosztowego na wyniki (m.in. umocnienie PLN vs USD, spadek kosztów frachtu - spółka ma relatywnie długi cykl rotacji zapasów w porównaniu do innych spółek z branży notowanych na GPW). Spółka odczuwa jednocześnie nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumenckie w zakresie remontów).

Spodziewamy się, że w 2Q'24 przychody mogą być minimalnie wyższe r/r (niska baza w Polsce, ale silny PLN nie jest korzystny przy dużej ekspozycji na eksport). Natomiast na poziomie EBITDA spodziewamy się, że tanie zapasy nadal jeszcze będą sprzyjać budowaniu marży (w 2H'24 może być już jednak zacząć być widoczny wzrost kosztów frachtu czy miedzi w 1H'24), ale bardziej niż w poprzednich okresach może być odczuwalny wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny. Zakładamy minimalny wzrost EBITDA do 25,3 mln PLN (z 24,3 mln PLN w 2Q'23). Na poziomie netto spodziewamy się 14,3 mln PLN (vs 12,6 mln PLN rok temu).

Ferro w drugiej połowie 2022 przedstawiło strategię do 2026 roku. Celem zarządu jest wypracowanie w 2026 roku 1,4 mld PLN przychodów oraz 193 mln PLN EBITDA. W tym roku będziemy na półmetku jej realizacji, co może skłaniać do ewentualnych weryfikacji w przypadku istotnego oddalenia od celów. W okresie 2021-2023 roku spółka miała po ok. 120 mln PLN EBITDA (przedział 118-121 mln PLN). W średnim terminie spółce może pomóc poprawa sytuacji konsumenta (wzrost dochodów realnych), Termet mógłby być także potencjalnym beneficjentem uruchomienia w Polsce środków z KPO. Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu w obszarze SEE.

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


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen kategorii instalacje/ogrzewanie na rynku polskim


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

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	182,6	184,8	1,2%	390,1	384,2	-1,5%	803,2	808,3	0,6%	861,1	6,5%
EBITDA	24,3	25,3	3,9%	53,2	55,8	4,7%	117,8	119,4	1,3%	122,6	2,6%
EBIT	20,1	20,6	2,6%	45,0	46,8	3,9%	100,1	100,7	0,6%	104,0	3,3%
Zysk brutto	15,4	18,1	17,8%	37,3	40,1	7,4%	82,8	89,1	7,6%	95,0	6,6%
Zysk netto	12,6	14,3	13,3%	30,1	31,0	3,1%	67,0	68,9	2,8%	74,1	7,5%
marża EBITDA	13,3%	13,7%		13,6%	14,5%		14,7%	14,8%		14,2%	
marża EBIT	11,0%	11,1%		11,5%	12,2%		12,5%	12,5%		12,1%	
marża netto	6,9%	7,7%		7,7%	8,1%		8,3%	8,5%		8,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FOREVER ENTERTAINMENT

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	4,4	P/E adj.	10,1	16,9	11,3
MC [mln PLN]	122,4	EV/EBITDA adj.	7,7	13,1	9,0
		EV/EBIT	8,1	16,5	9,2
		P/BV	3,0	2,8	2,3

2Q'24 dla Forever Entertainment był okresem, w którym wydano „Front Mission 2: Remake” na konsole i PC, jak i miały miejsce liczne przeceny, które wspierały monetyzację gier z backcatalogue. Był to również ważny okres pod względem działań marketingowych, w którym ujawniono dwa najważniejsze tytuły, nad którymi pracuje spółka: „Donkey Kong Country Returns HD” oraz „Care Bear: To The Rescue”

W związku z wyżej wspomnianymi wydarzeniami oczekujemy poprawy przychodów ze sprzedaży zarówno r/r (+17%) jak i q/q (+42%) do 9,0 mln PLN. W omawianym kwartale postępowaly prace nad wspomnianymi wyżej, dużymi tytułami, co pozwalało na utrzymać stabilne wpływy z segmentu produkcji gier na zlecenie. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, że w 2Q'24 spółce udało się wypracować 9,9 mln PLN (+30% r/r, z czego ok. 0,9 mln PLN to zmiana stanu produktów).

Mając na uwadze progresję przychodów oczekujemy, że podwyższeniu uległ poziom wypacanych tantiem dla deweloperów i właścicieli IP, co przełożyło się na wzrost usług obcych. Liczymy się również z dalszym wzrostem kosztów wynagrodzeń. Na poziomie wyniku EBITDA spodziewamy się wyniku w okolicach 3,3 mln PLN (+84% r/r). Szacujemy, że zysk netto w omawianym okresie wyniosła ok. 2,7 mln PLN (+64% r/r).

Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy pozytywnie. Prognozowany przez nas wynik EBITDA równy 3,3 mln PLN implikuje progresję r/r na poziomie 84%. Oczekujemy, że już w 3Q'24 rozwiąże się worek z długów wyczekiwanych premierami remaków („THotD2”, „Panzer Dragoon 2” czy „FM3”). Natomiast w okolicach przełomu 3/4Q'24 spodziewamy się prezentacji zaktualizowanej strategii Forever Entertainment. Jednocześnie zwracamy uwagę na wysoki potencjał komercyjny dużych tytułów nad którymi pracuje studio („Donkey Kong”, „Care Bear”), a które prawdopodobnie ukąż się na przełomie 2024/25.

„Donkey Kong Country Returns HD”

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

„Care Bear: To The Rescue”

- W maju spółka rozpoczęła kampanię marketingową gry „Care Bear: To The Rescue”.
- Premiera gry zaplanowana jest na rok 2024 na platformach PC, NS, PS, Xbox.
- Wraz z oficjalnym rozpoczęciem kampanii marketingowej gry nastąpiło ujawnienie produkcji, która do tej pory na stronie internetowej spółki (w zakładce „Premiery”) oraz w raportach okresowych widniała jako „Tytuł 2”.
- Gra została wyprodukowana na zlecenie Forever Entertainment, który będzie jej wydawcą.
- Gra będzie oferowała rozgrywkę jednoosobową bądź w trybie co-op dla 4 graczy

Dywidenda – spółka wypłaci 1,6 mln PLN zysku za 2023 r. w formie dywidendy (DPS = 0,06 PLN). Dzień dywidendy ustalono na 20 września 2024 r., natomiast termin wypłaty dywidendy nastąpi 27 września 2024 r.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	7,7	9,9	29,7%	17,7	17,0	-4,0%	36,7	46,5	26,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	1,9	3,2	71,4%	3,6	4,6	27,7%	8,8	12,7	43,4%
EBITDA	1,8	3,3	83,6%	3,7	4,8	29,8%	7,5	13,0	73,0%
EBITDA adj.	1,8	3,3	83,6%	3,7	4,8	29,8%	9,1	13,0	43,3%
EBIT	1,7	3,2	85,4%	3,6	4,6	28,7%	7,2	12,7	74,9%
Zysk netto	1,6	2,7	63,5%	2,9	3,7	28,5%	7,5	13,3	75,7%
Zysk netto adj.	1,6	2,7	63,5%	2,9	3,7	28,5%	5,9	10,6	79,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	24,2%	32,0%		20,4%	27,1%		24,0%	27,2%	
Marża EBITDA	23,4%	33,1%		21,1%	28,5%		20,5%	28,0%	
Marża EBITDA adj.	23,4%	33,1%		21,1%	28,5%		24,7%	28,0%	
Marża EBIT	22,4%	32,0%		20,2%	27,1%		19,7%	27,3%	
Marża zysku netto adj.	21,5%	27,1%		16,4%	21,9%		16,0%	22,7%	
Marża zysku netto	21,5%	27,1%		16,4%	21,9%		19,3%	22,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

HUUUGE GAMES**Kupuj, TP 35,2/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 kwietnia 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	21,5	P/E adj.	7,2	4,1	4,7
MC [mln PLN]	1 286,7	EV/EBITDA adj.	3,1	2,1	2,2
		EV/EBIT	6,6	2,4	2,6
		P/BV	1,9	2,1	1,9

Na początku lipca'24 spółka opublikowała szacunkowe przychody za 2Q'24, na poziomie których wypracowała 62,5 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -9% r/r i -7% q/q). Analizując dane z Sensor Tower oczekiwaliśmy mniejszej regresji q/q płatności w tym okresie, stąd odczyt ten stanowił dla nas rozczarowanie. Uważamy, że słabość monetyzacji mogła wynikać m.in. z mniejszego zaangażowania użytkowników przez trwające m.in. Euro 2024 czy Copa America. Według naszych szacunków przychody z flagowych gier HUUUGE wyniosły 61 mln USD w 2Q'24, co oznacza spadek o 8% r/r i 6% q/q. Pozostałe gry wraz z „Traffic Puzzle” wygenerowały strumień płatności na poziomie ok. 1,5 mln USD (-52% r/r). Zakładamy, że udział kanału DTC (Webshop) w tym okresie wzrósł z ok. 8% w 1Q'24 do ok. 12%.

Po sukcesywnym podnoszeniu wydatków na marketing od początku 2023 r., oczekujemy, że 2Q'24 przyniesie stabilizację w tym obszarze. Spodziewamy się, że poziom wydatków reklamowych sięgnął ok. 11,5 mln USD (+49% r/r). W związku z utrzymaniem dyscypliny kosztowej, oczekujemy dalszej punktowej redukcji załogi, co w krótkim terminie (odprawy) podbije koszty osobowe. Mając powyższe na uwadze zakładamy delikatny spadek q/q marżowości mobilnego dewelopera. W całym 2Q'23 prognozujemy spadek skoryg. EBITDA do ok. 19,9 mln USD (-28% r/r, -9% q/q). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ok. 1,2 mln PLN zysku. Liczymy, że spółce uda się w 2Q'24 wypracować ok. 15,5 mln USD skoryg. zysku netto.

Miniony kwartał oceniamy lekko negatywnie. Mimo utrzymania dyscypliny kosztowej, dalszy spadek przychodów przełożył się na regresję skoryg. EBITDA do 19,9 mln USD (-28% r/r, -9% q/q). Liczymy jednak, że 2H'24 za sprawą planowanych aktualizacji do flagowych gier, przyniesie poprawę wyników.

Nowe gry – na przestrzeni czerwca spółka udostępniła na rynku w fazie soft launch dwa nowe tytuły tj. „Tasty Merge Journey” i „Realmkeepers MMORPG”.

Bananaz Studios – studio daje na szybko rozwijającą się niszę skill gamingu. Doświadczony zespół m.in. w niszy social casino. HUG widzi duży potencjał w „Cash Slots” i skill gamingu, liczy na synergie.

Kanał DTC - spółka zakłada stabilny wzrost udziału tego kanału w przychodach w kolejnych okresach i stabilizację na koniec roku, dzięki pracom nad poprawą UX, zasięgiem geograficznym, metodami płatności i systemami logowania.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln USD]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	69,2	62,5	-9,7%	140,9	129,5	-8,1%	283,4	265,7	-6,3%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	48,9	45,3	-7,3%	99,5	93,2	-6,3%	200,9	192,3	-4,3%
EBITDA	26,6	18,9	-29,1%	53,6	39,5	-26,4%	103,1	84,0	-18,6%
EBITDA skoryg.	27,5	19,9	-27,8%	55,1	41,8	-24,1%	108,2	89,0	-17,7%
EBIT	24,4	16,8	-31,3%	48,9	34,9	-28,6%	94,1	75,1	-20,1%
Zysk brutto	26,5	17,9	-32,2%	52,5	38,1	-27,5%	98,8	80,7	-18,3%
Zysk netto	21,7	14,5	-33,1%	44,1	31,1	-29,6%	82,2	65,6	-20,2%
Zysk netto skoryg.	22,6	15,5	-31,4%	45,6	33,4	-26,7%	89,6	69,9	-22,0%
Marża EBITDA	38,4%	30,2%		38,0%	30,5%		36,4%	31,6%	
Marża EBITDA skoryg.	39,8%	31,8%		39,1%	32,3%		38,2%	33,5%	
Marża EBIT	35,3%	26,8%		34,7%	27,0%		33,2%	28,3%	
Marża zysku netto	31,4%	23,3%		31,3%	24,0%		29,0%	24,7%	
Marża zysku netto skoryg.	32,7%	24,9%		32,4%	25,8%		31,6%	26,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

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

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	46,0	P/E	9,5	9,1	6,9	6,5
MC [mln PLN]	335,1	EV/EBITDA	5,6	6,1	4,0	3,6
		EV/EBIT	6,4	6,9	4,4	3,9
		P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8

Spółka zaprezentowała już jednostkowe wstępne wyniki za 2Q'24 (obejmują one działalność budowlaną w Polsce i zagranicą, deweloperkę, najem i działalność pozostałą). Przychody wyniosły 35,4 mln PLN, EBITDA 2,9 mln PLN a zysk netto 3,0 mln PLN. Rok wcześniej w analogicznym okresie spółka miała 55,1 mln PLN przychodów oraz 1,0 mln PLN EBITDA. Niższe przychody mogą być pochodną głównie spadku przychodów w segmencie budowlanym. Także liczba przekazanych mieszkań mogła być nieco niższa r/r (bazując na zapasach z porównywalnych okresów). Natomiast lepsza EBITDA może być efektem bardzo niskiej bazy w segmencie budowlanym (spółka w 2Q'23 miała dużą stratę w tym obszarze).

Jednostkowe, wstępne wyniki za 2Q'24 [mln PLN]

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W wynikach skonsolidowanych ujmowany jest jeszcze Frapol. W ostatnich latach generował on średnio ok. 30-40 mln PLN przychodów kwartalnie (ostatnie kwartały są słabsze ze względu na spadek popytu z bud. jednorodzinnego). Zakładamy, że na poziomie skonsolidowanym Instal pokaże w 2Q'24 ok. 62 mln PLN przychodów i 2,5 mln PLN zysku netto.

Istotniejsze przychody w segmencie deweloperskim pojawią się pod koniec roku. Przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III (200 lokali) mają rozpocząć się w 4Q'24. Na 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (100 lokali), którego finisz zaplanowany jest na początek 2025. W ostatnim raporcie rocznym wskazano także, że rozpoczęto pierwszą inwestycję w rejonie ul. Golikówka (projekt Albatrosów obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów).

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

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	84,7	61,6	-27,2%	183,9	189,3	2,9%	418,3	355,2	-15,1%	420,2	18,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,3	14,5	8,8%	31,7	51,6	62,6%	87,2	94,2	8,1%	113,0	19,9%
Zysk na sprzedaży	1,7	2,4	44,0%	8,8	28,1	219,2%	38,7	43,9	13,4%	61,0	39,1%
EBITDA	3,0	3,8	27,8%	11,4	31,0	172,3%	48,1	49,6	3,1%	66,8	34,7%
EBIT	1,5	2,4	57,3%	8,5	28,3	233,3%	42,4	44,1	4,0%	61,0	38,4%
Zysk brutto	2,1	3,2	50,5%	9,3	29,9	219,9%	43,4	46,1	6,2%	62,5	35,7%
Zysk netto	1,4	2,5	78,9%	6,8	24,1	253,1%	35,3	37,0	4,9%	48,7	31,6%
Marża brutto ze sprzedaży	15,7%	23,5%		17,2%	27,2%		20,8%	26,5%		26,9%	
Marża na sprzedaży	2,0%	3,9%		4,8%	14,8%		9,3%	12,4%		14,5%	
marża EBITDA	3,5%	6,2%		6,2%	16,4%		11,5%	14,0%		15,9%	
marża EBIT	1,8%	3,9%		4,6%	14,9%		10,1%	12,4%		14,5%	
marża netto	1,7%	4,1%		3,7%	12,7%		8,4%	10,4%		11,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY

Akumuluj, TP 569,3/akcję (rekomenacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 28 marzec 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	822,5	P/E	14,7	13,7	12,9	12,0
MC [mln PLN]	7 937,3	EV/EBITDA	10,2	9,9	8,6	8,5
		EV/EBIT	12,9	12,6	11,1	10,5
		P/BV	4,2	4,1	3,9	3,6

Podsumowanie wyników 2Q'24

- Spółka w drugiej połowie czerwca opublikowała szacunkowe wyniki za 2Q'24 a finalne w ostatni dzień lipca. Opublikowane dane były z nieznacznym odchyleniem wobec szacunków. EBITDA wyniosła 255,8 mln PLN (+7% r/r, -2% vs szac.) a zysk netto 166,4 mln PLN (+10% r/r, +4% vs szac.)
- Wyraźny wzrost EBITDA odnotowano w SSA zarówno r/r, jak i q/q. Porównywalny z 1Q'24 był wynik w SOG (lepiej r/r). Słabiej r/r wypadła EBITDA w SWW, ale lepiej q/q.
- Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +6 mln PLN w 2Q'24 (vs +3 mln PLN rok temu). Niska była efektywna stopa podatku (12%) ze względu na rozpoznanie aktywa podatkowego.
- Dług netto spadł do 695 mln PLN (najniżej od trzech lat). CF operacyjny był na poziomie 220 mln PLN w 2Q'24 (lekką powyżej wartości z 1Q'24).
- CAPEX wg cash flow wyniósł 88 mln PLN w 2Q'24 i 187 mln PLN w całym 1H'24. Zakończono montaż i rozruch nowej prasy w SWW, zakończono prace montażowe wyposażenia nowej hali (oraz uruchomiono procesy produkcyjne) w SSA.
- Wykonanie prognozy zarządu na 2024 na poziomie EBITDA po 1H'24 wynosi 50,6%. Zarząd podtrzymuje prognozę. Zarząd oczekuje wzrostu zadłużenia w 2H'24 o 600 mln PLN vs 2Q'24 (dywidenda, zakupu Selt).
- Zarząd nie widzi sygnałów poprawy koniunktury w dalszej części roku i oczekuje w 2H'24 poziomu popytu zbliżonego do 1H'24 przy znaczącej presji konkurencyjnej (presja na marże).
- Prognozę na 2025 rok opieramy na wzroście organicznym, wykorzystaniu nowych mocy produkcyjnych (SSA i SWW – jeszcze ograniczona kontrybucja w 2H'24) oraz konsolidacji Selt.

