

PROGNOZY WYNIKÓW 4Q 2024



Analitycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Krzysztof Tkocz
Anna Tobiasz
Andrzej Wodecki

31 STYCZNIA 2025, 17:25 CET

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

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

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

11 BIT STUDIOS.....	9
AGORA.....	10
AILLERON.....	13
ARTIFEX MUNDI.....	14
ATAL.....	15
ATM GRUPA.....	17
BIG CHEESE STUDIO.....	18
BIOMAXIMA.....	19
BOOMBIT.....	20
BUDIMEX.....	21
CD PROJEKT.....	22
CELON PHARMA.....	23
CI GAMES.....	24
CREEPY JAR.....	25
CYFROWY POLSAT.....	26
DINO POLSKA.....	27
DECORA.....	28
DEKPOL.....	29
DIGITAL NETWORK.....	30
DOM DEVELOPMENT.....	31
ELEKTROTIM.....	33
ENTER AIR.....	34
ERBUD.....	35
ESOTIQ & HENDERSON.....	36
EUROCASH.....	37
FERRO.....	38
FOREVER ENTERTAINMENT.....	39
HUUUGE GAMES.....	40
INSTAL KRAKÓW.....	41
KĘTY.....	42
KINO POLSKA.....	43
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
PTWP.....	58
RELPOL.....	59
SELENA FM.....	60
SYNEKTIK.....	61
SYNTHAVERSE.....	62
ŚNIEŻKA.....	63
TEN SQUARE GAMES.....	64
TORPOL.....	65
UNIBEP.....	66
UNIMOT.....	67
VOXEL.....	69
WIRTUALNA POLSKA.....	70
ZUE.....	73
ŻABKA GROUP.....	74

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

	Data publikacji	EBITDA			EBIT			Wynik netto			stopa zwrotu			
		4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	1 mc	3mc	6mc	YTD
11 BIT	10 kwi 25	6,3	14,8	136,4%	9,3	-32,2	-	-0,8	9,5	-	14,0%	-24,8%	-69,7%	14,0%
AGORA	26 mar 25	84,9	97	14,0%	43,8	53,3	22,0%	40,1	36,7	-9,0%	9,4%	11,2%	2,7%	9,4%
AILLERON	25 kwi 25	10,1	24,2	138,9%	6,0	20,2	235,3%	2,8	7,7	172,9%	6,9%	12,1%	23,8%	6,9%
ARTIFEX MUNDI	26 mar 25	9,1	9,0	-1,7%	7,7	7,8	1,8%	10,8	5,3	-50,3%	9,3%	-12,6%	-34,3%	9,3%
ATAL	20 mar 25	170,6	44,4	-74%	169,6	43,3	-74%	145,3	39,2	-73%	0,2%	-1,3%	3,4%	0,2%
ATM GRUPA	29 kwi 25	14,9	12,7	-14,6%	10,1	6,1	-39,4%	6,4	7,1	10,7%	6,4%	-2,8%	-1,7%	6,4%
BIG CHEESE STUDIO	25 kwi 25	0,4	1,3	207,5%	0,3	1,2	269,8%	0,0	1,0	-	0,2%	-2,8%	-25,9%	0,2%
BIOMAXIMA	30 kwi 25	0,7	1,8	156%	-0,0	0,9	-	0,1	0,7	608%	15,0%	-17,2%	-28,1%	15,0%
BOOMBIT	25 kwi 25	6,2	9,6	54,7%	1,9	5,0	158,6%	1,7	4,2	143,8%	-1,5%	-20,5%	-31,8%	-1,5%
BUDIMEX	26 lut 25	340,5	275,8	-19%	299,4	235,0	-22%	287,8	172,2	-40%	2,4%	-4,6%	-25,1%	2,4%
CD PROJEKT	27 mar 25	281,8	172,6	-38,7%	183,7	142,3	-22,5%	187,0	138,9	-25,7%	10,3%	31,3%	32,7%	10,3%
CELON PHARMA	16 kwi 25	3,5	1,0	-73%	-9,3	-12,1	-	-15,0	-11,8	-	-8,5%	-12,9%	-11,4%	-8,5%
CI GAMES	16 kwi 25	87,8	3,3	-96,2%	33,2	-1,7	-	18,2	-2,2	-	24,2%	5,3%	0,9%	24,2%
CREEPLY JAR	23 mar 25	3,9	4,8	23,4%	3,6	4,6	27,7%	3,7	5,1	36,6%	19,8%	-15,6%	-38,9%	19,8%
CYFROWY POLSAT	10 kwi 25	677,1	811,4	19,8%	172,2	397	130,5%	100,5	110,7	10,1%	9,3%	22,8%	19,2%	9,3%
DECORA	17 kwi 25	25,1	28,0	12%	19,2	22,1	15%	16,6	17,7	7%	25,3%	29,3%	43,5%	25,3%
DEKPOL	25 kwi 25	42,6	37,0	-13%	38,8	34,4	-11%	31,5	25,1	-20%	-5,0%	-3,3%	-25,4%	-5,0%
DIGITAL NETWORK	30 kwi 25	9,92	14,69	48,0%	7,14	11,7	63,8%	5,08	8,38	65,0%	17,4%	39,6%	48,8%	17,4%
DINO POLSKA	14 kwi 25	554	740	33,7%	460	629	37,0%	348	491	41,0%	15,5%	35,8%	27,9%	15,5%
DOM DEVELOPMENT	18 mar 25	248,5	329,7	33%	242,9	323,7	33%	200,0	263,0	32%	16,9%	12,0%	26,2%	16,9%
ELEKTROTIM	2 kwi 25	-1,7	15,7	-	-2,9	14,6	-	-4,3	9,8	-	14,7%	27,7%	41,2%	14,7%
ENTER AIR	29 kwi 25	37,2	52,0	39,5%	-24,9	-20,9	-	-64,0	-12,0	-	1,5%	-12,5%	-11,7%	1,5%
ERBUD	16 mar 25	-22,3	13,3	-	-32,0	5,4	-	-47,7	-1,9	-	13,2%	19,9%	-5,4%	13,2%
ESOTIQ	24 kwi 25	8,6	8,6	-1%	4,5	3,8	-14%	2,3	2,6	12%	-16,8%	-25,9%	-17,4%	-16,8%
EUROCASH	3 kwi 25	326	319	-2,1%	168	159	-5,4%	100	77	-23,0%	20,3%	-0,1%	-26,4%	20,3%
FERRO	31 mar 25	29,5	27,2	-8%	24,6	22,9	-7%	15,8	15,7	-1%	1,9%	8,0%	-0,3%	1,9%
FOREVER ENTERTAINMENT	21 mar 25	2,7	1,7	-38,0%	2,7	1,6	-38,7%	2,1	1,5	-26,6%	14,3%	11,0%	-14,0%	14,3%
HUUUGE*	16 kwi 25	26,1	24,0	-8,1%	22,6	17,1	-24,4%	20,6	19,4	-5,8%	5,1%	11,3%	-13,2%	5,1%
INSTAL KRAKÓW	30 kwi 25	27,1	13,6	-50%	25,7	12,1	-53%	22,5	10,0	-56%	4,6%	0,8%	-20,4%	4,6%
KĘTY	27 mar 25	170,0	178,9	5%	122,5	119,3	-3%	71,3	70,9	-1%	11,8%	12,1%	-7,2%	11,8%
KINO POLSKA TV	10 kwi 25	24,5	24,8	1,3%	23,7	22,4	-5,4%	19,4	18,7	-3,7%	-7,0%	13,0%	11,1%	-7,0%
MIRBUD	24 kwi 25	127,5	61,1	-52%	122,6	55,5	-55%	79,1	40,1	-49%	3,4%	11,4%	-11,9%	3,4%
MOSTOSTAL ZABRZE	13 mar 25	39,8	15,0	-62%	35,4	9,4	-73%	27,3	6,2	-77%	1,7%	18,6%	30,9%	1,7%
NEUCA	27 mar 25	85,2	89,4	5%	54,4	59,5	9%	32,8	33,3	1%	-3,6%	4,5%	3,6%	-3,6%
ONDE	16 mar 25	15,4	13,2	-14%	13,2	10,7	-19%	10,2	7,4	-27%	8,2%	9,7%	-15,7%	8,2%
ORANGE POLSKA	12 lut 25	753	758	0,7%	109	261	139,0%	72	143	98,6%	8,3%	2,7%	0,4%	8,3%
PCC ROKITA	b.d.	131,0	75,1	-43%	94,1	37,1	-61%	82,8	30,5	-63%	6,7%	-8,0%	-18,2%	6,7%
PCF GROUP	23 kwi 25	-71,8	-1,7	-	-76,3	-8,6	-	-61,4	-8,3	-	-0,9%	-29,6%	-57,0%	-0,9%
PEKABEX	17 kwi 25	27,9	25,6	-8%	20,5	18,0	-12%	8,4	10,4	25%	3,1%	-4,5%	-21,7%	3,1%
PKN ORLEN	27 lut 25	12 398,0	10 288,7	-17%	8 841,0	6 499,9	-26%	7 353,0	4 240,0	-42%	14,0%	3,3%	-16,8%	14,0%
PLAYWAY	25 kwi 25	44,1	43,3	-1,7%	39,0	43,1	10,4%	41,0	34,3	-16,4%	11,2%	12,6%	7,3%	11,2%
PTWP	30 kwi 25	0,4	3,2	637%	-0,2	2,6	-	-0,8	2,3	-	4,8%	-5,2%	-20,3%	4,8%
RELPOL	25 kwi 25	3,6	1,2	-67%	2,0	-0,7	-	1,5	-1,0	-	0,4%	-4,3%	-9,3%	0,4%
SELENA	17 kwi 25	19,3	18,0	-6%	8,4	7,3	-13%	-11,6	-2,2	-	7,7%	-5,3%	-17,0%	7,7%
SYNEKTIK	5 lut 25	49,3	41,0	-17%	45,4	36,3	-20%	34,7	29,1	-16%	10,8%	23,2%	54,9%	10,8%
SYNTHAVERSE	18 mar 25	7,8	9,2	17%	6,2	6,7	8%	3,9	4,4	14%	4,3%	8,9%	-8,1%	4,3%
ŚNIEŻKA	10 kwi 25	14,3	12,9	-10%	5,1	3,4	-33%	0,6	-1,0	-	0,5%	16,9%	3,8%	0,5%
TEN	24 mar 25	35,3	27,5	-22,3%	-16,7	21,9	-	-1,7	16,5	-	8,8%	-2,1%	-8,9%	8,8%
TORPOL	21 mar 25	54,8	30,8	-44%	48,9	24,5	-50%	40,9	20,8	-49%	9,3%	15,3%	1,1%	9,3%
UNIBEP	15 kwi 25	-129,4	19,3	-	-136,7	11,1	-	-135,4	-4,5	-	20,9%	2,3%	-5,8%	20,9%
UNIMOT	16 kwi 25	460,5	57,5	-88%	411,7	23,5	-94%	395,8	5,6	-99%	7,2%	6,4%	10,2%	7,2%
VOXEL	3 kwi 25	41,2	46,6	13%	31,0	34,9	13%	22,1	25,9	17%	17,1%	34,7%	58,6%	17,1%
WIRTUALNA POLSKA	25 mar 25	113	121,1	7,2%	74,3	69,5	-6,4%	39,3	35,2	-10,5%	-1,1%	4,6%	-16,0%	-1,1%
ZUE	27 mar 25	20,9	5,7	-73%	17,2	1,7	-90%	10,9	1,3	-88%	24,4%	22,9%	-1,4%	24,4%
ŻABKA	24 mar 25	805	951	18,1%	419	512	22,1%	213	284	33,6%	21,2%	8,8%	-	21,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * mln USD, ** odczyt EBITDAa dla OPL (EBITDA po uwzględnieniu kosztów leasingu), ***- dane dotyczą 1Q'24 fin. (październik-grudzień'24) oraz 1Q'23 fin. (październik-grudzień'23)

Zestawienie podsumowujące

Spółka	Analitik	Komentarz
11 BIT	Tkocz	pełny kwartał sprzedaży "FP2" (140 tys. sztuk) głównym driverem poprawy wyników r/r po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe (odpis P8), oczekiwana wysoka konwersja należności
AGORA	Bobrowski	wzrost frekwencji w kinach powinien mieć przełożenie na segment film i książka, dodatkowo liczymy na dobre odczyty pozostałych segmentów z ekspozycja na przychody reklamowe
AILLERON	Tkocz	zakładana znacząca poprawa wyników r/r dzięki konsolidacji Prosoft LLC oraz poprawie dynamik w segmencie Fintech
ARTIFEX MUNDI	Tkocz	niewykorzystany potencjał "Unsolved" przez sytuację na rynku reklamy; zakładany płaski wyniki r/r na poziomie skoryg. EBITDA = 9,0 mln PLN oraz spadek skoryg. zysk netto r/r do 5,3 mln PLN (-50% r/r) w efekcie negatywnego wpływu różnic kursowych
ATAL	Pado	spadek liczby przekazania r/r, wyraźnie słabszy mix na marży r/r
ATM GRUPA	Bobrowski	nasze symulacje wskazują na względnie słabe pozycjonowanie spółki w kalendarzu sezonu wynikowego za Q4 2024
BIG CHEESE STUDIO	Tkocz	oczekiwana poprawa wyników r/r dzięki obniżeniu bazy kosztowej, przy jednoczesnej generacji pozytywnego CF
BIOMAXIMA	Tobiasz	4Q sezonowo silny w ochronie zdrowia; przychody wsparte realizacją istotnych umów
BOOMBIT	Tkocz	progresja wyników r/r dzięki optymalizacji bazy kosztowej, utrzymujący się wysoki CAPEX cały czas zmniejszający środki pieniężne spółki
BUDIMEX	Pado	spółka opublikowała wstępne wyniki - wyraźnie słabsze r/r, ale EBIT powyżej naszych oczekiwań
CD PROJEKT	Tkocz	oczekiwane solidne odczyty za 4Q'24 (znacząca poprawa q/q), przy jednoczesnym spadku wyników r/r wynikającym z wysokiej bazy porównawczej (premiera „CP Phantom Liberty” w 3Q'23)
CELON PHARMA	Tobiasz	Wzrost przychodów w segmencie generycznym; wysoka baza 4Q'23 powodem spadku w segmencie innowacyjnym
CI GAMES	Tkocz	spodziewane odbicie przychodów q/q dzięki głębszym przeceną, znaczący spadek r/r w efekcie wysokiej bazy (premiera LoTF)
CREEPY JAR	Tkocz	oczekiwana poprawa wyników zarówno q/q jak i r/r dzięki licznym wyprzedzom i debiucie trybu co-op do GH wersji VR
CYFROWY POLSAT	Bobrowski	Q4 2024 w naszej ocenie mógł być kolejnym dobrym okresem dla CPS, który powinien wskazać na wzrost skor. EBITDA o blisko 20% r/r
DECORA	Pado	niskie cen surowców powinny rekompensować presję od strony popytu
DEKPOL	Pado	spodziewamy się nieco słabszych r/r wyników (wysoka baza w budowlance), odbudowa portfela w 4Q'24
DIGITAL NETWORK	Bobrowski	spodziewamy dobrych danych (EBITDA +48% r/r); spółka opublikowała wstępne dane sprzedażowe za Q4 (+20% r/r przychody), które są wyższe niż wcześniejsze prognozy własne spółki oraz nasze oczekiwania
DINO POLSKA	Wodecki	zakładamy, że pod kątem zysku netto będzie to najlepszy kwartał w historii spółki, ze względu na zachowaną dwucyfrową dynamikę przychodów i poprawę marż
DOM DEVELOPMENT	Pado	wzrost liczby przekazania r/r, dobra marżowość
ELEKTROTIM	Pado	spodziewamy się wyraźnie lepszych r/r wyników
ENTER AIR	Tkocz	oczekiwana poprawa wyniku EBITDA o 40% r/r, wzrost wykonanych lotów r/r oscylujący w okolicach 4-5%
ERBUD	Pado	spodziewamy się lepszych r/r wyników (niska baza), ale rozczarować może MOD21
ESOTIQ	Tobiasz	mocne wzrosty w kanale internetowym wspierają sprzedaż
EUROCASH	Wodecki	wśród spółek z sektora FMCG notowanych na GPW to Eurocash naszym zdaniem najbardziej pozytywnie zaskoczy wynikami za miniony kwartał
FERRO	Pado	wzrost kosztów może wywierać presję na EBITDA po kilku lepszych kwartałach
FOREVER ENT.	Tkocz	spodziewany spadek wyników r/r w związku z wysoką bazą porównawczą (premiera FM2 w 4Q'23) przy ich jednoczesnej poprawie q/q
HUUUGE	Tkocz	oczekiwana poprawa wyników q/q dzięki wdrożonej aktualizacji do flagowych gier oraz utrzymaniu dyscypliny kosztowej
INSTAL KRAKÓW	Pado	zakładamy słabsze r/r wyniki (prawdopodobnie niższa liczba przekazanych mieszkań)
KĘTY	Pado	spółka opublikowała wyniki - EBITDA 4Q'24 zgodna z wcześniejszym guidance w słabym otoczeniu rynkowym
KINO POLSKA	Bobrowski	raportowane dane za Q4 mogą wskazać na wolniejsze dynamiki wzrostu r/r; staramy się uwzględnić wyższe koszty kontentu i zwracamy również uwagę na saldo pozostałej działalności operacyjnej z Q4 2023 (na tej pozycji wykazano 3,7 mln PLN zysku)
MIRBUD	Pado	spodziewamy się słabszych r/r wyników (wysoka baza w budowlance i deweloperce)
MOSTOSTAL ZABRZE	Pado	wysoka baza z 4Q'23, odbudowa portfela w ostatnich tygodniach
NEUCA	Tobiasz	dalsze wzrosty we wszystkich segmentach
ONDE	Pado	spodziewamy się słabszych r/r wyników (spadek marży)
ORANGE POLSKA	Bobrowski	ostatni kwartał 2024 roku powinien wskazać na powrót Orange do możliwości wykazywania niskich jednocyfrowych wzrostów EBITDAaL w ujęciu r/r (bez zdarzeń jednorazowych)
PCC ROKITA	Tobiasz	utrzymująca się trudna sytuacja w sektorze chemicznym widoczna w wynikach spółki
PCF GROUP	Tkocz	wyniki 4Q'24 ponownie obciążone sporymi odpisami, wyłączając jednorazowe zdarzenia spodziewany zbliżony performance q/q
PEKABEX	Pado	wzrost produkcji r/r w 4Q'24, wysoki portfel w GW, jednocześnie wysoka baza na rentowności z ubiegłego roku
PKN ORLEN	Pado	spodziewamy się 11,9 mld PLN skoryg. EBITDA LIFO (wyraźnie lepiej q/q)
PLAYWAY	Tkocz	oczekiwany spadek wyników r/r na poziomie skoryg. zysku netto n.j.d. (34,3 mln PLN; -16% r/r), w efekcie wysokiej bazy (premiera HF2)
RELPOL	Pado	oczekiwana lekka poprawa q/q, ale nadal słabe makro negatywnie wpływa na wyniki
SELENA FM	Pado	niska baza z ubiegłego roku, wymagający rynek, ale też dalsze spadki gł. surowców
SYNEKTIK	Tobiasz	wysoka baza 1Q'23/24 przez rekordową liczbę zainstalowanych robotów da Vinci
SYNTHAVERSE	Tobiasz	wzrost sprzedaży głównie w Onko BCG
ŚNIEŻKA	Pado	nadal sprzyjająca sytuacja dla marży, przy słabości rynków zagranicznych; spodziewamy się nieznacznego spadku EBITDA r/r
TEN SQUARE GAMES	Tkocz	spodziewana delikatna poprawa wyników na poziomie skoryg. EBITDA dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej oraz redukcji UA; negatywny wpływ zobowiązań wobec Rortos na skoryg. zysk netto
TORPOL	Pado	wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r przy wyraźnie niższej r/r rentowności
UNIBEP	Pado	wyniki za 4Q'24 dużo lepsze r/r, ale raczej słabsze q/q (mniej deweloperki)
UNIMOT	Pado	spodziewamy się >20% poprawy skoryg. EBITDA r/r (niska baza)
VOXEL	Tobiasz	spowolnienie wolumenów względem 3Q'24; dalszy wzrost wyników
WIRTUALNA POLSKA	Bobrowski	wraz z Q4 2024 spodziewamy się, że spółka (w obecnej strukturze; bez konsolidacji Invia) wejdzie w okres kilku kwartałów z wysokimi dynamikami wzrostu skor. EBITDA w relacji r/r
ZUE	Pado	prognozy przedstawimy w osobnym materiale
ŻABKA	Wodecki	krótkoterminowe cele grupy nakreślone w prospekcie emisyjnym powinny w omawianym kwartale zostać zrealizowane z nawiązką

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Budimex opublikował już szacunkowe wyniki za 4Q'24. Ze względu na wysoką bazę spółka pokazała spadek wyników r/r, jednocześnie zwracamy uwagę na prawdopodobnie mocną marżę w budownictwie (EBIT w 4Q'24 był powyżej naszych oczekiwań) oraz rekordowy portfel. Spółce sprzyja strona kosztowa na rynku, a wycena uległa w ostatnich miesiącach normalizacji. W **Dekpolu** spodziewamy się w 4Q'24 nieco słabszych r/r wyników (wysoka baza w budowlance), spółka będzie miała mocny portfel po podpisaniu rekordowego kontraktu w 4Q'24. **Elektrotim** w 4Q'24 powinien rozpoznawać istotne przychody z kontraktu na perymetrię na Bugu i pokazać istotnie lepsze wyniki r/r (rok temu wyniki obciążone przez rezerwę gwarancyjną i upadłość Zeusa). W **Erbudzie** oczyszczone wyniki powinny być istotnie lepsze r/r, ale baza jest bardzo niska. Kwartał może jednocześnie przynieść kolejne rozczarowanie w modułach. Na plus może zaskoczyć pozycja gotówkowa. **Instal Kraków** powinien od 4Q'24 rozpoznawać w wynikach kolejny etap Mierzei Wiślanej, jednak wydaje się, że wynikowo może być ciężko zbliżyć się do bardzo dobrego 4Q'23. W przypadku **Mirbudu** baza z 4Q'23 także jest wymagająca (m.in. wysoka wtedy marża w budownictwie). Spodziewamy się wyraźnie niższych wyników r/r (słabsza marża, mniej przekazanych mieszkań w deweloperce). W przypadku **MS Zabrze** trudno liczyć na powtórzenie wyników z ubiegłego roku, kiedy spółka pokazała nadzwyczajne marże na końcówkach kontraktów. Jednocześnie portfel w ostatnich tygodniach został wyraźnie odbudowany, co powinno sprzyjać odbudowie przychodów w kolejnych kwartałach. W **Onde** zakładamy, że 4Q'24 będzie słabszy r/r (głównie na marżowości). Istotny spadek portfela, stawia spółkę pod presją jego odbudowy w kolejnych miesiącach. **Pekabex** odnotował wzrost produkcji r/r w 4Q'24, a wysoki portfel powinien wspierać obszar GW. Jednocześnie baza na rentowności z ubiegłego roku jest jeszcze wysoka. W **Torpolu** wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów r/r. Jednocześnie należy spodziewać się wyraźnego spadku r/r rentowności. W **Unibepie** obecny portfel to nadal jeszcze mix starszych kontraktów z „zerową” marżą i kontraktów w początkowej fazie realizacji. Zakładamy jednocześnie, że spółka nie zaskoczy już większymi rewizjami w dół budżetów. W ujęciu q/q wyniki 4Q'24 mogą być jednak słabsze przez niższą kontrybucję deweloperki. W przypadku **ZUE** prognozy przedstawimy w osobnym materiale. Baza z ubiegłego roku jest bardzo wysoka. W samym 4Q'24 spółka ukończyła kontrakt na zajezdnię Annapol. Finalizowane są także stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne.