Wyniki wg segmentów [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24
Przychody ze sprzedaży	990,1	1 154,2	1 236,6	1 216,6	1 500,1	1 648,5	1 507,7	1 274,6	1 373,0	1 338,4	1 312,1	1 195,2	1 239,6	1 300,7
EBITDA	199,7	251,9	245,2	202,9	267,9	350,3	253,0	160,2	200,6	240,1	257,4	170,0	222,5	255,8
SOG	77,0	101,4	57,8	51,9	102,1	98,0	88,2	41,7	62,4	49,1	54,7	24,1	63,8	65,3
SWW	52,4	68,7	91,2	73,5	81,9	124,4	74,7	47,8	76,0	87,4	70,7	64,2	50,7	69,5
SSA	73,5	91,3	107,4	77,3	98,4	129,7	78,9	71,2	77,6	109,1	133,3	91,2	111,2	133,9
inne/korekty	-3,3	-9,3	-11,2	0,1	-14,5	-1,8	11,2	-0,4	-15,4	-5,6	-1,3	-9,5	-3,3	-13,0
EBIT	162,4	213,9	207,1	162,7	229,2	309,6	211,7	114,7	156,8	195,2	212,9	122,5	174,2	205,4
saldo finansowe	-1,8	-2,3	-2,5	-6,4	-5,1	-12,0	-14,5	-34,6	-16,6	-18,9	-7,7	-22,1	-12,5	-15,6
Zysk brutto	160,6	211,5	204,6	156,3	224,2	297,5	197,2	80,1	140,2	176,3	205,2	100,4	161,7	189,9
Zysk netto	137,3	161,8	167,2	128,3	174,8	246,0	170,5	87,0	135,8	151,0	181,0	71,3	150,2	166,4
CFO	98,7	93,5	131,5	45,3	84,7	57,6	208,4	383,5	297,5	254,7	327,1	268,9	206,7	219,9
Dług netto	534,5	620,1	841,3	874,9	813,3	931,4	1 015,5	1 056,3	876,7	697,7	653,3	931,1	826,8	695,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki za 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	1H'23	1H'24	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P*	zmiana r/r
Przychody	1 338,4	1 300,7	-2,8%	2 711,4	2 540,3	-6,3%	5 218,6	5 248,2	0,6%	5 751,0	9,6%
EBITDA	240,1	255,8	6,6%	440,6	478,3	8,6%	868,0	949,0	9,3%	1 072,7	13,0%
EBIT	195,2	205,4	5,2%	352,0	379,7	7,8%	687,4	746,9	8,7%	835,9	11,9%
Zysk brutto	176,3	189,9	7,7%	316,5	351,6	11,1%	622,2	684,3	10,0%	765,0	11,8%
Zysk netto	151,0	166,4	10,2%	286,8	316,6	10,4%	539,1	585,7	8,6%	618,7	5,6%
marża EBITDA	17,9%	19,7%		16,3%	18,8%		16,6%	18,1%		18,7%	
marża EBIT	14,6%	15,8%		13,0%	14,9%		13,2%	14,2%		14,5%	
marża netto	11,3%	12,8%		10,6%	12,5%		10,3%	11,2%		10,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *założono zakup spółki Selt w końcówce 2024 roku (pomijalna kontrybucja do wyników 4Q'24 i pełna w 2025 roku)

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA**Kupuj, TP 21,26/akcję**

Rekomendacja z dnia 15 lipca 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	18,2	P/E	7,0x	5,9x	5,3x
Kapitalizacja [PLN m]	361	EV/EBITDA	4,1x	3,1x	2,5x
EV [PLN m]	325	EV/EBIT	4,6x	3,6x	2,9x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-08-08				

Spodziewamy się, że po wyjątkowo mocnym odczycie za Q1 2024 również Q2 2024 wskaże na wysoką dynamikę r/r poprawy wyników spółki. W założeniach na Q2 2024 przyjęliśmy dalszą erozję wpływów z emisji o 1,6% r/r oraz wzrost przychodów z reklamy o 12,5% r/r. W omawianym okresie przyjęliśmy istotne ograniczenie działalności o niskiej marży związanej ze sprzedażą licencji (było to już widoczne w Q1 2024). Łączne przychody spółki za Q2 2024, według naszej prognozy, mogą wynieść 73,9 mln PLN.

W naszej symulacji uwzględniamy lepsze odczyty wynikowe we wszystkich kluczowych segmentach spółki. Łącznie założona przez nas poprawa wyników w relacji r/r dla Stopklatka i Zoom Tv wynosi 2,7 mln PLN. W segmencie Filmbox dzięki lepszym wpływom z reklamy założyliśmy wzrost wyniku o 0,4 mln PLN r/r (pomimo niższych wpływów z emisji).

W omawianym kwartale spodziewamy się wzrostu odczytu EBITDA skor. do 20,7 mln PLN (+20,2% r/r). Na poziomie EBIT nasza symulacja zakłada odczyt 17 mln PLN (+27,4% r/r). W ujęciu LTM nasza symulacja wskazuje na odczyt EBITDA skor. rzędu 86,9 mln PLN (+18,5% r/r) i EBIT w okolicy 76 mln PLN (+17,3% r/r). Na poziomie netto prognozujemy za Q2 2024 odczyt równy 14 mln PLN (+36,1% r/r), co w ujęciu LTM powinno przełożyć się na wartość 60,9 mln PLN (+21,7% r/r).

Prognoza wyników na Q2 2024 [PLN m]

	Q2 23	Q2 24E	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24E LTM	y/y
Przychody	74,1	73,9	-0,2%	290,3	298,8	2,9%
Emisja	37,9	37,3	-1,6%	151,7	149,3	-1,6%
Reklama	28,0	31,5	12,5%	106,5	118,8	11,5%
Sprzedaż licencji	7,2	2,5	-65,0%	26,1	22,4	-14,1%
Produkcja kanałów	0,4	2,1	388,0%	3,4	6,4	91,4%
Inne	0,5	0,5	-5,7%	2,6	1,9	-25,5%
Koszty operacyjne	-58,9	-55,3		-223,9	-223,2	
Pozostałe saldo dz. operacyjnej **	-1,8	-1,5		-1,6	0,3	
EBITDA skor.*	17,2	20,7	20,2%	73,3	86,9	18,5%
EBIT	13,4	17,0	27,4%	64,8	76,0	17,3%
Saldo finansowe	-0,4	0,3		-0,9	0,4	
Wynik brutto	13,0	17,3	33,0%	63,9	76,4	19,7%
Podatek dochodowy	-2,7	-3,3		-13,9	-15,6	
Wynik netto	10,3	14,0	36,1%	50,0	60,9	21,7%

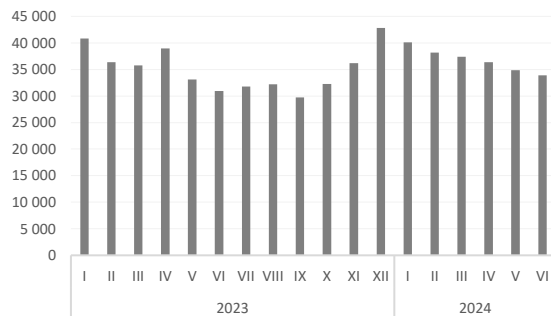
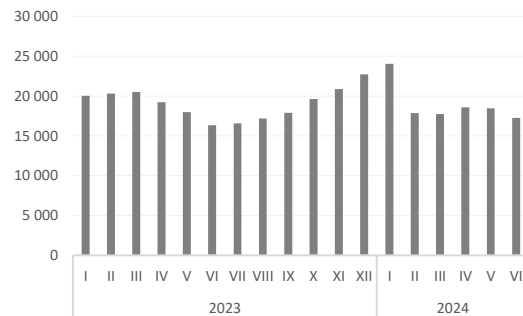
* EBITDA skor. obliczona przez BDM liczona jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż podaje spółka w raportach).

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 Q2 2023 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 1,7 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

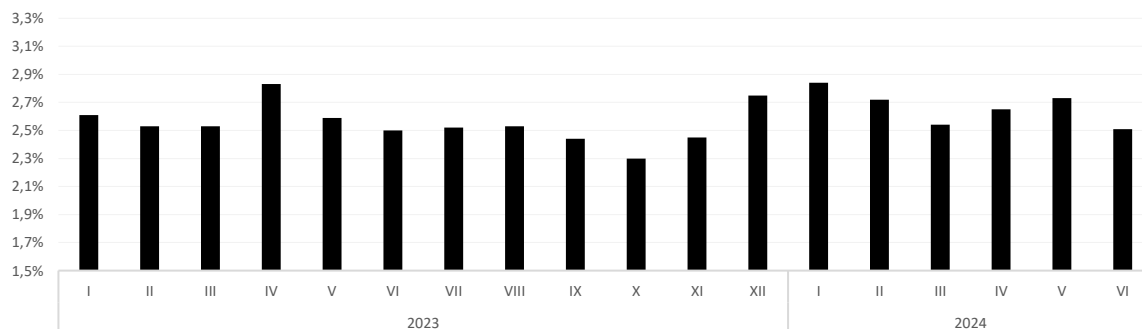
Średni udział kanałów grupy Kino Polska w widowni komercyjnej w Q1 2024 wzrósł o 5,1% r/r i wyniósł 2,70% (SHR All 16-59, Consolidated Live +2d. + OOH). Na podstawie wstępnych danych szacujemy, że w Q2 2024 udział kanałów spółki w widowni komercyjnej wyniósł blisko 2,6%, co oznacza płaski odczyt w ujęciu r/r. Biorąc pod uwagę fakt, że w czerwcu'24 miały miejsce już Mistrzostwa Europy w piłce nożnej, oceniamy dane o oglądalności anten spółki pozytywnie.

Odczyty wskaźnika ATS dla Stopklatka

Odczyty ATS dla Zoom TV


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

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

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

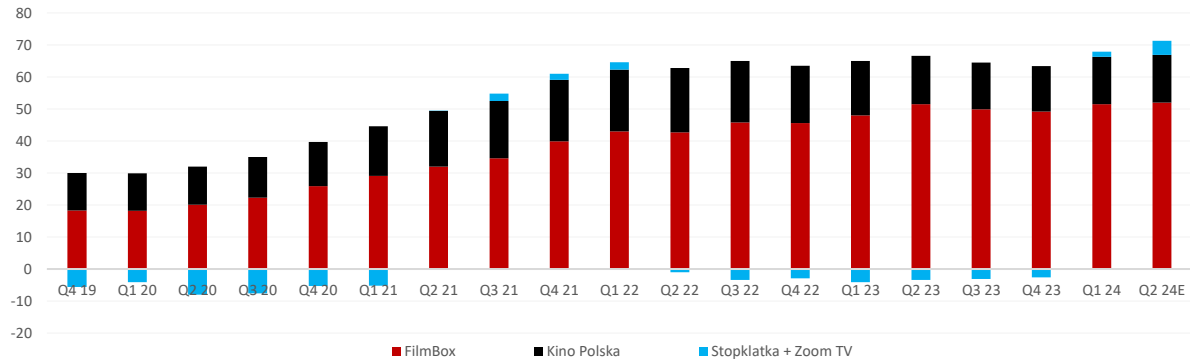
Odczyty SHR dla anten spółki


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

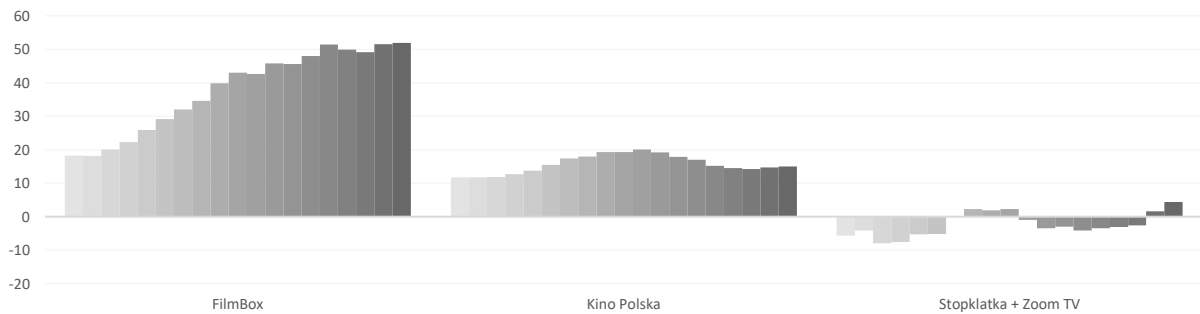
Dane obejmują sumę oglądalności dla Stopklatka, Zoom TV, Kino Polska, Kino Polska, Kino TV i Kino Polska Muzyka.

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

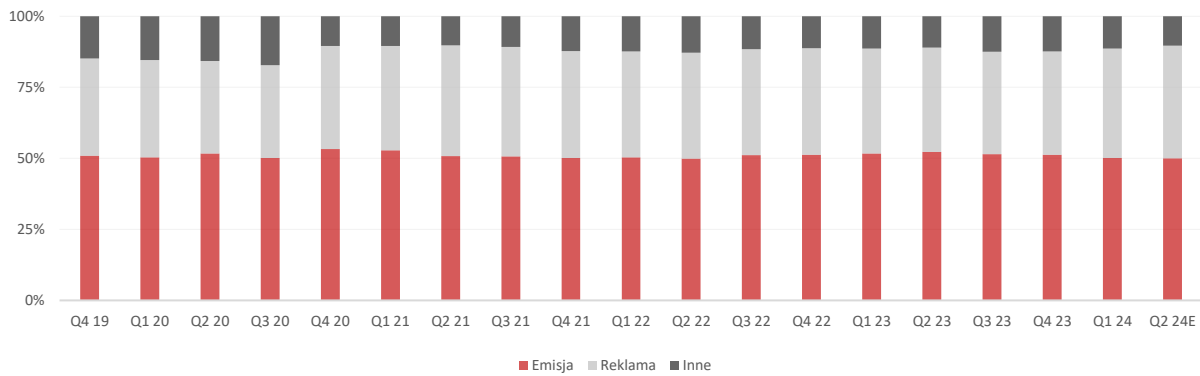
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w KPL w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q2 2024 [PLN m]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q2 2024E w ujęciu LTM [PLN m]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna struktura przychodów w KPL w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q2 2024 [% ogółu przychodów]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

MIRBUD**Akumuluj, TP 9,09/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,9	P/E	9,4	12,6	12,2	9,7
MC [mln PLN]	1 278,9	EV/EBITDA	5,3	5,7	5,6	4,1
		EV/EBIT	5,8	6,3	6,4	4,9
		P/BV	1,6	1,4	1,3	1,2

- Backlog spółki po 2Q'24 wynosi 6,09 mld PLN vs 4,78 mld PLN po 1Q'24 oraz 4,82 mld PLN rok wcześniej. W 2Q'24 spółka podpisała ponad 2 mld PLN nowych kontraktów. Dodatkowo w samym już lipcu spółka zawarła umowy na kolejne ok 2 mld PLN (w potencjalnym pipeline pozostają m.in. Izera oraz szpital w Gliwicach)
- Postęp zaawansowania kontraktów wskazuje na wzrost przychodów r/r w obszarze budowlanym. Zakładamy ok. 780 mln PLN przychodów w tym segmencie.
- Spodziewamy się nieznacznego spadku rentowności vs 1Q'24/4Q'23, ze względu na wygaśnięcie efektów „waloryzacyjnych” (zakładamy 7,0% marży segmentu budowlanego vs 6,7% w 2Q'23 i 7,7% w 1Q'24).
- Sprzedaż lokali (umowy deweloperski i rezerwacyjne) w 2Q'24 wyniosła 73 szt (vs 111 w 1Q'24). W 2Q'24 przekazano 111 lokali (vs 12 rok temu), co powinno wyraźnie wesprzeć wyniki skonsolidowane (zakładamy 53 mln PLN sprzedaży i 17 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży segmentu w 2Q'24 vs 6 / 2 mln PLN rok temu). Segment najmu zakładamy, że wypracuje 9 mln PLN sprzedaży (wyłączona Marywilska po pożarze) i -1,5 mln PLN straty brutto ze sprzedaży.
- Podsumowując w 2Q'24 spodziewamy się 807,2 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej po wyłączeniach (+19% r/r). Na poziomie marży brutto oczekujemy poprawy r/r z 8,3% do 8,4% - efekt m.in. wyższej kontrybucji segmentu deweloperskiego i poprawy r/r marży w budownictwie.
- Na poziomie salda PPO/PKO zakładamy -10 mln PLN z tytułu odpisu netto wartość Marywilskiej 44 (wartość księgowa minus ubezpieczenie, zakładamy, że finalne rozliczenie będzie jeszcze kwestia kolejnych okresów). Na EBIT oczekujemy 34 mln PLN, co implikuje 18 mln PLN zysku netto (przy 20% stopie podatku i -12,5 mln PLN na saldzie finansowym), Spodziewamy się lekko ujemnego sezonowo CF operacyjnego.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	679,9	807,2	18,7%	1 195,2	1 453,8	21,6%	3 322,4	3 410,4	2,6%	3 575,0	4,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	56,7	67,8	19,6%	100,1	146,1	46,0%	335,7	321,6	-4,2%	311,6	-3,1%
Zysk na sprzedaży	34,1	44,4	30,5%	59,0	99,0	67,9%	240,1	217,8	-9,3%	197,0	-9,5%
EBITDA	37,0	39,4	6,7%	67,0	98,5	47,0%	242,6	222,4	-8,3%	227,8	2,4%
EBIT	32,4	34,4	6,4%	58,0	88,5	52,6%	223,9	202,3	-9,6%	197,0	-2,6%
Zysk brutto	20,4	21,9	7,5%	37,0	62,8	69,9%	170,2	151,6	-10,9%	157,7	4,0%
Zysk netto	15,7	17,6	12,0%	28,8	50,8	76,4%	135,4	121,8	-10,1%	126,2	3,6%
Marża brutto ze sprzedaży	8,3%	8,4%		8,4%	10,1%		10,1%	9,4%		8,7%	
Marża na sprzedaży	5,0%	5,5%		4,9%	6,8%		7,2%	6,4%		5,5%	
marża EBITDA	5,4%	4,9%		5,6%	6,8%		7,3%	6,5%		6,4%	
marża EBIT	4,8%	4,3%		4,9%	6,1%		6,7%	5,9%		5,5%	
marża netto	2,3%	2,2%		2,4%	3,5%		4,1%	3,6%		3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE**Kupuj, TP 4,85/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P*	2025P*	2026P*
Kurs [PLN]	4,0	P/E	4,0	8,6	9,4	9,4
MC [mln PLN]	301,2*	EV/EBITDA	1,1	2,3	2,2	2,1
		EV/EBIT	1,3	3,3	3,2	2,9
		P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia, nie uwzględniają wyników i przejęcia Polwax (model w aktualizacji)

Mostostal Zabrze ma za sobą serię bardzo mocnych wyników kwartałów (przy czym 4Q'23 i 1Q'24 przyniosły już spadek sprzedaży r/r, ale marże były jeszcze wspierane przez finalne rozliczenia starszych kontraktów). Od końcówki 2022 roku backlog spółki spadł poniżej 1,0 mld PLN (578 mln PLN po 1Q'24).

2Q'24 przyniesie naszym zdaniem wyraźny spadek przychodów, EBIT i zysku netto r/r. W 1Q'24 wynik netto jeszcze urosł r/r, ale obecnie baza jest już bardzo wymagająca i przy istotnie niższym portfelu nie widzimy możliwości, aby zbliżyć się wynikowo do 2Q'23. Zakładamy, że przychody w 2Q'24 mogą wynieść ok 230-235 mln PLN, rentowność brutto ze sprzedaży powinna oscylować w okolicy 12%. Na poziomie EBIT zakładamy wynik w okolicy 9,5 mln PLN (vs 21,0 mln PLN rok temu). Wynik netto prognozujemy na poziomie 6,7 mln PLN.