Analizy:
Krzysztof Pado
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Materiały budowlane

Szacunkowe wyniki za 4Q'24 pokazały już **Kęty** – EBITDA wzrosła o 5% r/r, ale odbiór wyników był negatywny (spółka nie dowiozła prognozy rocznej po raz pierwszy od kilkunastu lat). Spółka przedstawiła prognozy na 2025 rok, które zakładają ok 9% poprawy EBITDA r/r. Na wiosnę powinna pojawić się strategia na kolejne lata. **Decora** ma już bardziej wymagającą bazę wynikową, ale zakładamy, że utrzymana w 4Q'24 będzie wzrostowa ścieżka. Spółce może nie pomagać słabość po stronie popytu, ale równocześnie powinna nadal korzystać na niskich cenach części surowców oraz zwiększaniu kontrybucji własnej produkcji w panelach winylowych. W przypadku **Ferro** spodziewamy się lekkiej erozji wyników r/r (przychodom ciąży mocny PLN, natomiast po stronie kosztów spółka może zacząć odczuwać mocniejszego USD i wzrost części surowców). W przypadku **Seleny FM** baza na skoryg. EBITDA z ubiegłego roku nie jest wymagająca. Zakładamy, że spółka utrzyma poziom przychodów i poprawi rentowność (taniejące główne surowce). Dla **Śnieżki** otoczenie cenowe - surowcowe jest nadal sprzyjające (zakładamy utrzymanie wysokiej marży). Spodziewamy się płaskich przychodów w Polsce, ale słabo mogą wyglądać Węgry i Ukraina. Spółka odczuwa wyższe koszty SG&A. Per saldo spodziewamy się nieznacznego spadku EBITDA r/r.

Analizy:
Krzysztof Pado
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

FMCG

Zakładamy, że z uwagi na ustające problemy z łańcuchami dostaw, pozycja negocjacyjna podmiotów z branży FMCG względem dostawców powinna ulec poprawie, co w rezultacie podwyższy marżę brutto spółek na tle ostatnich kwartałów. **Dino Polska** po obniżeniu zadłużenia w 3Q do poziomu 0,25 DN/EBITDA otworzyła w 4Q'24 rekordową ilość placówek (116) w jednym kwartale. Zakładamy również, że w bieżącym okresie spółka istotnie poprawi marżowość swojego biznesu, ze względu na ustanie presji cenowej ze strony Lidla czy Biedronki, których ceny pozostają punktem odniesienia dla Dino. Eurocash, z uwagi na ekspozycję na małaformatowe sklepy, naszym zdaniem będzie w dalszym ciągu odczuwał konsekwencje ostrożnego konsumenta w Polsce na poziomie przychodów. Jednocześnie oceniamy, że sprzyjająca sezonowość oraz lepsza pozycja grupy względem dostawców, powinna przyhamować erozję marż. Co więcej, zakładamy również że obecna polityka cenowa pomoże spółce wraz z omawianym kwartałem stopniowo zmienić ścieżkę wynikową. Naszym zdaniem, spośród opisywanych przez nas podmiotów FMCG dostępnych na GPW to właśnie Eurocash może zaskoczyć in plus pod względem potencjału wyników za 4Q w porównaniu z poprzednimi kwartałami i wcześniejszym rynkowym konsensusem. **Żabka** poinformowała o wstępnych szacunkowych danych sprzedażowych za ostatni kwartał i cały '24, które są zgodne (z nawiązką) z celami średnioterminowymi (do 2028r) emitenta. Spółka informowała również o zmniejszeniu o 100pb kosztu swojego zadłużenia. Zakładamy jednak, że efekty tych umów będą widoczne najwcześniej w '25r. **Biedronka (JMT)** również opublikowała w połowie stycznia szacunkowe dane sprzedażowe za 4Q i cały 2024r. W naszej ocenie historyczna dynamika wzrostu przychodów r/r i q/q zostały zachowane.

Analizy:
Andrzej Wodecki
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

Ochrona zdrowia

W **BioMaximie** oczekujemy mocnego przychodowo kwartału, co wynika z jednej strony z sezonowości, a z drugiej strony z realizacji dwóch istotnych umów (dostawa systemów AST i analizatora). Spółka nadal musi mierzyć się z kosztami nowych mocy produkcyjnych, które nie generują jeszcze oczekiwanych przychodów. **Celon Pharma** w naszej ocenie powinna pokazać wzrost w segmencie generycznym, natomiast wysoka baza segmentu innowacyjnego z 4Q'23 powinna skutkować spadkiem przychodów w tym obszarze. Mimo to, oczekujemy ograniczenia straty netto w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. W **Neuce** spodziewamy się stabilnego wzrostu przychodów oraz utrzymania marży EBITDA na poziomie z 4Q'23. **Synektik** również mierzy się z wysoką bazą 1Q'23 fin., kiedy to zainstalował rekordową liczbę systemów da Vinci. Skutkuje to spadkiem wyników r/r. W **Synthaverse** spodziewamy się wzrostu sprzedaży, głównie w obszarze Onko BCG. Wynik powinny wesprzeć też przychody z tytułu sprzedaży licencji do leku, w celu rejestracji na nowych rynkach. W **Voxelu** spodziewamy się wzrostu wolumenów badań r/r, przy jednoczesnym spadku w porównaniu do 3Q'24. Szacujemy kilkunastoprocentowy wzrost zysku netto z działalności kontynuowanej, zarówno w 4Q'24, jak i całym 2024 r.

Analizy:
Anna Tabiasz
tel. 666 073 972
e-mail: annatobiasz@bdm.pl

TMT

Spodziewamy się, że Q4 2024 mógł wskazać na wyhamowaniu dynamiki wzrostu rynku reklamy w ujęciu r/r, szczególnie na tle dobrych odczytów z Q1-Q3 2024. Nasze średnioterminowe symulacje uwzględniają wygaszenie dynamiki rynku reklamy również w najbliższych kwartałach 2025 roku (w H1 2025).

Miniony Q4 2024 w naszej ocenie mógł być kolejnym dobrym okresem dla **Cyfrowego Polsatu**, który powinien wskazać na wzrost skor. EBITDA o blisko 20% r/r. W przypadku CPS wraz z Q4 2024 zakładamy jednocześnie zakończenie etapu dynamicznej poprawy skor. EBITDA w ujęciu r/r (przynajmniej do kolejnego impulsu związanego z oddaniem nowych mocy w segmencie OZE).

Pozytywnie odnosimy się do potencjału wyników **Agory** (skor. EBIT +22% r/r). Akcentujemy silne dane z rynku kinowego w ostatnich miesiącach 2024 roku, co powinno mieć przełożenie na segment film i książka. Dodatkowo liczymy, że pozostałe dywizje biznesowe z ekspozycją na wpływy reklamowe wskażą na postępującą odbudowę pozycji rynkowej spółki.

Okres Q4 2024 powinien wskazać na wzrost skor. EBITDA w **Wirtualnej Polsce** o ponad 7% r/r. Wraz z Q4 2024 spodziewamy się, że spółka (w obecnej strukturze; bez konsolidacji Invia) wejdzie w okres kilku kwartałów z wysokimi dynamikami wzrostu skor. EBITDA w relacji r/r. Tym samym po wielu kwartałach ścieżka wynikowa dla WPL ma szansę ulec zdecydowanej poprawie. Nasze oczekiwania związane są przede wszystkim z perspektywą powrotu do dodatnich dynamik skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje oraz utrzymaniem wzrostów w segmencie turystyka.

Spodziewamy się również dobrych danych z **Digital Network** (EBITDA +48% r/r). Zwracamy uwagę, że nasze bieżące założenia wykraczają optymizmem poza opublikowaną w listopadzie '24 prognozę własną spółki na 2024 rok. W gronie opisywanych przez podmiotów, w których dostrzegamy impulsy wzrostu, znajduje się także **PTWP**. Liczymy, że w rezultatach za Q4 2024 będzie widoczna dobra aktywność w obszarze organizacji wydarzeń/kongresów przy rosnących wynikach w segmencie portali internetowych.

W ramach sezonu wynikowego Q4 2024, nasze prognozy wskazują na neutralne podejście do **Orange Polska**. Oceniamy, iż ostatni kwartał 2024 roku powinien wskazać na powrót Orange do możliwości wykazywania niskich jednocyfrowych wzrostów EBITDAaL w ujęciu r/r (bez zdarzeń jednorazowych).

Zakładamy, że **Kino Polska TV** w Q4 2024 wypracuje kolejny dobry wynik. Na tle poprzednich odczytów kwartalnych, raportowane dane mogą jednak wskazać na wolniejsze dynamiki wzrostu r/r. W modelu staramy się uwzględnić wyższe koszty kontentu. Zwracamy również uwagę na saldo pozostałej działalności operacyjnej z Q4 2023 (na tej pozycji wykazano 3,7 mln PLN zysku). Z bieżącej perspektywy oceniamy, że kolejne kwartały 2025 roku powinny przynieść stabilizację wyników spółki w ujęciu r/r na rekordowych poziomach wypracowanych w 2024 roku (w 2024 roku EPS spółki wykaże bardzo wysoką dynamikę wzrostu).

W ramach prognoz na Q4 2024 umiarkowanie negatywnie podchodzimy do **ATM Grupa** z uwagi na obniżoną ścieżkę wynikową. Ogółem z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi) na Q4 2024 prognozujemy odczyt skor. EBITDA na poziomie 11,9 mln PLN (+9,3% r/r). W ujęciu 2024 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 57,6 mln PLN (+12% r/r). Oceniamy, że miniony 2024 rok był dobrym okresem w kontraktacji dla streamingu. Jednocześnie proces odbudowy portfela projektów realizowanych na potrzeby telewizji linearnych okazał się trudniejszy niż sądziliśmy (w tym obszarze upatrujemy wciąż szans dla spółki na okres 2025/2026). Przypominamy również, że dla segmentu produkcja tv i filmowa odczuwalnym impulsem do księgowego wzrostu wyników będzie rozliczenie jednego z głównych realizowanych projektów w minionym 2024 roku (spodziewamy się, że będzie to w Q2 2025). Pomimo względnie słabego pozycjonowania spółki w kalendarzu sezonu wynikowego za Q4 2024 i Q1 2025, nasz scenariusz bazowy wskazuje, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z grupy TMT obecnych na GPW pod względem dynamik wzrostu wyników w ujęciu całego 2025 roku (EPS może być wyższy o blisko 35% względem 2024 roku).

Analizy:
Maciej Bobrowski
tel. (032) 208 14 12
e-mail:
maciej.bobrowski@bdm.pl

Produkcenci gier wideo

Biorąc pod uwagę trajektorię sprzedaży „FP2” w 4Q'24 (140 tys. kopii), jak i wcześniejszą informację o odpisie na „P8”, wyniki **11 bit studios** w 4Q'24 **nie powinny stanowić większego zaskoczenia dla inwestorów**. Zakładamy, że spółka wypracowała w tym okresie 27,5 mln PLN przychodów, 14,8 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 9,5 mln PLN zysku netto. **Po sporych wpadkach wizerunkowych (nieoczekiwane zamknięcie „P8”), najbliższą szansą do poprawy sentymentu do spółki będzie premiera „The Alters”, którą oczekujemy w 2Q'25. Kluczowa również będzie dalsza poprawa ocen „FP2” oraz ustabilizowanie sprzedaży po zapowiadanych zmianach, w tym dużej aktualizacji zaplanowanej na 1Q'25. Dodatkowo naszym zdaniem, od sukcesu „The Alters” będzie zależało to, czy w kolejnym cyklu produkcyjnym 11b będzie pracował nad 2 („TWOM2”, „Forstpunk 3”) czy 3 projektami własnymi (+ „The Alters 2”).**

4Q'24 w **Artifex Mundi** w związku z niesprzyjającym otoczeniem rynkowym spółka zmuszona była ograniczyć budżety marketingowe (11,7 mln PLN; +23,1% r/r, -20,2% q/q), co bezpośrednio przełożyło się na spadek przychodów z „Unsolved” w ujęciu q/q (23,3 mln PLN; +12,6% r/r; -4,2% q/q). Jednocześnie, dzięki poprawie kluczowych wskaźników (LTV) oraz redukcji wydatków na pozyskiwanie użytkowników, Artifex zdołał wygenerować w tym okresie rekordową pierwszą marżę na poziomie 11,6 mln PLN (+3,7% r/r, +19,8% q/q). Całościowo na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 9,0 mln PLN (-1,7% r/r) oraz 5,3 mln PLN skoryg. zysku netto (-50,3% r/r). **Oceniamy neutralnie miniony kwartał oraz cały rok 2024, w którym Artifex osiągnął 34,8 mln PLN skoryg. EBITDA (+19% r/r) oraz 27,8 mln PLN zysku netto (+9% r/r). Spodziewamy się, że wzrost CPI w kolejnych kwartałach 2025 r. zostanie z górką zrekompensowany poprzez wzrost LTV o ok. 30%, dzięki czemu zarówno pierwsza marża aplikacji jak i wyniki spółki powinny ulec dalszej poprawie r/r.**

Miniony kwartał w **Big Cheese Studio** oceniamy **neutralnie**. Według naszych szacunków, sezonowość biznesu spółki pozwoliła na poprawę przychodów q/q (3,5 mln PLN), co przy delikatnym wzroście kosztów operacyjnym przełożyło się na generację zbliżonych wyników q/q (EBITDA = 1,3 mln PLN, ZN = 1,0 mln PLN). **Jednocześnie oczekujemy, że spółce udało się utrzymać dodatni CF, tym samym kończyła ona 2024 r. z bezpiecznym buforem gotówkowym (ok. 7 mln PLN), pozwalającym odpowiednio przygotować się do premiery „CS2” (4Q'25 – PC) oraz działań wydawniczych („Chinese Frontiers”). Aktualnie najważniejsza dla spółki będzie wspomniana tegoroczny debiut gry „CS2” oraz poprzedzające ją działania marketingowe (w tym hands-on dla inwestorów).**

**Producenci gier wideo
c.d.**

Oczekujemy, że **BoomBit** w 4Q'24 wypracował 57,2 mln PLN przychodów, 9,6 mln PLN skoryg. EBITDA (+55% r/r) oraz 4,2 mln PLN skoryg. zysku netto n.j.d. (+144% r/r). **Pod względem wynikowym obieramy okres 4Q'24 neutralnie.** Choć delikatna progresja przychodów q/q wraz z dalszą poprawą marżowości przełoży się na poprawę wyników r/r i q/q, to jednak utrzymujące się wysokie nakłady inwestycyjne nadal będą prowadzić do zmniejszenia środków pieniężnych spółki do poziomu ok. +10 mln PLN. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach 2025 r. BBT skoncentruje się na wzmacnianiu bazy przychodowej, przy jednoczesnej dalszej optymalizacji kosztów operacyjnych i CAPEX-u.

Liczne wyprzedaże, announcement „Wiedźmina 4”, głębsza obniżka cen cennika „CP2077” (-55%) oraz darmowy dodatek do „CP” pomogły znacząco poprawić zainteresowanie flagowymi produkcjami **CD Projektu** w 4Q'24. W całym 4Q'24 prognozujemy 316,3 mln PLN przychodów (-32% r/r), 172,6 mln PLN skoryg. EBITDA (-39% r/r) oraz 138,9 mln PLN zysku netto (-26% r/r). **Pomimo spadku wyników r/r wynikającego z wysokiej bazy porównawczej (premiera „CP Phantom Liberty” w 3Q'23) jak i braku dodatkowych wydarzeń, które mogły wpłynąć na omawiany kwartał (w 3Q'24 umowa z PS Plus), rezultaty spółki w 4Q'24 są bardzo solidne.** W związku z powyższym spodziewamy się **pozytywnej** reakcji inwestorów na raport roczny CDR. **Oczekujemy na zbliżającą się premierę „Kingdom Come Deliverance 2” (4.02.2025), która będzie istotnym testem zainteresowania grami z niszy, w której znajduje się również seria „Wiedźmin”.**

Na przestrzeni 4Q'24, rok po premierze „LoTF” **CI Games** zdecydował się pierwszy raz na obniżkę cen cennika o 60%, co wspomagało ilościową sprzedaż tego tytułu. Z drugiej strony pomimo licznych wyprzedaży i osłabienia PLN względem USD portfel starszych gier zaliczył dalszy spadek monetyzacji. Zwracamy uwagę na wysoką bazę porównawczą – w 4Q'23 miała miejsce premiera wspomnianej gry „LoTF”. W całym 4Q'24 prognozujemy 11,6 mln PLN przychodów (-94% r/r), 3,3 mln PLN EBITDA (vs 87,8 w 4Q'23) oraz 2,2 mln PLN starty netto n.j.d. (vs 18,2 zysku netto w 4Q'23). **Oceniamy miniony kwartał neutralnie.** Zakładamy, że pomimo wzrostu kosztów operacyjnych q/q, głębsze obniżki cen cennika „LoTF” jak i liczne wyprzedaże pozwoliły poprawić przychody, co pozwoliło utrzymać wyniki na zbliżonym poziomie względem poprzedniego kwartału. Dzięki podpisanej umowie z Epic Games **CI G** zabezpieczył finansowanie aktualnych produkcji na kolejne kwartały. Biorąc pod uwagę budżet ostatniej gry spółki (281 mln PLN), mimo zapowiedzi niższych nakładów oraz zwiększenia zadłużenia do ok. 70 mln PLN, uważamy, że środki te mogą okazać się niewystarczające do ukończenia projektów zapowiedzianych w strategii.

Czwarty kwartał 2024 r. był dla **Creepy Jar** okresem licznych wyprzedaży, jak i debiutu trybu co-op do wersji VR, co wspierało sprzedaż flagowej gry spółki pod względem ilościowym. Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 490 tys. kopii tej produkcji (brutto). W całym 4Q'24 prognozujemy 8,1 mln PLN przychodów (-3,6% r/r), 4,8 mln PLN skoryg. EBITDA (+23,4% r/r) oraz 5,1 mln PLN skoryg. zysku netto (+36,6% r/r). **Oczekiwana poprawa wyników zarówno q/q jak i r/r jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego.** Oczekując progresji wyników jak i utrzymania pozytywnego CF, liczymy na **pozytywny** odbiór raportu za 4Q'24. **Najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje premiera „StarRapture” (3Q'25) jak i prezentacja trailera przedstawiającego najważniejsze aspekty gry, co będzie kluczowym momentem w ocenie potencjału komercyjnego tego projektu.**

4Q'24 dla **Forever Entertainment** był okresem, w którym wydano „Care Bear: To The Rescue”, jak i miały miejsce liczne przeceny, które wspierały monetyzację gier z backcatalogue. Postępujące prace nad „Donkey Kong” pozwoliły na utrzymanie satysfakcjonujących wpływów z segmentu produkcji gier na zlecenie. W całym w 4Q'24 prognozujemy 7,5 mln PLN przychodów (-24% r/r), 1,7 mln PLN EBITDA (-38% r/r) oraz 1,5 mln PLN zysku netto (-27% r/r). **Miniony kwartał w wykonaniu spółki odbieramy neutralnie.** W związku z wysoką bazą porównawczą (premiera FM2 w 4Q'23) prognozowane przez nas wyniki implikują regresję r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto przy jednoczesnym wzroście tych pozycji q/q. W połowie stycznia spółka wydała najważniejszy z realizowanych projektów tj. „Donkey Kong Country Returns HD”. Liczymy, że premiera ta wraz z długo wyczekiwаныmi debiutami innych remaków oraz produkcją kolejnych gier na zlecenie pozwoli firmie wygenerować rekordowe wyniki na przestrzeni 2025 r.

Na początku stycznia'24 **Huuuge Games** opublikował szacunkowe przychody za 4Q'24, na poziomie których wypracowała 62,7 mln USD (-12% r/r i +7% q/q). Poprawa q/q wynikała z wdrożenia na przestrzeni omawianego kwartału zapowiadanych aktualizacji do flagowych gier. W tym okresie spółka kontynuowała rozpoczętą w połowie 2024 r. redukcję wydatków na marketing. W całym 4Q'23 prognozujemy 24,0 mln USD skoryg. EBITDA (-8% r/r) oraz 19,4 mln USD skoryg. zysku netto (-6% r/r). **Miniony kwartał oceniamy pozytywnie.** Dzięki wdrożonym aktualizacją do flagowych gier, spółka odnotowała wzrost przychodów w ujęciu kwartalnym. Jednoczesne utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło na poprawę marży, co przełożyło się na wzrost skoryg. EBITDA (+15% q/q) oraz zysku netto (+20% q/q). **Oczekujemy, że efekt wspomnianych aktualizacji utrzyma się również w kolejnych miesiącach 2025 r., co, w połączeniu z redukcją zatrudnienia, powinno skutkować dalszą, wyraźną poprawą stanu gotówkowego spółki (na koniec 3Q'24 ok. 125 mln USD).**

Szacujemy, że w 4Q'24 wpływy **PCF Group** z segmentu produkcji gier na zlecenie sięgnęły ok. 39,6 mln PLN (+7% r/r), z czego za ok. 58% odpowiadał „Maverick”. Spadek przychodów q/q to efekt projektu „Gemini”, w którym umowa wykonawcza na kolejny mielestone wymusiła na spółce ponowną korektę przychodów. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy 43,2 mln PLN (+11% r/r). Dodatkowo w wynikach 4Q'24 spółka rozpozna odpisy związane z „P.Bifrost” i „P. Victoria”, co znacząco obciąża wyniki tego okresu (nie uwzględniamy w naszych prognozach). Prognozujemy wynik EBITDA na poziomie ok. -1,7 mln PLN (vs -71,8 mln PLN), EBIT równy -8,6 mln PLN (vs -76,3 w 4Q'23) oraz 8,3 mln PLN straty netto n.j.d. **Wyniki kolejnego kwartału, tym razem 4Q'24 ponownie zostaną obciążone sporymi odpisami, co może wpłynąć na negatywny odbiór raportu spółki przez inwestorów.** Pragniemy jednak zauważyć, że wyłączając wspomniane korekty, wyniki omawianego okresu byłyby zbliżone do 3Q'24. W związku z podjętymi decyzjami w połowie grudnia, nie spodziewamy się znaczącej redukcji nakładów inwestycyjnych w 4Q'24. Liczymy jednak, że efekty podjętych decyzji będą zauważalne już w 1Q'25, a CAPEX spadnie do poziomu ok. 13 mln PLN/ kwartał.