Portfel spółki (-31% r/r po 1Q'24) jest na poziomach poprzedni raz widzianych w 2020 roku, co będzie przekładać się w 2024 roku na spadek przychodów r/r. Jednocześnie w 3Q'24 MS Zabrze przejmuje kontrolę nad Polwaxem (zakup akcji nowej emisji Polwaxu za 31 mln PLN, co da niespełna 50% w podwyższonym kapitale spółki). Polwax będzie konsolidowany w 2H'24, kiedy sezonowo notuje szczyt wyników (w 2H'23 miał 189 mln PLN przychodów i 12 mln PLN skoryg. EBIT, wyniki raportowane były wtedy obciążone rezerwą na spór z Orlen Projekt).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P*	zmiana r/r
Przychody	407,3	231,5	-43,2%	754,9	463,4	-38,6%	1 351,4	948,2	-29,8%	972,1	2,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	35,4	27,7	-21,7%	65,1	59,3	-9,0%	155,1	113,7	-26,7%	111,5	-1,9%
Zysk na sprzedaży	22,2	11,2	-49,3%	38,3	26,0	-32,2%	91,6	43,6	-52,4%	39,8	-8,6%
EBITDA	25,7	13,8	-46,1%	45,5	32,6	-28,3%	109,5	58,9	-46,2%	57,3	-2,8%
EBIT	21,0	9,5	-54,6%	37,4	24,2	-35,2%	93,0	41,8	-55,1%	39,8	-4,7%
Zysk brutto	27,4	9,6	-64,9%	43,8	26,0	-40,6%	100,6	45,5	-54,8%	42,4	-6,9%
Zysk netto	21,3	6,7	-68,5%	32,5	18,8	-42,0%	74,2	32,2	-56,6%	29,5	-8,5%
Marża brutto ze sprzedaży	8,7%	12,0%		8,6%	12,8%		11,5%	12,0%		11,5%	
Marża na sprzedaży	5,4%	4,9%		5,1%	5,6%		6,8%	4,6%		4,1%	
marża EBITDA	6,3%	6,0%		6,0%	7,0%		8,1%	6,2%		5,9%	
marża EBIT	5,2%	4,1%		4,9%	5,2%		6,9%	4,4%		4,1%	
marża netto	5,2%	2,9%		4,3%	4,1%		5,5%	3,4%		3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * prognozy nie uwzględniają konsolidacji wyników Polwax (model w aktualizacji) – zakładamy, że spółka będzie konsolidowana metodą pełną (MSZ ma kontrolę, mimo udziałów <50%) z wyłączeniem zysków mniejszości na poziomie netto

Wyniki Polwax za ostatnie okresy [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24
Przychody ze sprzedaży	216,5	271,9	331,2	252,4	39,5	59,4	143,2	89,1	37,2	26,7	99,5	89,0	27,2
wyroby do produkcji zniczy i świec	60,3	87,9	71,6	19,9	11,9	23,7	21,2	14,8	9,4	3,1	3,4	4,0	1,6
znicze i świece	82,6	106,6	141,7	151,3	1,4	3,8	87,3	49,2	5,6	4,0	72,3	69,5	2,7
wyroby dla przemysłu	68,9	72,7	107,4	75,7	24,9	28,2	31,0	23,3	20,3	18,5	22,4	14,6	21,7
pozostałe	4,6	4,7	10,6	5,9	1,3	3,7	3,8	1,8	1,9	1,2	1,4	1,3	1,2
Zysk brutto ze sprzedaży	34,3	33,6	48,4	29,6	2,8	10,6	23,6	11,5	0,8	1,9	12,8	14,2	-0,4
SG&A	26,2	25,0	26,7	27,4	4,8	6,6	7,9	7,4	5,1	7,1	8,6	6,7	4,4
Zysk na sprzedaży	8,1	8,6	21,7	2,2	-1,9	3,9	15,7	4,0	-4,3	-5,1	4,2	7,5	-4,9
Saldo PPO/PKO	-2,2	-1,0	-1,8	-19,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,4	-0,5	0,1	0,3	-19,7	0,0
EBITDA	6,1	1,5	8,0	4,0	-1,2	4,5	16,4	3,4	-4,0	-4,3	5,3	-11,4	-4,0
EBIT	5,9	7,6	19,9	-17,5	-2,0	3,7	15,6	2,6	-4,8	-5,0	4,5	-12,2	-4,9
Saldo finansowe	-1,1	-1,6	-9,1	-17,9	-0,1	-0,9	-2,3	-5,7	-0,7	-1,4	-2,5	-13,2	-1,0
Zysk brutto	4,8	6,0	10,8	-35,4	-5,5	-6,5	2,0	-25,4	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	3,0	4,8	8,3	-39,0	-1,7	2,3	10,5	-2,7	-4,5	-6,6	2,3	-30,2	-4,9
CFO	12,0	8,0	5,0	19,3	-34,9	-35,7	-22,5	98,0	-22,1	-69,2	27,5	83,1	-3,0
Dług netto	6,1	1,5	8,0	4,0	b.d.	b.d.	b.d.	8,0	b.d.	b.d.	b.d.	4,0	b.d.
Zobowiązania warunkowe względem Orlen Projekt	21,7	44,2	38,6	37,9	44,2	44,2	44,2	38,6	38,6	38,6	38,6	37,9	37,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, kapitał dzieli się obecnie (po emisji dla MSZ) na 61,7 mln akcji (MC przy cenie 1,76 PLN = 109 mln PLN)

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

NEUCA**Kupuj, TP 939 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 3 lipca 2023 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	813,0	P/E	22,5	19,9	15,4
MC [mln PLN]	3 585,2	EV/EBITDA	10,9	9,4	7,8
		EV/EBIT	15,6	13,4	10,5
		P/BV	3,6	3,4	3,1

Hurt apteczny

Według raportów PEX, w okresie 2Q'24 rynek apteczny wzrósł +9,3% r/r. Zakładamy, że za dużą część wzrostów odpowiadają sieci apteczne, w których Neuca ma niższe udziały, niż w segmencie aptek niezależnych. W 2Q'24 szacujemy wzrost przychodów segmentu na ok. 4% r/r do 2,8 mld PLN.

Produkcja farmaceutyków

W tym segmencie spodziewamy się wzrostu przychodów +15% r/r. Biorąc pod uwagę sezonowość z ostatnich lat, kiedy to w 2Q występowała spora nadwyżka przychodów segmentu nad przychodami ze sprzedaży własnych farmaceutyków zrealizowanej przez hurt apteczny, spodziewamy się, że w 2Q'24 również część wzrostów wystąpi tylko w sprzedaży między segmentami i nie będzie budować wyniku.

Badania kliniczne

Spółka systematycznie zwiększa backlog badań klinicznych, co pozytywnie wpłynie na przychody w kolejnych latach. 2Q'23 stanowi dosyć niską bazę porównawczą, dlatego w 2Q'24 spodziewamy się +11,5% wzrostu przychodów r/r. W całym roku szacujemy wzrost na +5,7%. Jest to spowodowane wysoką bazą 1Q'23 po przejściu OncoBay Clinical oraz etapem rozwoju, na którym znajduje się spółka. W naszej ocenie w segmencie badań klinicznych Neuca musi ugruntować swoją pozycję na rynku, aby pokazać mocniejsze wzrosty przychodów i rentowności.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

Rosnąca liczba pacjentów przyczynia się do wzrostu przychodów. Spółka intensywnie pracuje nad wprowadzeniem rozwiązań informatycznych, które pozwolą jej wyjść z ofertą do szerszego grona odbiorców. Przy obecnej bazie klientów ubezpieczeniowych, w naszej ocenie przychody powinny rosnąć szybciej niż koszty, dlatego spodziewamy się stopniowej poprawy marżowości w tym segmencie.

Na poziomie grupy oczekujemy 3,1 mld PLN przychodów oraz delikatnego wzrostu marży brutto ze sprzedaży (10,8% vs 10,7% w 2Q'23). Szacujemy, że koszty sprzedaży wzrosną proporcjonalnie do dynamiki przychodów, natomiast koszty ogólnego zarządu będą obciążone wzrostem wynagrodzeń (ok. +10% r/r), co odbije się na marży operacyjnej. Jednocześnie marża EBITDA w naszej ocenie powinna zostać utrzymana na poziomie ok. 3,0%, co daje wynik 91,2 mln PLN. W 2Q'23 wynik został istotnie zanizony przez odpis na udziały Geneme (15,3 mln PLN brutto). W 2Q'24 spodziewamy się, że koszty finansowe zostaną obciążone ujemnymi różnicami kursowymi w wysokości ok. 2 mln PLN. Finalnie prognozujemy 32 mln PLN zysku netto (+33,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	2 891,2	3 059,8	5,8%	5 893,2	6 221,9	5,6%	11 812,6	12 484,8	5,7%
<i>Hurt apteczny</i>	2 707,0	2 824,6	4,3%	5 509,9	5 737,8	4,1%	10 972,6	11 440,5	4,3%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	90,1	103,7	15,0%	155,4	201,6	29,7%	357,3	433,8	21,4%
<i>Badania kliniczne</i>	92,1	102,7	11,5%	199,9	207,1	3,6%	403,8	426,8	5,7%
<i>Operator medyczny</i>	86,4	112,3	30,0%	167,8	223,0	32,9%	361,8	475,3	31,3%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	32,4	45,3	39,8%	61,0	89,3	46,4%	135,0	184,0	36,3%
<i>Wyłączenia</i>	-116,8	-128,8	10,3%	-200,7	-236,8	18,0%	-417,8	-475,5	13,8%
Wynik brutto na sprzedaży	309,8	330,9	6,8%	640,0	693,8	8,4%	1 307,4	1 421,6	8,7%
EBITDA	85,3	91,2	6,9%	183,0	206,2	12,7%	379,1	421,9	11,3%
EBIT	57,7	59,2	2,6%	128,2	145,1	13,2%	265,1	297,8	12,3%
Zysk brutto	32,8	42,1	28,6%	98,3	117,9	19,9%	203,8	237,0	16,3%
Zysk netto	23,9	32,0	33,8%	76,0	91,6	20,5%	159,5	182,2	14,2%
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,7%	10,8%		10,9%	11,2%		11,1%	11,4%	
Marża EBITDA	3,0%	3,0%		3,1%	3,3%		3,2%	3,4%	
Marża EBIT	2,0%	1,9%		2,2%	2,3%		2,2%	2,4%	
Marża zysku netto	0,8%	1,0%		1,3%	1,5%		1,3%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

ONDE

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,7	P/E	22,4	25,3	27,8	24,5
MC [mln PLN]	749,0	EV/EBITDA	12,0	13,8	13,6	13,8
		EV/EBIT	14,3	16,7	16,9	17,1
		P/BV	2,2	2,1	2,0	1,9

Portfel zleceń zewnętrznych po 1Q'24 wynosił 676 mln PLN (-25% r/r). Zakładamy, że 2Q'24 może być pod względem przychodów wyraźnie słabszy r/r, co znajdzie swoje odzwierciedlenie także w wyniku (zwracamy uwagę, że zarówno wyniki 2Q'23 jak i 1Q'24 była wsparte przez transakcje sprzedaży aktywów OZE, więc marże nie są do końca porównywalne).

Spodziewamy się w 2Q'24 182 mln PLN sprzedaży, 0,6 mln PLN EBIT oraz -0,8 mln PLN straty netto. W 2Q'24 spółka pozyskała dwa średniej wielkości kontrakty (i rozpoczęła budowę własnego projektu – Park Lewańd). Obecny backlog na 2H'24 nie wskazuje na razie na możliwość wyjścia na dodanie dynamiki sprzedaży. Obecnie głównym obszarem w kraju, gdzie można pozyskiwać kontrakty są na farmy PV (przy czym wyraźnie wzrosła konkurencja), natomiast pod względem nowych farm wiatrowych rynek pozostanie jeszcze słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2026 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m). Nasza prognoza na 2024 to obecnie 0,9 mld PLN przychodów, 41,5 mln PLN EBIT (w 4Q'24 zakładamy jeden z earn-out'ów na poziomie 5 mln PLN) oraz 29,6 mln PLN zysku netto.

Projekty OZE w posiadaniu spółki

	typ	MW	udział	status
razem fotowoltaika		441		
PV Kadłubia 1	PV	9	100%	PnB
PV Kadłubia 2	PV	8	100%	PnB
PV Szczepanów	PV	8	100%	PnB
PV Jankowa Żagańska	PV	8	100%	WP
Park Słoneczny Ciechanów	PV	7	100%	WP
Solar Serby	PV	88	50%	PnB
FW Gumienice	PV	10	100%	PnB
Park Lewańd	PV	32	100%	budowa
Solar Kazimierz Biskupi (KWE)	PV	150	50%	WP
Rejowiec	PV	40	100%	PnB
Grenfield 1	PV	14	100%	WP
Grenfield 2	PV	4	100%	WP
Projekt kupiony w V'24	PV	63	100%	WP
razem farmy wiatrowe		34		
KWE	FW	34	50%	WZ
razem (w toku)		475		
projekty greenfield	PV	337	100%	WZ
Park Lewańd II	PV	80	100%	WZ
razem (w toku + greenfield)		892		

Źródło: DM BDM S.A., prezentacja Erbud za 1Q'24, raporty bieżące

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	317,9	182,0	-42,7%	500,6	350,0	-30,1%	1 083,8	889,0	-18,0%	921,1	3,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	33,2	14,2	-57,4%	42,0	27,1	-35,4%	107,0	74,6	-30,3%	83,4	11,8%
Zysk na sprzedaży	22,0	0,6	-97,5%	19,1	-0,2	---	53,6	18,7	-65,1%	26,2	40,2%
EBITDA	24,0	2,8	-88,3%	22,9	27,2	18,4%	57,3	50,5	-11,9%	46,2	-8,5%
EBIT	21,7	0,6	-97,5%	18,4	22,7	23,2%	48,3	41,5	-14,0%	37,2	-10,3%
Zysk brutto	19,7	-0,9	---	13,5	21,3	57,7%	40,4	37,4	-7,5%	33,2	-11,2%
Zysk netto	17,4	-0,8	---	12,5	16,6	33,1%	33,4	29,6	-11,4%	26,9	-9,1%
Marża brutto ze sprzedaży	10,5%	7,8%		8,4%	7,7%		9,9%	8,4%		9,1%	
Marża na sprzedaży	6,9%	0,3%		3,8%	0,0%		4,9%	2,1%		2,8%	
marża EBITDA	7,5%	1,5%		4,6%	7,8%		5,3%	5,7%		5,0%	
marża EBIT	6,8%	0,3%		3,7%	6,5%		4,5%	4,7%		4,0%	
marża netto	5,5%	-0,4%		2,5%	4,7%		3,1%	3,3%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ORANGE POLSKA**Akumuluj, TP 9,0 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 3 kwietnia 2024 r.

(spółka już opublikowała wyniki za Q2 2024)

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	7,83	P/E	12,6x	11,5x	11,3x
Kapitalizacja [PLN m]	10 276	EV/EBITDA	4,5x	4,2x	4,0x
EV [PLN m]	16 845	P/BV	0,8x	0,8x	0,7x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-07-23	DPS [PLN]	0,35	0,48	0,60

Odebraliśmy zaprezentowane wyniki za Q2 2024 z lekkim rozczarowaniem z uwagi na strukturę wzrostu EBITDAaL. Wskazujemy też, iż według nas, OPL wyczerpał potencjał by w 2024 roku wyróżniać się in plus na tle CPS, co było widoczne przez cały ubiegły 2023 rok. Podwyższenie przez spółkę przedziału dynamiki wzrostu EBITDAaL na 2024 rok jest zbieżne z naszą dotychczasową prognozą.

Ogółem w Q2 2024 Orange poprawił odczyt EBITDAaL o 4,7% r/r do 854 mln PLN. Ten rezultat jest bliski naszym wcześniejszym oczekiwaniom (854 mln PLN vs 848 mln PLN według naszej prognozy). Zwracamy jednocześnie uwagę, że saldo pozostałe przychody/koszty operacyjne w Q2 2024 wyniosło +103 mln PLN (w Q2 2023 było to +19 mln PLN) i jest to w dużej mierze efekt rozpoznania wyższej marży na budowie sieci dla Światłowodów Inwestycje. Łącznie w H1 2024 saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło +201 mln PLN. W skali półrocznej wzrost w ujęciu r/r salda pozostałej działalności operacyjnej to +136 mln PLN. Jednocześnie odczyt EBITDAaL w H1 2024 wzrósł w relacji do H1 2023 o kwotę 68 mln PLN.

Zwracamy uwagę, iż po wynikach za Q2 2024 spółka obniżyła oczekiwania dla przychodów za cały 2024 rok do przedziału „stabilny poziom lub niski jednocyfrowy spadek” jako efekt malejącej odsprzedaży energii i jednocześnie podwyższyła przedział dla EBITDAaL do „niskiego lub średniego jednocyfrowego wzrostu” (było niski jednocyfrowy wzrost r/r). Przewidywany na 2024 rok eCapex to przedział 1,7-1,9 mld PLN (bez zmian).

Wyniki Orange Polska za Q2 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

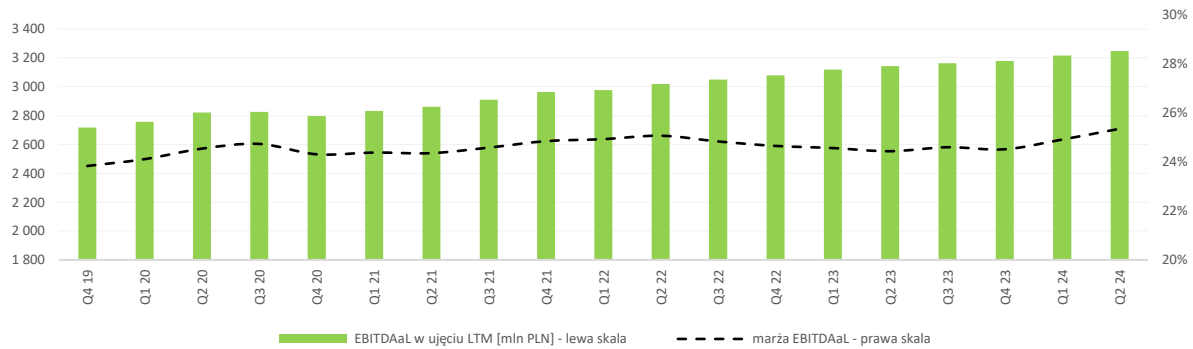
	Q2 23	Q2 24	y/y	Q2 23 LTM	Q2 24 LTM	y/y	Q2 24E	realizacja
Przychody razem	3 224	3 123	-3,1%	12 865	12 811	-0,4%	3 105	101%
Usługi wyłącznie komórkowe	723	742	2,6%	2 860	2 919	2,1%	739	100%
Usługi wyłącznie stacjonarne	471	442	-6,2%	1 881	1 800	-4,3%	441	100%
Usługi konwergentne B2C	578	636	10,0%	2 240	2 451	9,4%	635	100%
Sprzedaż sprzętu	417	407	-2,4%	1 768	1 861	5,3%	404	101%
Usługi IT i integracyjne	458	405	-11,6%	1 629	1 627	-0,1%	396	102%
Usługi hurtowe	448	403	-10,0%	1 842	1 707	-7,3%	398	101%
Pozostałe przychody	129	88	-31,8%	645	446	-30,9%	93	95%
* Przychody trzy linie biznesowe	1 525	1 597	4,7%	5 994	6 254	4,3%	1 595	100%
Koszty razem	2 401	2 269	-5,5%	9 722	9 564	-1,6%	2 257	101%
Koszty świadczeń pracowniczych	347	369	6,3%	1 406	1 465	4,2%	356	104%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 881	1 799	-4,4%	7 703	7 586	-1,5%	1 748	103%
EBITDAaL	823	854	3,8%	3 143	3 247	3,3%	848	101%
EBIT	343	360	5,0%	1 315	1 195	-9,1%	371	97%
Koszty finansowe, netto	45	75	66,7%	245	250	2,0%	66	113%
Skonsolidowany wynik netto	239	231	-3,3%	865	767	-11,3%	245	94%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

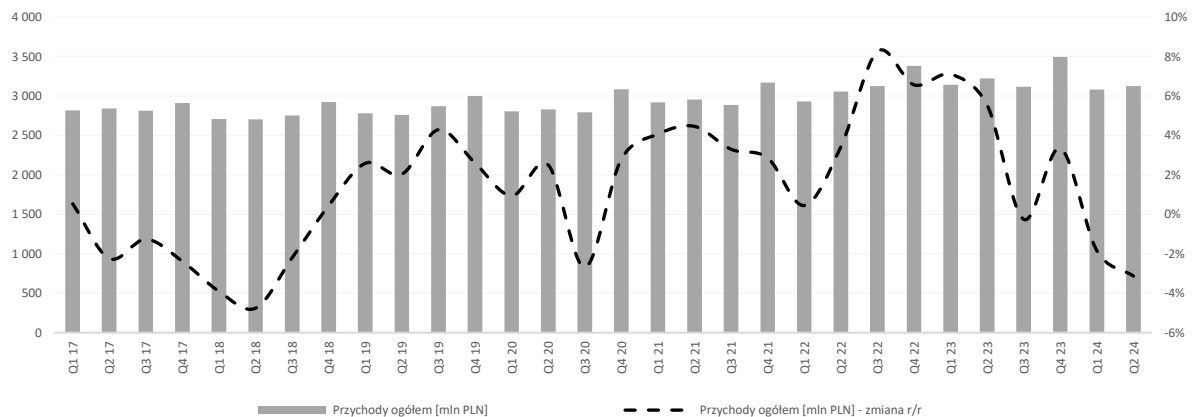
Przychody z trzech kluczowych linii biznesowych (wpływy z usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) w Q2 2024 wzrosły o 4,7% r/r. Jest to dynamika, jaką przyjmowaliśmy w naszych wcześniejszych symulacjach. W Q2 2024 po serii mocnych odczytów zauważamy już niewielką erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu (-2,4% r/r) i oceniamy, że baza z ubiegłego roku na H2 2024 dla tej kategorii jest bardzo ambitna. W Q2 2024 spółka wypracowała także niższe wpływy z obszaru IT i integracji (-11,6% r/r). Istotny spadek sprzedaży widoczny jest również na pozycji pozostałe przychody, gdzie ujmowana jest m.in. odsprzedaż energii (-31,8% r/r). Łącznie przychody spółki w omawianym kwartale spadły o 3,1% r/r.

Zannualizowany odczyt EBITDAaL dla Orange



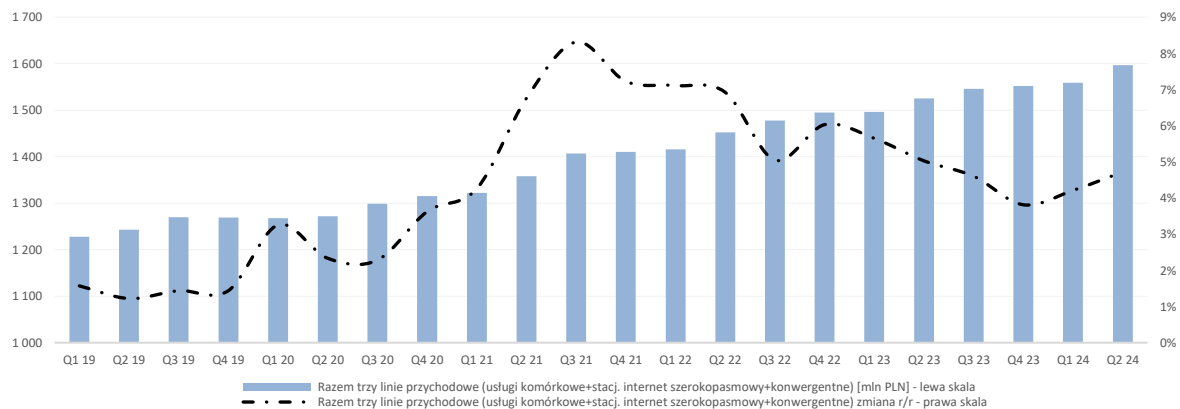
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów ogółem



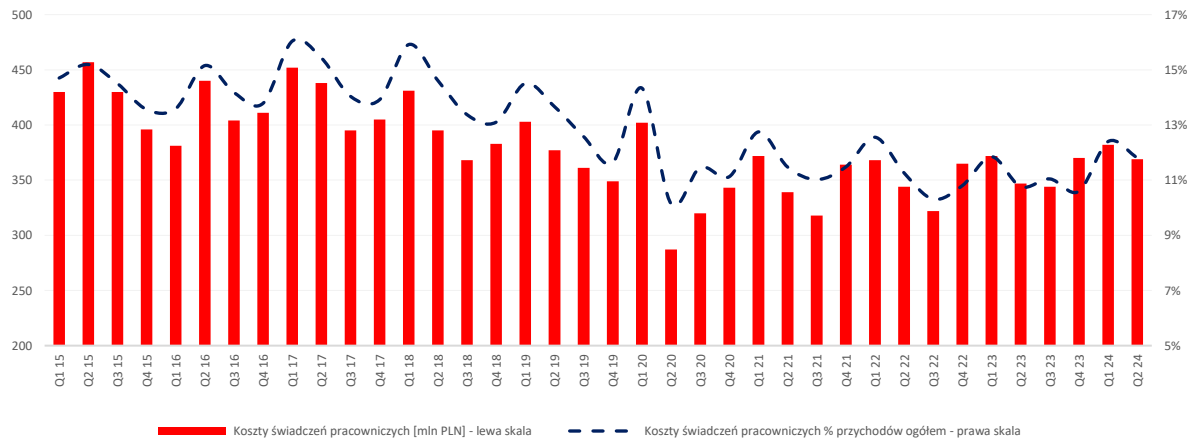
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z kluczowych usług OPL

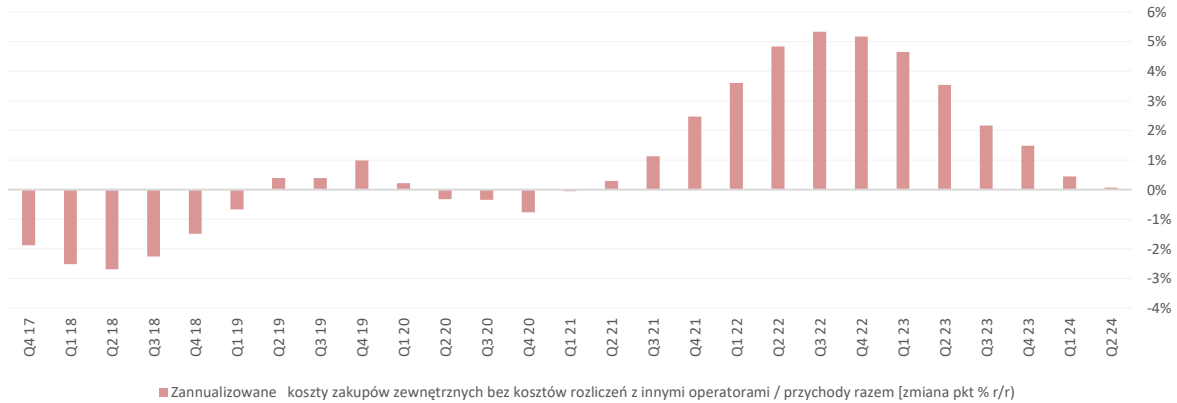


wpływy z usług konwergentnych, wyłącznie komórkowych i wyłącznie stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

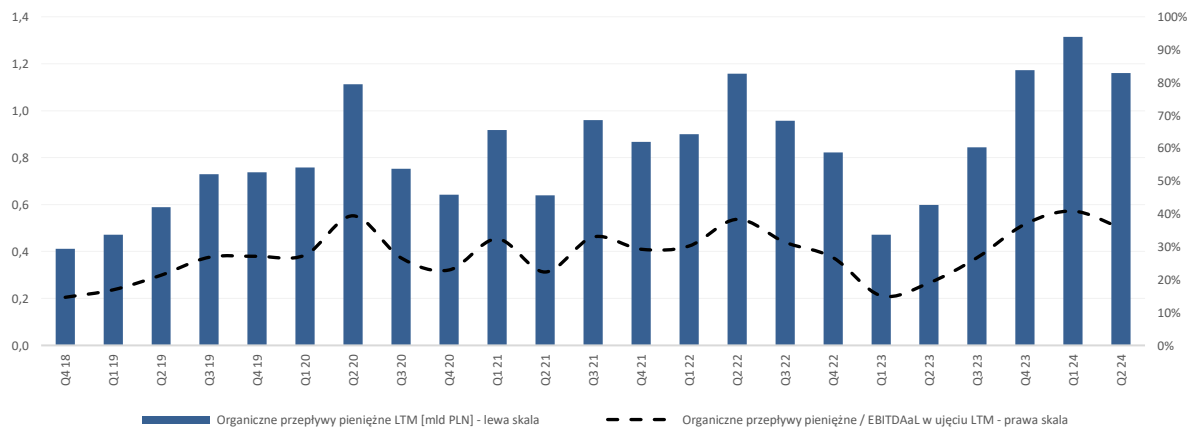
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne koszty świadczeń pracowniczych


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

 Maciej Bobrowski
 maciej.bobrowski@bdm.pl

PCC ROKITA

			2023
Kurs [PLN]	89,6	P/E	6,6
MC [mln PLN]	1778,9	EV/EBITDA	4,0
		EV/EBIT	6,1
		P/BV	1,3

W segmencie Poliuretany w 2Q'24 mieliśmy do czynienia ze spadkiem cen surowców, przy jednoczesnym umocnieniu się PLN r/r, co powinno przełożyć się na spadek kosztów operacyjnych. Oczekujemy delikatnego wzrostu wolumenów względem 2Q'23 (+2% r/r). Oznacza to jednak spadek w porównaniu do 1Q'24, co spowodowane jest z jednej strony przywróceniem produkcji w zakładach konkurencji po przestojach, jakie miały miejsce w 1Q'24, a także dalszym spadkiem produkcji sprzedanej mebli. Według danych GUS spadła ona o -4% r/r w 2Q'24, co oznacza piąty spadkowy kwartał z rzędu. Dynamika spadków jest jednak mniejsza niż w poprzednich okresach, dlatego spodziewamy się stabilizacji wolumenów w kolejnych kwartałach.

W segmencie Chloropochodne spodziewamy się spadku wolumenów -3% r/r. W 2Q'24 obserwowaliśmy lekki wzrost cen sody kaustycznej w stosunku do 1Q'24, przy jednoczesnym wzroście cen energii elektrycznej na TGE. Produkcja wytworzona sody kaustycznej w Polsce spadła -33% r/r, natomiast tugu sodowego wzrosła +23% (dane GUS). Spodziewamy się stabilizacji wyników w tym segmencie na stosunkowo niskim poziomie. W 2Q'24 prognozujemy 31,9 mln PLN EBITDA (-30% r/r).

W segmencie Inna Działalność Chemiczna spodziewamy się wzrostu EBITDA +11% r/r. Oczekujemy podobnego poziomu wolumenu sprzedaży r/r, przy jednoczesnym spadku kosztów operacyjnych.

Reasumując, oczekujemy wyhamowania dynamik spadków i względnej stabilizacji wyników. W 2Q'24 prognozujemy 73,2 mln PLN EBITDA (-5,7% r/r) oraz 14,1 mln PLN zysku netto (-7,1% r/r).

Prognozy wyników na 2Q'24

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r
Przychody ze sprzedaży	780,0	560,7	512,3	535,3	491,9	489,3	-12,7%	1 340,7	981,2	-26,8%
Poliuretany	291,0	246,5	235,1	250,2	222,6	208,9	-15,3%	537,6	431,5	-19,7%
Chloropochodne	514,1	333,4	285,7	282,4	260,0	282,3	-15,3%	847,4	542,3	-36,0%
Inna działalność chem.	55,6	42,8	38,2	34,8	45,8	40,1	-6,2%	98,4	85,9	-12,7%
Energetyka	67,6	45,0	39,2	45,9	52,6	49,9	11,0%	112,5	102,5	-8,9%
Pozostała działalność	100,1	109,1	107,0	110,6	98,1	107,0	-2,0%	209,2	205,1	-2,0%
Wyłączenia	-248,3	-216,1	-192,9	-188,6	-187,2	-198,9	-	-464,4	-386,1	-
Zysk brutto na sprzedaży	259,9	109,4	102,9	112,1	101,8	78,2	-28,5%	369,3	180,1	-51,2%
EBITDA	231,0	77,6	78,9	131,0	77,9	73,2	-5,7%	308,7	151,1	-51,0%
Poliuretany	17,7	0,1	15,0	8,7	20,0	16,6	-	17,8	36,6	105,5%
Chloropochodne	202,4	45,3	48,1	82,3	32,8	31,9	-29,6%	247,7	64,7	-73,9%
Inna działalność chem.	9,0	1,2	3,1	0,4	4,7	1,4	11,1%	10,2	6,0	-41,0%
Energetyka	12,1	2,7	3,8	5,4	13,1	9,8	264,1%	14,8	22,9	55,0%
Pozostała działalność	-10,0	49,0	7,8	39,7	13,3	13,4	-72,5%	38,9	26,7	-31,3%
Wyłączenia	-0,1	-20,7	1,1	-5,5	-5,9	0,0	-	-20,8	-5,9	-
EBIT	259,9	109,4	102,9	112,1	101,8	25,2	-76,9%	206,1	52,1	-74,7%
Zysk netto	140,5	15,1	29,8	82,8	16,4	14,1	-7,1%	155,7	30,4	-80,5%
Marża EBITDA	29,6%	13,8%	15,4%	24,5%	15,8%	15,0%		23,0%	15,4%	
Marża EBIT	33,3%	19,5%	20,1%	20,9%	20,7%	5,2%		15,4%	5,3%	
Marża zysku netto	18,0%	2,7%	5,8%	15,5%	3,3%	2,9%		11,6%	3,1%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

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

PCF GROUP

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	17,7	P/E	28,9	-	-
MC [mln PLN]	637,6	EV/EBITDA	12,1	-	264,1
		EV/EBIT	19,1	-	-
		P/BV	2,3	1,5	1,7

Po udanym pod względem generowanych wyników 1Q'24 (dzięki premierze „Bulletstorm VR”), drugi kwartał 2024 r. przyniósł powrót spółki do szarej rzeczywistości. Ograniczenie zespołu odpowiedzialnego za „P.Gemini” wraz z nowymi warunkami komercyjnymi negatywnie przełoży się na generowane przez spółkę przychody w 2Q'24 (ok. 17 mln PLN vs ok. 26 mln PLN w poszczególnych kwartałach 2023 r.). Zakładamy, że zespół odpowiedzialny za projekt „Maverick”, który osiągnął na początku 1Q'24 docelowy rozmiar, dołożył od siebie drugie tyle generując ok. 18 mln PLN. Mając powyższe na uwadze, szacujemy, że w obszarze produkcji gier spółka wypracowała w minionym okresie 36 mln PLN (+15% r/r). W związku z dalszym spadkiem sprzedaży produktów Incuwa, oczekujemy przychodów z sefl-publishingu w okolicach 2 mln PLN (-30% r/r). Pozostałą część stanowią prawa autorskie, które według naszych szacunków dodały od siebie ok. 0,3 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy 37,6 mln PLN (+11% r/r).

Spodziewamy się, że w efekcie wyżej wspomnianych wydarzeń (spadek marży na P.Gemini), znaczącemu pogorszeniu uległa marżowość spółki. Tym samym w całym 2Q'24 szacujemy wynik EBITDA na poziomie -3,2 mln PLN (vs -3,0 mln PLN w 2Q'23), EBIT równy -11,0 mln PLN (vs -7,4 w 2Q'23) oraz 9,8 mln PLN straty netto n.j.d.

Po udanym pod względem generowanych wyników 1Q'24 (dzięki premierze „Bulletstorm VR”), drugi kwartał 2024 r. przyniósł powrót spółki do szarej rzeczywistości. Uważamy, że znaczący spadek wyników q/q jak i r/r może zostać negatywnie odebrany przez inwestorów. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż obecne zasoby gotówkowe wystarczą spółce na ok. 3-4 kwartały produkcji.

„P.Gemini”:

- PCF Group w połowie czerwca uzgodnił ze Square Enix plan dla Projektu Gemini. W konsekwencji zawarto kolejną umowę wykonawczą do umowy produkcyjno-wydawniczej dotyczącą kontynuowania prac deweloperskich nad grą realizowaną w modelu work-for-hire.
- Zgodnie z zawartą umową wykonawczą realizacja Projektu Gemini nie będzie kontynuowana przez grupę na dotychczasowych warunkach komercyjnych. W konsekwencji tego faktu spółka szacuje, że przyszłe przychody uzyskiwane przez nią na tym projekcie będą jedynie pokrywały koszty bezpośrednie ponoszone przez PCF na jego realizację.
- Efektem ujęcia zaktualizowanych warunków komercyjnych w wycenie Projektu Gemini będzie obniżenie się marży osiągananej przez grupę na realizacji całej umowy produkcyjno-wydawniczej, co w konsekwencji skutkować będzie obniżeniem jednostkowych i skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży oraz jednostkowego i skonsolidowanego wyniku finansowego.

„P.Bifrost” i „P. Victoria”:

- Projekty są na podobnym etapie zaawansowania (pre-produkcja). Spółka podtrzymuje okienko wydawnicze na 2025-26 rok.

W związku ze spadkiem marży na P.Gemini obniżamy nasze prognozy dotyczące rentowności PCF na kolejne kwartały. Jednocześnie lepsze od naszych oczekiwań przychody spółki w 1Q'24 wpływają na rewizję w górę całorocznej prognozy.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	33,7	37,6	11,3%	68,7	94,4	37,5%	150,1	169,2	12,7%
EBITDA	-3,0	-3,2	-	0,0	8,5	-	-66,8	2,3	-
EBIT	-7,4	-11,0	-	-8,9	-7,0	-	-86,5	-28,8	-
Zysk/ strata netto	-8,8	-9,8	-	-13,1	-10,7	-	-75,6	-30,0	-
Zysk/ strata netto n.j.d.	-8,9	-9,8	-	-13,4	-10,5	-	-76,7	-29,9	-
Marża EBITDA	-8,9%	-8,6%		0,0%	9,0%		-44,5%	1,4%	
Marża EBIT	-21,9%	-29,3%		-12,9%	-7,4%		-57,6%	-17,0%	
Marża zysku netto	-26,0%	-26,1%		-19,0%	-11,3%		-50,3%	-17,8%	
Marża zysku netto n.j.d.	-26,3%	-26,0%		-19,6%	-11,1%		-51,1%	-17,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

PEKABEX
Kupuj, TP 27,3/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

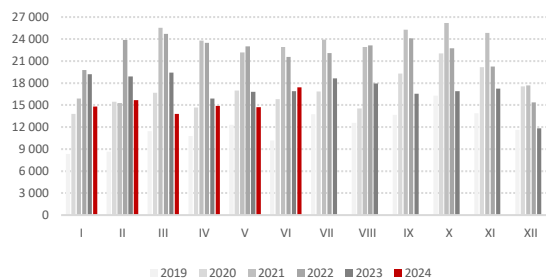
			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	23,3	P/E	8,4	10,3	6,8	6,6
MC [mln PLN]	578,5	EV/EBITDA	5,6	6,0	4,1	3,9
		EV/EBIT	7,1	8,3	5,4	5,1
		P/BV	1,2	1,1	0,9	0,8

Dane produkcyjne za 2Q'24 wskazują na 5% spadek r/r produkcji w zakładach grupy (do 47 tys m3, w czerwcu spółka odnotowała pierwszy wzrost r/r od blisko dwóch lat). Po marcu portfel na 2024 rok wynosił jeszcze 1,15 mld PLN (+36% r/r). Cały backlog po 1Q'24 wynosił 1,86 mld PLN (+91% r/r, w tym 0,40 mld PLN deweloperka).