**Producenci gier wideo
c.d.**

4Q'24 był dla grupy **PlayWay** kwartałem wielu przecen jak debiutów kilku mniejszych tytułów w tym m.in. „Astrometica” czy „Recycling Center”. W omawianym kwartale sprzedaż na PC takich gier jak „HF2”, „CP” oraz „CSC” uległa znaczącej poprawie q/q pod względem ilościowym, co wynikało m.in. z głębszych przecen. W całym 4Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 80,1 mln PLN przychodów (-8% r/r), 43,1 mln PLN EBIT (+10% r/r) oraz 34,3 mln PLN skoryg. zysk netto n.j.d. (-16% r/r). **W związku z przesunięciem trybu co-op do „HF2” wyniki spółki za 4Q'24 nie sprostały naszym wcześniejszym oczekiwaniom. Ponadto mimo sprzyjającego okresu wyprzedazowego, mogą one okazać się najniższe w całym 2024 r. Jednocześnie przypominamy, że zarówno poprzedni kwartał jak i 4Q'23, w związku z ważnymi premierami (CSC/ HF2) stanowią wysoką bazę porównawczą do odczytów za ostatni kwartał 2024 r. Pragniemy przypomnieć, że wyniki 4Q'23 zostały obciążone licznymi one-offami. Tym samym na poziomie skoryg. zysku netto n.j.d. oczekujemy regresji wyników r/r o ok. 16%. Mając powyższe na uwadze, spodziewamy się neutralnego odbioru wyników za 4Q'24.**

Również **Ten Square Games** podzielił się szacunkowymi przychodami za 4Q'24, które wyniosły 100,1 mln PLN, co stanowi spadek r/r o 7% jak i wzrost q/q o 6%. Po zwiększonych nakładach na UA w 3Q'24 w efekcie pojawienia się na rynku konkurencyjnego projektu „Fishing Master” oczekujemy spadku kosztów marketingowych q/q. Na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 27,5 mln PLN (-22% r/r; +4% q/q). **Liczmy się z neutralnym odbiorem raportu za 4Q'24. Dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej i obniżeniu nakładów na UA, zakładamy, że spółce udało się delikatnie poprawić wyniki q/q. Jednocześnie w związku z wyższymi zobowiązaniami wobec Rortosu spodziewamy się negatywnego wpływu działalności finansowej na zysk netto spółki. Oczekujemy, że na konferencji za 4Q'24 TEN przedstawi pierwsze szczegóły dotyczące monetyzacji nowego projektu „Trophy Hunter”. Ponadto liczymy na dalsze efekty skalowania „Wings of Heroes” w postaci poprawy ścieżki wynikowej tej gry.**

Analityk:

Krzysztof Tkocz

tel. (+48) 516 086 705

e-mail:tkocz@bdm.pl

11 BIT STUDIOS

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	176,8	P/E adj.	16,4	-	7,2
MC [mln PLN]	424,0	EV/EBITDA adj.	12,0	38,2	4,8
		EV/EBIT	17,4	50,1	17,7
		P/BV	1,9	1,9	1,7

Sprzedaż wydanego we wrześniu „Frostpunka 2” odegrała kluczową rolę w wynikach spółki za 4Q’24. W analizowanym okresie spółka zdecydowała się na głębszą obniżkę ceny o 20%, co pozytywnie wpłynęło na wolumen sprzedaży tego tytułu. Warto podkreślić, że zastosowana strategia obniżek nie odbiega od ścieżki innych, udanych gier. W całym 4Q’24 szacujemy sprzedaż „FP2” na poziomie około 140 tys. egzemplarzy, co odpowiada około 12 mln PLN przychodów. Tym samym od premiery do końca 2024 r. łączna sprzedaż gry wyniosła ok. 580 tys. kopii.

W 4Q’24 portfolio gier spółki brało udział w licznych wyprzedaniach, a swoją konsolową premierę miała gra „The Thaumaturge”. Dodatkowo, w grudniu 2024 r. gra „The Invincible” została udostępniona w usłudze Humble Bundle Monthly Choice, co znacząco wpłynęło na monetyzację tego tytułu w tym okresie. Szacujemy, że „Frostpunk 1” wygenerował około 6,5 mln PLN, podczas gdy pozostałe gry z katalogu wydawniczego dołożyły od siebie ok. 6 mln PLN. W całym 4Q’24 prognozujemy przychody na w okolicach 27,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 53% r/r.

Omawiany okres jest pierwszym kwartałem, w którym spółka uwzględniła amortyzację „FP2” (3 mln PLN na kwartał, rozliczaną liniowo przez 5 lat). W związku z tym szacujemy wzrost amortyzacji do około 5,6 mln PLN. Przy ograniczonych działaniach marketingowych, niższych tantiemach (w 3Q’24 odnotowano wpływy z Game Pass dla „Creatures of Ava”) oraz niższych wpływach z „FP2” (zredukowana prowizja dla Epic Games), prognozujemy spadek kosztów usług obcych do około 8 mln PLN. Dodatkowo, z uwagi na niskie prawdopodobieństwo realizacji celów obecnego programu motywacyjnego, spodziewamy się rozwiązania rezerw związanych z tym programem w ostatnich kwartałach (ok. +7 mln PLN).

W związku z zamknięciem „Projektu 8” spółka dokona odpisu w wysokości 48,4 mln PLN. Dodatkowo inwestorzy powinni liczyć się potencjalnym ryzykiem odpisu dot. gry „The Thaumaturge” (jeżeli się zmaterializuje to prawdopodobnie nie w większym wymiarze niż kilku niskich mln PLN).

W całym 4Q’24 zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 27,5 mln PLN przychodów (+53% r/r), 14,8 mln PLN skoryg. EBITDA (+136% r/r). Mając na uwadze delikatny spadek q/q kursu akcji Starward Industries na przestrzeni omawianego kwartału szacujemy ok. 0,5 mln PLN kosztów finansowych z tego tytułu. Na poziomie skoryg. wyniku netto oczekujemy ok. 9,5 mln PLN zysku (vs -0,8 mln PLN w 4Q’23). Według naszych szacunków spółka na koniec 2024 r. powinna wykazać ok. 69 mln PLN środków pieniężnych i ekwiwalentów (oczekujemy wysokiej konwersji należności).

Biorąc pod uwagę trajektorię sprzedaży „FP2” w 4Q’24 (140 tys. kopii), jak i wcześniejszą informację o odpisie na „P8”, wyniki spółki w 4Q’24 nie powinny stanowić większego zaskoczenia dla inwestorów. Po sporych wpadkach wizerunkowych (nieoczekiwane zamknięcie „P8”), najbliższą szansą do poprawy sentymentu będzie premiera „The Alters”, którą oczekujemy w 2Q’25. Kluczowa również będzie dalsza poprawa ocen „FP2” oraz ustabilizowanie sprzedaży po zapowiadanych zmianach, w tym dużej aktualizacji zaplanowanej na 1Q’25. Dodatkowo naszym zdaniem, od sukcesu „The Alters” będzie zależało to, czy w kolejnym cyklu produkcyjnym 11b będzie pracował nad 2 („TWOM2”, „Forstpunk 3”) czy 3 projektami własnymi (+ „The Alters 2”).

Prognozy wyników na 4Q’2024 [mln PLN]

	4Q’23	4Q’24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	18,0	27,5	52,6%	52,4	134,2	156,2%
EBITDA	10,1	-26,6	-	13,5	31,5	133,4%
EBITDA adj.	6,3	14,8	136,4%	9,9	75,8	661,6%
EBIT	9,3	-32,2	-	7,6	20,9	175,2%
Zysk/ strata netto	-0,8	-31,9	-	0,5	15,7	2883,6%
Zysk/ strata netto adj.	-0,8	9,5	-	0,5	57,1	10760,2%
Marża EBITDA	56,0%	-96,5%		25,7%	23,4%	
Marża EBITDA adj.	34,8%	53,9%		19,0%	56,4%	
Marża EBIT	51,4%	-116,9%		14,5%	15,6%	
Marża zysku netto	-4,6%	-115,7%		1,0%	11,7%	
Marża zysku netto adj.	-4,6%	34,6%		1,0%	42,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *-adj. o wpływ PM i odpis na „P8”

Analitik:

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

AGORA

Kupuj, TP 13,59/akcję

Rekomendacja z dnia 13 grudnia 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	10,80	P/E	7,7x	41,1x	10,7x
Kapitalizacja [PLN m]	503	skor. EV/EBITDA	5,0x	4,8x	4,2x
EV [PLN m]	1 279	EV/Przychody	0,8x	0,8x	0,8x
EV [PLN m] (bez IFRS16)	660	P/BV	0,7x	0,7x	0,7x
Data publikacji raportu za Q4 2024	2025-03-26				

Prognozy wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody	438,1	430,7	-2%	1 424,3	1 488,6	5%
Reklama	229,9	234,0	2%	703,7	761,5	8%
Bilety do kina	68,3	79,2	16%	244,0	253,7	4%
Sprzedaż wydawnictw	39,4	35,1	-11%	139,9	133,2	-5%
Bary kinowe	37,8	44,8	19%	136,6	151,1	11%
Sprzedaż gastronomiczna	11,8	---	---	43,0	23,1	-46%
Działalność filmowa	16,6	9,0	-46%	29,5	44,9	52%
Pozostała sprzedaż	34,3	28,6	-17%	127,5	121,1	-5%
skor. EBITDA	84,9	97,0	14%	224,6	252,2	12%
skor. EBIT	43,8	53,3	22%	58,9	77,6	32%
Film i książka	21,7	25,6	18%	50,9	58,5	15%
Radio	27,8	28,4	2%	51,2	58,0	13%
Prasa	-0,1	0,6		-7,5	-10,8	
Reklama zewnętrzna	3,9	9,9	154%	20,4	28,8	41%
Internet	2,6	2,0	-23%	-6,8	-8,4	
Segmenty razem	55,8	66,5	19%	108,2	126,2	17%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-13,2		-49,2	-48,5	
Saldo finansowe	32,1	-14,7		61,3	-44,4	
Wynik brutto	66,2	47,6	-28%	101,6	41,2	-59%
Wynik netto	50,9	38,5	-24%	85,0	22,8	-73%
akcjonariuszy jedn. dominującej	40,1	36,7	-9%	65,4	12,3	-81%
EBIT skorygowany	43,8	53,3	22%	58,9	77,6	32%
Film i książka	21,7	25,6	18%	50,9	58,5	15%
Inne segmenty	34,2	40,9	20%	57,3	67,7	18%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-13,2	9%	-49,2	-48,5	-1%

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

Przypominamy, że w Q4 2023 spółka ujęła dwa zdarzenia jednorazowe obniżające wynik segmentu internet oraz reklamy zewnętrznej (łącznie na kwotę 13,4 mln PLN). Segment reklama zewnętrzna został obciążony kosztem rezerwy w kwocie 6,1 mln PLN (rekalkulacja rezerwy na demontaże nośników reklamowych). Dodatkowo w Q4 2023 spółka ujęła ok 7,3 mln PLN odpisów aktualizujących w segmencie internet w związku ze sprzedażą HR Link. Szacowany przez nas skorygowany EBIT segmentu internet w Q4'23 nie obejmuje wskazanego odpisu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

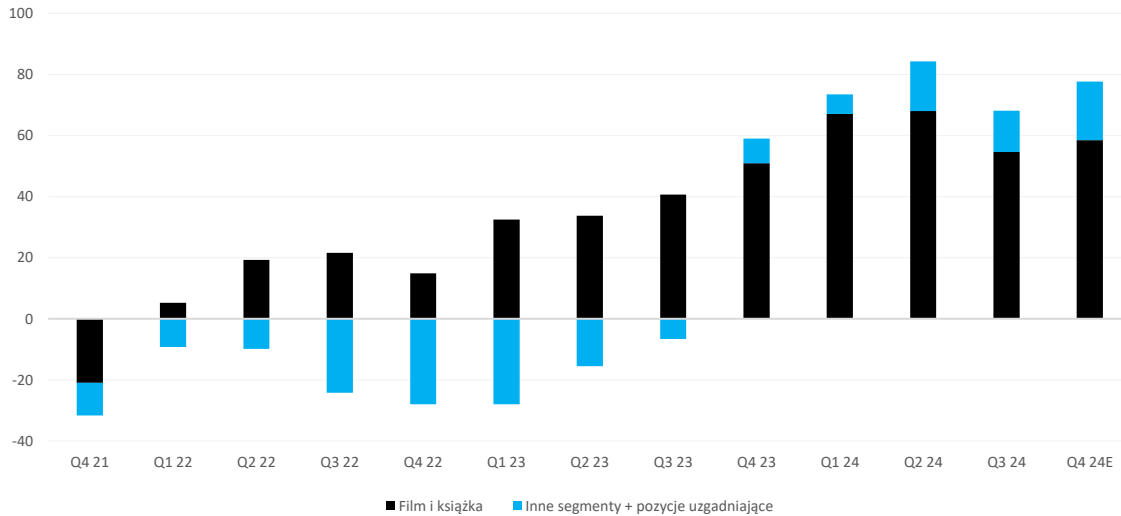
Przygotowujemy się na scenariusz, że okres Q4 2024 wskazał na schłodzenie dynamik wzrostu rynku reklamy na tle poprzednich kwartałów 2024 roku. Jednocześnie liczymy, że spółka znajdowała się w procesie stopniowej odbudowy udziałów rynkowych.

Na podstawie naszych szacunkowych danych, frekwencja w kinach w minionym Q4 2024 okazała się prawdopodobnie ponad 11,5% wyższa niż w Q4 2023. Tym samym, w skali całego 2024 roku (według naszych symulacji) łączna frekwencja w kinach mogła być powyżej odczytów z 2023 roku.

Spodziewamy się, że skor. EBIT Agory w Q4 2024 wyniesie blisko 53,3 mln PLN (+22% r/r; bez ujęcia zysku na sprzedaży Step Inside w kwocie 8,8 mln PLN). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 25,6 mln PLN (+18% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa) wraz z pozycjami uzgadniającymi powinny wypracować skor. EBIT blisko 27,7 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że w Q4 2024 spółka prawdopodobnie wykaże na pozostałych przychodach operacyjnych zysk w kwocie 8,8 mln PLN wynikający ze sprzedaży udziałów w Step Inside (sieci gastronomicznej Pasibus). Ta kwota nie jest ujęta w wykazanej przez nas symulacji skor. EBIT za Q4 2024 ale jest widoczna na wyniku netto. Jednocześnie przypominamy zeszłoroczne nieudane (pod względem możliwości monetyzacji) wdrożenie własnego produktu SaaS przez Yieldbird. Dlatego, należy mieć na uwadze, że w ramach publikacji raportu rocznego Agora może pokusić się o aktualizację wartości posiadanych aktywów Yieldbird. Aktywa trwałe i obrotowe przypisane do Yieldbird na koniec 2023 roku to kilkanaście mln PLN. Zatem ewentualna skala odpisów związana z utratą wartości, według nas, nie powinna być odczuwalnym obciążeniem wyników spółki w 2024 roku. W naszej symulacji w Q4 2024 nie uwzględniliśmy potencjalnych odpisów związanych z Yieldbird.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych składowych Agory do odczytu skor. EBIT
 [skor. EBIT w ujęciu zannualizowanym; PLN m]



W skali 2024 roku segment film i książka (według naszej symulacji) może odpowiadać za blisko 75% odczytu Agory na poziomie skor. EBIT.

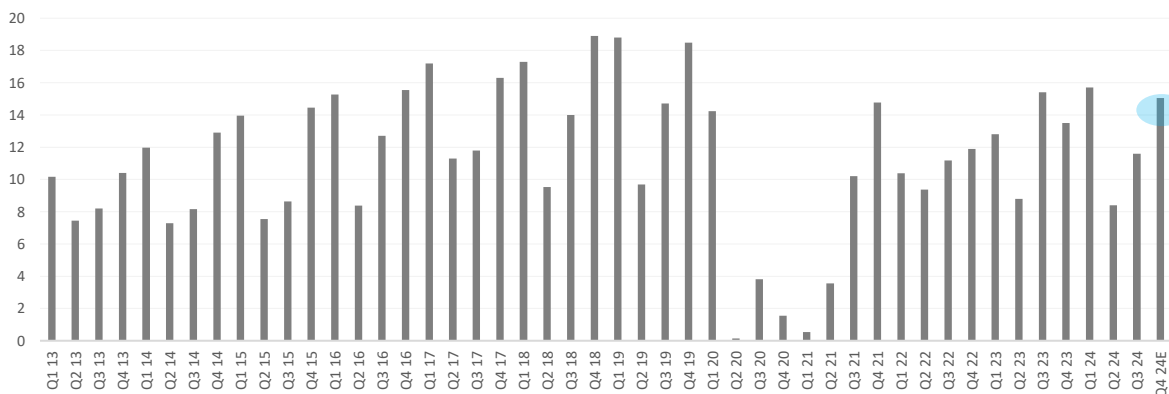
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

Na podstawie naszych szacunkowych danych frekwencja w kinach w minionym Q4 2024 okazała się prawdopodobnie ponad 11,5% wyższa niż w Q4 2023. Tym samym, w skali całego 2024 roku (według naszych symulacji) łączna frekwencja w kinach mogła być powyżej odczytów z 2023 roku. Jest to dla nas pozytywna informacja, gdyż poprzednie dwa kwartały, czyli Q2 i Q3 2024 wskazały na erozję widowni r/r. Jednocześnie w ujęciu LTM frekwencja po Q4 2024 jest niższa o blisko 5% na tle odczytu z końca Q1 2024 (na koniec marca 2024 w ujęciu LTM frekwencja wynosiła 53,4 mln widzów).

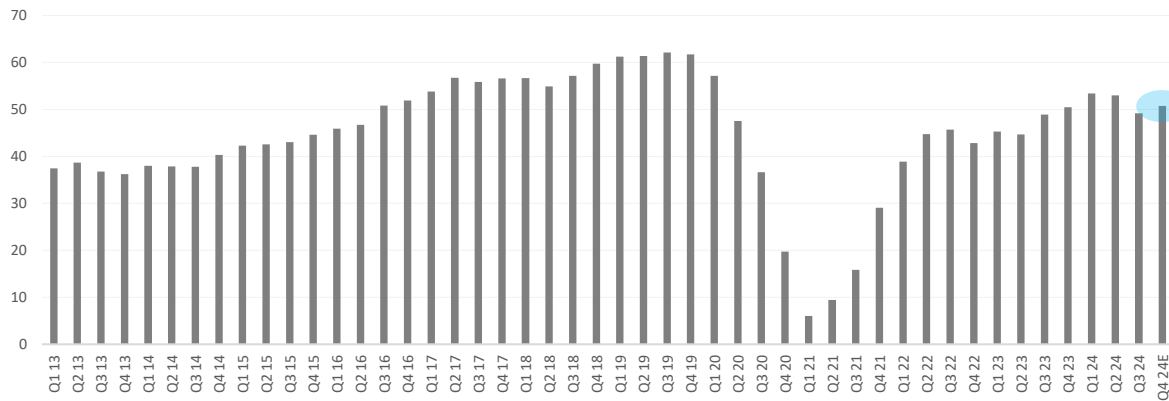
Mocne dane z rynku kinowego w Q4 2024 powinny mieć przełożenie na wyniki segmentu film i książka w Agorze. Przypominamy, że w naszym ostatnim raporcie analitycznym (Kupuj z ceną docelową 13,59 PLN z 13 grudnia 2024 roku) projekcja na Q4 2024 wskazywała na możliwe wzrosty sprzedaży biletów przez Helios rzędu +5% r/r. Zatem nasze zaktualizowane spojrzenie wskazuje na większy optymizm.

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q4 2024 [m]



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

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



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

WZMOŻONA AKTYWNOŚĆ M&A W OBSZARZE OOH + DOOH

Zwracamy uwagę na dwa możliwe projekty M&A ogłoszone w minionych tygodniach w obszarze reklamy zewnętrznej na rynkach UE (OOH+DOOH).

Amerykański podmiot Clear Channel Outdoor Holdings zgodził się sprzedać segment Europe-North do Bauer Media Group za 625 milionów USD w gotówce. Istotnym motywem tej transakcji była potrzeba obniżenia lewarowania biznesu Clear Channel Outdoor. Na potrzeby transakcji oszacowano wynik segmentu Europe-North na blisko 97 mln USD. Dane na koniec września 2024 roku wskazują, że skor. EBITDA LTM segmentu to 128 mln USD i dodatkowo uwzględniono nieprzypisane dotychczas koszty korporacyjne związanych z samodzielną działalnością segmentu w kwocie 31 mln USD. Zatem mnożnik transakcji to blisko 6,5x EBITDA.

W piątek 10 stycznia 2025 roku, Ströer opublikował raport, w którym potwierdził zainteresowanie zadeklarowane przez podmioty trzecie (private equity) przejęciem działalności podstawowej, czyli aktywów z obszaru reklamy zewnętrznej i treści cyfrowych. Ströer poinformował, że trwają rozmowy, które mogą, ale nie muszą zakończyć się zawarciem jakiegokolwiek umowy sprzedaży aktywów. W komunikacie zwrócono uwagę, że otrzymane oferty znacznie przekroczyły dotychczasową kapitalizację rynkową Ströer.

Jak podała Bloomberg News właściciele Ströera dążą do uzyskania wyceny w wysokości około 4 miliardów EUR za wspomniane aktywa. Szacujemy, że skor. EBITDA segmentu OOH oraz Digital & Dialog Media w 2024 roku może wynieść powyżej 575 mln EUR (zgodnie z IFRS 16). Tym samym mnożnik potencjalnej transakcji może być powyżej wartości za jaką sprzedaje Clear Channel Outdoor Holdings swój segment Europe-North.

AILLERON

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	23,3	P/E	21,8	81,5	13,8
MC [mln PLN]	289,7	EV/EBITDA	4,5	5,2	3,1
		EV/EBIT	5,9	8,3	3,8
		P/BV	2,2	1,2	1,1

Ze względu na sezonowość charakterystyczną dla działalności spółki, ostatni kwartał roku wyróżnia się najwyższą dynamiką wyników, która w omawianym okresie została dodatkowo wsparta przesunięciem części przetargów z 3Q'24 na 4Q'24. Korzystny wpływ na rezultaty miało również osłabienie PLN. Uważamy, że wspomniane czynniki przyczyniły się do poprawy rezultatów w porównaniu zarówno z 3Q'24, jak i 4Q'23.

Szacujemy, że na przestrzeni 4Q'24 spółka wypracowała 156,7 mln PLN przychodów, co stanowi wzrost r/r o 39%. Według naszych szacunków, za 83% odpowiadał segment Technology Services generując 129,6 mln PLN (+17% r/r). Oczekujemy dalszej poprawy kontrybucji niedawno przejętej spółki Prosoft LLC do wyników tego segmentu w okolicach ok. 37 mln PLN. Ponadto w ostatnich dniach roku spółka przejęła firmę Core3 specjalizującą się w inżynierii danych. Wpływ wspomnianej transakcji będzie jednak znacząco ograniczony na wyniki omawianego kwartału. W związku z wypłacanymi premiami i działaniami związanymi z M&A oczekujemy pogorszenia rentowności. W całym 4Q'24 prognozujemy 16,2 mln PLN EBIT z tego obszaru (+82% r/r).

Omawiany okres, był kolejnym kwartałem, w którym spółka rozpoznała roszczenia (umowa z Pekao) na poziomie ok. 2 mln PLN. Nawet nie uwzględniając wspomnianego one-offa, przychody Fintechu uległyby delikatnej poprawie r/r. Mając powyższe na uwadze oczekujemy, że segment ten wygenerował 26,5 mln PLN przychodów, co stanowi wzrost r/r o 10% (17% łańcucha). Na poziomie EBIT prognozujemy ok. 4,0 mln PLN zysku (vs 2,3 mln PLN straty w 4Q'23).

Całościowo na poziomie przychodów oczekujemy wzrostu r/r o 39% do 156,7 mln PLN (m.in. zasługa przejęcia wspomnianego Prosoft LLC). Prognozowany przez nas EBIT kształtuje się na poziomie 20,2 mln PLN, co oznacza wzrost r/r o 235%. Zakładamy, że EBITDA w 4Q'24 sięgnie ok. 24,2 mln PLN (+139% r/r), a skoryg. zysk netto n.j.d. 7,7 mln PLN (+173% r/r).

Inne:

- **2025 r.** – Ailleron obserwuje zwiększanie planów budżetowych klientów na 2025 rok. Pod tego roku spółka patrzy bardziej optymistycznie, szczególnie na rynek amerykański i Bliski Wschód.
- **Core3**- pod koniec grudnia'24 spółka zależna Software Mind podpisała umowę przejęcia software house'u Core3. Podmiot dostarcza usługi inżynierii danych dla branży finansowej, telekomunikacyjnej i medialnej oraz dedykowane rozwiązania dla rynku usług kurierskich. Zespół Core3 to około 100 specjalistów. W 2023 roku przychody i zysk netto Core3 wyniosły odpowiednio 22,1 mln PLN i 2,1 mln PLN, a w 2022 roku 16,7 mln PLN i 0,8 mln PLN. Nie podano ani wartości transakcji, ani jakie wyniki osiągała przejęta spółka w roku 2024.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	112,5	156,7	39,2%	453,1	551,7	21,8%
Technology Services	87,7	129,6	47,8%	376,9	472,8	25,5%
Fintech	24,1	26,5	10,0%	73,7	76,6	3,9%
EBITDA	10,1	24,2	138,9%	56,2	85,0	51,4%
EBIT	6,0	20,2	235,3%	35,6	69,5	95,1%
Zysk netto n.j.d.	2,8	7,7	172,9%	3,5	20,8	490,1%
Marża EBITDA	9,0%	15,4%		12,4%	15,4%	
Marża EBIT	5,3%	12,9%		7,9%	12,6%	
Marża zysku netto n.j.d.	2,5%	4,9%		0,8%	3,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

ARTIFEX MUNDI

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	13,0	P/E adj.	12,4	6,6	6,1
MC [mln PLN]	154,6	EV/EBITDA adj.	9,0	4,7	3,9
		EV/EBIT	15,0	5,8	4,6
		P/BV	3,1	2,1	1,6

W 4Q'24 w związku z niesprzyjającym otoczeniem rynkowym (sezonowo utrzymujące się wysokie CPI) spółka zmuszona była ograniczyć budżety marketingowe (11,7 mln PLN; +23,1% r/r, -20,2% q/q), co bezpośrednio przełożyło się na spadek przychodów z „Unsolved” w ujęciu q/q (23,3 mln PLN; +12,6% r/r; -4,2% q/q). Jednocześnie, dzięki poprawie kluczowych wskaźników (LTV) oraz redukcji wydatków na pozyskiwanie użytkowników, Artifex zdołał wygenerować w tym okresie rekordową pierwszą marżę na poziomie 11,6 mln PLN (+3,7% r/r, +19,8% q/q).

Całościowo na poziomie przychodów spółka w 4Q'24 wypracowała 25,3 mln PLN (+8,2% r/r; -3,5% q/q), z czego za 93% odpowiadał segment F2P generując 23,5 mln PLN (+12,3% r/r, -4,0% q/q). Monetyzacja „Bladebound” kontynuowała trend spadkowy, generując w omawianym okresie skromne 0,2 mln PLN przychodów (-17,8% r/r, mniej niż 1% całości przychodów F2P). Mimo braku nowych premier (vs 1 w 3Q'24), przychody z segmentu gier HOPA utrzymywały się na zbliżonym poziomie q/q (+4% q/q) generując 1,7 mln PLN (7% całości). Natomiast obszar gier premium dołożył od siebie skromne 44 tys. PLN (o 29% mniej r/r).

W omawianym okresie, wzrost pierwszej marży aplikacji „Unsolved” zneutralizował wpływ rosnących kosztów operacyjnych i pozwolił na utrzymanie skoryg. EBITDA w 4Q'24 na zbliżonym poziomie r/r = 9,0 mln PLN (-1,7% r/r). W związku z osłabieniem się PLN względem USD oczekujemy negatywnego wpływu różnic kursowych (ok. 2,5 mln PLN). Na poziomie skoryg. zysk netto szacujemy 5,3 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 4Q'23 spółka rozpoznała 2,8 przychodów finansowych z wyceny transakcji FX.

Oceniamy neutralnie miniony kwartał oraz cały rok 2024, w którym Artifex osiągnął 34,8 mln PLN skoryg. EBITDA (+19% r/r) oraz 27,8 mln PLN zysku netto (+9% r/r). Zakładamy, że w 4Q'24 nakłady inwestycyjne pozostały na zbliżonym poziomie q/q. Spodziewamy się, że wzrost CPI w kolejnych kwartałach 2025 r. zostanie z górką zrekomensowany poprzez wzrost LTV o ok. 30%, dzięki czemu zarówno pierwsza marża aplikacji jak i wyniki spółki powinny ulec dalszej poprawie r/r. W związku z przesunięciem wdrożenia metagry, dalszą rozbudową zespołów „Unsolved” i nowej gry RPG spodziewamy się wzrostu nakładów na produkcję, tym samym liczymy się z przejściowym, delikatnie ujemnym CF na przestrzeni 2025 r. Jednocześnie dostrzegamy szereg inicjatyw, które mogą pozytywnie zaskoczyć, m.in. cloud save czy własny sklep.

Prowadzone projekty:

- „Unsolved” – wyższe CPI zjadły w 2024 r. ponad połowę wzrostu LTV (+30% r/r). Spółka oczekuje wzrostu LTV w 2025 r. o 30-50%.
- „Unsolved” metagra – podczas ostatniej konferencji spółka wyjaśniła, że opóźnienie we wdrożeniu metagry wynikało w głównej mierze z konieczności nadrobienia długu technologicznego związanego z silnikiem Spark. Wcześniejsze komunikaty zarządu w tej sprawie były dość ogólnikowe i wskazywały na brak odpowiednich kompetencji jako główną przyczynę. Obecnie prace koncentrują się na bardziej powtarzalnych zadaniach, co istotnie ogranicza ryzyko dalszych opóźnień. Aktualny harmonogram wdrożenia metagry, zakładający testy z graczami w 2H'25 oraz pełne wdrożenie w 1H'26.
- Nowa gra RPG – spółka uważa, że projekt ten ma realną szansę na duży sukces. Scenariusz, w którym projekt się nie uda jest traktowany przez spółkę jako marginalny. Marketingowy reveal projektu nastąpi na 3-6 miesięcy przed datą testów Beta (1H'26). Premiera gry w wersji SL nastąpi kilka miesięcy po fazie beta testów.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	23,3	25,3	8,2%	82,5	103,6	25,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	19,8	22,2	12,1%	72,0	91,3	26,9%
EBITDA	9,0	8,8	-2,4%	28,8	34,0	18,1%
EBITDA skoryg.*	9,1	9,0	-1,7%	29,3	34,8	18,7%
EBIT	7,7	7,8	1,8%	24,0	29,4	22,4%
Zysk netto	10,6	5,2	-51,5%	24,9	27,0	8,5%
Zysk netto skoryg.*	10,8	5,3	-50,3%	25,4	27,8	9,3%
Marża brutto na sprzedaży	84,7%	87,7%		87,2%	88,2%	
Marża EBITDA	38,6%	34,8%		34,9%	32,9%	
Marża EBITDA skoryg.*	39,1%	35,6%		35,5%	33,6%	
Marża EBIT	33,0%	31,0%		29,1%	28,4%	
Marża zysku netto	45,5%	20,4%		30,2%	26,1%	
Marża zysku netto skoryg.*	46,1%	21,1%		30,8%	26,8%	

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]	51,2	P/E	6,5	7,5	7,4
MC [mln PLN]	2 212,6	EV/EBITDA	5,9	8,5	8,6
		EV/EBIT	5,9	8,5	8,6
		P/BV	1,3	1,3	1,2

- W 4Q'24 spółka sprzedała 445 lokali (127 w X, 133 w XI, 185 w XII). Jest to odczyt niższy o ponad połowę niż w 4Q'24, ale lepszy q/q (w 3Q'24: 354 lokale). W całym 2024 roku spółka sprzedała 2 068 lokali (vs 2 833 rok wcześniej).
- Przekazania w 4Q'24 wyniosły 439 lokali (o 761 lokali mniej r/r; najwięcej w Krakowie i Poznaniu). Jest to mix raczej słabszych niż w 3Q'24 marżowo projektów (szczególnie projekt Skwer Harmonii w Krakowie).
- Spodziewamy się w 4Q'24 przychodów na poziomie 248 mln PLN (-61% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 23,5% (vs 28,4% rok temu i 25,8% w 3Q'24).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie wyższym r/r (dynamika w 1-3Q'24 wynosiła +26% r/r – zakładamy nieco niższy wzrost w 4Q'24), neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz lekko dodatni salda finansowego.
- EBIT prognozujemy na poziomie 43,3 mln PLN a wynik netto na 39,2 mln PLN.
- Według naszych kalkulacji (w oparciu o komunikaty mediowe) w 4Q'24 spółka była wprowadziła podobną liczbę nowych lokali jak w 3Q'24 (ok 0,7 tys lokali). Oferta spółki wzrosła obecnie do ok. 7,3 tys lokali.
- W 2024 roku spółka przekazała 2 460 lokali (vs 2 806 rok wcześniej). W 2025 roku spółka planuje ukończyć 3 062 lokale (plus małe kilkaset szt. może przejść z 2024). Zwracamy przy tym uwagę, że część projektów charakteryzuje się słabym tempem sprzedaży (np. Poznań Naramowice, Katowice Olimpijska, Gliwice – Andersa, Reda), co może wpływać obniżoną relację przekazania/ukończenia. Zakładamy, że spółka przekaże w 2025 roku klientom ok. 2,5 tys lokali. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową, co powinno wpływać pozytywnie na marżę (w przekazaniach na 2025 przypada sporo projektów o potencjalnie wysokiej marży, które mają wysoki odsetek już dokonanej sprzedaży).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	639,4	247,6	-61,3%	1 500,5	1 463,2	-2,5%	1 511,4	3,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	181,8	58,2	-68,0%	448,6	391,5	-12,7%	415,3	6,1%
Zysk na sprzedaży	169,5	43,3	-74,4%	402,6	334,0	-17,0%	355,0	6,3%
EBITDA	170,6	44,4	-74,0%	405,1	339,1	-16,3%	359,4	6,0%
EBIT	169,6	43,3	-74,4%	401,6	334,9	-16,6%	355,0	6,0%
Zysk brutto	179,7	48,3	-73,1%	423,1	363,4	-14,1%	371,0	2,1%
Zysk netto	145,3	39,2	-73,0%	341,2	293,9	-13,9%	300,5	2,3%
Marża brutto ze sprzedaży	28,4%	23,5%		29,9%	26,8%		27,5%	
Marża na sprzedaży	26,5%	17,5%		26,8%	22,8%		23,5%	
marża EBITDA	26,7%	17,9%		27,0%	23,2%		23,8%	
marża EBIT	26,5%	17,5%		26,8%	22,9%		23,5%	
marża netto	22,7%	15,8%		22,7%	20,1%		19,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24
Sprzedaż	842	1 216	1 161	1 039	748	582	376	385	401	735	757	940	717	552	354	445
Przekazania	794	856	750	1 300	719	1 065	833	763	333	626	647	1 200	667	548	806	439
Trójmiasto	6	2	104	74	76	83	157	148	10	154	78	310	125	12	301	25
Katowice	140	39	17	406	86	89	152	30	31	138	26	233	98	86	190	44
Kraków	83	132	101	475	229	35	201	140	28	121	33	24	119	52	4	144
Łódź	167	115	144	90	57	69	203	88	32	4	66	119	83	195	69	44
Poznań	42	213	135	84	30	564	93	10	8	0	235	159	22	5	142	155
Warszawa	281	200	118	63	13	2	0	76	2	114	30	56	69	83	16	0
Wrocław	75	155	131	108	228	223	27	271	222	95	179	299	151	115	84	27
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oferta	4 271	3 628	3 549	3 104	2 733	5 190	4 852	4 639	4 974	4 249	4 170	4 519	5 261	6 615	7 024	7 292*
Oferta/sprzedaż ost. Q	5,1	3,0	3,1	3,0	3,7	8,9	12,9	12,0	12,4	5,8	5,5	4,8	7,3	12,0	19,8	16,4
Oferta/sprzedaż avg 4Q	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	11,0	14,1
Wprowadzone do oferty	1 033	645	969	657	428	2 553	151	0	731	0	643	1 391	1 057	1 969	742	713*
Trójmiasto	152	0	154	0	0	517	0	0	0	0	0	96	107	429	180	190
Katowice	505	0	325	0	0	815	0	0	114	0	509	478	168	0	0	290
Kraków	0	121	115	0	144	0	151	0	0	0	134	126	0	0	238	0
Łódź	0	180	156	204	141	457	0	0	0	0	0	330	0	234	0	0
Poznań	212	0	219	0	0	333	0	0	512	0	0	128	486	0	0	233
Warszawa	164	0	0	60	143	95	0	0	0	0	0	143	0	166	193	0
Wrocław	0	344	0	393	0	336	0	0	105	0	0	90	296	689	131	0
Szczecin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	451	0	0

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

Planowany po 3Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2024 roku

NAZWA INWESTYCJI	MIASTO	PUM (M+LU)	LICZBA LOKALI	LICZBA LOK. SPRZED.	DATA ZAKOŃCZENIA
Nowy Targówek V	Warszawa	4 477	73	73	I kw. 2024
Strefa Cegielnia	Kraków	7 482	144	144	I kw. 2024
ATAL City Square III	Wrocław	15 534	256	229	I kw. 2024
Nowe Miasto Polesie IIIb	Łódź	11 569	204	190	II kw. 2024
Źródłana 31 Residence	Łódź	7 783	141	68	II kw. 2024
Apartamenty Ostródzka II	Warszawa	3 863	70	70	II kw. 2024
Panorama Reden	Katowice	4 111	86	51	II kw. 2024
ATAL Sky + bud. D, E, F	Katowice	20 545	325	250	II kw. 2024
Bursztynowa Zatoka II	Gdańsk	17 859	329	322	II kw. 2024
Nowe Miasto Jagodno Enklawa	Wrocław	10 989	80	77	III kw. 2024
Zacisze Marcelin II	Poznań	17 200	333	314	III kw. 2024
Skwer Harmonia	Kraków	8 763	152	146	IV kw. 2024
RAZEM		130 175	2 193	1 934	

Zakończone z PnU w I-3Q

Zakończone - oczekujące na PnU

Liczba lokali nieprzekazanych na inwestycjach zakończonych: 650

Kontrakcja na poziomie 88%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Analitik:

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

ATM GRUPA

Kupuj, TP 5,04/akcję

Rekomendacja z dnia 3 stycznia 2025 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	4,00	P/E	12,5x	11,0x	7,9x
Kapitalizacja [PLN m]	337	skor. EV/EBITDA	5,4x	5,3x	4,1x
EV [PLN m]	299	P/BV	1,1x	1,1x	1,0x
Data publikacji raportu za Q4 2024	2025-04-29	DPS [PLN]	0,26	0,26	0,30

Prognoza wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody	62,9	59,4	-5,6%	235,5	249,4	6%
produkcja tv i filmowa	39,3	37,0	-6,0%	148,3	154,2	4%
zarządzanie aktywami trw.	17,0	18,6	9,5%	70,7	80,0	13%
działalność deweloperska	6,3	3,5	-44,6%	15,3	12,2	-20%
inne	0,3	0,4	18,2%	1,2	2,9	143%
skor. EBITDA*	14,9	12,7	-14,6%	55,7	58,8	5%
produkcja tv i filmowa	3,3	3,7	14,6%	19,8	24,0	21%
zarządzanie aktywami trw.	7,6	8,2	7,1%	31,8	33,6	6%
działalność deweloperska	2,2	1,0	-52,2%	4,4	1,6	-63%
inne	1,9	-0,2	-39,4%	-0,3	-0,5	
EBIT	10,1	6,1	-39,4%	36,8	37,7	3%
Saldo finansowe	-0,5	-0,4		-2,3	-1,4	
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,5	3,2		2,5	3,0	19%
Wynik brutto	9,1	8,9	-2,2%	37,0	39,3	6%
Wynik netto dla akcjonariuszy	6,4	7,1	10,7%	27,1	30,6	13%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	56,3	55,6	-1,3%	219,0	234,3	7%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,9	11,9	9,3%	51,6	57,6	12%

* Szacowany wynik skor. EBITDA obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje ATM Grupa w raportach okresowych. Odczyt skor. EBITDA obliczony przez BDM liczony jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż podaje spółka w raportach). Ponadto w kalkulacji skor. EBITDA eliminujemy wpływ odpisów utarty wartości aktywów programowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasze obecne spojrzenie na wyniki całoroczne za 2024 rok z działalności audiowizualnej wskazuje, że skor. EBITDA mogła wzrosnąć o blisko 12% r/r. Oceniamy, że miniony 2024 rok był dobrym okresem w kontraktacji dla streamingu. Jednocześnie proces odbudowy portfela projektów realizowanych na potrzeby telewizji linearnych okazał się trudniejszy niż sądziliśmy (w tym obszarze upatrujemy wciąż szans dla spółki na okres 2025/2026). Przypominamy również, że dla segmentu produkcja tv i filmowa odczuwalnym impulsem do księgowego wzrostu wyników będzie rozliczenie jednego z głównych realizowanych projektów w minionym 2024 roku (spodziewamy się, że będzie to w Q2 2025).

Ogółem z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi) prognozujemy odczyt skor. EBITDA na poziomie 11,9 mln PLN (+9,3% r/r). W ujęciu 2024 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 57,6 mln PLN (+12% r/r).

W bieżącej symulacji przesunęliśmy istotną część rozliczeń projektów w segmencie deweloperskim z Q4 2024 na Q1 2025, co skutkuje erozją odczytów r/r w tej dywizji biznesowej.

Na poziomie skonsolidowanym spodziewamy się, że skor. EBITDA za Q4 2024 wyniesie 12,7 mln PLN (-14,6% r/r). W ujęciu całego 2024 roku spodziewamy się, że skor. EBITDA wyniesie 58,8 mln PLN (+3% r/r).

Uwzględniając nasz scenariusz bazowy wskazujący na możliwość schłodzenia dynamik wzrostu na rynku reklamy w Polsce w 2025 roku (względem roku 2024) oceniamy, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z grupy TMT obecnych na GPW pod względem dynamik wzrostu wyników w ujęciu r/r. Nasza symulacja wskazuje, że EPS w 2025 roku może być wyższy o blisko 35% względem 2024 roku.

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

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

BIG CHEESE STUDIO

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	12,2	P/E	3,1	10,1	7,8
MC [mln PLN]	55,4	EV/EBITDA	2,1	6,9	5,6
		EV/EBIT	2,2	14,6	6,0
		P/BV	1,7	2,5	2,0

Miniony kwartał dla spółki był czasem intensywnej pracy nad rozwojem „Cooking Simulator 2” oraz dodatku „Barbecue” do pierwszej części tej serii. Z biznesowego punktu widzenia, ze względu na starzenie się flagowego produktu BCS oraz brak nowych wydarzeń, które mogłyby pobudzić zainteresowanie kluczowym IP spółki, spodziewamy się spadku przychodów r/r w omawianym okresie. Z drugiej strony, lekko pozytywny wpływ na monetyzację miało osłabienie PLN względem USD. Według naszych obliczeń, BCS w 4Q'24 wygenerował 2,4 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-14% r/r).

Mając na uwadze prace trwające nad DLC „Barbecue”, „CS2” oraz mobilną wersją CS oczekujemy dalszego, delikatnego wzrostu zmiany stanu produktów do poziomu ok. 1,1 mln PLN. Spodziewamy się również lekkiego wzrostu kosztów operacyjnych do poziomu ok. 2,3 mln PLN (+7% q/q, -26% r/r). Jednocześnie przypominamy, że w porównywalnym okresie 4Q'23 spółka uwzględniła w kosztach wynagrodzeń korektę na poziomie 0,5 mln PLN dotyczącą zobowiązań wobec ZUS (efekt wcześniejszych nieprawidłowości w naliczaniu składek).

W całym 4Q'24 prognozujemy przychody na poziomie 3,5 mln PLN (+2% r/r), EBITDA sięgającą 1,3 mln PLN (+207% r/r) oraz zysk netto na poziomie 1,0 mln PLN (vs 0 mln PLN w 4Q'23). Pragniemy zauważyć, że w całym 2024 r. spółka zanotowała zarówno poprawę przychodów ze sprzedaży jak i progresję na poziomie skoryg. EBITDA = 7,5 mln PLN (+39% r/r) i zysku netto.

Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Według naszych szacunków, sezonowość biznesu spółki pozwoliła na poprawę przychodów q/q, co przy delikatnym wzroście kosztów operacyjnym pozwoliło BCS na generację zbliżonych wyników q/q. Jednocześnie oczekujemy, że deweloperowi gier udało się utrzymać dodatni CF, tym samym kończył on 2024 r. z bezpiecznym buforem gotówkowym (ok. 7 mln PLN), pozwalającym odpowiednio przygotować się do premiery „Cooking Simulator 2” (4Q'25 – PC) oraz działań wydawniczych („Chinese Frontiers”). Aktualnie najważniejsza dla spółki będzie wspomniany tegoroczny debiut gry „CS2” oraz sprzedające ją działania marketingowe (w tym hands-on dla inwestorów).

„Cooking Simulator” – spółka pracuje nad kolejny DLC („Barbecue”) do flagowej gry. Premiera dodatku powinna mieć miejsce w 2Q'25. Mobilna wersja gry planowana na 2H'25.

Chiny – planowane ponowne wejście na rynek chiński w 1H'25 (WeGame i Steam China).

„Cooking Simulator 2” – marketing gry ruszy w 1Q'25 (spółka planuje hands-on dla inwestorów). Premiera tytułu będzie miała miejsce w 2H'25.

Wydawnictwo – w 2025 r. zadebiutuje pierwszy projekt wydawniczy studia - „Chinese Frontiers” od Solid Games (1H'25).

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	3,4	3,5	1,9%	16,6	15,5	-6,6%
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	2,8	2,4	-14,4%	10,8	11,3	4,3%
Zmiana stanu produktów	0,6	1,1	77,0%	5,8	4,3	-27,1%
EBITDA	0,4	1,3	207,5%	3,3	7,5	130,1%
EBITDA skoryg.	0,4	1,3	207,5%	5,4	7,5	39,3%
EBIT	0,3	1,2	269,8%	2,8	7,1	154,8%
Zysk brutto	0,0	1,1	-	2,0	7,0	242,7%
Zysk netto	0,0	1,0	-	2,4	6,4	170,7%
Marża EBITDA	12,3%	37,2%		19,7%	48,4%	
Marża EBITDA skoryg.	12,3%	37,2%		32,5%	48,4%	
Marża EBIT	9,4%	34,1%		16,7%	45,7%	
Marża zysku netto	0,2%	28,2%		14,3%	41,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 20,7 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 stycznia 2025 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,6	P/E	89,8	232,6	9,1	6,6
MC [mln PLN]	52,6	EV/EBITDA	19,9	14,0	5,8	4,2
		EV/EBIT	87,9	52,4	8,2	5,6
		P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9

4Q w ochronie zdrowia jest czasem zwiększonych inwestycji, dlatego spodziewamy się, że ze względu na sezonowość, przychody spółki będą wyższe w porównaniu do poprzednich kwartałów. Dodatkowo, w analizowanym okresie spółka zrealizowała dwie istotne umowy – na dostawę krążkowych systemów dyfuzyjnych AST o wartości 560 tys. PLB oraz na dostawę analizatora dla Politechniki Łódzkiej (0,75 mln PLN). Szacujemy, że przychody okresu będą oscylować w okolicach 16,4 mln PLN, co w skali całego roku daje sprzedaż na poziomie 53,3 mln PLN (+14,0% r/r). Zakładamy utrzymanie proporcji w sprzedaży produktów własnych i towarów na poziomie 60%/40%.

W związku z utrzymującą się presją płacową oraz premiami dla handlowców, które w naszej ocenie powinny być wypłacone w 4Q'24, podnosimy prognozy kosztów pracowniczych do 4,2 mln PLN (+22,1% r/r). Oznacza to wzrost tej pozycji kosztowej w całym 2024 r. do 14,8 mln PLN (+9,6% r/r). Cały nowy zakład produkcyjny był już włączony do użytkowania, dlatego spodziewamy się płaskiej amortyzacji k/k.

Na poziomie grupy w 4Q'24 spodziewamy się 0,9 mln PLN EBIT, 1,8 mln PLN EBITDA oraz 0,7 mln PLN zysku netto, wobec 0,1 mln PLN rok wcześniej. Oznacza to 1,2 mln PLN EBIT w całym 2024 r. (+68,9% r/r), 4,6 mln PLN EBITDA (+42,6% r/r) oraz 0,2 mln PLN zysku netto (-61,4% r/r).

Podkreślamy, że rok 2024, podobnie jak 2023, był okresem przejściowym po wybudowaniu nowego zakładu produkcyjnego. Pozyskiwanie nowych kontraktów zostało opóźnione, oczekiwaliśmy pierwszych komunikatów w 2H'24, natomiast nadal widzimy perspektywy na pozyskiwanie nowych klientów oraz wzrost sprzedaży w kolejnych okresach.