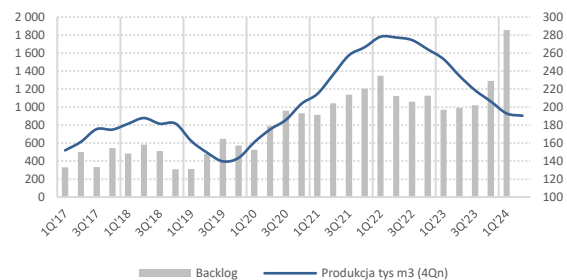
Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 2Q'24 być wyższy r/r (w końcówce grudnia spółka uzyskała PnU dla inwestycji Casa Baia na Helu, gdzie część mieszkań została już przekazana w 1Q'24, natomiast w 1Q'24 uzyskała PnU dla projektu w Mechelinkach). W 2024 roku spółka planuje zakończyć także II część inwestycji w Mechelinkach oraz projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech (część przekazań przesunie się na 2025 rok).

Okres 2Q'23 był mocny marżowo (dodatkowo wsparty przez 4,5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej) - zbliżenie się do tych wyników uznajemy za mało prawdopodobne. W 2024 roku w segmentach prefabrykacji i GW spółkę dotyka „normalizacja” marż po ponadprzeciętnym 2023 (kontrakty Pekabexu są raczej krótkie, więc pozytywny efekt spadku presji kosztowej jest już raczej za spółką). W 2Q'24 spodziewamy się 388 mln PLN przychodów (+1% r/r) oraz 22,8 mln PLN EBIT (-34% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 14,0 mln PLN.

Obecnie zakładamy, że na poziomie EBITDA czy zysku netto w 2024 roku wyniki mogą być niższe r/r (istotna ujemna delta szczególnie z 1Q'24, którą trudno może być w pełni pokryć w 2H'24). Istotnej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z istotnym wkładem deweloperki (na konferencji wynikowej zarząd wskazał, że przekazania z dużych projektów Częstochowa i Poznań to raczej perspektywa 2025 roku), powinno pozwolić na wyraźną poprawę wyników.

Produkcja grupy [m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	385,2	388,1	0,8%	772,3	712,7	-7,7%	1 566,2	1 569,8	0,2%	1 856,5	18,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	66,7	53,7	-19,5%	139,5	95,4	-31,6%	263,5	220,2	-16,4%	261,1	18,6%
Zysk na sprzedaży	30,0	22,8	-24,0%	65,3	37,2	-43,0%	112,1	86,0	-23,3%	118,9	38,3%
EBITDA	41,6	30,2	-27,5%	84,5	53,7	-36,4%	139,4	121,5	-12,9%	153,6	26,4%
EBIT	34,4	22,8	-33,8%	70,2	38,6	-45,1%	110,4	87,4	-20,8%	118,9	36,1%
Zysk brutto	25,2	18,3	-27,4%	57,0	29,5	-48,2%	81,8	69,8	-14,7%	107,5	54,0%
Zysk netto	20,9	14,0	-33,3%	45,6	24,4	-46,5%	69,1	56,2	-18,6%	85,4	52,0%
Marża brutto ze sprzedaży	17,3%	13,8%		18,1%	13,4%		16,8%	14,0%		14,1%	
Marża na sprzedaży	7,8%	5,9%		8,4%	5,2%		7,2%	5,5%		6,4%	
marża EBITDA	10,8%	7,8%		10,9%	7,5%		8,9%	7,7%		8,3%	
marża EBIT	8,9%	5,9%		9,1%	5,4%		7,0%	5,6%		6,4%	
marża netto	5,4%	3,6%		5,9%	3,4%		4,4%	3,6%		4,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PKN ORLEN

Data publikacji raportu za 2Q'24 – 2024-08-21

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	64,5	P/E	3,6	8,2	5,5	5,3
MC [mln PLN]	74 881	EV/EBITDA	2,1	3,3	3,0	3,1
		EV/EBIT	3,1	6,4	5,1	5,5
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,4

- Otoczenie makro w segmencie rafineryjnej w 2Q'24 było mniej sprzyjające na poziomie marż modelowych r/r oraz q/q. Porównywalne z 1Q'24 były wg naszych kalkulacji premie ładowe na paliwach na rynku polskim. Marże w segmencie petrochemicznym były niższe r/r, ale poprawiły się q/q (aczkolwiek należy pamiętać, że to marże spotowe, a rynek działa wg kontraktów).
- W 2Q'24 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 2,78 mld PLN (vs 8,75 mld PLN rok temu), co będzie najniższym kwartalnym odczytem od 2021 roku.
- Na naszą estymację składa się: +1,56 mld PLN w rafinerii (słabsze makro r/r), -0,14 mld PLN w petrochemii (marże, pomimo poprawy q/q, pozostają słabe), +0,81 mld PLN w detalu (wysokie marże), strata -4,32 mld PLN w upstreamie (wzrost cen gazu q/q, stabilne cen ropy, nieco słabsze q/q wolumeny, wynik pomniejszony o ok. 7,70 mld PLN odpisu na Fundusz Różnicy Ceny), +3,73 mld PLN w segmencie gazu (dopłaty do klientów detalicznych na poziomie 1,0 mld PLN, wyższy r/r wolumen, ale już wygasający efekt pozytywnych spreadów pomiędzy cenami kontraktowymi a spot), zysk +1,60 mld PLN w energetyce (lepszy wynik r/r m.in. ze względu niską bazę w Energii, dobry w wynik w aktywach PKN) oraz -0,45 mld PLN kosztów korporacyjnych.
- Zakładamy, lekko pozytywny wpływ na wyniki raportowane ze strony hedgingu i wykorzystania tańszych warstw zapasów w rafinerii i pet-chemie (w sumie ok +0,45 mld PLN). Lekko pozytywnie na wynik raportowany może wpływać efekt LIFO (szacujemy +0,25 mld PLN).
- Na saldzie finansowym spodziewamy się lekko negatywnego rezultatu na poziomie -0,30 mld PLN. Raportowany wynik netto będzie wg naszych kalkulacji ujemny: -0,51 mld PLN.
- W 2H'24 spółka nie będzie już obciążona przez „podatek” w segmencie wydobywczym, natomiast porównując r/r trudno oczekiwać powtórzenia wyników segmentu gazu (minimalny już efekt pozytywnego spreadu pomiędzy cenami kontraktowymi z odbiorcami a cenami spot), który był głównym driverem wyników w końcówce 2023.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23**	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23**	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	74 621	70 478	-5,6%	152 810	146 903	-3,9%	372 767	302 992	-18,7%	304 510	0,5%
EBITDA	8 242	3 332	-59,6%	11 062	19 432	75,7%	42 202	28 913	-31,5%	36 918	27,7%
EBITDA LIFO	8 626	3 082	-64,3%	10 748	19 823	84,4%	43 101	29 306	-32,0%	37 619	28,4%
EBITDA LIFO skorg*	8 746	2 782	-68,2%	11 314	19 823	75,2%	47 622	30 189	-36,6%	37 619	24,6%
Rafineria	3 121	1 564	-49,9%	8 878	3 868	-56,4%	10 602	5 805	-45,3%	4 742	-18,3%
Petrochemia	-115	-141	---	-81	-166	---	-531	-31	---	633	---
Energetyka	495	1 600	223,2%	3 332	4 075	22,3%	3 955	6 436	62,7%	6 381	-0,9%
Detal	667	806	20,9%	900	1 321	46,8%	2 063	3 033	47,0%	3 300	8,8%
Wydobycie	24	-4 323	---	2 310	-8 404	---	2 739	-1 457	---	14 495	---
Gaz	4 920	3 726	-24,3%	14 079	11 558	---	30 298	17 925	---	9 940	-44,5%
Funkcje korporacyjne	-377	-450	---	-749	-935	---	-1 501	-1 835	---	-1 872	---
Wyłączenia	11	0	---	3	-3	---	-3	-3	---	0	---
EBIT	5 370	-111	---	4 210	11 532	173,9%	28 056	14 970	-46,6%	21 324	42,4%
EBIT LIFO	5 754	-361	---	3 896	11 923	206,0%	28 955	15 364	-46,9%	22 026	43,4%
EBIT LIFO skorg	5 874	-661	---	4 462	11 923	167,2%	33 476	16 247	-51,5%	22 026	35,6%
Zysk (strata) brutto	6 352	-411	---	4 064	10 932	169,0%	30 314	14 224	-53,1%	20 124	41,5%
Zysk (strata) netto	4 590	-511	---	2 254	7 452	230,6%	20 680	9 166	-55,7%	13 687	49,3%
Marża EBITDA	11,0%	4,7%		7,2%	13,2%		11,3%	9,5%		12,1%	
Marża EBITDA LIFO	11,6%	4,4%		7,0%	13,5%		11,6%	9,7%		12,4%	
Marża EBITDA LIFO skorg	11,7%	3,9%		7,4%	13,5%		12,8%	10,0%		12,4%	
Marża EBIT	7,2%	-0,2%		2,8%	7,9%		7,5%	4,9%		7,0%	
Marża zysku netto	6,2%	-0,7%		1,5%	5,1%		5,5%	3,0%		4,5%	

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o całe saldo PPO/PKO (w tym wpływ hedgingu) a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (NRV, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp)

** wyniki wg danych opublikowanych przez spółkę w raportach kwartalnych

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

Dane makro – PKN Orlen

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

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

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PLAYWAY

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	274,5	P/E	14,2	14,3	10,6
MC [mln PLN]	1 844,7	EV/EBITDA	10,9	14,4	9,1
		EV/EBIT	11,0	14,6	9,2
		P/BV	3,6	3,8	3,3

2Q'24 dla grupy PLW był intensywnym kwartałem. W omawianym okresie spółka m.in. wydała „HF2” na konsolach, czy nową grę „Trans-Siberian Railway Simulator” na PC (sprzedaż na poziomie ok. 40 tys. kopii), mocniej zaakcentowała swoją obecność na rynku mobile (poprzez produkty Digital Melody), udostępniła w usłudze Game Pass swoją najnowszą produkcję „Robin Hood” czy uczestniczyła cały swoim portfelem w globalnej wyprzedaży Steam Summer Sale, co istotnie wspomogło jego monetyzację. W omawianym kwartale sprzedaż na PC takich gier jak „House Flipper 2”, „Contraband Police” oraz „Thief Simulator 2” wyniosła odpowiednio 70 tys. (-40% q/q)/ 65 tys. (-55% q/q)/ 50 tys. (+47% q/q). W całym 2Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 90,9 mln PLN przychodów (z czego ok. 14 mln PLN stanowiła zmiana stanu produktów).

Zakładając zwiększenie nakładów na marketing, spowodowane promowaniem nowych gier mobilnych oraz wersji „HF2” na konsole, liczymy się ze wzrostem kosztów operacyjnych do okolic 39 mln PLN. Mając powyższe na uwadze w naszych analizach zakładamy EBIT w 2Q'24 w okolicach 52,3 mln PLN (+7% r/r) oraz zysk netto n.j.d. sięgający 41,5 mln PLN (+24% r/r).

OCzekując poprawy wyników r/r, spodziewamy się pozytywnego odbioru wyników za 2Q'24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się przyszłych wyników spółki będzie premiera „Crime Scene Cleaner” (3Q'24), PlayWay sale zaplanowany na 3Q'24, dodanie trybu co-op „HF2” (przełom 2024/25) oraz konsolowe premiery istotnych tytułów (CP, TS2). W związku z faktem znaczących zmian (ewolucja) w serii CMS, oczekujemy kolejnej gry z tego IP dopiero w 2025 r.

Planowane premiery konsolowych wersji najważniejszych gier grupy PLW:

- „Contraband Police” – 3/4Q'24.
- „Robin Hood” – 2/4Q'24.
- „Thief Simulator 2” – 3Q'24.
- „SimRail” – 4Q'24.

Premiera konsolowa „House Flipper 2”:

- gra zadebiutowała na konsolach PS5 i XSX 10.04.2024 z ceną na poziomie 39,99 USD;
- do 11.07.2024 sprzedaż gry przekroczyła 99 tys. kopii generując 3,5 mln USD przychodów brutto.

Inne:

- **Dywidenda** – spółka na początku lipca wypłaciła 144 mln PLN dywidendy (PDS = 21,8 PLN).
- **2024 r.** - w planie premier spółki widnieje ok. 59 pozycji.
- **Program motywacyjny** – w połowie lipca CEO PLW Krzysztof Kostowski zrzekł się prawa do objęcia 66 tys. nowych akcji w ramach programu motywacyjnego za 2023 rok.

W związku z lepszymi wynikami spółki w 1Q'24 jak i mocniejszym zaakcentowaniem obecności grupy na rynku mobilnym podwyższamy nasze oczekiwania co do kolejnych kwartałów.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	81,3	90,9	11,8%	153,1	175,5	-40,6%	310,8	377,4	21,4%
EBITDA	49,3	52,9	7,1%	90,9	100,8	-41,8%	160,8	219,3	36,4%
EBIT	48,9	52,3	7,1%	90,0	99,8	-41,9%	159,2	217,1	36,4%
Zysk netto	39,5	50,1	26,8%	76,3	96,8	-34,4%	126,3	208,3	64,9%
Zysk netto n.j.d.	33,6	41,5	23,8%	63,6	78,7	-34,7%	106,7	171,2	60,4%
Marża EBITDA	60,7%	58,1%		59,3%	58,1%		51,7%	58,1%	
Marża EBIT	60,1%	57,5%		58,8%	57,5%		51,2%	57,5%	
Zysk netto	48,5%	55,0%		49,9%	55,0%		40,6%	55,2%	
Marża zysku netto n.j.d.	41,3%	45,7%		41,5%	45,7%		34,3%	45,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

POLIMEX

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	3,1	P/E	---	14,1	6,6	6,0
MC [mln PLN]	750,8	EV/EBITDA	---	4,5	2,7	1,8
		EV/EBIT	---	7,2	3,6	2,3
		P/BV	0,8	0,8	0,7	0,6

Portfel grupy po 1Q'24 wyniósł 8,5 mld PLN vs 7,8 mld PLN rok temu. Największy udział w backlogu ma obecnie segment petrochemii (łącznie 4,0 mld PLN, w tym największy kontrakt na prace przy Olefinach III, który w V/VI'24 miał wejść w fazę budowy). Kolejny jest segment energetyki (3,2 mld PLN), a następnie przemysł (0,6 mld PLN), produkcji (0,4 mld PLN) i infrastruktura (0,3 mld PLN).

Wyniki 4Q'23 (-205 mln PLN straty EBIT) były obciążone przez obniżenie marż budżetowych na kontraktach Dolna Odra (w lipcu spółka zawarła ugodę, nie uwzględniono wniosku o waloryzację ceny, co było scenariuszem bazowym uwzględnionym w stracie na koniec 2023) oraz EC Czechnica (Kogeneracja; -101,8 mln PLN, spółka był już po wstępnych uzgodnieniach w zakresie ugody w kwestii terminu i waloryzacji, przy czym wg ostatnich informacji z maja nadal trwały mediacje). W 1Q'24 wykazano -9 mln PLN straty EBIT (słaby wynik w produkcji i przemyśle, niska marża w energetyce czy w petrochemii).

Baza wynikowa za 2Q'23 może być w obecnej sytuacji spółki dość wymagająca, jednocześnie spodziewamy się lepszych wyników niż w 1Q'24. O ile raczej trudno oczekiwać poprawy w segmencie energetycznym (kontynuacja kontraktów o niskiej marży), to sezonowo lepiej powinien wyglądać segment petrochemiczny (kontrakty serwisowe + od końcówki 2Q'24 miały być już widoczne przeroby na Olefinach III), poprawy oczekujemy także w produkcji (w 1Q'24 spółka wskazywała na przesunięcie się realizacji zleceń). Jednocześnie „widoczność” wyników pozostaje bardzo niska, m.in. ze względu na ograniczoną komunikację spółki z rynkiem czy duże kontrakty, których realizacja nie przebiega zgodnie z wcześniejszymi planami (oprócz wymienionych wcześniej m.in. EC Puławy – termin zakończenia przesunięto obecnie na 4Q'24, Puławy nabyły prawa do naliczenia potencjalnych kar).

Zwracamy uwagę, że obecny akcjonariat spółki (Orlen – 32%, PGE i Enea po 16%), trudno uznać za docelowy. W samej spółce w kwietniu doszło do zmian w RN, następnie odwołano prezesa. Nie można wykluczyć chęci do „nowego otwarcia” bilansu po ukształtowaniu się docelowego zarządu (obecnie tworzony jest on przez „nowego” p.o. prezesa oraz „starego” wiceprezesa ds. finansów).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	828,7	751,0	-9,4%	1 654,2	1 354,2	-18,1%	3 013,6	3 193,4	6,0%	3 543,1	11,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	65,8	50,1	-23,9%	124,3	74,8	-39,8%	-26,5	199,5	---	265,0	32,8%
Zysk na sprzedaży	36,4	19,1	-47,6%	65,6	12,8	-80,4%	-139,4	75,0	---	137,9	83,9%
EBITDA	46,0	30,0	-34,8%	85,6	31,2	-63,6%	-72,9	115,3	---	182,9	58,6%
EBIT	35,3	19,1	-45,9%	64,3	9,7	-85,0%	-116,6	71,8	---	137,9	92,1%
Zysk brutto	24,9	19,1	-23,4%	53,2	4,1	-92,3%	-138,9	66,3	---	141,9	114,0%
Zysk netto	11,5	15,7	36,6%	34,4	3,2	-90,7%	-123,2	54,0	---	115,8	114,4%
Marża brutto ze sprzedaży	7,9%	6,7%		7,5%	5,5%		-0,9%	6,2%		7,5%	
Marża na sprzedaży	4,4%	2,5%		4,0%	0,9%		-4,6%	2,3%		3,9%	
marża EBITDA	5,6%	4,0%		5,2%	2,3%		-2,4%	3,6%		5,2%	
marża EBIT	4,3%	2,5%		3,9%	0,7%		-3,9%	2,2%		3,9%	
marża netto	1,4%	2,1%		2,1%	0,2%		-4,1%	1,7%		3,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

RELPOL**Trzymaj, TP 6,25 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 maja 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	5,7	P/E	6,4	---	12,2	5,9
MC [mln PLN]	55,2	EV/EBITDA	4,6	12,2	5,1	3,6
		EV/EBIT	7,1	---	10,2	5,6
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5

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

W 2Q'24 nie oczekujemy poprawy q/q po stronie przychodowej (w ujęciu r/r ciężać będzie wysoka baza), na sprzedaż może negatywnie wpływać niski poziom zamówień z poprzednich miesięcy. PMI dla niemieckiego przemysłu (kluczowy kierunek eksportowy spółki) w 2Q'24 wyniósł średnio 43,8 pkt (vs 43,2 pkt w 1Q'24 – minimalna poprawa, ale jest to nadal poziom wskazujący na recesję sektora). Przy niskim poziomie sprzedaży i obecnej bazie kosztowej (spółka jest wrażliwa na poziom płacy minimalnej), Relpolowi może być także w 2Q'24 ciężko o break-even na poziomie operacyjnym (prognozujemy stratę EBIT na -0,9 mln PLN vs 4,7 mln PLN zysku rok temu). Stratę netto estymujemy na poziomie -1,0 mln PLN. W lipcu spółka wprowadziła nieznaczny podwyżkę cen (+5%, ostatnia miała miejsce 1Q'23, w kolejnych okresach ceny były utrzymywane na stałym poziomie), co może nieco poprawić perspektywę dla marż w 2H'24. Jednocześnie nie widać nadal wyraźniejszego ożywienia w samym otoczeniu spółki (break-even w 2024 roku na poziomie netto, który zakładaliśmy jeszcze w maju, obecnie wydaje się wyzwaniem).