Prognoza wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,3	16,4	23,0%	46,8	53,3	14,0%
EBITDA	0,7	1,8	155,5%	3,2	4,6	42,6%
EBIT	0,0	0,9	-	0,7	1,2	68,9%
Zysk brutto	-0,3	0,8	-	0,2	0,4	119,6%
Zysk netto	0,1	0,7	607,7%	0,6	0,2	-61,4%
Marża EBITDA	5,3%	11,0%		6,9%	8,6%	
Marża EBIT	-0,2%	5,7%		1,6%	2,3%	
Marża zysku netto	0,7%	4,0%		1,3%	0,4%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

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

BOOMBIT

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	7,90	P/E adj.	6,7	9,9	8,8
MC [mln PLN]	107,8	EV/EBITDA adj.	2,7	4,0	3,2
		EV/EBIT	6,1	19,2	5,1
		P/BV	1,5	1,5	1,3

Spółka podała szacunki przychodów za 4Q'24, które wyniosły 57,2 mln PLN (+3% q/q; -8% r/r). Za ok. 97,7% przychodów odpowiadał segment gier mobilnych generując 55,9 mln PLN (+4% q/q; -2% r/r), a za 1,3 mln PLN segment PAE (-26% q/q; -73% r/r).

Na przestrzeni omawianego kwartału wydatki na kampanie marketingowe uległy delikatnemu podwyższeniu po poziomie 28,5 mln PLN (+5% q/q, -19% r/r). Wraz ze wzrostem przychodów subtelnie zwiększył się również koszt prowizji platform do poziomu 5,7 mln PLN (+2% q/q) oraz wypłacany zewnętrznym studiom rev share.

W ostatnich miesiącach spółka kontynuowała działania mające na celu optymalizację zatrudnienia (redukcja w 3Q'24 o ok. 12% do ok. 290). Efekty tych zmian były już dostrzegalne w wynikach 3Q'24, stąd też nie spodziewamy się większych zmian q/q na poziomie kosztów osobowych i nakładów inwestycyjnych.

Mając powyższe na uwadze prognozujemy, że w całym 4Q'24 BoomBit osiągnął 9,6 mln PLN EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 9,0 mln PLN a „PAE” za 0,6 mln PLN), co stanowi wzrost r/r o 55%. W omawianym okresie, szacujemy poziom skoryg. zysku netto na jednostkę dominującą na ok. 4,2 mln PLN (+144% r/r).

Pod względem wyników wybieramy okres 4Q'24 neutralnie. Choć delikatna progresja przychodów q/q wraz z dalszą poprawą marżowości (efekt redukcji zatrudnienia i różnic kursowych) przełoży się na poprawę wyników r/r i q/q, to jednak utrzymujące się wysokie nakłady inwestycyjne (ok. 8 mln PLN) nadal będą prowadzić do zmniejszenia środków pieniężnych spółki do poziomu ok. +10 mln PLN. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach 2025 r. BBT skoncentruje się na wzmacnianiu bazy przychodowej, przy jednoczesnej dalszej optymalizacji kosztów operacyjnych i CAPEX.

- **Blockchain** – w 2025 r. spółka planuje regularne dropy NFT, które są ważnym elementem monetyzacji tego projektu. Powrót do rozmów odnośnie domknięcia finansowania BoomLandu w okolicach grudnia/ stycznia.
- **Cele na 2025 r.** – poprawa wyników i zyskowności spółki. Poprawa monetyzacji aktualnego portfela gier + nowe wydania i usługi. Spółka jednocześnie cały czas wierzy w projekty blockchain.
- **Narzędzia BI, playableads** – unikalne rozwiązania na rynku, BI będzie oferowany w modelu SaaS. Spółka liczy, że segment ten w 2025 r. nabierze większego znaczenia w wynikach grupy.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	62,0	57,2	-7,8%	245,5	224,9	-8,4%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,9	8,2	-8,6%	26,9	29,1	8,2%
EBITDA	5,3	9,6	82,4%	15,8	35,8	126,5%
EBITDA skoryg.*	6,2	9,6	54,7%	18,9	30,2	59,9%
Gry mobilne	2,5	9,0	257,8%	16,0	34,3	114,2%
Gry „Play-and-Earn”	3,7	0,6	-84,7%	2,9	1,5	-49,1%
EBIT	1,9	5,0	158,6%	3,9	19,1	387,1%
Zysk netto	1,0	3,8	292,3%	9,5	14,8	55,1%
Zysk netto n.j.d.	0,9	4,2	357,5%	15,8	16,6	4,7%
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	1,7	4,2	143,8%	10,8	12,2	12,6%
Marża brutto na sprzedaży	14,4%	14,3%		11,0%	12,9%	
Marża EBITDA	8,5%	16,8%		6,4%	15,9%	
Marża EBITDA skoryg.*	10,0%	16,8%		7,7%	13,4%	
Marża EBIT	3,1%	8,8%		1,6%	8,5%	
Marża zysku netto n.j.d.	1,5%	7,4%		6,4%	7,4%	
Marża zysku netto n.j.d.*	2,8%	7,4%		4,4%	5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ; * -skoryg. o zdarzenia jednorazowe

Analitik:

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

BUDIMEX**Akumuluj, TP 514,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 2 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	482,0	P/E	16,7	19,9	17,0	14,1
MC [mln PLN]	12 305,5	EV/EBITDA	9,2	10,2	8,6	6,9
		EV/EBIT	11,1	12,4	10,4	8,1
		P/BV	8,0	9,9	9,1	8,2

- **Backlog.** Portfel po 3Q'24 wyniósł 15,8 mld PLN a po 4Q'24 wzrósł do 17,8 mld PLN (+36% r/r, +13% q/q), wzmocniony przez duże umowy dla GDDKiA i PKP PLK. Obecnie w „poczekalni” znajduje się głównie 4,8 mld PLN z Rail Baltica, która do portfela będzie trafiać etapowo.
- **Wstępne wyniki 4Q'24.** W połowie stycznia spółka podała wstępne wyniki za 4Q'24. Przychody wyniosły 2,6 mld PLN (-7% r/r, -1% poniżej naszych oczekiwań). Na poziomie EBIT spółka szacuje 235 mln PLN (-22% r/r, 7% powyżej naszych oczekiwań) a na poziomie netto (zysk przed wyłączenie wyniku mniejszości) 172 mln PLN (-40% r/r, -20% nasze oczekiwania). Spadek wyników r/r był oczekiwany (wysoka baza z 4Q'23, kiedy wyniki były wsparte m.in. przez kumulację waloryzacji). Rentowność EBIT jest powyżej naszych oczekiwań, natomiast wyraźnie in minus odchyła się wynik netto. Zakładamy, że prawdopodobnie na wynik netto negatywnie wpłynęła wysoka stawka podatku (w 1-3Q'24 było to 23,5%, zakładaliśmy zejście do poziomu 20% w całym roku - jeżeli stawka utrzymała się na poziomie z poprzednich kwartałów tłumaczyłoby to większość odchylenia od naszej prognozy). Gotówka netto na koniec roku wyniosła 3,1 mld PLN - implikuje to mocny CF operacyjny w 4Q'24 (górne kilkaset mln PLN).
- **Segment budowlany.** Zakładamy, że w 4Q'24 sprzedaż spadła o górne kilka procent r/r (wysoka baza). W przypadku marży otoczenie pozostaje sprzyjające, co powinno pozwolić nawet na lekką poprawę r/r i wyraźną w ujęciu q/q. Zakładamy, że wyniki 4Q'24 mogły być obciążone przez ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej.
- **Segment usług.** Zakładamy lekki spadek r/r przychodów i lepszą rentowność. Spodziewamy się istotnego wzrostu r/r EBIT (wynik rok temu był obciążony przez ujemne saldo pozostałej działalności).
- **Prognoza średnioterminowa.** W komunikacie prasowym spółka podała, że "wyniki całego 2024 roku są zgodne z oczekiwaniami spółki, a założenia budżetowe w 2025 roku niezmiennie". W całym 2024 roku spółka miała ok 9,1 mld PLN przychodów, 744 mln PLN EBIT oraz 619 mln PLN zysku netto (dla akcjonariuszy jedn. dominującej). W najbliższych kwartałach spółka powinna wejść na ścieżkę dodatnich odczytów r/r (efekt wzrostu portfela, dobra perspektywa dla marż przy wydłużającym się horyzoncie stabilizacji kosztowej). W najbliższych miesiącach liczymy na odbudowę ofertowania w Polsce (rynek kolejowy, PSE a także mniejszym stopniu drogowy).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	2 807,6	2 600,0	-7,4%	9 801,5	9 110,4	-7,1%	10 059,8	10,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	403,2	394,6	-2,1%	1 124,6	1 178,8	4,8%	1 312,7	11,4%
Zysk na sprzedaży	270,3	252,6	-6,5%	739,7	735,8	-0,5%	833,3	13,3%
EBITDA	340,5	275,8	-19,0%	938,4	900,9	-4,0%	1 002,0	11,2%
EBIT	299,4	235,0	-21,5%	781,1	743,3	-4,8%	828,7	11,5%
Zysk brutto	337,2	246,0	-27,0%	929,6	835,6	-10,1%	899,7	7,7%
Zysk netto	287,8	172,2	-40,2%	738,2	619,2	-16,1%	724,5	17,0%
Marża brutto ze sprzedaży	14,4%	15,2%		11,5%	12,9%		13,0%	
Marża na sprzedaży	9,6%	9,7%		7,5%	8,1%		8,3%	
marża EBITDA	12,1%	10,6%		9,6%	9,9%		10,0%	
marża EBIT	10,7%	9,0%		8,0%	8,2%		8,2%	
marża netto	10,3%	6,6%		7,5%	6,8%		7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CD PROJEKT

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	210,5	P/E	61,1	43,7	54,3
MC [mln PLN]	21 251	EV/EBITDA	40,7	27,6	40,4
		EV/EBIT	53,4	42,1	53,8
		P/BV	10,4	8,8	7,8

Liczne wyprzedaże, announcement „Wiedźmina 4”, głębsza obniżka cennika „CP2077” (-55%) oraz darmowy dodatek do „CP” pomogły znacząco poprawić zainteresowanie flagowymi produkcjami spółki w 4Q'24. Ponadto monetyzację wspierał umacniający się USD wobec PLN. Powyższe czynniki przełożyły się na znaczącą poprawę q/q, przy jednoczesnym spadku wyników r/r – efekt wysokiej bazy (4Q'23 – pełny kwartał po premierze „PL”). Szacujemy, że na przestrzeni 4Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 1,4/ 1,1 mln kopii (ok. +70% q/q; +50% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 188 mln PLN (+62% q/q, -48% r/r). Według naszych kalkulacji „W3” dzięki podbitemu zainteresowaniu spowodowanemu announcementem „Wiedźmina 4” zanotował progresję sprzedaży r/r (+36%) do 1,5 mln kopii, a gra wygenerowała ok. 42 mln PLN (+18% r/r, -24% q/q – w 3Q'24 płatność z uczestnictwa w PS Plus). Jednocześnie pragniemy przypomnieć o wysokiej bazie porównawczej, wynikającą z premiery CP Phantom Liberty w 3Q'23.

4Q'24 był ostatnim kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” kształtowała się na poziomie 5% (ok. 23 mln PLN). W związku z przeniesieniem kosztów produkcji „P.Orion” z P&L na bilans (nie oznacza to, że projekt przeszedł do pre-produkcji), dalszemu spadkowi uległy koszty badań i rozwoju (do ok. 11 mln PLN vs 23 mln PLN w 3Q'24). Zakładamy, że koszty związane z programem motywacyjnym wyniosły ok. 6 mln PLN. Mimo spadku wspomnianego wyżej kosztu researchu, oczekujemy, że wpływ m.in. bonusów rocznych przełożył się na wzrost G&A do poziomu ok. 58 mln PLN. Jednocześnie spodziewamy się, że w związku ze wzmocnionymi działaniami marketingowymi (trailer „W4” itp.) koszty sprzedaży w omawianym okresie sięgnęły ok. 49 mln PLN i były zdecydowanie wyższe q/q.

W całym 4Q'24 prognozujemy 316,3 mln PLN przychodów (-32% r/r), z czego zakładamy, że CDR RED odpowiadał za 253,8 mln PLN, a GOG.com za 62,6 mln PLN. Na poziomie EBITDA szacujemy 172,6 mln PLN (-39% r/r), EBIT równy 142,3 mln PLN (-23% r/r; GOG = 0,5 mln PLN) oraz zysk netto w okolicach 138,9 mln PLN (-26% r/r). W związku z dalszymi postępami prac nad „P.Polaris” jak i kapitalizacją „P.Orion” zakładamy wzrost nakładów na nowe gry do poziomu ok. 85 mln PLN (vs 71 mln PLN w 3Q'24).

Pomimo spadku wyników r/r wynikającego z wysokiej bazy porównawczej (premiery „CP Phantom Liberty” w 3Q'23) jak i braku dodatkowych wydarzeń, które mogły wpłynąć na omawiany kwartał (w 3Q'24 umowa z PS Plus), rezultaty spółki w 4Q'24 są bardzo solidne. W związku z powyższym spodziewamy się pozytywnej reakcji inwestorów na raport roczny CDR. Oczekujemy na zbliżającą się premierę „Kingdom Come Deliverance 2” (4.02.2025), która będzie istotnym testem zainteresowania grami z niszy, w której znajduje się również seria „Wiedźmin”.

Prezentacja Wiedźmina 4

Podczas grudniowej gali TGE (The Game Awards) spółka zaprezentowała pierwszy trailer Wiedźmina IV ([LINK](#)). Główną bohaterką gry będzie Ciri, kluczowa postać zarówno książek Sapkowskiego, jak również „Wiedźmina 3: Dziki Gon”. Deweloper zapowiada, że gra będzie najambitniejszą odsłoną serii. Zapowiedź nie zawierała żadnych informacji dotyczących daty premiery gry.

Mobile

CDR nadal prowadzi rozmowy w sprawie licencjonowania gry mobilnej na bazie posiadanych IP. To jeden ze strategicznych celów.

Live action project

Projekt jest cały czas w fazie koncepcji, CDR nie będzie finansował całego projektu. Wczesny etap jest finansowany przez CDR.

Prowadzone projekty:

- Polaris/ W4 – zespół w zasadzie kompletny, gra pod koniec 2024 r. weszła do pełnej produkcji.
- Orion – obecny rozmiar zespołu projektu jest dostosowany do potrzeb. Planowane jest jego podwojenie do końca przyszłego roku. Orion nie przeszedł jeszcze do fazy pre-produkcji. Spełniono wszystkie wymogi MSSF, aby rozpocząć kapitalizację projektu. 1/3 zespołu to pracownicy z Bostonu, 2/3 z Kanady i Polski.
- Sirius – planowane podwojenie zespołu do końca 2025 r.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	462,3	316,3	-31,6%	1 230,2	968,7	-21,3%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	332,1	244,3	-26,4%	849,6	708,4	-16,6%
EBITDA	281,8	172,6	-38,7%	714,1	483,5	-32,3%
EBIT	183,7	142,3	-22,5%	469,0	363,2	-22,6%
Zysk brutto	184,1	157,7	-14,3%	538,5	424,9	-21,1%
Zysk netto	187,0	138,9	-25,7%	481,1	387,0	-19,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	71,8%	77,2%		69,1%	73,1%	
Marża EBITDA	60,9%	54,6%		58,0%	49,9%	
Marża EBIT	39,7%	45,0%		38,1%	37,5%	
Marża zysku netto	40,4%	43,9%		39,1%	40,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

CELON PHARMA

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	24,4	P/E	-31,7	-44,3	57,5
MC [mln PLN]	1 098,0	EV/EBITDA	175,9	54,4	17,2
		EV/EBIT	-31,9	-45,5	61,9
		P/BV	2,6	2,8	2,5

W 4Q'24 oczekujemy wystąpienia podobnej sezonowości w zakresie sprzedaży leków, co rok wcześniej, czyli spadek w stosunku do 3Q'24. Szacujemy przychody z tego okresu na poziomie 44,7 mln PLN (+10% r/r), co w skali całego roku daje 183,9 mln PLN (+11,8% r/r). Nie przewidujemy w 4Q'24 zwiększonego poziomu dostaw leku Zarixa z tytułu włączenia do refundacji w zakresie profilaktyki u pacjentów z migotaniem przedsionków. Rozszerzona refundacja obowiązuje od stycznia'25 i spodziewamy się, że będzie pozytywnie wpływać na wyniki kolejnych okresów, natomiast w 4Q'24 efekt ten nie powinien być jeszcze widoczny.

W segmencie innowacyjnym spodziewamy się niższych r/r przychodów z tytułu dotacji w wysokości 8,3 mln PLN (-37,9% r/r). Przypominamy, że 4Q'23 stanowi wysoką bazę w tym zakresie z powodu przesunięcia wypłaty dotacji z 3Q'23 na 4Q'23. Dodatkowo, w całym 2023 r. spółka pozyskała 49,5 mln PLN z tytułu dotacji, co oceniamy jako wysoki wynik i oczekujemy spadku w 2024 r. do 24,7 mln PLN (-50,2% r/r).

Sprzedaż w 2024 r. powiększającą nadzwyczajne przychody z tytułu przeniesienia praw do projektu Falkieri w zamian za udziały w spółce Novohale, w wysokości 67,1 mln PLN, które wpłynęły na wynik 3Q'24. Łączne przychody w 2024 r. szacujemy na 279,5 mln PLN (+29,1% r/r), z czego 53,6 mln PLN w 4Q'24 (-2,4% r/r).

Lekki spadek przychodów, w połączeniu ze wzrostem kosztów operacyjnych (+2,3% r/r) spowodował pogłębienie oczekiwanej straty z działalności operacyjnej do -12,1 mln PLN. (wobec -9,3 mln PLN rok wcześniej). Implikuje to spadek zysku EBITDA z 3,5 mln PLN w 4Q'23 do 1,0 mln PLN w 4Q'24. Biorąc jednak pod uwagę rezerwy z tytułu podatku odroczonego, spodziewamy się znacząco niższego podatku w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku. Spowoduje to ograniczenie straty netto z -15,0 mln PLN w 4Q'23 do -11,8 mln PLN w 4Q'24.

Z perspektywy całego roku, w 2024 r. spodziewamy się 19,8 mln PLN EBIT, wobec -27,2 mln PLN w 2023 r., 71,2 mln PLN EBITDA (+212,8% r/r) oraz 21,6 mln PLN zysku netto (vs -28,1 mln PLN rok wcześniej). Przypominamy, że istotnie wyższe wyniki 2024 r. wynikają w dużej mierze z przeprowadzonej transakcji dotyczącej współpracy przy rozwoju Falkieri i uznania w 3Q'24 przychodów z tytułu przeniesienia praw do projektu.

Prognoza wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	54,9	53,6	-2,4%	216,6	279,5	29,1%
ze sprzedaży leków	40,7	44,7	10,0%	164,4	183,9	11,8%
z tytułu dotacji	13,4	8,3	-37,9%	49,5	24,7	-50,2%
pozostałe	0,8	0,5	-38,1%	2,6	71,0	-
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-9,3	-12,1	-	-27,2	19,8	-
EBITDA	3,5	1,0	-	22,8	71,2	212,8%
Wynik netto	-15,0	-11,8	-	-28,1	21,6	-
marża EBIT	-16,9%	-22,7%		-12,6%	7,1%	
marża EBITDA	6,4%	1,8%		10,5%	25,5%	
marża zysku netto	-27,3%	-22,1%		-13,0%	7,7%	

Źródło: BDM

Analityk:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

CI GAMES

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	1,68	P/E	37,6	21,3	-
MC [mln PLN]	321,3	EV/EBITDA	18,8	2,8	7,5
		EV/EBIT	38,6	8,8	-
		P/BV	2,2	1,9	2,4

Na przestrzeni 4Q'24, rok po premierze „LoTF” spółka zdecydowała się pierwszy raz na obniżkę cennika o 60%, co wspomagało ilościową sprzedaż tego tytułu. Z drugiej strony pomimo licznych wyprzedaży i osłabienia PLN względem USD portfel starszych gier zaliczył dalszy spadek monetyzacji. Szacujemy, że w całym 4Q'24 sprzedaż „LoTF” wyniosła ok. 70 tys. sztuk (+45% q/q), co przełożyło się na ok. 5 mln PLN przychodów. Zakładamy, że backcatalogue dołożył od siebie ok. 7 mln PLN. Tym samym łącznie na poziomie przychodów prognozujemy 11,6 mln PLN (-94% r/r). Zwracamy uwagę na wysoką bazę porównawczą – w 4Q'23 miała miejsce premiera wspomnianej gry „LoTF”.

Oczekujemy utrzymania COGS i SG&A na delikatnie wyższym poziomie q/q, odpowiednio 6 mln PLN/ 7 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 4Q'23 trwała intensywna kampania marketingowa „LoTF”, a łączne koszty sprzedaży wyniosły blisko 67 mln PLN. Mając powyższe na uwadze szacujemy, że w 4Q'24 spółka wypracowała 3,3 mln PLN EBITDA (vs -96 % r/r) oraz 2,2 mln PLN straty netto n.j.d. (vs 18,2 mln PLN w 4Q'23).

Oceniamy miniony kwartał neutralnie. Zakładamy, że pomimo wzrostu kosztów operacyjnych q/q, głębsza obniżka cennika „LoTF” jak i liczne wyprzedaże pozwoliły poprawić przychody, co pozwoliło utrzymać wyniki na zbliżonym poziomie względem poprzedniego kwartału. Dzięki podpisanej umowie z Epic Games CIG zabezpieczył finansowanie aktualnych produkcji na kolejne kwartały. Biorąc pod uwagę budżet ostatniej gry spółki (281 mln PLN), mimo zapowiedzi niższych nakładów oraz zwiększenia zadłużenia do ok. 70 mln PLN, uważamy, że środki te mogą okazać się niewystarczające do ukończenia projektów zapowiedzianych w strategii.

- **United Label** – w grudniu CIG wykupił pozostałą część udziałów w spółce i posiada obecnie 100% kapitału zakładowego United Label. Spółka zostanie zdjeta z giełdy.
- **Lords of The Fallen 2** – spółka rozpoczęła pełnoskalową produkcję Projektu 3, czyli kontynuacji gry „Lords of The Fallen”. Kontynuacja „LoTF” zadebiutuje w 2026 roku, a debiut nowego projektu RPG dewelopera gier jest planowany na 2028 rok.
- **Projekt H i „Sniper: Ghost Warrior Evolved”** - w najbliższym czasie zostanie domknięta wizja produktów.
- **Emisja akcji** - aktualnie spółka nie ma planów związanych z emisją akcji.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	185,9	11,6	-93,8%	245,0	80,5	-67,2%
EBITDA	87,8	3,3	-96,2%	97,6	45,0	-53,9%
EBIT	33,2	-1,7	-	31,5	0,2	-99,3%
Zysk/ strata netto	18,8	-2,0	-	14,5	-1,4	-
Zysk/ strata netto n.j.d.	18,2	-2,2	-	13,0	-1,7	-
Marża EBITDA	47,2%	28,6%		39,8%	55,9%	
Marża EBIT	17,8%	-14,5%		12,9%	0,3%	
Marża zysku netto	10,1%	-17,1%		5,9%	-1,7%	
Marża zysku netto n.j.d.	9,8%	-18,9%		5,3%	-2,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

CREEPY JAR

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	292,0	P/E adj.	4,6	8,9	11,1
MC [mln PLN]	206,3	EV/EBITDA adj.	0,9	5,9	7,4
		EV/EBIT adj.	0,9	6,2	8,0
		P/BV	2,0	2,1	1,9

Miniony kwartał dla CRJ to okres liczących wyprzedaży (Autumn Sale, Winter Sale), jak i debiutu trybu co-op do wersji VR (16.12), co wspierało sprzedaż flagowej gry spółki pod względem ilościowym. Ponadto osłabienie PLN względem USD delikatnie oddziaływało na poprawę marży jednostkowej. Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 490 tys. kopii tej produkcji (brutto), z czego 86% stanowiła wersja PC – ok. 426 tys. (-3% q/q)/ 11% - ok. 53 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS)/ 3% - ok. 15 tys. wersja VR. Mając powyższe na uwadze prognozujemy przychody spółki w 4Q'24 na poziomie 8,1 mln PLN (-3,6% r/r). Pragniemy zauważyć, że mimo 7 lat od premiery „GH”, wpływy z kanału PC/ Steam w całym 2024 r. były wyższe r/r o 7,5% i wyniosły ok. 21 mln PLN.

Zakładając brak większych zmian na poziomie zatrudnienia, spodziewamy się stabilnego q/q poziomu wynagrodzeń (ok. 2,2 mln PLN, z czego 1,2 mln PLN dotyczy programu motywacyjnego) oraz nakładów inwestycyjnych. Sumarycznie oczekujemy, że koszty działalności operacyjnej utrzymały się na zbliżonym poziomie q/q sięgając ok. 4,6 mln PLN (-49% r/r – tak duży spadek wynika z uwzględnienia rocznego kosztu programu motywacyjnego w wynikach 4Q'23 w wysokości 4,5 mln PLN). Przypominamy również, że porównywalnym okresie 4Q'23 spółka rozliczyła port konsolowej wersji dodatku „Building Update” co dodatkowo podbiło koszty usług obcych tego kwartału.

Oczekujemy, że w omawianym okresie przychody finansowe z tyt. odsetek oscylowały w okolicach 0,9 mln PLN. W całym w 4Q'24 prognozujemy 4,8 mln PLN skoryg. EBITDA (+23% r/r) oraz 5,1 mln PLN skoryg. zysku netto (+37% r/r).

Oczekiwana poprawa wyników zarówno q/q jak i r/r jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego. Oczekując progresji wyników jak i utrzymania dodatniego CF, liczymy na pozytywny odbiór raportu za 4Q'24. Najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje premiera „StarRapture” (zakładamy 3Q'25) jak i prezentacja trailera przedstawiającego najważniejsze aspekty gry, co będzie kluczowym momentem w ocenie potencjału komercyjnego tego projektu.

„StarRapture” – spółka w scenariuszu bazowym zakłada premierę projektu w 3Q'25. Planowane są otwarte testy gry z dużą liczbą graczy. Publikacja przekrojowego trailera będzie miała miejsce jeszcze w styczniu.

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

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	8,4	8,1	-3,6%	37,5	30,9	-17,5%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	-0,6	3,5	-	16,5	11,9	-28,0%
EBITDA	-0,6	3,6	-	17,1	13,0	-23,7%
EBITDA adj.	3,9	4,8	23,4%	17,3	17,8	2,8%
EBIT	-0,9	3,4	-	15,8	11,8	-25,1%
EBIT adj.	3,6	4,6	27,7%	16,0	16,6	3,6%
Zysk brutto	-0,3	4,3	-	20,7	15,4	-25,7%
Zysk netto	-0,8	3,9	-	18,3	13,5	-26,1%
Zysk netto adj.	3,7	5,1	36,6%	18,6	18,3	-1,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	-7,6%	43,1%		44,0%	38,4%	
Marża EBITDA	-6,7%	44,8%		45,5%	42,1%	
Marża EBITDA adj.	46,5%	59,5%		46,3%	57,6%	
Marża EBIT	-10,7%	41,6%		42,0%	38,1%	
Marża EBIT adj.	42,5%	56,3%		42,7%	53,7%	
Marża zysku netto	-9,3%	47,5%		48,9%	43,8%	
Marża zysku netto adj.	43,9%	62,2%		49,6%	59,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

CYFROWY POLSAT

Kupuj, TP 14,79/akcję

Rekomendacja z dnia 16 października 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	14,50	P/E	33,3x	13,5x	15,6x
Kapitalizacja [PLN m]	9 273	EV/EBITDA	6,5x	5,8x	5,7x
EV [PLN m]	19 830	EV/EBIT	15,0x	10,6x	10,3x
Data publikacji raportu za Q4 2024	b.d.				

Prognozy wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody razem	3 681,5	3 858,1	4,8%	13 626,3	14 296,9	4,9%
detailed od klientów indyw. i biznesowych	1 763,7	1 807,1	2,5%	6 987,1	7 179,3	2,8%
hurtowe	929,3	891,6	-4,1%	3 379,9	3 253,3	-3,7%
sprzedaż sprzętu	506,7	476,3	-6,0%	1 921,7	1 792,2	-6,7%
pozostałe	481,8	683,1	41,8%	1 337,6	2 072,0	54,9%
Koszty operacyjne	-3 486,7	-3 459,2	-0,8%	-12 488,8	-12 649,1	
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-494,2	-358,1	-27,5%	-1 900,4	-1 598,0	
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-335,6	-359,1	7,0%	-1 158,2	-1 249,6	
inne koszty	-2 656,9	-2 742,0	3,2%	-9 430,2	-9 801,5	
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	-0,4	0,0		219,7	10,0	-95,4%
Pozostałe przychody / koszty	-22,2	-2,0		-45,6	157,3	
EBITDA	676,7	772,9	14,2%	3 231,2	3 470,6	7,4%
EBITDA skor.	677,1	811,4	19,8%	3 011,5	3 300,4	9,6%
EBIT	172,2	397,0	130,5%	1 311,6	1 815,2	38,4%
Wynik działalności inwestycyjnej	80,7	83,1	3,0%	162,4	268,3	65,2%
Saldo finansowe netto	-126,5	-265,4		-1 081,9	-1 012,4	
Wynik brutto	126,4	214,7	69,9%	421,8	1 070,4	153,8%
Wynik netto	100,5	110,7	10,1%	278,5	686,1	146,4%
EBITDA skor. według segmentów:						
Segment usług B2C i B2B	536,6	540,1	0,7%	2 493,1	2 435,3	-2,3%
Segment mediowy: TV i online	139,7	119,4	-14,5%	472,0	500,0	5,9%
Segment nieruchomości	5,3	68,6	1195%	27,0	80,9	200%
Segment zielonej energii	-1,4	83,3		24,5	284,2	1060%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że w Q4 2024 przychody spółki wzrosły o 4,8% r/r. Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji mógł wynieść 811,4 mln PLN (+19,8% r/r). Za cały 2024 rok skor. EBITDA, wg naszej symulacji, może być w okolicy 3,3 mld PLN (+9,6% r/r). Wraz z Q4 2024 zakładamy zakończenie dynamicznej ścieżki poprawy skor. EBITDA w ujęciu r/r (przynajmniej do kolejnego impulsu związanego z oddaniem nowych mocy w OZE w Q4'25).

Wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q4 2024 szacujemy na blisko 111 mln PLN (względnie duże pozycja przypadająca na akcjonariuszy niekontrolujących wynika z ujęcia dużej kontrybucji do wyników z segmentu deweloperka oraz OZE). Za cały 2024 rok nasza symulacja wskazuje, że wynik netto przypisany akcjonariuszom może być bliski 686 mln PLN.

W Q4 2024 w segmencie usług B2C i B2B przyjęliśmy założenie wzrostu ARPU klienta B2C na poziomie nieznacznie ponad 5% r/r (przypominamy, że w Q1, Q2 i Q3 2024 odczyt ARPU wskazał na wzrost odpowiednio o blisko 4,5%, 4,7% oraz 5,03% r/r). W symulacji staramy się także uwzględnić spodziewaną przez nas względną poprawę danych dot. RGU. Liczymy, że skor. EBITDA segmentu usług B2C i B2B w Q4 2024 będzie na poziomie 540,1 mln PLN (+0,7% r/r).

W segmencie mediowym oczekujemy słabszej dynamiki wzrostu rynku reklamy tv w ujęciu r/r niż to było widoczne w okresie Q1-Q3 2024. Przyjęliśmy jednocześnie założenie wzrostu kosztów kontentu, co wynika z przesunięcia części kosztów z Q3 (który wskazał na wyjątkowo niskie kwoty). Dlatego nasza symulacja dla odczytu skor. EBITDA segmentu mediowego wskazuje na możliwą erozję wyniku o 14,5% r/r.

W segmencie OZE bazujemy na założeniu o względnie trudniejszym okresie dla efektywności farm wiatrowych. Tym samym skor. EBITDA segmentu OZE w naszym modelu jest bliska odczytowi z Q3 2024, ale jednocześnie wyższa o blisko 85 mln PLN względem Q4 2023.

W modelu staramy się uwzględnić silny impuls wzrostu wyników w segmencie deweloperskim. Spółka w prezentacji wynikowej za Q3 2024 wskazała, iż należy oczekiwać rozpoznania wyników sprzedaży mieszkań w Porcie Praskim przy ul. Sierakowskiego 1 i Sierakowskiego 3 w momencie wydania sprzedanych lokali (Q4'24/Q1'25). Oczekiwany przez nas odczyt skor. EBITDA dla segmentu deweloperskiego to 68,6 mln PLN.

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DINO POLSKA

			2023	2024P
Kurs [PLN]	448,1	P/E	31,3	27,9
MC [mln PLN]	43 932	EPS	14,3	16,1

Data publikacji szacunkowych wybranych danych finansowych i operacyjnych: 27.02.2025

Data publikacji skonsolidowanego raportu rocznego: 14.04.2025

Zakładamy, że z uwagi na słabnące tempo deflacji średniego koszyka sprzedaż porównywalna w marketach Dino Polska w 4Q 2024 znalazła się w pobliżu raportowanej przez GUS inflacji za ten okres. Ustające problemy z łańcuchami dostaw zapoczątkowane wybuchem wojny na Ukrainie, poprawiają pozycję spółki w negocjacjach z dostawcami poprawiając tym samym marżę brutto. Liczymy na dobry wynik, nie tyle pod kątem osiągniętych przychodów, lecz z uwagi na 3ci filar długoterminowej strategii spółki, czyli poprawę marżowości biznesu. Zwracamy również uwagę, że spółka jest beneficjentem rosnącego dochodu rozporządzalnego społeczeństwa zwłaszcza na terenach mało zurbanizowanych.

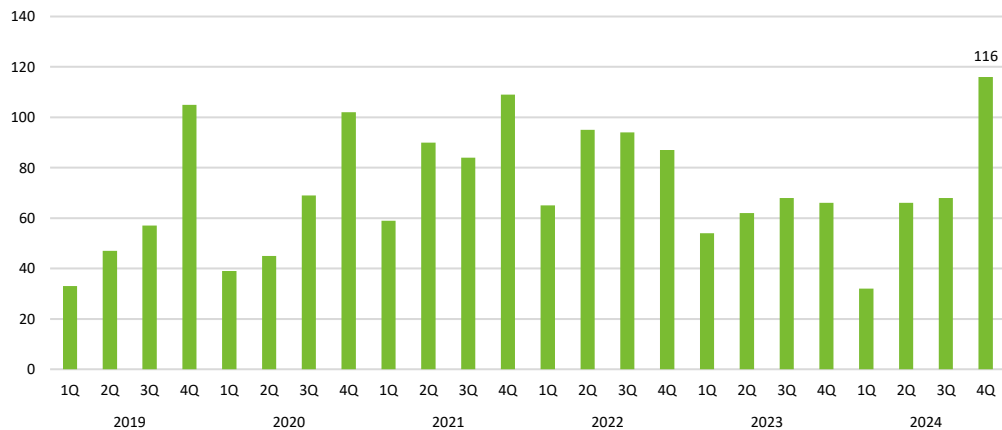
Prognozy wyników Dino Polska za 4Q'24 i 2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	6 698	7 569	13%	25 666	29 090	13%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 534	1 892	23%	5 925	6 870	16%
EBITDA	554	740	34%	2 233	2 426	9%
EBIT	460	629	37%	1 876	2 017	7%
Zysk brutto	434	607	40%	1 739	1 905	10%
Zysk netto	348	491	41%	1 405	1 573	12%
EPS	3,55	5,01	41%	14,33	16,05	12%
LFL	8,7%	5,0%	-3,7%	17,2%	5,0%	-12,2%
marża brutto na sprzedaży	22,9%	25,0%	2,1%	23,1%	23,6%	0,5%
marża EBIT	6,9%	8,3%	1,5%	7,3%	6,9%	-0,4%
marża EBITDA	8,3%	9,8%	1,5%	8,7%	8,3%	-0,4%
marża zysku netto	5,2%	6,5%	1,3%	5,5%	5,4%	-0,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka w całym poprzednim roku otworzyła 283 placówki (282 netto) i powiększyła swoją sieć do 2688 sklepów w całej Polsce. W samym 4Q'24 sieć Dino poszerzyła się o kolejne 116 obiektów, co daje rekordowy wynik w historii spółki pod kątem otwartych placówek w jednym kwartale.

Historyczne otwarcia nowych sklepów Dino w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Andrzej Wodecki

Andrzej.wodecki@bdm.pl

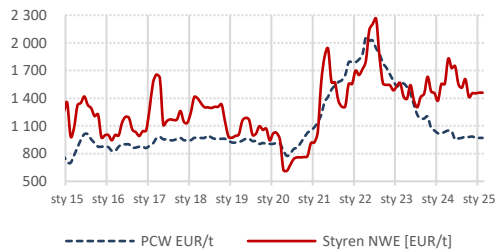
tel.: 032 208 14 39

DECORA

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	81,6	P/E	12,9	10,2	9,2	9,1
MC [mln PLN]	860,6	EV/EBITDA	8,9	6,9	6,1	5,8
		EV/EBIT	11,0	8,4	7,4	7,1
		P/BV	2,9	2,4	2,1	2,0

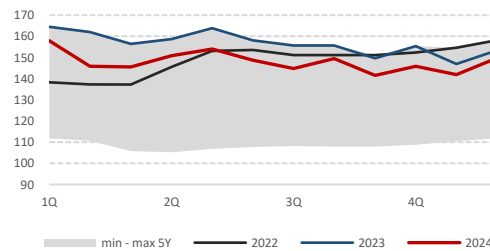
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii wykończenia (w tym podłogi) publikowany przez PSB w 4Q'24 spadł o -4% r/r. Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Ceny PCV stabilizują się na niskich poziomach, natomiast ceny styrenu, po korekcie wzrostowej od 2H'23, w drugiej połowie 2024 zaczęły znów opadać.
- Wyniki za ostatnie okresy.** Oferta spółki skoncentrowana została na grupie asortymentowej Flooring (77% przychodów ogółem w 2023 roku, 76% w 1-3Q'24). Decora w 2023 roku uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC), co pozwoliło zaoferować pełen asortyment własnej produkcji (podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe). 2023 rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości. W 1-3Q'24 spółka odnotowała 2% wzrost sprzedaży r/r, jednocześnie dynamika EBITDA była nadal wysoka (+28% r/r), ale z malejącą tendencją („tylko” +9% r/r w 3Q'24).
- Prognoza na 4Q'24.** W 4Q'24 koniunktura na rynku materiałów budowlanych pozostawała nadal słaba, nie sprzyjał także mocny PLN (zarówno do EUR jak i walut koszyka CEE). 4Q jest zwykle, obok 1Q, słabszy sprzedażowo, ale sezonowość nie jest tak mocna jak u innych producentów mat. budowl. z GPW. Widzimy jeszcze przestrzeń do poprawy r/r rentowności (niższe ceny PCV, jednocześnie USD nie sprzyja już tak wyraźnie marżom na towarach handlowych). W 4Q'24 oczekujemy 140 mln PLN przychodów, 28,0 mln PLN EBITDA (+12% r/r) oraz 17,7 mln PLN zysku netto (+7% r/r).
- Prognoza średnioterminowa.** Spółka ma nadal potencjał do budowy udziałów rynkowych (nowe moce produkcyjne) a sam produkt (podłogi winylowe) zyskuje na popularności (także jako alternatywa dla płytek ściennych). Baza na marżowości na kolejne kwartały robi się coraz bardziej wymagająca, ale na razie ceny gł. surowców są sprzyjające. Spółka odczuwa wzrost kosztów SG&A (w 2024 roku gł. kosztów sprzedaży). Trudno określić finał postępowania UOKiK wyjaśniającego podejrzenie zawarcia porozumienia spółki ze sprzedawcami swoich produktów w kwestii cen i kanałów dystrybucji.

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)



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

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	131,3	140,0	6,6%	570,9	587,8	3,0%	646,6	10,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	51,9	56,6	9,0%	209,6	246,8	17,7%	266,2	7,9%
Zysk na sprzedaży	19,4	22,6	16,5%	84,2	109,9	30,5%	117,3	6,7%
EBITDA	25,1	28,0	11,6%	103,2	127,8	23,9%	140,3	9,7%
EBIT	19,2	22,1	15,4%	84,1	104,7	24,5%	115,8	10,6%
Zysk brutto	21,9	21,8	-0,5%	86,1	103,3	20,1%	115,1	11,4%
Zysk netto	16,6	17,7	6,7%	66,9	84,1	25,6%	93,2	10,9%
Marża brutto ze sprzedaży	39,6%	40,4%		36,7%	42,0%		41,2%	
Marża na sprzedaży	14,8%	16,2%		14,8%	18,7%		18,1%	
marża EBITDA	19,1%	20,0%		18,1%	21,8%		21,7%	
marża EBIT	14,6%	15,8%		14,7%	17,8%		17,9%	
marża netto	12,6%	12,6%		11,7%	14,3%		14,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

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

DEKPOL

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	43,4	P/E	4,0	4,2	3,9	4,5
MC [mln PLN]	361,4	EV/EBITDA	3,2	3,6	3,0	3,0
		EV/EBIT	3,6	4,1	3,4	3,5
		P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5

- **Backlog.** Portfel po 3Q'24 w segmencie budowlanym wynosił 594 mln PLN (vs 657 mln PLN po 2Q'24 oraz 824 mln PLN rok wcześniej). Łączna wartość kontraktów zewnętrznych będących w realizacji wynosiła 1 285 mld PLN (vs 1 538 mln PLN rok wcześniej). Udział projektów przemysłowo-logistycznych to 84% (spółka chce zwiększać udział projektów budynków użyteczności publicznej). Na koniec roku portfel istotnie wzrośnie w związku z podpisaniem w 4Q'24 największego kontraktu w historii spółki na ok. 500 mln PLN.
- **Budownictwo.** W 4Q'24 zakładamy, że spółka pokaże sezonowo wyższe przychody q/q, ale niższe r/r. Zakładamy niższą rentowność r/r, ale nieco lepszą q/q.
- **Deweloperka.** W 4Q'24 sprzedano 86 lokali oraz przekazano 146 lokali (vs 157 rok temu). Zakładamy wyższą średnią cenę r/r (wartość implikowana ze wstępnych danych o przychodach) i porównywalną marżowość. W 2025 roku spółka chce sprzedać 510 lokali a przekazać 570 (za ok 308 mln PLN).
- **Produkcja.** W ostatnich kwartałach spółka koncentrowała się na poprawie efektywności i pozyskaniu nowych klientów. Baza, szczególnie na marży, nie jest wymagająca – oczekujemy poprawy wyników r/r segmentu w 4Q'24.
- **Pozostałe.** W tym obszarze spółka prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 4Q'24 zakładamy stratę na poziomie -9 mln PLN (+3 mln PLN w 2Q'24, -14 mln PLN w 4Q'23).
- **Podsumowanie.** Zakładamy w 4Q'24 414,0 mln PLN przychodów, 34,4 mln PLN EBIT (budownictwo: +15 mln PLN, deweloper: +26 mln PLN, produkcja: +2 mln PLN, pozostałe: -9 mln PLN, w 4Q'23 było to odpowiednio: +26 / +28 / -1 / -14 mln PLN) oraz 25,1 mln PLN zysku netto (-20% r/r). W całym 2024 roku zakładamy, że spółka osiągnie 1,4 mld PLN przychodów, 110 mln PLN EBIT (w tym 64 mln PLN deweloper) oraz 85 mln PLN zysku netto.
- W końcówce września spółka otrzymał decyzję UCS określającą wysokość zobowiązania podatkowego spółki z tytułu CIT za 2019 rok w kwocie 22,6 mln PLN (potwierdzenie wcześniejszego wyniku kontroli). Spółka nie zgadza się z dokonaną oceną i wniosła odwołanie. Zarząd wskazał, że zdarzenie pozostaje bez wpływu na sytuację finansową spółki (pytanie o podejście audytora przy wynikach rocznych – nie uwzględniamy ewentualnej rezerwy w wynikach).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	503,2	414,0	-17,7%	1 568,8	1 389,4	-11,4%	1 640,7	18,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	69,2	60,8	-12,1%	225,8	218,2	-3,4%	263,0	20,5%
Zysk na sprzedaży	41,5	34,4	-17,2%	127,8	106,1	-17,0%	126,9	19,6%
EBITDA	42,6	37,0	-13,2%	132,1	124,6	-5,7%	142,3	14,2%
EBIT	38,8	34,4	-11,4%	115,9	110,3	-4,8%	126,9	15,1%
Zysk brutto	43,4	31,3	-27,8%	116,9	108,8	-6,9%	115,9	6,5%
Zysk netto	31,5	25,1	-20,4%	89,3	85,2	-4,6%	92,7	8,8%
Marża brutto ze sprzedaży	13,8%	14,7%		14,4%	15,7%		16,0%	
Marża na sprzedaży	8,3%	8,3%		8,1%	7,6%		7,7%	
marża EBITDA	8,5%	8,9%		8,4%	9,0%		8,7%	
marża EBIT	7,7%	8,3%		7,4%	7,9%		7,7%	
marża netto	6,3%	6,1%		5,7%	6,1%		5,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DIGITAL NETWORK

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	63,5	P/E	12,4x	11,4x	11,0x
Kapitalizacja [PLN m]	264,5	EV/EBITDA	7,5x	6,1x	5,5x
EV [PLN m]	254,8	P/BV	11,0x	8,6x	7,9x

Data publikacji raportu za Q4 2024 b.d.

Prognoza wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody	22,73	25,45	12,0%	64,3	72,9	13,3%
EBITDA	9,92	14,69	48,0%	33,2	41,7	25,4%
EBIT	7,14	11,70	63,8%	22,7	29,7	30,8%
Przychody finansowe	1,32	0,80	-39,3%	2,6	4,4	68,6%
Koszty finansowe	0,55	0,60	9,4%	1,9	2,0	7,3%
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,25	0,00		7,5	0,0	
Wynik brutto	8,16	11,90	45,8%	31,0	32,2	3,8%
Wynik netto	6,16	9,64	56,4%	24,7	26,5	7,2%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	5,08	8,38	65,0%	21,3	23,2	8,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

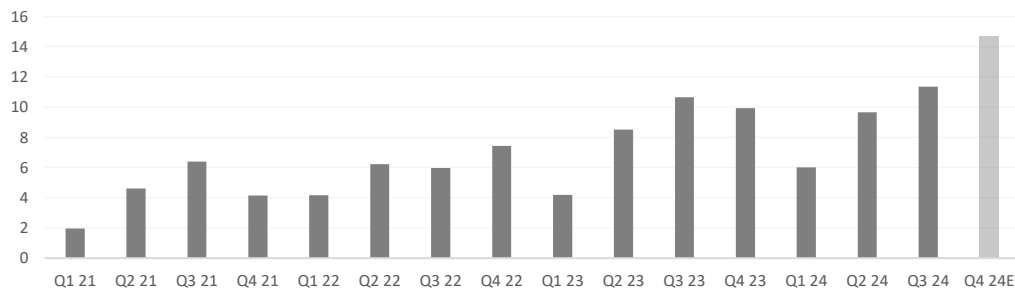
Przypominamy, że spółka w raporcie bieżącym w dniu 2024-11-26 przedstawiła prognozę na 2024 rok. Odnosząc się do zaprezentowanej prognozy własnej Digital Network na 2024 rok zauważamy, że wstępne oczekiwania spółki dla wzrostu przychodów w Q4 2024 są niższe niż nasze symulacje (traktujemy to jako założenia konserwatywne).