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

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	45,4	29,9	-34,1%	98,7	61,2	-38,1%	159,5	122,8	-23,0%	148,5	21,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,0	4,1	-59,5%	22,4	7,3	-67,3%	32,4	18,0	-44,5%	27,1	50,5%
Zysk na sprzedaży	5,0	-0,9	---	12,4	-2,7	---	12,9	-1,5	---	6,8	---
EBITDA	6,1	0,9	-86,1%	15,2	0,5	-96,5%	17,2	5,4	-68,3%	13,7	152,6%
EBIT	4,7	-0,9	---	12,1	-2,7	---	11,1	-1,4	---	6,8	---
Zysk brutto	4,2	-1,3	---	11,3	-3,3	---	10,0	-2,9	---	5,7	---
Zysk netto	3,5	-1,0	---	9,2	-2,8	---	8,6	-2,6	---	4,5	---
Marża brutto ze sprzedaży	22,1%	13,6%		22,7%	11,9%		20,3%	14,6%		18,2%	
marża EBITDA	13,5%	2,9%		15,3%	0,9%		10,8%	4,4%		9,3%	
marża EBIT	10,4%	-3,0%		12,3%	-4,4%		7,0%	-1,2%		4,6%	
marża netto	7,7%	-3,5%		9,3%	-4,7%		5,4%	-2,1%		3,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SELENA FM

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

Rekomendacja z dnia 8 maja 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	38,8	P/E	16,8	9,8	8,5	7,7
MC [mln PLN]*	839,6	EV/EBITDA	6,7	6,0	5,0	4,6
		EV/EBIT	9,3	8,0	6,7	6,0
		P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0

*po skorygowaniu o akcje własne

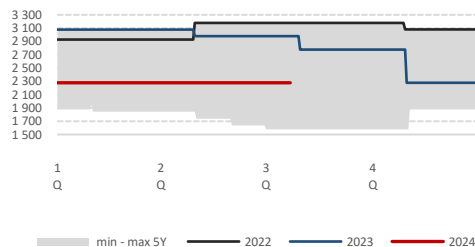
Wyniki Seleny FM w 2023 roku i na początku 2024 były pod presją spadających wolumenów. Natomiast rentowność brutto ze sprzedaży w ostatnich kwartałach była bardzo zmienna z kwartału na kwartał. Trudniejsze otoczenie rynkowe spółka w 2023 wykorzystała do akwizycji (spółka w Portugalii oraz projekt budowy fabryki wełny szklanej w JV na Węgrzech).

Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 2Q'24 wzrósł o 1% q/q i spadł o -1% r/r. W 2023 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę stopniowo spadały. Od początku 2024 roku obserwowana jest stabilizacja cen MDI (piany, niżej r/r) oraz nieznaczne wzrosty silikonów (wyżej r/r). Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).

Baza z 2Q'23 nie jest wymagająca. Wolumeny startują z niskiej bazy, rok temu nie była konsolidowana jeszcze spółka portugalska (po drugiej stronie mamy mocny kurs PLN, który ogranicza przychody z rynków eksportowych). Ceny surowców powinny sprzyjać budowie marży. Nasza prognoza zakłada wypracowanie 462 mln PLN przychodów (+2% r/r) oraz 49,3 mln PLN EBITDA. Zakładamy lekko ujemny wpływ różnic kursowych netto. Na poziomie zysku netto prognozujemy 26,4 mln PLN.

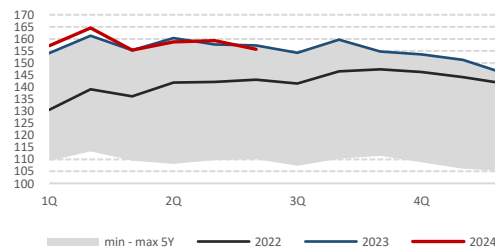
Spodziewamy się, że w całym 2024 powinno nastąpić lekkie odbicie wolumenów. Zakładamy nadal pozytywny wpływ strony surowcowej na marżowość. Po likwidacji fabryki w Chinach, największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjski (trudno jednoznacznie obecnie stwierdzić poziom przychodów z tego rynku - ekspozycji walutowa należności w RUB na koniec roku była 2x wyższa niż w odniesieniu do USD).

Ceny MDI [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



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

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	452,5	461,5	2,0%	864,7	861,8	-0,3%	1 778,4	1 784,4	0,3%	1 933,7	8,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	139,5	152,5	9,4%	258,8	287,9	11,3%	550,1	586,0	6,5%	635,5	8,4%
Zysk na sprzedaży	28,5	39,7	39,4%	30,5	67,9	122,9%	89,9	130,4	45,0%	141,9	8,8%
EBITDA	38,6	49,3	27,9%	48,5	87,4	80,2%	148,5	167,8	13,0%	180,9	7,8%
EBIT	28,7	38,7	34,8%	29,2	66,2	127,2%	108,1	125,4	16,0%	136,9	9,1%
Zysk brutto	6,9	33,1	382,8%	2,6	57,6	2082,0%	55,3	107,0	93,6%	124,3	16,1%
Zysk netto	11,9	26,4	122,0%	6,8	45,5	565,8%	50,1	85,0	69,7%	99,2	16,6%
Marża brutto ze sprzedaży	30,8%	33,0%		29,9%	33,4%		30,9%	32,8%		32,9%	
Marża na sprzedaży	6,3%	8,6%		3,5%	7,9%		5,1%	7,3%		7,3%	
marża EBITDA	8,5%	10,7%		5,6%	10,1%		8,4%	9,4%		9,4%	
marża EBIT	6,4%	8,4%		3,4%	7,7%		6,1%	7,0%		7,1%	
marża netto	2,6%	5,7%		0,8%	5,3%		2,8%	4,8%		5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

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

Rekomendacja z dnia 12 lipca 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	5,0	P/E	76,0	60,1	37,9
MC [mln PLN]	360,4	EV/EBITDA	28,1	25,0	13,8
		EV/EBIT	49,7	41,8	29,6
		P/BV	3,2	3,1	2,9

Segment BCG

Po wygranej w przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, podwyższamy nasze prognozy sprzedażowe dla tego produktu w 2Q'24. Szczepionka jest najpierw dostarczana do partnera handlowego, a dopiero później trafia do Ministerstwa Zdrowia, dlatego oczekujemy, że pierwsze dwie partie zamówienia zostaną dostarczone przez spółkę już w 2Q'24. Oznacza to sprzedaż 9,8 tys. opakowań po cenie jednostkowej 439 PLN. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na 4,3 mln PLN (+20,2% r/r).

W Onko BCG spodziewamy się płaskich wolumenów r/r, jednak niższej ceny, niż w 2Q'23. Oznacza to spadek przychodów o -10,6% r/r do 4,9 mln PLN. Istotny wpływ na średnią cenę produktu ma struktura geograficzna sprzedaży, dlatego ceny pomiędzy kwartałami mogą się istotnie różnić. Spodziewamy się podwyżek cen w drugiej połowie roku.

Segment tradycyjny

Dla Distreptazy 2Q'23 jest wysoką bazą. W tym okresie spółka sprzedała 315,4 tys. opakowań leku i był to drugi najwyższy wynik w historii spółki. W 2Q'24 spodziewamy się sprzedaży 198,9 tys. opakowań przy zachowaniu zeszłorocznej ceny. Implikuje to spadek przychodów o 36,8% r/r do 4,8 mln PLN. Gamma Anty D zachowuje się dosyć stabilnie, jednak w przypadku tego produktu również spodziewamy się spadku sprzedaży z 5,6 tys. opakowań w 2Q'23 do 4,5 tys. opakowań w 2Q'24, co oznacza spadek przychodów do 0,8 mln PLN. W zakresie produkcji kontraktowej probiotyku Lacid nie spodziewamy się wystąpienia przychodów w omawianym okresie. Stawiamy pod znakiem zapytania dalszą działalność w tym zakresie ze względu na długi czas oczekiwania na wyniki negocjacji z Polpharmą. W naszej ocenie spółka będzie chciała się skupić na produkcji bardziej rentownych produktów, dlatego oczekujemy, że sprzedaż tego produktu w kolejnych okresach będzie niewielka, o ile w ogóle wystąpi.

W 2Q'24 spodziewamy się utrzymania marży brutto na sprzedaży na poziomie 60,8%. Wzrost kosztów operacyjnych powinien obniżyć EBIT. Spodziewamy się wzrostu przede wszystkim w zakresie wynagrodzeń (prowizje dla pracowników zespołu sprzedażowego), a także wystąpienia kosztów programu motywacyjnego. W 2Q'23 koszty te wyniosły 0,8 mln PLN. Jeżeli pula warrantów przeznaczonych na 2024 r. byłaby równa liczbie papierów przyznanych w 2023 r., koszty programu w bieżącym roku wyniosłyby 0,7 mln PLN. W naszych prognozach przyjmujemy bardziej konserwatywny scenariusz, który zakłada, że pozostałe w puli programu motywacyjnego warranty zostaną podzielone równomiernie w pozostałych latach, dlatego w 2024 r. szacujemy koszt programu na 1,6 mln PLN, co w całości powinno obciążyć wynik 2Q'24. Ponadto oczekujemy neutralnego wpływu na EBIT pozostałej działalności operacyjnej, stąd EBIT szacujemy na 1,6 mln PLN (-60,7% r/r). W związku z niskim poziomem gotówki nie oczekujemy pojawienia się istotnych przychodów finansowych, natomiast do kosztów zaliczamy odsetki od kredytów oraz leasingi w wysokości ok. 0,5 mln PLN. Implikuje to spadek zysku netto do 0,8 mln PLN (-68,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	18,4	15,0	-18,1%	30,4	28,9	-4,6%	58,6	63,8	8,8%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	3,6	4,3	20,2%	5,0	6,8	36,1%	9,2	11,7	26,4%
<i>Onko BCG</i>	5,5	4,9	-10,6%	7,9	9,2	16,8%	17,0	23,0	34,8%
<i>Distreptaza</i>	7,5	4,5	-40,0%	12,3	10,0	-18,3%	22,5	21,3	-5,5%
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	0,8	-14,3%	2,1	1,8	-15,5%	4,8	4,3	-9,8%
<i>Lacid</i>	0,0	0,0		2,0	0,5	-75,0%	2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	0,8	0,4	-43,3%	1,1	0,6	-43,3%	3,0	2,6	-12,8%
Wynik brutto na sprzedaży	11,2	9,1	-18,1%	17,2	16,6	-3,7%	35,2	38,7	10,0%
EBIT	4,1	1,6	-60,7%	5,4	1,9	-65,6%	8,6	10,3	19,2%
EBITDA	5,7	3,3	-41,5%	8,6	5,2	-40,0%	15,3	17,4	13,6%
Zysk netto	2,6	0,8	-68,8%	3,3	0,4	-87,7%	4,8	5,9	24,8%
Marża zysku brutto na sprzedaży	60,8%	60,8%		56,6%	57,2%		60,0%	60,7%	
Marża EBIT	22,2%	10,7%		17,7%	6,4%		14,8%	16,2%	
Marża EBITDA	31,1%	22,2%		28,3%	17,8%		26,1%	27,2%	
Marża zysku netto	14,0%	5,3%		10,9%	1,4%		8,1%	9,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ŚNIEŻKA

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

Rekomendacja z dnia 1 marca 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	80,0	P/E	13,0	13,8	11,1	10,1
MC [mln PLN]	1 009,4	EV/EBITDA	7,9	8,2	6,9	6,3
		EV/EBIT	10,4	11,0	8,9	7,9
		P/BV	2,9	2,7	2,3	2,2

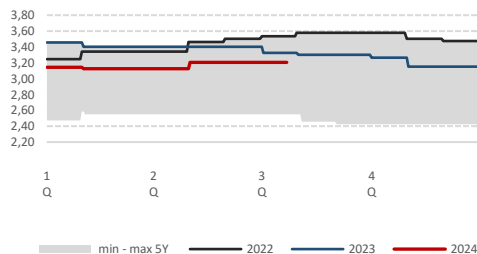
W 1Q'24 wyniki spółki były wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych – na sprzedaż w Polsce wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego spółki w kanale hurtowym (sprzedaż bezpośrednia do największych sklepów detalicznych z pominięciem hurtowni) co wpłynęło na wypchnięcie zapasów z tego kanału bez nowego zatowarowania. Zakładamy, że w 2Q'24 sytuacja na rynku polskim wróciła do „normalności” (zakładamy 5% wzrost sprzedaży r/r). Jednocześnie koniunktura na rynku węgierskim pozostaje słaba (dodatkowo w ujęciu r/r presję wywiera kurs HUF/PLN), a baza w Ukrainie nie jest już niska. Zakładamy, że przychody mogą być porównywalne r/r.

Ceny farb na rynku polskim w 2Q'24 według szacunków na bazie indeksu PSB wzrosły symbolicznie o 1% q/q i 2% r/r. Jednocześnie korzystniejsze r/r pozostają ceny głównych surowców (dodatkowo na tym poziomie sprzyja umocnienia PLN vs EUR). Spodziewamy się podtrzymanie trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że (podobnie jak w 1Q'24) istotnie wyższe r/r będą koszty SG&A (wzrost wynagrodzeń, wyższe koszty sprzedaży przy nowej formule dystrybucji). Na poziomie EBITDA szacujemy, że wynik może wynieść 44,7 mln PLN (vs 42,7 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy 23,5 mln PLN (+7% r/r).

Zakładamy, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2024 roku wypracuje 835 mln PLN przychodów (-3% r/r), 148 mln PLN EBITDA oraz 73 mln PLN zysku netto. Obniżyliśmy nasze oczekiwania biorąc pod uwagę ubytek przychodów w Polsce w 1Q'24, a także nadal rozczarowująco wyglądający rynek węgierski. Jednocześnie nadal liczymy na początek odbudowy wolumenów (rynek ma za sobą trzy lata spadków), chociaż odsuwa się on w czasie (na rozczarowujące ostatnie miesiące w Europie wskazuje także np. PPG, jednocześnie podkreślając, że rynek powinien zacząć się odradzać).

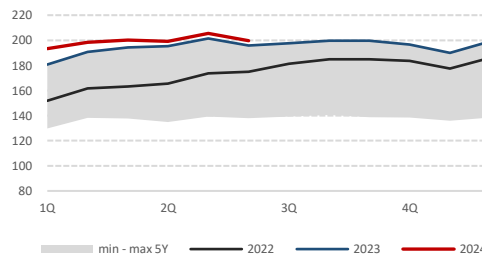
W marcu spółka przedstawiła cele strategiczne na rok 2028, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN oraz marży EBITDA na poziomie 18%.

Biel tytanowa [EUR/kg]



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Indeks cen farb na rynku polskim



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

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	233,1	232,4	-0,3%	434,5	404,7	-6,9%	857,8	834,7	-2,7%	913,7	9,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	101,1	112,9	11,7%	186,1	196,3	5,5%	384,2	403,1	4,9%	440,6	9,3%
Zysk na sprzedaży	32,0	35,3	10,1%	59,1	52,8	-10,6%	120,1	112,6	-6,2%	131,8	17,0%
EBITDA	42,7	44,7	4,8%	80,2	71,0	-11,4%	159,4	148,4	-6,9%	167,2	12,6%
EBIT	33,0	35,3	6,9%	60,6	52,2	-13,7%	121,0	110,9	-8,4%	130,0	17,2%
Zysk brutto	28,2	31,1	10,3%	49,5	43,9	-11,4%	101,0	94,7	-6,3%	118,2	24,8%
Zysk netto	22,0	23,5	6,9%	38,3	33,5	-12,7%	77,6	73,0	-6,0%	91,2	24,9%
Marża brutto ze sprzedaży	43,4%	48,6%		42,8%	48,5%		44,8%	48,3%		48,2%	
Marża na sprzedaży	13,7%	15,2%		13,6%	13,1%		14,0%	13,5%		14,4%	
marża EBITDA	18,3%	19,2%		18,4%	17,6%		18,6%	17,8%		18,3%	
marża EBIT	14,2%	15,2%		13,9%	12,9%		14,1%	13,3%		14,2%	
marża netto	9,4%	10,1%		8,8%	8,3%		9,1%	8,7%		10,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TEN SQUARE GAMES

Kupuj, TP 118/akcję

Rekomendacja z dnia 15 maja 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	80,5	P/E adj.	5,5	6,0	6,8
MC [mln PLN]	521,3	EV/EBITDA adj.	3,3	4,3	3,9
		EV/EBIT	6,4	144,6	4,8
		P/BV	1,7	2,3	2,3

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 2Q'24 (bez uwzględnienia przychodów odroczonej w czasie), które wyniosły 96,4 mln PLN, co stanowi spadek q/q i r/r odpowiednio o 3,7%/ 8,1%. Kwota 59,6 mln PLN (-2,6% q/q, -5,7% r/r) odnosi się do płatności wygenerowanych przez grę „FC”, co stanowi ok. 62% skonsolidowanych przychodów. Kolejne 22,1 mln PLN (-3,0% q/q, -9,5% r/r) dotyczy płatności w grze „HC” (23%). Szacujemy, że tytuły Rortos'u wygenerowały w 2Q'24 ok. 10,6 mln PLN (z czego ok. 3,3 mln PLN „WoH”), natomiast za resztę przychodów odpowiadały „LF” i „WH” oraz pozostałe gry.

Na poziomie kosztów marketingowych oczekujemy delikatnie niższych q/q wydatków na „FC”, zbliżonych poziomów na „HC” oraz łagodnego wzrostu budżetów na skalowanym „Wings of Heroes”. W całym 2Q'24 prognozujemy spadek kosztu UA do poziomu ok. 19,2 mln PLN (-3% q/q, -9% r/r). Oczekujemy, że progresja udziału TSG Store w płatnościach grupy przełożyła się na dalsze obniżenie stosunku kosztu prowizji platform (ok. 27 mln PLN) do przychodów. W naszych analizach przyjmujemy koszt programu motywacyjnego na poziomie ok. 0,3 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 2Q'23 na poziomie pozostałych kosztów spółka uwzględniła odpis dot. gier „Undead Clash” oraz „Fishing Masters” i rezerwę na zwolnienia grupowe w łącznej wysokości 8,3 mln PLN.

Mimo spadku przychodów, dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej oczekujemy, że spółka w omawianym okresie osiągnęła 25,0 mln PLN na poziomie skoryg. EBITDA, co oznacza wzrost o 14% r/r. W związku z pozytywnymi zmianami, które zachodzą w Gamesture, spodziewamy się, że TEN zanotuje w 2Q'24 ok. zaledwie 0,1 mln PLN straty z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (vs 0,9 mln PLN straty w 2Q'23). Mając powyższe na uwadze prognozujemy zysk netto spółki równy 16,6 mln PLN.