Nasza obecna prognoza na Q4 2024 wykazuje większy optymizm dotyczący potencjału wzrostu przychodów w ujęciu r/r (niż prognoza własna spółki). Liczymy, że przychody w Q4 2024 mogły wzrosnąć o blisko 12% r/r, natomiast przedstawione założenia własne spółki implikują spadek dynamiki wzrostu przychodów w Q4 2024 do niespełna 5% w ujęciu r/r.

Na poziomie EBITDA w Q4 2024 nasza symulacja wskazuje na odczyt niemal 14,7 mln PLN (+48% r/r). Za cały 2024 rok odczyt EBITDA, według naszych założeń, może wynosić 41,7 mln PLN (+25,4% r/r).

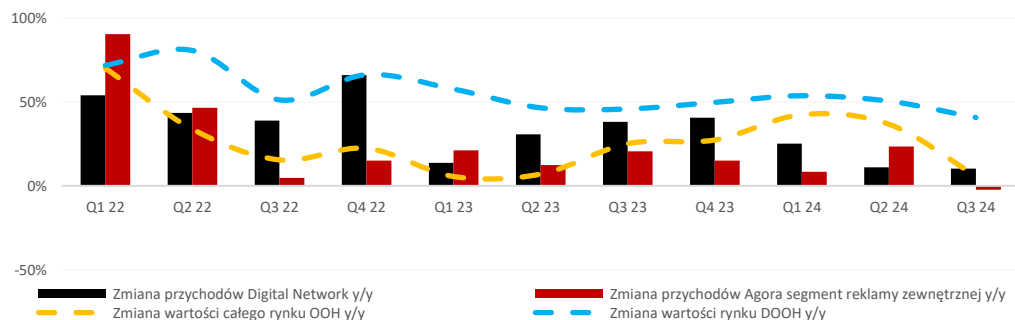
Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom w Q4 2024 spodziewamy się odczytu bliskiego 8,4 mln PLN. W ujęciu 2024 roku wynik netto przypisany akcjonariuszom zakładamy na poziomie 23,2 mln PLN.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty dynamiki przychodów w Digital Network oraz w segmencie reklamy zewnętrznej Agory na tle danych rynku OOH w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Digital Network, Agora

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

DOM DEVELOPMENT

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	207,0	P/E	11,6	9,6	8,2
MC [mln PLN]	5 288,5	EV/EBITDA	9,6	7,8	6,4
		EV/EBIT	10,0	8,1	6,6
		P/BV	3,7	3,2	2,8

- W 4Q'24 spółka sprzedała 1 159 lokali (470 w Warszawie, 296 w Trójmieście, 267 we Wrocławiu, 126 w Krakowie). Jest to odczyt +18,3% wyższy niż w 4Q'23 oraz +0,2% wyższy q/q. W całym 2024 roku spółka sprzedała 4 269 lokali (vs 3 906 rok wcześniej).
- Przekazania w 4Q'24 wyniosły 1 681 lokali dla klienta detalicznego (+383 lokale r/r; 618 Warszawa, 454 Trójmiasto, 396 Wrocław, 213 Kraków). W Warszawie spółka najwięcej lokali przekazywała m.in. w projektach Wilno i Jagiellońska. W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projekcie Perspektywa i Dynamika, w Krakowie głównie Górka Narodowa a we Wrocławiu - Zielna i Braniborska 80.
- Spółka w 4Q'24 przekazała także 300 lokali dla klienta PRS – przychody były rozpoznawane zgodnie z zaawansowaniem projektu (w 1H'25 powinno zostać przekazane pozostałe 97 lokali z kontraktu).
- Spodziewamy się w 4Q'24 przychodów na poziomie 1 241 mln PLN (+31% r/r, średnia cena lokalu powinna być nieznacznie wyższa q/q – nadal duży udział segmentu popularnego oraz także nieznacznie r/r – tu akurat widoczna może być wysoka baza). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 32,3% (vs 33,2% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie 17% wyższym r/r (w 1-3Q'24 dynamika wyniosła +18% r/r) oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 324 mln PLN a wynik netto na 263 mln PLN.
- W 2024 roku spółka przekazała 3 916 lokali dla klienta detalicznego. Spółce został prawdopodobnie istotny nawis lokali (górne kilkadziesiąt) ukończonych w 4Q'24, które do klientów trafią w 1Q'25. Spodziewamy się, że w 2025 spółka może przekazać ok 4,3-4,4 tys lokali. Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że wspierać marżę w 2025 roku powinny lokale sprzedane w 2023 z wyższymi cenami.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	949,9	1 240,8	30,6%	2 550,3	3 092,6	21,3%	3 448,5	11,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	315,2	401,2	27,3%	815,1	990,8	21,6%	1 107,4	11,8%
Zysk na sprzedaży	249,9	324,7	30,0%	570,4	702,5	23,2%	804,8	14,6%
EBITDA	248,5	329,7	32,7%	578,9	712,7	23,1%	821,8	15,3%
EBIT	242,9	323,7	33,3%	558,2	688,4	23,3%	796,8	15,7%
Zysk brutto	243,6	324,7	33,3%	573,3	692,2	20,8%	812,9	17,4%
Zysk netto	200,0	263,0	31,5%	460,2	558,7	21,4%	650,3	16,4%
Marża brutto ze sprzedaży	33,2%	32,3%		32,0%	32,0%		32,1%	
Marża na sprzedaży	26,3%	26,2%		22,4%	22,7%		23,3%	
marża EBITDA	26,2%	26,6%		22,7%	23,0%		23,8%	
marża EBIT	25,6%	26,1%		21,9%	22,3%		23,1%	
marża netto	21,1%	21,2%		18,0%	18,1%		18,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	
Sprzedaż	915	816	895	1 130	1 084	1 032	856	1 094	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159	
Warszawa	497	603	581	659	600	548	389	628	385	448	414	491	488	345	402	455	422	408	491	470	
Trójmiasto	220	147	303	345	342	332	304	285	236	203	161	193	180	282	374	275	267	233	242	296	
Wrocław	198	66	11	126	142	152	116	109	84	92	87	91	119	194	189	145	203	176	274	267	
Kraków	0	0	0	0	0	0	47	72	53	58	41	56	127	110	116	105	119	126	149	126	
Sprzedaż PRS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	397	0	0	0	0	0	0	0	0	
Przekazania	549	692	692	1 173	1 366	556	599	811	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681	
Warszawa	430	500	195	682	906	295	141	456	829	465	241	386	907	181	136	704	526	562	263	618	
Trójmiasto	38	189	315	382	150	127	394	301	179	369	141	389	205	375	272	193	293	63	140	454	
Wrocław	81	3	182	109	310	134	23	3	1	235	24	130	109	59	119	331	45	3	78	396	
Kraków	0	0	0	0	0	0	41	51	85	15	14	163	129	33	8	70	57	88	117	213	
Przekazania PRS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	
Warszawa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Planowany po 3Q'24 harmonogram przekazania lokali w 2024

	PROJEKT	LOKALIZACJA	LICZBA LOKALI	START PRZEKAZAŃ
IV kw.	Osiedle Jagiellońska 55 Faza 2	Warszawa	137	paź.24
	Osiedle Jagiellońska 55 Faza 3	Warszawa	45	paź.24
	Beauforta etap 2 Faza 2	Gdańsk	87	paź.24
	Osiedle Zielna Etap 3 Faza 2	Wrocław	72	paź.24
	Osiedle Wilno VII Faza 1	Warszawa	60	lis.24
	Osiedle Wilno VII Faza 2	Warszawa	126	lis.24
	Apartamenty Białej Koniczyny Faza 2	Warszawa	71	lis.24
	Metro Zachód 11 Faza 3	Warszawa	89	lis.24
	Literacka Faza 1	Warszawa	100	lis.24
	Dynamika Etap 1 Faza 3	Gdańsk	114	lis.24
	Konstelacja Etap 1 Faza 3	Gdańsk	51	lis.24
	Braniborska 80 Faza 1	Wrocław	187	lis.24
	Apartamenty Nad Rzeką	Wrocław	152	lis.24
	Międzyzleska Faza 1	Wrocław	159	lis.24
	Górka Narodowa 3 Faza 3	Kraków	147	lis.24
	29. Aleja Faza 1	Kraków	151	lis.24
	Metro Zachód 5 PRS	Warszawa	297	gru.24
	Osiedle Przy Alejach Faza 1	Warszawa	122	gru.24
	Urbino Etap 2 Faza 1	Warszawa	139	gru.24
	Osiedle Przy Błoniach Etap 3 Faza 1	Gdańsk	124	gru.24
	Osiedle Zielna Etap 3 Faza 1	Wrocław	123	gru.24
	Osiedle Zielna Etap 3 Faza 3	Wrocław	7	gru.24
	Osiedle Harmonia	Wrocław	173	gru.24

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Wyniki i prognozy według segmentów [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	727,0	601,8	320,2	770,3	822,0	452,5	325,9	949,9	705,9	663,7	482,3	1 240,8
Warszawa	591,0	267,6	162,9	384,1	576,9	163,2	126,0	617,6	382,4	533,5	260,5	505,1
Wrocław	1,1	93,7	12,1	70,2	50,6	29,8	61,9	157,6	29,0	9,2	42,6	257,4
Gdańsk	82,3	162,8	58,3	227,5	123,4	241,5	134,0	130,6	261,2	64,4	106,4	329,2
Kraków	52,7	77,7	87,0	88,5	71,1	18,0	4,1	44,0	33,2	56,6	72,8	149,1
Zysk brutto ze sprzedaży	233,8	171,7	85,2	265,1	257,4	140,1	102,3	315,2	239,9	198,9	150,8	401,2
Warszawa	203,5	84,5	56,5	149,7	186,5	47,7	40,2	226,6	114,1	159,5	79,8	161,6
Wrocław	2,1	26,5	4,2	14,4	11,7	4,5	9,8	26,0	7,9	2,4	17,1	77,2
Gdańsk	29,3	59,8	21,6	92,7	52,3	84,7	52,9	52,5	109,3	21,7	37,9	125,1
Kraków	-1,3	0,9	2,8	8,4	7,0	3,3	-0,6	10,1	8,7	15,3	16,0	37,3
SG&A	50,2	60,8	56,6	66,2	58,8	60,0	60,5	65,3	67,6	70,8	73,4	76,5
Zysk na sprzedaży	183,5	110,9	28,6	198,9	198,7	80,1	41,8	249,9	172,3	128,1	77,4	324,7
Saldo PPO/PKO	-9,7	-2,2	-1,1	-7,4	-1,4	-6,4	2,5	-6,9	-0,7	-13,8	1,5	-1,0
EBITDA	178,0	113,0	31,5	195,5	201,7	79,5	49,2	248,5	177,6	120,2	85,2	329,7
EBIT	173,9	108,6	27,5	191,5	197,3	73,7	44,2	242,9	171,6	114,2	78,9	323,7
Saldo finansowe	-4,1	-6,5	-2,4	1,9	-3,6	-7,2	-3,6	-0,7	-0,1	-2,5	-0,2	-1,0
Zysk brutto	178,0	115,1	29,9	189,7	200,9	81,0	47,8	243,6	171,7	116,7	79,1	324,7
Zysk netto	141,7	94,0	23,6	150,9	158,8	63,8	37,7	200,0	137,2	93,8	64,7	263,0
CFO	44,2	77,4	72,8	9,2	144,6	160,3	-319,9	282,9	-10,9	276,9	-72,0	164,7
Dług netto	-118,7	-170,9	14,5	85,6	-66,9	-203,2	353,0	257,1	253,8	6,0	192,5	229,0
Przekazania mieszkań	1 094	1 084	420	1 068	1 350	648	535	1 298	921	716	598	1 681
Sprzedaż mieszkań	758	801	703	831	914	931	1 081	980	1 011	943	1 156	1 159
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,2%	28,5%	26,6%	34,4%	31,3%	31,0%	31,4%	33,2%	34,0%	30,0%	31,3%	32,3%
Warszawa	34,4%	31,6%	34,7%	39,0%	32,3%	29,2%	31,9%	36,7%	29,8%	29,9%	30,6%	32,0%
Wrocław	197,9%	28,3%	35,0%	20,4%	23,1%	14,9%	15,9%	16,5%	27,3%	25,9%	40,1%	30,0%
Gdańsk	35,7%	36,8%	37,1%	40,7%	42,4%	35,1%	39,5%	40,2%	41,8%	33,8%	35,6%	38,0%
Kraków	-2,4%	1,1%	3,3%	9,5%	9,9%	18,1%	-15,0%	23,1%	26,1%	27,0%	22,0%	25,0%
Marża zysku na sprzedaży	25,2%	18,4%	8,9%	25,8%	24,2%	17,7%	12,8%	26,3%	24,4%	19,3%	16,0%	26,2%
S&GA/przychody	6,9%	10,1%	17,7%	8,6%	7,2%	13,3%	18,6%	6,9%	9,6%	10,7%	15,2%	6,2%
Marża EBITDA	24,5%	18,8%	9,8%	25,4%	24,5%	17,6%	15,1%	26,2%	25,2%	18,1%	17,7%	26,6%
Marża EBIT	23,9%	18,1%	8,6%	24,9%	24,0%	16,3%	13,6%	25,6%	24,3%	17,2%	16,4%	26,1%
Marża zysku netto	19,5%	15,6%	7,4%	19,6%	19,3%	14,1%	11,6%	21,1%	19,4%	14,1%	13,4%	21,2%

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 36,7 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 28 października 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	44,7	P/E	19,9	8,1	12,9	11,1
MC [mln PLN]	446,2	EV/EBITDA	10,8	7,0	7,8	7,0
		EV/EBIT	12,2	7,6	8,6	7,6
		P/BV	4,2	3,3	3,1	2,8

- **Backlog.** Po 3Q'24 portfel wynosił 590 mln PLN (+24% r/r, -8% q/q). Spółka sygnalizuje ożywienie w podaży kontraktów w większości segmentów, w których ofertuje oraz pozyskuje wiele kontraktów poniżej progu raportowania (kilka – kilkanaście mln PLN). W 4Q'24 spółka podała raporty bieżące wskazujące na podpisanie kontraktów za 92 mln PLN, a dotychczas w 1Q'25 za kolejne 69 mln PLN.
- **Prognoza na 4Q'24.** Spółka jest w zaawansowanej fazie budowlanej kontraktu na perymetrię na rzece Bug (szczegóły umowy: [link](#)), co wpłynie na istotną poprawę przychodów r/r. Zakładamy wyższy r/r poziom rentowności (baza z ubiegłego roku jest zaniżona przez zawiązanie ok. 10 mln PLN rezerwy gwarancyjnej na perymetrii lądowej na granicy z Białorusią). Na EBIT widoczny może być w ujęciu q/q wpływ wyższych kosztów SG&A. Należy pamiętać, że dane z 4Q'23 od poziomu EBIT w dół nie są porównywalne - skonsolidowany wtedy straty spółki zależnej Zeus. Spodziewamy się 14,6 mln PLN EBIT vs -2,9 mln PLN rok temu. Zakładamy wzrost wyniku netto do +9,8 mln PLN (vs -4,3 mln PLN straty rok temu).
- **Pozycja gotówkowa.** Spółka na koniec 3Q'24 miała 31 mln PLN długu netto. Spodziewamy się sezonowego spadku zaangażowania w kapitał obrotowy w końcówce roku i wykazania na koniec roku istotnej gotówki netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy, że spółka w 2024 roku wypracuje 515 mln PLN przychodów (niżej w stosunku do naszej ostatniej rekomendacji z X'24, ze względu na słabsze przychodowo 2H'24) oraz 55,2 mln PLN zysku netto (bez zmian – lepsza marżowość). W 2024 roku wpływ ma księgowy zysk na poziomie 18,2 mln PLN z utraty kontroli nad Zeusem (ujęty w 1Q'24). Zakładamy wzrost r/r przychodów w 2025 roku przy nieco niższych marżach (m.in. zwracamy uwagę, że w 2024 dodatkowo, jednorazowe duże kilka mln PLN wygenerował jeden z kontraktów w segmencie przemysłu, a na poziomie EBIT po 1-3Q'24 spółka ma ponad 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P*	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	137,9	179,0	29,8%	546,9	515,0	-5,8%	550,5	6,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	13,7	25,6	87,0%	76,1	82,1	7,8%	79,4	-3,2%
Zysk na sprzedaży	4,8	15,1	215,2%	50,8	49,4	-2,8%	44,2	-10,5%
EBITDA	-1,7	15,7	---	38,7	58,6	51,4%	48,8	-16,7%
EBIT	-2,9	14,6	---	34,2	54,3	58,6%	44,2	-18,5%
Zysk brutto	-3,9	12,1	---	32,3	64,4	99,7%	42,6	-33,8%
Zysk netto	-4,3	9,8	---	22,4	55,2	146,9%	34,5	-37,5%
Marża brutto ze sprzedaży	9,9%	14,3%		13,9%	15,9%		14,4%	
Marża na sprzedaży	3,5%	8,4%		9,3%	9,6%		8,0%	
marża EBITDA	-1,2%	8,8%		7,1%	11,4%		8,9%	
marża EBIT	-2,1%	8,1%		6,3%	10,5%		8,0%	
marża netto	-3,1%	5,5%		4,1%	10,7%		6,3%	

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 69,5 PLN/akcję)**

Rekomendacja z dnia 13 grudnia 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	54,3	P/E	5,7	13,7	9,5
MC [mln PLN]	952,6	EV/EBITDA	4,8	5,5	5,0
		EV/EBIT	9,4	13,5	10,8
		P/BV	5,9	2,7	2,0

W związku z występującą sezonowością, druga część 4Q podlega pod niski sezon, co wiąże się ze spadkiem aktywności przewoźnika. Mając na uwadze dane prezentowane przez fligtradar24.com zakładamy wzrost liczby operacji w 4Q'24 na poziomie 4-5% r/r. Uwzględniając m.in. zmiany cen paliwa lotniczego i walut względem PLN prognozujemy, że w omawianym okresie spółka wypracowała 553,7 mln PLN przychodów (+2% r/r), z czego 96,6% stanowiły usługi lotnicze (534,9 mln PLN, +2% r/r), a za resztę odpowiada sprzedaż pokładowa (18,8 mln PLN, +2% r/r)

Przypominamy, iż 4Q jest kwartałem, w którym Enter dokonuje przeglądu swojej floty, co wiąże się z sezonowymi obciążeniami kosztowymi w tym okresie. Pragniemy zauważyć, iż będą one prawdopodobnie rozłożone na trzy kwartały vs skumulowane w dwóch w niskim sezonie 2023/24, co powinno mitygować efekt wzrostu floty r/r w tym obszarze (31 samolotów na koniec 2024 r. vs 26 w grudniu'23). Zakładamy, że w omawianym okresie delikatnie pozytywnie na marżę oddziaływały pierwsze przeglądy wykonywane we własnym zakresie w niedawno uruchomionym hangarze na Węgrzech (5 samolotów). Dodatkowo nie spodziewamy się większych zakupów uprawnień do emisji CO2 (vs ok. 30 tys. w 4Q'23). Z drugiej strony natomiast, przypominamy, że wyniki 4Q'23 zostały wsparte spadającymi cenami paliwa lotniczego, podczas gdy 4Q'24 wykazywał się względnie stabilnymi ruchami cen (ok. 700 USD za tonę).

Mając powyższe na uwadze liczymy, że spółce uda się poprawić wyniki r/r. Prognozujemy, że EBITDA sięgnie ok. 52,0 mln PLN (+40% r/r). Oczekujemy neutralnego wpływu wyników z JV (Chair + Fly4) w 4Q'24 na odczyty całej grupy. Ponadto mając na uwadze wzrost floty r/r zakładamy wyższy poziom kosztów odsetek z leasingów. W związku ze sporym negatywnym wpływem różnic kursowych (ok. 120 mln PLN), szacujemy że spółka w 4Q'24 wygenerowała 133,0 mln PLN straty netto. Po oczyszczeniu wyniku o różnice kursowe oczekujemy straty netto na poziomie ok. 12,0 mln PLN (vs 64,0 mln PLN straty w 4Q'23).

Zgodnie z naszymi prognozami, przewoźnik osiągnął poprawę wyników w porównaniu z ubiegłym rokiem. Jednocześnie poprawa odnotowana w 4Q, choć widoczna, ma mniejsze znaczenie dla wyników rocznych. W związku z tym spodziewamy się neutralnego odbioru raportu spółki za 2024 rok.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	543,9	553,7	1,8%	2 625,9	2 907,3	10,7%
Usługi lotnicze	525,5	534,9	1,8%	2 546,6	2 821,5	10,8%
Sprzedaż pokładowa	18,5	18,8	1,8%	79,4	85,8	8,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	-7,1	2,7	-	221,6	283,6	28,0%
Usługi lotnicze	-11,3	-1,6	-	199,2	262,8	31,9%
Sprzedaż pokładowa	4,2	4,3	1,8%	21,6	20,0	-7,7%
EBITDA	37,2	52,0	39,5%	405,2	496,5	22,5%
EBIT	-24,9	-20,9	-	166,2	221,7	33,4%
Wynik netto	66,0	-133,0	-	196,4	28,4	-85,5%
Wynik netto adj.*	-64,0	-12,0	-	69,7	100,4	44,0%
Marża brutto ze sprzedaży	-1,3%	0,5%		8,4%	9,8%	
Marża EBITDA	6,8%	9,4%		15,4%	17,1%	
Marża EBIT	-4,6%	-3,8%		6,3%	7,6%	
Marża zysku netto	12,1%	-24,0%		7,5%	1,0%	
Marża zysku netto adj.*	-11,8%	-2,2%		2,7%	3,5%	

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

Analityk:

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]	38,5	P/E	45,9	---	12,2	10,8
MC [mln PLN]	459,3	EV/EBITDA	7,6	5,3	3,8	3,6
		EV/EBIT	21,7	10,7	6,3	5,9
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8

- **Backlog.** Portfel grupy po 3Q'24 wynosił 2,95 mld PLN (rok temu 2,48 mld PLN a po 2Q'24 2,81 mld PLN). Za wzrost poprawę portfela w ujęciu r/r odpowiada głównie segment kubatury w kraju. Natomiast niski jest portfel w Onda (i w 4Q'24 jeszcze istotnie spadnie).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2-3Q'24 spółka odnotowała pozytywny wynik na sprzedaży (po raz pierwszy od 2Q'23). Pomogła w tym m.in. odbudowa marży w segmencie krajowej kubatury i ograniczenie strat w MOD21. Zwracamy uwagę, że baza wynikowa z 4Q'23 jest bardzo niska (strata zarówno na poziomie wyniku na sprzedaży jak i mocno ujemne saldo pozostałej działalności operacyjnej).
- **Prognoza na 4Q'24.** W 4Q'24 spodziewamy się, że spółka odnotuje wzrost przychodów r/r (po raz pierwszy od dwóch lat) do 876 mln PLN. Zakładamy, że marża brutto ze sprzedaży powinna być wyraźnie lepsza r/r, ale słabsza w ujęciu q/q. Wyniki znów mogą być pod presją sporej straty w MOD21 (dodatkowe koszty na kontraktach). Zakładamy EBIT na poziomie 5,4 mln PLN (vs -32,0 mln PLN rok wcześniej): kubatura: +5,7 mln PLN, OZE: +13,2 mln PLN, drogi: -2,6 mln PLN, przemysł: +8,0 mln PLN, moduły: -19,0 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje -1,9 mln PLN zysku. Spodziewamy się wyraźnej, sezonowej poprawy pozycji gotówkowej w 4Q'24.
- **Prognoza średnioterminowa.** Rok 2024 był nadal trudny od strony podaży kontraktów dla kubatury w Polsce, aczkolwiek segmentu odbudował wyniki vs 2023 (zakończenie słabych kontraktów). Spółka pokładała duże nadzieje w obszarze modułów, ale osiągnięcie break-even napotyka kolejne problemy. Zakładamy istotną poprawę EBIT w 2025 roku, co wynika (kolejny raz) głównie z założenia, że kończą się problemy „wieku dziecięcego” w MOD21. Zakładamy jeszcze miejsce do poprawy wyniku w kubaturze. Słabszy w 2025 r/r wynik zakładamy w OZE, natomiast przyjmujemy, że straty ograniczy segment drogowy. W segmencie przemysłowym zakładamy lekki spadek wyników r/r.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	787,1	876,0	11,3%	3 234,4	2 980,6	-7,8%	3 297,9	10,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	32,1	64,5	101,1%	209,1	238,6	14,1%	289,7	21,4%
Zysk na sprzedaży	-11,3	5,4	---	-1,7	20,5	---	58,1	183,7%
EBITDA	-22,3	13,3	---	57,0	78,4	37,4%	115,8	47,8%
EBIT	-32,0	5,4	---	20,1	39,0	94,2%	69,1	77,0%
Zysk brutto	-38,6	1,8	---	50,5	18,4	-63,6%	60,6	230,2%
Zysk netto	-47,7	-1,9	---	10,0	-2,4	---	37,8	---
Marża brutto ze sprzedaży	4,1%	7,4%		6,5%	8,0%		8,8%	
Marża na sprzedaży	-1,4%	0,6%		-0,1%	0,7%		1,8%	
marża EBITDA	-2,8%	1,5%		1,8%	2,6%		3,5%	
marża EBIT	-4,1%	0,6%		0,6%	1,3%		2,1%	
marża netto	-6,1%	-0,2%		0,3%	-0,1%		1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ESOTIQ & HENDERSON

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	35,0	P/E	10,6	7,7	6,8
MC [mln PLN]	78,2	EV/EBITDA	3,1	3,4	3,2
		EV/EBIT	6,2	7,5	7,0
		P/BV	1,3	1,2	1,1

Miesięczne dane sprzedażowe sugerują przychody jednostkowe na poziomie 79,0 mln PLN. Spodziewamy się, że po uwzględnieniu spółki niemieckiej przychody osiągną poziom ok. 80,0 mln PLN. Oznacza to wzrost sprzedaży o +12,4% r/r, natomiast szacujemy spadek marży brutto ze sprzedaży z 66,4% w 4Q'23 do 66,2% w 4Q'24. Nadal najszybciej rosnącym segmentem powinna pozostać sprzedaż internetowa. Według wstępnych danych przychody z tego kanału w 4Q'24 wyniosły 24,7 mln PLN (+66% r/r), jednak w naszej ocenie ostateczne dane mogą okazać się nawet wyższe.