Miniony kwartał odbieramy neutralnie. Mimo regresji przychodów, dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej, spółce udało się wykazać progresję r/r na poziomie skoryg. EBITDA. Spodziewamy się, że kolejne miesiące za sprawą dużych aktualizacji przyniosą odbicie monetyzacji flagowych tytułów spółki. Jednocześnie liczymy na dalsze efekty skalowania „Wings of Heroes” w postaci poprawy ścieżki wynikowej tej gry. W raporcie deweloper zaprezentuje także wyniki za lipiec, które powinny odzwierciedlać wyżej nakreślone trendy, co naszym zdaniem może zostać odebrane pozytywnie przez inwestorów. Ponadto oczekujemy, że na konferencji za 2Q'24 spółka przedstawi pierwsze szczegóły dotyczące wprowadzonych na rynek nowych projektów.

Główne produkty:

- „Fishing Clash” – aktualnie priorytetem dla spółki w rozwoju tego tytułu jest urozmaicenie rozgrywki, co powinno być istotnym elementem zwiększającym jego atrakcyjność, jak i przekładającym się na poprawę KPIs.
- „Hunting Clash” – pod koniec czerwca wprowadzono nową funkcjonalność do gry „Hunting Clash”, która jest jednym z elementów lepszego dostosowywania LiveOps do aktualnego ruchu (rekordowy poziom DAU) oraz wykorzystania zmian w systemie rywalizacji, co w efekcie powinno przełożyć się na poprawę monetyzacji tego tytułu.
- „Wings of Heroes” – osiągnięcia spółki w zakresie kluczowych wskaźników, stworzyły przestrzeń do zwiększenia inwestycji w pozyskiwanie użytkowników, co przekłada się na dynamiczny wzrost przychodów z tego tytułu.

Nowe projekty:

- Zgodnie z zapowiedziami, w drugiej połowie czerwca do fazy technical launch weszła najnowsza produkcja spółki „Trophy Hunter - Casual Hunting” (Hunt Next). lipcu natomiast w tej samej formule na rynek zostanie wprowadzony kolejny projekt „Fish Next”.

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	104,9	96,4	-8,1%	222,4	196,5	-11,6%	436,1	423,7	-2,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	86,0	78,1	-9,2%	184,2	158,8	-13,8%	363,4	345,8	-4,8%
EBITDA	14,8	24,6	66,7%	31,9	48,3	51,2%	50,0	112,0	124,0%
EBITDA adj.*	21,9	25,0	13,8%	49,6	52,5	5,8%	118,6	116,9	-1,5%
EBIT	9,6	20,2	109,3%	-4,8	39,3	-	3,5	93,8	2567,4%
Zysk brutto	10,0	19,6	94,7%	-6,0	40,3	-	17,0	95,2	458,3%
Zysk netto	7,6	16,6	119,8%	-5,3	34,6	-	15,2	81,2	434,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	82,0%	81,0%		82,8%	80,8%		83,3%	81,6%	
Marża EBITDA	14,1%	25,6%		14,4%	24,6%		11,5%	26,4%	
Marża EBITDA adj.	20,9%	25,9%		22,3%	26,7%		27,2%	27,6%	
Marża EBIT	9,2%	20,9%		-2,1%	20,0%		0,8%	22,1%	
Marża zysku netto	7,2%	17,2%		-2,4%	17,6%		3,5%	19,2%	

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

Analityk:

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

TORPOL**Akumuluj, TP 35,6/akcję (rekomenadacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	35,0	P/E	7,9	16,1	13,1	12,2
MC [mln PLN]	804,0	EV/EBITDA	2,7	6,3	4,9	4,4
		EV/EBIT	3,3	9,5	6,9	6,1
		P/BV	1,6	1,6	1,5	1,4

- Po 1Q'24 portfel Torpolu wynosił rekordowe 4,74 mld PLN (vs 1,65 mld PLN rok wcześniej) i uwzględniony był już w nim kontrakt w Katowicach (2,4 mld PLN dla spółki, prace budowlane rozpoczną się pod koniec 3Q'24).
- Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W 1Q'24 marża brutto ze sprzedaży po raz pierwszy od 1H'21 była jednocyfrowa. Spodziewamy się utrzymania poziomu 6-7% w najbliższych okresach.
- Spodziewamy się w 2Q'24 istotnie wyższych przychodów r/r, przy zdecydowanie niższych marżach. Zakładamy, że 2Q'24 będzie przychodowo ok 59% wyższy r/r (340 mln PLN), natomiast EBIT spadnie do 10,2 mln PLN a zysk netto do 9,3 mln PLN (wynik powinien być wspierany przez dodatnie saldo finansowe – odsetki od lokat).
- Oczekujemy podobnej pozycji gotówkowej vs 1Q'24 (spółka miała wtedy 295 mln PLN gotówki netto).
- Zakładamy w całym 2024 roku 1,45 mld PLN przychodów (+32% r/r, przy normalizacji marży brutto do 7%) oraz 50 mln PLN zysku netto (-51% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,66 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 61 mln PLN.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	214,4	340,0	58,6%	426,8	600,5	40,7%	1 091,8	1 445,5	32,4%	1 655,0	14,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	40,0	21,4	-46,4%	61,4	41,4	-32,6%	158,0	98,7	-37,5%	114,5	16,0%
Zysk na sprzedaży	29,1	10,2	-64,9%	41,0	20,2	-50,8%	113,8	53,2	-53,3%	66,7	25,3%
EBITDA	33,4	16,5	-50,6%	52,2	30,1	-42,3%	138,7	75,5	-45,6%	93,1	23,4%
EBIT	27,1	10,2	-62,3%	39,4	17,7	-55,1%	113,9	50,2	-55,9%	65,2	29,9%
Zysk brutto	30,4	11,5	-62,3%	48,7	24,0	-50,8%	129,2	60,9	-52,9%	75,7	24,3%
Zysk netto	23,7	9,3	-60,8%	38,1	20,0	-47,4%	101,9	49,9	-51,0%	61,3	22,8%
Marża brutto ze sprzedaży	18,6%	6,3%		14,4%	6,9%		14,5%	6,8%		6,9%	
Marża na sprzedaży	13,6%	3,0%		9,6%	3,4%		10,4%	3,7%		4,0%	
marża EBITDA	15,6%	4,9%		12,2%	5,0%		12,7%	5,2%		5,6%	
marża EBIT	12,6%	3,0%		9,2%	2,9%		10,4%	3,5%		3,9%	
marża netto	11,0%	2,7%		8,9%	3,3%		9,3%	3,5%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,3	P/E	---	5,3	5,7	5,4
MC [mln PLN]	327,6	EV/EBITDA	---	2,2	2,9	2,5
		EV/EBIT	---	2,5	3,7	3,3
		P/BV	2,4	1,6	1,3	1,1

W 4Q'23 spółka dokonała drastycznej weryfikacji budżetów realizowanych kontraktów (-135 mln PLN straty netto w 4Q'23). W 1Q'24 wynik została wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, ale jednocześnie dług netto wzrósł do rekordowego poziomu (193 mln PLN, pochodna gotówkowych strat na kontraktach). Portfel po 1Q'24 wynosił 3,89 mld PLN (+11% r/r, +7% q/q, z tego 1,96 mld PLN przypadało na 2-4Q'24).

Kubatura. Segment jest jeszcze pod presją „starych” kontraktów rozpoznawanych z zerową marżą. Powyżej przeciętnej rentowność powinien wykazywać rynek eksportowy. Kwartał może być wynikowo dość podobny do 1Q'24. W założeniach na kolejne lata uważamy, że obecny zarząd będzie kładł nacisk raczej na rozwój innych obszarów a w kubaturze priorytetem będzie rentowność i dywersyfikacja portfela.

Infrastruktura. Spodziewamy się wyższych przychodów r/r i lepszej marży (obecnie najbardziej marżowy segment budowlany spółki) w 2Q'24. Na rozwój tego segment w kolejnych latach może zostać postawiony duży nacisk (wyjście poza obszar Polski ptn-wsch.), co będzie wiązało się także z koniecznością poniesienia podwyższonych nakładów inwestycyjnych.

Budownictwo przemysłowo-energetyczne. Segment nadal ponosi konsekwencji szybkiej budowy portfela w poprzednich latach. Segment miał największy negatywny wpływ na wyniki spółki w 2023 roku i także w 1Q'24 był pod kreską. Zakładamy, że 2Q'24 nie przyniesie tu jeszcze przełomu (duża część portfela to stare kontrakty, gdzie dodatkowo rosną koszty stałe w okresie ich finalizacji). W 2024 kluczowe dla spółki jest dokończenie kontraktu na fabrykę pomp ciepła, który niesie w skali grupy potencjalnie obecnie największe ryzyko.

Deweloper. W 2Q'24 spółka przekazała 159 lokali (vs 288 rok temu, kiedy przekazania dotyczyły PRS), głównie na projekcie Fama III w Poznaniu (projekt JV, więc istotna część zysku będzie wyłączona na poziomie netto). Spodziewamy się dobrej rentowności i ok 85-90 mln PLN przychodów. Dodatkowo segment wygeneruje 3 mln PLN one-off na sprzedaży gruntu w Warszawie.

Budownictwo modułowe. 2023 rok był dla segmentu nadal bardzo wymagający (niskie obciążenie mocy, słabe kontrakty na rynku polskim). Obecnie spółka stara się skoncentrować kontraktację na rynku polskim i niemieckim oraz maksymalnie ciąć koszty (co pozwala obecnie generować wynik w okolicy break-even). Segment jest mocno poturbowany i w kolejnych latach obciążony dużym znakiem zapytania (nie można wykluczyć wejścia zewnętrznego inwestora).

Podsumowując spodziewamy się w 2Q'24 650 mln PLN przychodów (-9% r/r). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy okolice 5,2% (vs 4,2% rok temu). Na poziomie EBIT szacujemy wynik na 14 mln PLN (w tym 3 mln PLN z wyniku na sprzedaży gruntu) a stratę netto na -1 mln PLN (wysokie wyłączenia zysków mniejszości z deweloperki). Spodziewamy się, że zadłużenie netto spadnie o kilkadziesiąt mln PLN vs 1Q'24 (sprzedaż gruntu, zaliczki), z perspektywą ponownego wzrostu w 3Q'24 (sezonowość).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	711,9	649,9	-8,7%	1 235,6	1 105,8	-10,5%	2 429,8	2 642,7	8,8%	2 813,3	6,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,9	34,0	13,6%	59,3	50,2	-15,2%	-37,8	151,7	---	192,7	27,0%
Zysk na sprzedaży	13,3	11,0	-17,4%	26,3	3,3	-87,5%	-124,6	57,0	---	94,7	66,2%
EBITDA	21,9	21,1	-3,7%	41,6	126,9	205,3%	-109,4	195,1	---	123,5	-36,7%
EBIT	14,8	14,0	-5,9%	27,7	112,9	307,0%	-137,8	166,6	---	94,7	-43,1%
Zysk brutto	4,9	8,4	69,8%	11,5	101,4	783,9%	-177,3	145,5	---	71,5	-50,8%
Zysk netto	-8,0	-1,3	---	-3,7	37,0	---	-165,9	62,1	---	57,2	-7,9%
Marża brutto ze sprzedaży	4,2%	5,2%		4,8%	4,5%		-1,6%	5,7%		6,8%	
Marża na sprzedaży	1,9%	1,7%		2,1%	0,3%		-5,1%	2,2%		3,4%	
marża EBITDA	3,1%	3,2%		3,4%	11,5%		-4,5%	7,4%		4,4%	
marża EBIT	2,1%	2,1%		2,2%	10,2%		-5,7%	6,3%		3,4%	
marża netto	-1,1%	-0,2%		-0,3%	3,3%		-6,8%	2,3%		2,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

Data publikacji raportu za 2Q'24 – 2024-09-05

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	144,4	P/E	2,4	9,6	6,7	6,4
MC [mln PLN]	1183,8	EV/EBITDA	7,4	6,0	4,6	4,4
		EV/EBIT	2,7	5,5	4,6	4,4
		P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9

- ON+Bio. W 1H'24 premie łądowe (liczone dla wyrobów ARA) były średnio nieco niższe niż w 1H'23 (mniej więcej stabilne w 2Q'24 vs 1Q'24), po załamaniu kulminującym przed wyborami parlamentarnymi jesienią'23. Spodziewamy się w przeciętnym otoczeniu makro spółka wygeneruje dodatnią EBITDA, ale nie będzie ona imponująca. Zakładamy podobny wynik jak w 1Q'24, czyli ok 10 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs +32 mln PLN w 2Q'23).
- LPG. Spodziewamy się spadku EBITDA do ok. 6 mln PLN, biorąc pod uwagę spadek marż. W końcówce 2024 mają wejść w życie sankcje na import LPG z Rosji, co może istotnie pozytywnie w 2025 wpłynąć na realizowane marże (perspektywa zawężanie spreadu vs benzyna). Dużym znakiem zapytania jest 2H'24 – ograniczenie w realizacji płatności z rosyjskimi bankami mogą już teraz zredukować podaż LPG, z drugiej strony okres bezpośrednio przed sankcjami na samo paliwo może wpływać na próby ulokowania jednak jak największej jego podaży.
- Stacje paliw. W 2Q'24 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r i q/q. Spodziewamy się ok. 4 mln PLN EBITDA vs 2 mln PLN rok temu.
- Bitumeny. Spodziewamy się sezonowo dobrego wyniku (wejście w wysoki sezon) na poziomie 42 mln PLN (vs 29 mln PLN rok temu).
- Infrastruktura. Segment tworzą obecnie Olavion (logistyka kolejowa) oraz terminale paliwowe od 2Q'23. Rok temu w 2Q'23 segment miał jeszcze niepełną kontrybucję do wyników. Spodziewamy się 19 mln PLN EBITDA (vs 8,3 mln PLN rok temu).
- Pozostałe segmenty. Dla segmentu gazu ziemnego 2Q'24 według naszych szacunków powinien być słabszy r/r. W przypadku innych segmentów (energia elektryczna, PV, paliwa stałe) w 2Q'24 nie spodziewamy istotnej kontrybucji do wyników. Przyjmujemy ok 14 mln PLN kosztów korporacyjnych.
- Podsumowując spodziewamy się 69,5 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy 24 mln PLN zysku.
- Outlook. W 2024 spodziewamy się wyraźnie wyższego wyniku w segmencie ON+Bio (w 2H'23 w tym obszarze spółka miała dużą stratę). Pozytywnie do wyniku powinien kontrybuować segment Infrastruktury, który w 2023 nie obsługiwał jeszcze docelowych wolumenów. Liczymy na lepszy r/r wynik Bitumenów (aczkolwiek obecnie słaby okres w budownictwie może nieco odbić się na wolumenach w 2H'24). Zakładamy lepszy niż w 2H'24 niż w 1H'24 wynik w LPG (aczkolwiek wyniki tego segmentu mogą być obecnie obciążone największym ryzykiem błędu).

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 228	2 947	-8,7%	6 500	5 956	-8,4%	12 913	12 015	-7,0%	11 939	-0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	201,7	180,7	-10,4%	450,6	357,4	-20,7%	723,6	756,8	4,6%	804,0	6,2%
Zysk na sprzedaży	61,0	29,1	-52,3%	171,9	71,1	-58,6%	127,3	170,7	34,1%	208,6	22,2%
EBITDA skoryg	61,9	69,5	12,2%	166,8	116,9	-29,9%	242,5	297,3	22,6%	370,8	24,7%
ON+BIO	32,3	10,4	-67,8%	119,3	20,7	-82,7%	43,1	75,4	75,2%	95,8	27,0%
LPG	11,5	5,9	-48,7%	29,5	11,8	-60,0%	50,0	32,9	-34,3%	89,5	172,3%
Stacje paliw	2,0	4,2	114,6%	1,5	5,7	284,0%	6,8	19,5	187,8%	17,2	-11,8%
Bitumeny	29,4	41,5	41,1%	29,7	38,6	30,0%	73,3	92,2	25,7%	97,3	5,5%
Infrastruktura	8,3	18,9	127,8%	10,8	38,7	258,6%	49,9	84,7	69,6%	92,4	9,1%
pozostałe	-21,6	-11,4	---	-24,1	1,5	---	19,4	-7,4	---	-21,4	---
EBITDA	82,2	69,5	-15,5%	196,8	143,0	-27,3%	669,0	323,4	-51,7%	370,8	14,7%
EBIT	63,8	44,1	-30,9%	172,9	85,0	-50,8%	574,9	214,5	-62,7%	268,5	25,1%
Zysk brutto	43,4	29,7	-31,7%	147,7	54,7	-63,0%	508,7	156,4	-69,3%	217,5	39,1%
Zysk netto	31,9	24,0	-24,6%	113,7	41,2	-63,7%	487,2	123,2	-74,7%	176,2	43,0%
Marża brutto ze sprzedaży	6,2%	6,1%		6,9%	6,0%		5,6%	6,3%		6,7%	
Marża na sprzedaży	1,9%	1,0%		2,6%	1,2%		1,0%	1,4%		1,7%	
marża EBITDA	1,9%	2,4%		2,6%	2,0%		1,9%	2,5%		3,1%	
marża EBIT	2,0%	1,5%		2,7%	1,4%		4,5%	1,8%		2,2%	
marża netto	1,0%	0,8%		1,7%	0,7%		3,8%	1,0%		1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników wg segmentów [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24P
Przychody	1 579,1	1 685,8	2 088,2	2 839,8	2 325,0	3 587,3	3 797,5	3 659,5	3 272,2	3 228,1	3 387,6	3 025,3	3 009,4	2 946,7
Zysk brutto ze sprzedaży	90,7	83,0	68,9	123,6	210,6	180,5	178,2	384,9	248,9	201,7	156,2	116,8	176,7	180,7
Zysk na sprzedaży	39,3	23,3	8,2	34,8	146,0	60,0	59,7	223,7	110,9	61,0	-2,7	-41,9	42,0	29,1
EBITDA skoryg.	28,3	17,2	12,0	13,1	85,1	74,3	120,7	233,5	104,9	61,9	29,2	46,6	47,5	69,5
ON+BIO	22,1	24,5	13,9	22,8	48,3	61,9	115,8	209,9	87,1	32,3	-32,0	-44,3	10,3	10,4
LPG	3,3	1,4	7,1	5,0	17,4	24,0	16,1	11,7	18,0	11,5	11,7	8,7	5,9	5,9
Gaz ziemny	5,4	-0,1	-0,3	-2,7	4,2	6,6	1,4	18,2	5,1	8,7	4,2	21,8	13,7	4,3
Energia	1,4	0,3	-2,8	-6,4	24,2	0,8	4,8	17,1	8,3	2,0	0,2	0,8	6,9	0,0
PV	-1,8	-4,2	-0,8	-2,0	-0,5	5,0	-0,4	-2,7	-0,7	-0,9	-3,0	-2,5	0,1	-0,9
Stacje paliw	-0,3	1,2	1,4	-0,9	1,4	0,4	1,1	1,5	-0,5	2,0	1,7	3,6	1,5	4,2
Bitumeny	-0,2	-0,3	-0,9	0,1	0,2	0,9	0,8	0,1	0,3	29,4	35,9	7,7	-2,9	41,5
Infrastruktura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	8,3	3,0	36,1	19,8	18,9
Paliwa stałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	8,9	-1,6	-1,7	-1,0
Pozostałe	-1,6	-5,7	-5,6	-2,7	-10,2	-25,3	-18,8	-22,3	-15,7	-31,5	-1,6	16,2	-6,1	-14,0
EBITDA	42,6	27,1	11,3	36,1	147,3	68,1	62,0	224,4	114,6	82,2	11,7	460,5	73,5	69,5
ON+BIO	36,4	35,9	12,2	27,7	128,7	57,0	57,9	195,1	97,6	52,5	-62,9	-50,1	5,3	10,4
LPG	3,3	1,4	7,6	4,5	17,5	24,0	16,5	11,2	18,4	11,5	11,7	8,7	5,9	5,9
Gaz ziemny	5,4	-2,2	-0,1	-4,0	4,2	2,5	5,0	10,4	5,2	8,7	-2,1	28,1	11,7	4,3
Energia	1,8	0,8	-3,7	17,6	2,9	0,9	5,7	14,6	8,2	2,0	0,2	0,8	6,9	0,0
PV	-1,7	-3,9	-0,7	-0,8	-0,4	5,9	-1,5	-5,6	-0,7	-0,9	-3,0	-2,5	0,1	-0,9
Stacje paliw	-0,3	0,3	1,9	-1,9	1,4	0,5	0,8	1,1	-1,6	1,2	1,1	2,5	0,6	4,2
Bitumeny	-0,4	-0,1	-0,9	0,0	0,3	2,5	0,4	0,2	0,3	29,4	59,3	194,2	31,1	41,5
Infrastruktura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	8,3	0,0	264,1	19,8	18,9
Paliwa stałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	8,9	-1,4	-1,7	-1,0
Pozostałe	-1,9	-5,1	-5,0	-7,0	-7,1	-25,2	-22,8	-2,5	-15,7	-30,5	-1,6	16,1	-6,1	-14,0
EBIT	39,4	23,6	8,3	33,1	144,2	64,6	58,4	218,3	109,0	63,8	-9,6	411,7	40,9	44,1
Zysk brutto	38,0	22,1	6,1	30,1	140,3	59,3	51,3	213,3	104,3	43,4	-25,7	386,8	25,0	29,7
Zysk netto	30,1	16,9	4,0	25,3	114,7	45,0	41,1	173,1	81,8	31,9	-22,2	395,8	17,2	24,0
Dług netto	175,1	223,7	336,5	331,4	302,0	245,4	228,2	1,9	149,0	538,1	556,3	607,5	637,7	628,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL**Kupuj, TP 106,6 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 13 maja 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	93,0	P/E	11,9	10,7	9,2
MC [mln PLN]	976,7	EV/EBITDA	7,1	5,9	4,8
		EV/EBIT	9,2	8,3	6,8
		P/BV	3,3	2,8	2,4

Diagnostyka

W 2Q'24 zakładamy wzrost wolumenów kluczowych badań (TK, MR, PET i SPECT) w grupie o +9,7% r/r. W Voxelu szacujemy wykonanie 29,6 tys. badań TK (+1,4% r/r), 57,7 tys. MR (+13,5% r/r), 4,6 tys. PET (+10,4% r/r) i 4,6 tys. SPECT (+21,7% r/r). Rezonans Powiśle I Scanix wg naszych prognoz powinny wykonać ok. 4,5 tys. TK (+10,1% r/r) i 11,8 tys. MR (+9,5% r/r). Przy wycenach badań refundowanych, obowiązujących w 2Q'24 prognozujemy wzrost przychodów z tytułu wykonanych badań do 88,5 mln PLN (+21,3% r/r). Od 3Q'24 zakładamy wzrost wycen o ok. +4% dla TK i MR oraz +6% dla PET i SPECT w stosunku do 2Q'24. Biorąc pod uwagę pozostałą sprzedaż segmentu (głównie radiofarmaceutyki), szacujemy przychody na 93,7 mln PLN (+19,9% r/r).

IT i wyposażenie pracowni

Alteris w 1Q'24 pokazał mocne wyniki jak na początek roku, a w 2Q'24 spodziewamy się kontynuacji dobrej passy. Prognozujemy przychody na poziomie 25,0 mln PLN (+30,7% r/r). Wynika to z jednej strony z zakupów do grupy, w związku z wymianą części urządzeń, głównie rezonansów magnetycznych, oraz wyposażaniu dwóch nowych pracowni, z drugiej strony ze zwiększonych inwestycji w modernizację szpitali.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 2Q'24 zakładamy wykonanie 137 procedur wobec 127 rok wcześniej. Implikuje to wzrost przychodów do 3,3 mln PLN (+16,0% r/r).

W 2Q'24 spodziewamy się poprawy wyników r/r, przy lekkim spadku w stosunku do 1Q'24. Spowodowane jest to rozliczeniem nadwykonań, jakie miało miejsce w 1Q'24. Na poziomie grupy spodziewamy się 114,0 mln PLN przychodów (+13,0% r/r) oraz 28,0 mln PLN EBIT (+13,4%). Zysk EBITDA szacujemy na 40,1 mln PLN (+16,5% r/r). W 1Q'24 widoczny był wzrost amortyzacji, który powinien utrzymać się w kolejnych okresach. Spowodowany jest głównie wzrostem czynszów oraz zakupem nowego sprzętu. Zysk netto w 2Q'24 szacujemy na ok. 21,1 mln PLN (+22,0% r/r). Na ostatniej konferencji wynikowej spółka informowała o możliwości odpisów spowodowanych wymianą sprzętu, który nie został jeszcze w pełni zamortyzowany, dlatego wskazujemy, że może być to czynnik, który obniży wynik 2Q'24.

Prognozy wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23*	2Q'24P	r/r	1H'23*	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	100,9	114,0	13,0%	189,5	222,7	17,5%	424,2	497,0	17,2%
Wynik brutto na sprzedaży	29,8	34,0	14,0%	61,1	69,4	13,7%	140,3	149,9	6,8%
EBITDA	34,4	40,1	16,5%	62,8	77,6	23,5%	147,1	169,4	15,1%
Diagnostyka	35,9	40,7	13,2%	72,4	81,8	13,1%	154,0	173,3	12,5%
Neurochirurgia	1,6	1,8	13,0%	3,3	3,7	13,8%	6,4	7,7	20,1%
IT i wyposażenie pracowni	2,4	3,0	25,7%	4,0	6,2	52,3%	14,1	15,0	6,2%
Szpitalnictwo	-0,4	0,0		-1,7	0,0		-1,2	0,0	
Wyłączenia	-5,1	-5,4		-15,1	-14,1		-26,1	-26,5	
EBIT	24,7	28,0	13,4%	46,0	53,9	17,2%	112,7	120,3	6,7%
Zysk brutto	22,2	26,1	17,7%	40,6	50,4	24,2%	102,2	113,8	11,3%
Zysk netto	17,3	21,1	22,0%	31,5	40,7	29,2%	75,5	91,3	20,9%
dz. kontynuowana							82,2	91,3	11,1%
dz. zaniechana							-6,7	0,0	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	29,8%		32,2%	31,2%		33,1%	30,2%	
Marża EBITDA	34,1%	35,1%		33,2%	34,9%		34,7%	34,1%	
Marża EBIT	24,4%	24,5%		24,3%	24,2%		26,6%	24,2%	
Marża zysku netto	17,1%	18,5%		16,6%	18,3%		17,8%	18,4%	

* W 2Q'23 i 1H'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

WIRTUALNA POLSKA**Redukuj, TP 102,8 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	101,0	P/E	19,1x	17,8x	13,5x
Kapitalizacja [PLN m]	2 976	EV/EBITDA	8,2x	7,6x	6,6x
EV [PLN m]	3 312	EV/EBIT	12,5x	11,7x	9,5x
Data publikacji raportu za Q2 2024	2024-08-27				

Na Q2 2024 przyjęliśmy założenie o wzroście przychodów z segmentu reklama i subskrypcje o 2,1% r/r i nadal spodziewamy się słabych danych w relacji r/r dotyczących wpływów reklamowych. Skorygowana EBITDA segmentu według naszej symulacji może być bliska 63,5 mln PLN (-6,5% r/r). Ta kwota nie obejmuje potencjalnych kosztów związanych z ogłoszoną restrukturyzacją zatrudnienia (przyjęliśmy dodatkowo ponad 8 mln PLN kosztów, które alokujemy w pozostałe korekty).

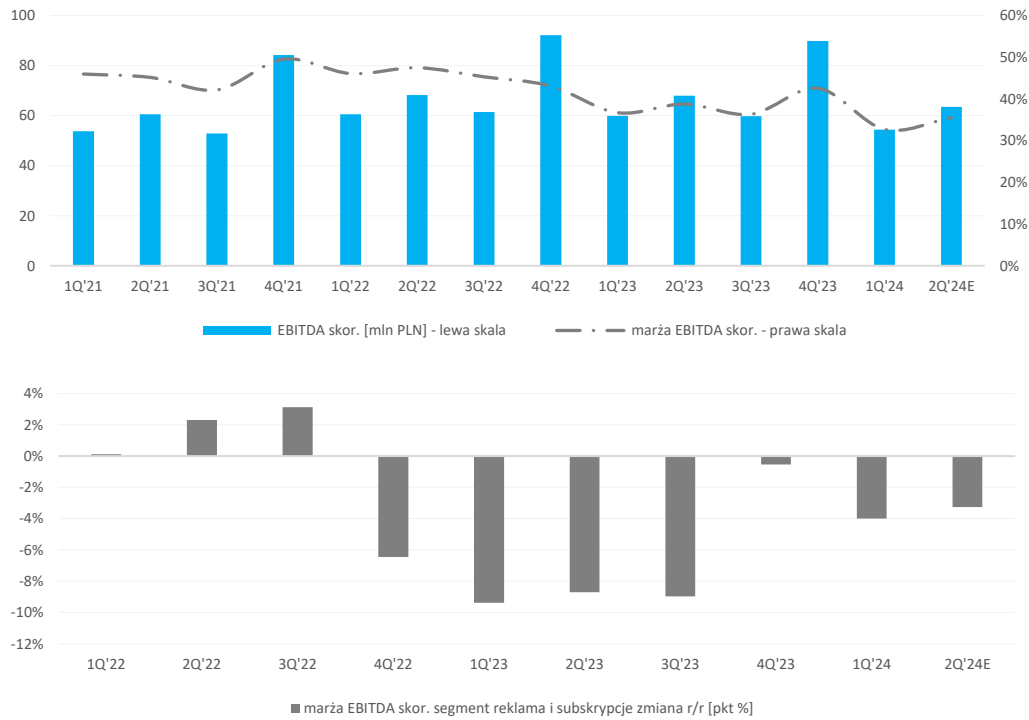
Mioniony Q2 2024 powinien być kolejnym dobrym okresem dla segmentu turystyka. Z uwagi na efekt częściowego przesunięcia popytu na raportowany już Q1 2024, w samym Q2 2024 przyjęliśmy dynamikę wzrostu przychodów na poziomie 18,5% r/r. Zgodnie z naszą symulacją spodziewamy się, że skorygowana EBITDA segmentu turystyka może wynieść 28,4 mln PLN (+19,1% r/r).

Ogółem na Q2 2024 prognozujemy przychody na poziomie 389 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 8,2% r/r. Skorygowany odczyt EBITDA spółki w omawianym okresie może wynieść 100,6 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost r/r o 0,4%. Odczyt EBITDA uwzględniający dodatkowe koszty, w tym pozycje związane z przeprowadzonym procesem zwolnień może wynieść 89,5 mln PLN (-7,5% r/r). Na poziomie EBIT według naszej symulacji spółka może wykazać odczyt 50,2 mln PLN (-14,3% r/r). Po uwzględnieniu salda finansowego i podatku prognozowany przez nas zysk netto (przypisany akcjonariuszom) wynosi 22,8 mln PLN (-28,4% r/r).

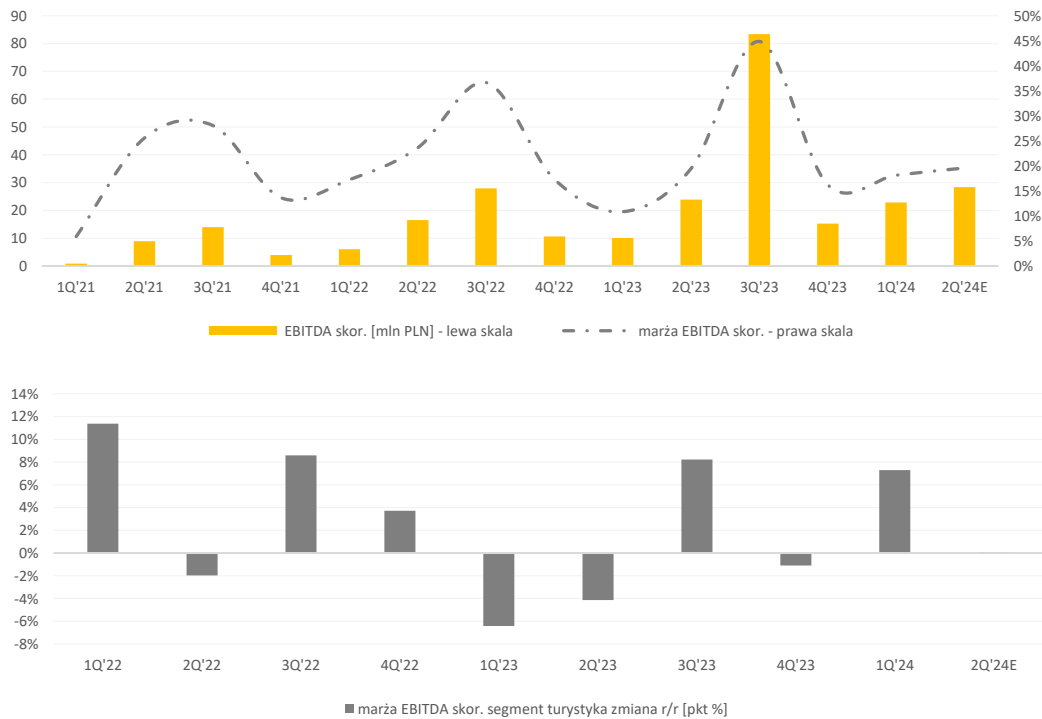
Prognoza wyników na Q2 2024 [PLN m]

	Q2'23	Q2'24E	y/y	Q2'23 LTM	Q2'24E LTM	y/y
Przychody	359,6	389,0	8,2%	1 268,0	1 505,6	18,7%
Reklama i subskrypcje	168,5	172,1	2,1%	658,9	693,4	5,2%
Turystyka	122,4	145,1	18,5%	352,2	550,9	56,4%
Finanse konsumenckie	56,1	57,6	2,5%	201,8	199,3	-1,3%
EBITDA skor.	100,2	100,6	0,4%	382,2	447,7	17,1%
Reklama i subskrypcje	68,0	63,5	-6,5%	281,4	267,6	-4,9%
Turystyka	23,9	28,4	19,1%	72,4	149,9	107,0%
Finanse konsumenckie	8,1	8,3	3,2%	30,2	27,0	-10,7%
EBITDA	96,7	89,5	-7,5%	357,8	425,4	18,9%
Amortyzacja	38,1	39,3	3,1%	131,0	148,5	13,4%
EBIT	58,6	50,2	-14,3%	226,8	276,9	22,1%
Saldo finansowe	-15,8	-14,8	---	-41,5	-61,5	---
Wynik brutto	46,3	35,0	-24,5%	187,7	208,5	11,1%
Wynik netto	33,6	25,2	-25,0%	135,5	158,3	16,8%
wynik przypisany akcjonariuszom	31,9	22,8	-28,4%	127,6	149,0	16,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym (dane historyczne i nasza prognoza na Q2 2024)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym (dane historyczne i nasza prognoza na Q2 2024)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

 Maciej Bobrowski
 maciej.bobrowski@bdm.pl

ZUE**Trzymaj, TP 11,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	10,4	P/E	11,3	18,2	17,1	14,8
MC [mln PLN]	238,4	EV/EBITDA	2,3	5,7	5,7	5,0
		EV/EBIT	3,4	10,0	10,5	8,5
		P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1

Portfel ZUE wynosił po 1Q'24 1,65 mld PLN (vs 1,46 mld PLN rok wcześniej). ZUE ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (zysk netto był minimalnie niższy niż w rekordowym 2011 roku, uwzględnia też 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności). Jednocześnie relacja portfela do przychodów za ostatnie 4Q jest najniższa od przełomu 2015/16 a perspektywy jego wzrostu w najbliższych miesiącach są ograniczone (ogłoszenia nowych dużych przetargów z PKP PLK oczekujemy najwcześniej jesienią, podobnie może wyglądać rynek tramwajowy).

Przychodowo 2Q'24 może być mocny, podobny do 1Q'24, spółka powinna rozpoznać jeszcze istotne przychody z końcowej fazy kontraktu na zajezdnię Annapol. Zakładamy ok. 10% wzrost przychodów r/r (efekt spadającego q/q portfela będzie z kolei wyraźnie odczuwalny w 2H'24). Spodziewamy się nieco lepszego r/r EBIT na poziomie 6,3 mln PLN oraz wzrostu zysku netto do 6,0 mln PLN. Przy tym zwracamy uwagę na ugodę w sprawie kontraktu Okęcie, co wpłynie na +1,5 mln PLN na marży brutto ze sprzedaży oraz dodatkowe +1,5 mln PLN na przychodach finansowych.

Należy brać pod uwagę, że 2024 rok przychodowo, mimo bardzo wysokiego 1H'24, może być słabszy r/r, biorąc pod uwagę obecny stan portfela spółki i wysoką bazę w 2H'24 (w 2024 roku podpisano tylko jeden istotny kontrakt). Natomiast dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów (część najgorszych kontraktów z 2017 zakończyła się w ubiegłym roku, na części podpisano też aneksy).

Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscyluje w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża za ostatnie 10 lat to 4,3%). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągnąć 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży. Jednocześnie ryzykiem w średnim terminie jest obecna luka przetargowa na rynku kolejowym, która może przełożyć się na wojnę cenową na przetargach, kiedy w końcu się pojawią. Strategia spółki zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (obecnie realizowane są kontrakty w Rumunii, spółka przygląda się także np. Łotwie), aby ograniczać ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 2Q'2024

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	292,4	322,5	10,3%	541,7	638,7	17,9%	1 484,1	1 087,2	-26,7%	1 026,2	-5,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	10,3	14,2	37,9%	18,8	26,7	42,3%	55,9	49,4	-11,6%	49,4	0,0%
Zysk na sprzedaży	2,8	6,3	124,4%	4,5	10,9	142,5%	25,6	18,7	-26,8%	17,8	-4,7%
EBITDA	7,8	9,9	26,2%	13,3	19,4	45,5%	45,2	34,4	-23,9%	32,7	-5,0%
EBIT	4,1	6,3	53,9%	6,0	12,0	100,2%	30,4	19,7	-35,2%	17,8	-9,5%
Zysk brutto	3,7	7,7	105,2%	5,7	10,7	85,7%	28,9	18,2	-37,1%	17,4	-4,3%
Zysk netto	3,0	6,0	99,4%	4,1	7,0	69,0%	21,0	13,1	-37,7%	13,9	6,5%
Marża brutto ze sprzedaży	3,5%	4,4%		3,5%	4,2%		3,8%	4,5%		4,8%	
Marża na sprzedaży	1,0%	1,9%		0,8%	1,7%		1,7%	1,7%		1,7%	
marża EBITDA	2,7%	3,1%		2,5%	3,0%		3,0%	3,2%		3,2%	
marża EBIT	1,4%	1,9%		1,1%	1,9%		2,0%	1,8%		1,7%	
marża netto	1,0%	1,9%		0,8%	1,1%		1,4%	1,2%		1,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

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).

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Piotr Dedecjus

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

System rekomendacji:

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

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

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-08-02.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-08-02 (14:25 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-09-01.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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.”

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 30.04.2024 roku:

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

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

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

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