Spodziewamy się utrzymania kosztów SG&A na poziomie podobnym do 3Q'24, co oznacza wzrost w porównaniu do 4Q'23 o +14% r/r. Powoduje to spadek wyniku operacyjnego do 3,8 mln PLN (-14,3% r/r), natomiast ze względu na wzrost amortyzacji, EBITDA kształtuje się na poziomie 8,6 mln PLN (-0,6% r/r). Oczekujemy, że koszty finansowe również zostaną utrzymane na poziomie podobnym do 3Q'24, co oznaczałoby spadek w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku o -72%. Finalnie wynik netto w naszych prognozach wynosi 2,6 mln PLN (+12,1% r/r).

W perspektywie całego 2024 r. szacujemy wzrost przychodów o +7,7% r/r do 296,8 mln PLN, EBITDA o +6,4% r/r do 33,6 mln PLN oraz zysku netto do 10,1 mln PLN (+37,1% r/r). Miniony rok był ważny dla rozwoju spółki. Widoczna była istotna poprawa komunikacji z klientem online, dzięki czemu wzrost sprzedaży w tym kanale ponownie przekroczył 30% r/r. Asortyment został uzupełniony o nową kolekcję *bloovi* dla młodszych klientek oraz bieliznę dostępną tylko online.

Zwracamy uwagę na wysoki poziom zapasów, ponad 70 mln PLN, jaki spółka odnotowała na koniec 3Q'24. Spodziewamy się, że jest to związane z planowanymi otwarciem salonów w nowym formacie *Esotiq Micro* oraz nowej kolekcji bielizny skierowanej dla zamożniejszego klienta.

Prognozy wyników na 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	71,1	80,0	12,4%	275,5	296,8	7,7%
Wynik brutto na sprzedaży	47,2	53,0	12,1%	178,0	199,4	12,1%
EBITDA	8,6	8,6	-0,6%	31,6	33,6	6,4%
EBIT	4,5	3,8	-14,3%	16,0	15,1	-5,3%
Zysk brutto	2,4	3,2	36,1%	9,2	12,5	36,1%
Zysk netto	2,3	2,6	12,1%	7,4	10,1	37,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	66,4%	66,2%		64,6%	67,2%	
Marża EBITDA	12,1%	10,7%		11,5%	11,3%	
Marża EBIT	6,3%	4,8%		5,8%	5,1%	
Marża zysku netto	3,3%	3,3%		2,7%	3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

EUROCASH

			2023	2024P
Kurs [PLN]	8,26	P/E	7,9	---
MC [mln PLN]	1 149	EPS	0,7	-0,2

Zakładamy, że w minionym kwartale z uwagi na sezonowość biznesu zgodnie z którą 4Q roku charakteryzuje się najwyższymi marżami, emitent wynikiem netto pokrył stratę z pierwszych 9M roku obrotowego spółki. Uważamy, że na dobry wynik składa się oprócz wspomnianej sezonowości, obecny kształt polityki kosztowej spółki, która istotnie poprawia marżowość Grupy. Naszym zdaniem, spośród opisywanych przez nas podmiotów FMCG dostępnych na GPW to właśnie Eurocash może zaskoczyć in plus inwestorów pod względem potencjału wyników za 4Q w porównaniu z poprzednimi kwartałami i wcześniejszym rynkowym konsensusem.

Prognoza wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	7 920	7 917	0%	32 452	32 204	-1%
Przychody ze sprzedaży towarów	7 891	7 886	0%	32 331	32 083	-1%
Hurt	5 593	5 572	0%	23 092	24 386	6%
Detal	2 032	2 024	0%	7 935	8 375	6%
Projekty	265	291	10%	1 056	1 232	17%
Przychody ze sprzedaży usług	29	31	6%	117	120	2%
Wynik brutto na sprzedaży	1 147	1 143	0%	4 409	4 314	-2%
EBITDA	326	319	-2,1%	1 066	928	-13%
EBIT	168	159	-5,4%	436	283	-35%
Zysk brutto	118	97	-18%	195	35	-82%
Zysk netto	100	77	-23,0%	145	5	-97%
Zysk netto njd	83	62	-25%	99	-26	---
EPS	0,6	0,4	-25%	0,7	-0,2	---
marża brutto na sprzedaży	14,5%	14,4%	-0,1%	13,6%	13,4%	-0,2%
marża EBITDA	4,1%	4,0%	-0,1%	3,3%	2,9%	-0,4%
marża zysku netto	1,3%	1,0%	-0,3%	0,4%	0,0%	-0,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W listopadzie zarząd Eurocash informował w raporcie bieżącym, że plany osiągnięcia przez Frisco 1 mld PLN przychodów w '25 oraz 1 mld PLN EBITDA na poziomie Grupy, z dużym prawdopodobieństwem nie zostaną zrealizowane. Kluczowym jest w naszej ocenie kształt przyszłej strategii Grupy, a zwłaszcza podejście do wypłaty dywidendy. W przyszłych okresach, z uwagi na duży udział sprzedaży papierosów w przychodach Grupy (Eurocash Serwis), prognozujemy wzrost obrotów spółki, kosztem nieco niższych marż, ponieważ na wyroby tytoniowe od 1 marca'25 podniesiona będzie akcyza o 25% (grudniowy odczyt GUS hurt. sprzedaż wyr. tytoniowych +17% r/r; +24% m/m).

Analityk:

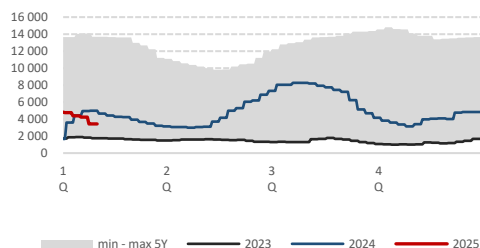
Andrzej Wodecki
 Andrzej.wodecki@bdm.pl
 tel.: 032 208 14 39

FERRO

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	36,0	P/E	11,4	10,0	9,9	9,1
MC [mln PLN]	764,7	EV/EBITDA	7,3	7,0	6,7	6,1
		EV/EBIT	8,6	8,2	7,8	7,0
		P/BV	1,7	1,7	1,5	1,4

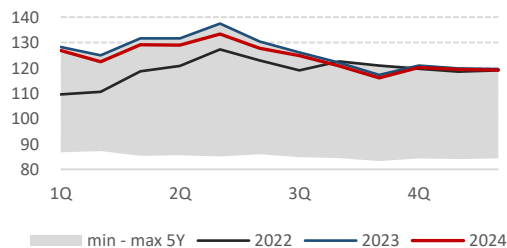
- **Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii instalacje/ogrzewanie publikowany przez PSB w 4Q'24 nie zmienił się w ujęciu r/r. Koszty frachtu po górze na początku 3Q'24 w kolejnych miesiącach są niższe. Ceny miedzi, cynku i aluminium wyrażone w USD są wyższe r/r (oraz w PLN), niższe są ceny stali. Mocny PLN vs EUR/waluty CEE nie sprzyja przychodom z eksportu.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Od 3Q'23 (dość późno na tle innych spółek z branży ze względu na relatywnie długi cykl rotacji zapasów) spółka znajdowała się w okresie pozytywnej r/r dynamiki EBITDA na bazie poprawy otoczenia kosztowego. Spółka odczuwa jednocześnie nadal niski popyt (m.in. ograniczone wydatki konsumencie w CEE w zakresie remontów, istotny spadek popytu na pompy ciepła w Polsce).
- **Prognoza na 4Q'24.** Spodziewamy się, że w 4Q'24 przychody mogą być minimalnie niższe r/r (silny PLN nie jest korzystny przy dużej ekspozycji na eksport). Natomiast na poziomie EBITDA spodziewamy się, że trudno może być już kontynuować dodatnie dynamiki r/r (wzrost USD i surowców, wzrost kosztów ogólnych i pojawiająca się presja na ceny). Zakładamy spadek EBITDA do 27,2 mln PLN (z 29,5 mln PLN w 4Q'23). Na poziomie netto spodziewamy się 15,7 mln PLN (vs 15,8 mln PLN rok temu). Spodziewamy się przyrostu długu netto w 4Q'24 (dywidenda + odbudowa zapasów).
- **Prognoza średnioterminowa.** Ferro w 2H'22 przedstawiło strategię do 2026 roku. Celem zarządu jest wypracowanie w 2026 roku 1,4 mld PLN przychodów oraz 193 mln PLN EBITDA. W okresie 2021-2024P roku spółka notuje po ok. 120 mln PLN EBITDA. Rok 2025 rok na razie nie zapowiada jakiegoś istotnego przełomu w tym zakresie (zakładamy kilka proc. poprawy r/r). Bez ewentualnej akwizycji, realizacja celów ze strategii wydaje się nierealistyczna. W średnim terminie może pomóc poprawa sytuacji konsumenta. Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu w obszarze SEE. Termet powinien być także beneficjentem odroczonego popytu na źródła ciepła w Polsce i rozszerzenia oferty na eksport.

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen kategorii instalacje/ogrzewanie na rynku polskim



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

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	200,6	197,3	-1,6%	803,2	781,9	-2,7%	832,7	6,5%
EBITDA	29,5	27,2	-7,7%	117,8	121,4	3,0%	124,7	2,7%
EBIT	24,6	22,9	-6,9%	100,1	104,2	4,0%	107,6	3,2%
Zysk brutto	18,6	20,4	9,4%	82,8	96,2	16,2%	98,6	2,5%
Zysk netto	15,8	15,7	-0,8%	67,0	76,2	13,6%	76,9	0,9%
marża EBITDA	14,7%	13,8%		14,7%	15,5%		15,0%	14,7%
marża EBIT	12,3%	11,6%		12,5%	13,3%		12,9%	12,3%
marża netto	7,9%	8,0%		8,3%	9,7%		9,2%	7,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FOREVER ENTERTAINMENT

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	4,15	P/E adj.	9,5	15,9	17,0
MC [mln PLN]	112,9	EV/EBITDA adj.	7,3	12,4	14,1
		EV/EBIT	7,6	15,5	14,7
		P/BV	2,8	2,6	2,4

4Q'24 dla Forever Entertainment był okresem, w którym wydano „Care Bear: To The Rescue” na konsole NS i PC, jak i miały miejsce liczne przeceny, które wspierały monetyzację gier z backcatalogue. Przypominamy także, że pod koniec września'24 wydano „Night Slashers: Remake” na konsole (NS, PS, Xbox) oraz PC, co również wpłynęło na wyniki omawianego kwartału. Postępujące prace nad „Donkey Kong” pozwoliły na utrzymanie satysfakcjonujących wpływów z segmentu produkcji gier na zlecenie. Jednocześnie przypominamy, że w porównywalnym okresie 4Q'23 zadebiutował duży tytuł „FM2 Remake”, który istotnie wpłynął na wyniki tamtego kwartału. Mając powyższe na uwadze oczekujemy spadku przychodów ze sprzedaży r/r (-20%), przy jednoczesnym ich wzroście q/q (+7%) do 6,6 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, że w 4Q'24 spółce udało się wypracować 7,5 mln PLN (-24% r/r, z czego ok. 0,9 mln PLN to zmiana stanu produktów).

Biorąc pod uwagę progresję przychodów q/q oczekujemy, że delikatnemu podwyższeniu uległ poziom wypacanych tantiem dla deweloperów i właścicieli IP, co przełożyło się na wzrost usług obcych. W związku z wypłacanymi premierami spodziewamy się również wyższych q/q kosztów wynagrodzeń. Na poziomie wyniku EBITDA prognozujemy 1,7 mln PLN (-38% r/r). Według naszych kalkulacji przychody finansowe z odsetek sięgną ok. 0,2 mln PLN. W naszych prognozach zakładamy, że zysk netto w omawianym okresie wyniesie ok. 1,5 mln PLN (-27% r/r).

Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy neutralnie. W związku z wysoką bazą porównawczą (premiera FM2 w 4Q'23) prognozowane przez nas wyniki implikują regresję r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto przy jednoczesnym wzroście tych pozycji q/q. W połowie stycznia (16.01) spółka wydała najważniejszy z realizowanych projektów tj. „Donkey Kong Country Returns HD”. Liczymy, że premiera ta wraz z długo wyczekiwanymi debiutami innych remaków (m.in. „THotD2”, „FM3”, „PD2”) oraz produkcją kolejnych gier na zlecenie pozwoli firmie wygenerować rekordowe wyniki na przestrzeni 2025 r., a spółka kolejny raz podzieli się z akcjonariuszami wypracowanymi zyskami. Ponadto oczekiwany debiut nowej konsoli Nintendo Switch powinien sprzyjać w poprawie sentymentu do walorów FOR.

„Donkey Kong Country Returns HD”

- Premiera gry miała miejsce 16.01.2025 na platformie NS.
- Gra została wyprodukowana przez Forever Entertainment na zlecenie Nintendo Co. Ltd. i została wydana przez Nintendo.
- Warunki finansowe umowy zawartej przez spółkę z Nintendo w zakresie produkcji gry nie odbiegają od standardów rynkowych stosowanych w tego typu umowach.

„Care Bear: To The Rescue”

- Premiera gry miała miejsce 24.10.2024 r. na platformach NS i PC.
- Cena gry = 14,99 USD/ EUR.
- Wersje na konsole PlayStation i Xbox zostaną wydane później w 2025 r.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	9,9	7,5	-24,4%	36,7	31,8	-13,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	2,7	1,6	-38,7%	8,8	7,9	-10,0%
EBITDA	2,7	1,7	-38,0%	7,5	8,2	9,0%
EBITDA adj.	2,7	1,7	-38,0%	9,1	8,2	-9,7%
EBIT	2,7	1,6	-38,7%	7,2	7,9	9,2%
Zysk netto	2,1	1,5	-26,6%	5,9	6,6	12,6%
Zysk netto adj.	2,1	1,5	-26,6%	7,1	7,8	10,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	26,7%	21,7%		24,0%	25,0%	
Marża EBITDA	27,3%	22,4%		20,5%	25,8%	
Marża EBITDA adj.	27,3%	22,4%		24,7%	25,8%	
Marża EBIT	26,7%	21,7%		19,7%	24,9%	
Marża zysku netto adj.	20,8%	20,2%		16,0%	20,9%	
Marża zysku netto	20,8%	20,2%		19,3%	24,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

HUUUGE GAMES

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	18,5	P/E adj.	6,1	3,5	4,1
MC [mln PLN]	1 108,5	EV/EBITDA adj.	2,3	1,6	1,8
		EV/EBIT	4,9	1,9	2,3
		P/BV	1,6	1,8	1,6

Na początku stycznia'24 spółka opublikowała szacunkowe przychody za 4Q'24, na poziomie których wypracowała 62,7 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -12% r/r i +7% q/q). Poprawa q/q wynika z wdrożenia na przestrzeni omawianego kwartału zapowiadanych aktualizacji do flagowych gier. Według naszych szacunków przychody z flagowych gier HUUUGE wyniosły 62 mln USD w 4Q'24, co oznacza spadek o 11% r/r jak i wzrost o 7% q/q. Pozostałe gry wraz z „Traffic Puzzle” wygenerowały strumień płatności na poziomie ok. 1,0 mln USD (-52% r/r). Zakładamy, że udział kanału DTC (Webshop) w tym okresie wzrósł z ok. 12% w 3Q'24 do ok. 15%

Na przestrzeni omawianego kwartału, spółka kontynuowała rozpoczęta w 3Q'24 redukcję wydatków na marketing, która wynikała z przesunięcia harmonogramu wdrożenia nowych funkcjonalności do flagowych produktów z przełomu 2/3Q'24 na koniec 4Q'24. W naszych prognozach zakładamy, że poziom wydatków reklamowych sięgnął ok. 8,1 mln USD (-22% r/r), co w relacji do przychodów stanowi ok. 13%.

Liczymy również, na utrzymanie dyscypliny kosztowej w innych obszarach, w tym w szczególności wynagrodzeń. Mając powyższe na uwadze, jak i dalszy wzrost płatności przechodzących przez kanał DTC, zakładamy delikatną poprawę q/q marżowości mobilnego dewelopera. W całym 4Q'23 prognozujemy wynik na poziomie skoryg. EBITDA równy 24,0 mln PLN, co oznacza spadek r/r o 8% jak wzrost q/q o 15%. Pragniemy przypomnieć, że w pozostałych kosztach operacyjnych zostanie uwzględniony odpis w wysokości 3,5 mln USD dot. inwestycji w Bananas Studios. Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ok. 1,3 mln PLN zysku. Liczymy, że spółce uda się w 4Q'24 wypracować ok. 19,4 mln USD skoryg. zysku netto (-6% r/r).

Miniony kwartał oceniamy pozytywnie. Dzięki wdrożonym aktualizacją do flagowych gier, spółka odnotowała wzrost przychodów w ujęciu kwartalnym. Jednoczesne utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło na poprawę marży, co przełożyło się na wzrost skoryg. EBITDA (+15% q/q) oraz zysku netto (+20% q/q). Oczekujemy, że efekt wspomnianych aktualizacji utrzyma się również w kolejnych miesiącach 2025 r., co, w połączeniu z redukcją zatrudnienia, powinno skutkować dalszą, wyraźną poprawą stanu gotówkowego spółki (na koniec 3Q'24 ok. 125 mln USD). Uwzględniając redukcje etatów, obejmującą również zespoły pracujące nad nowymi projektami (podsy), uważamy, że kluczowym kierunkiem poprawy wyników w kolejnych latach będą przejęcia. Zakładamy, że obecny poziom środków pieniężnych spółki pozwoli zarówno na realizację potencjalnych transakcji M&A, jak i na ponowną dystrybucję zysków do inwestorów w 2025 roku.

DTC (Webshop) - spółka cały czas dostrzega miejsce na dalszy rozwój tego kanału.

Google Privacy Sandbox – prawdopodobnie zostanie wprowadzone w 2025 r. albo później.

Podszy - przetestowano kilka prototypów gier w 2H'24, planowane kolejne premiery testowe (MVP / tech launch) w nadchodzących miesiącach.

M&A - HUUUGE niezmiennie pozostaje aktywny na rynku fuzji i przejęć. Celem spółki jest poszerzenie portfolio jej gier, w oparciu o kompetencje w zakresie monetyzacji oraz gier-as-a-service.

Zwolnienia – spółka rozpoczęła proces zwolnień grupowych dotyczących 122 osób (29% zatrudnionych w grupie). Zwolnienie zostaną przeprowadzone do końca lutego 2025 roku.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln USD]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	71,3	62,7	-12,1%	283,4	251,8	-11,2%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,8	45,9	-9,6%	200,9	182,3	-9,2%
EBITDA	24,9	19,4	-21,8%	103,1	78,6	-23,8%
EBITDA skoryg.	26,1	24,0	-8,1%	108,2	86,2	-20,3%
EBIT	22,6	17,1	-24,4%	94,1	69,3	-26,3%
Zysk brutto	23,4	18,4	-21,0%	98,8	75,0	-24,1%
Zysk netto	19,4	14,9	-23,1%	82,2	61,8	-24,8%
Zysk netto skoryg.	20,6	19,4	-5,8%	89,6	69,4	-22,5%
Marża EBITDA	34,9%	31,0%		36,4%	31,2%	
Marża EBITDA skoryg.	36,6%	38,2%		38,2%	34,3%	
Marża EBIT	31,7%	27,3%		33,2%	27,5%	
Marża zysku netto	27,2%	23,8%		29,0%	24,6%	
Marża zysku netto skoryg.	28,9%	31,0%		31,6%	27,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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]	35,6	P/E	7,4	7,1	8,2	6,7
MC [mln PLN]	259,4	EV/EBITDA	4,0	4,7	5,1	3,9
		EV/EBIT	4,6	5,3	5,8	4,4
		P/BV	0,8	0,7	0,7	0,7

- **Backlog.** Spółka od 2022 roku spółka nie podpisywała znaczących umów w segmencie budowlanym (ostatnie duże kontrakty dla PGE i PGNiG kończyły się 2H'23), co wpływa na istotnie niższe przychody tego segmentu w ostatnich kwartałach w stosunku średniej z poprzednich lat.
- **Deweloperka.** Segment deweloperski to od lat główny filar wynikowy Instal. W 1-3Q'24 spółka sprzedała 105 lokali (vs 354 rok wcześniej). Natomiast przekazania w 1-3Q'24 wyniosły 174 lokali (109 rok wcześniej). Spółka nie podaje bieżących kwartalnych danych operacyjnych. W 4Q'24 powinny pojawić się istotne przychody ze względu na rozpoczęcie przekazania lokali z inwestycji Mierzeja Wiślana III (projekt na 200 lokali, z tego 114 było sprzedane po 3Q'24). Na 2025 rok przewidziany jest finał etapu IV tej inwestycji (207 lokali, lokale w ostatnich tygodniach weszły do sprzedaży). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (100 lokali), którego finisz zaplanowany jest na początek 2025 (sprzedaż wystartowała w 3Q'24). Spółka rozpoczęła także pierwszą inwestycję w rejonie ul. Golikówka (projekt Albatrosów obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1-3Q'24 spółka miała 245 mln PLN przychodów (-15% r/r) oraz 26,5 mln PLN zysku netto (+108% r/r). Poprawę r/r wyników odnotowała deweloperka i segment budowlany, słabo radziła sobie z kolei produkcja lekka (Frapol).
- **Prognoza na 4Q'24.** Ze względu na brak kwartalnych danych sprzedażowych w obszarze deweloperskim widoczność wyników jest ograniczona. W 4Q'24 zakładamy przekazanie ok 70 mieszkań (vs 117 rok wcześniej; kumulacja przekazania z Mierzei III miała przypaść na XII'24/I'25) oraz że pozostałe segmenty będą w sumie lekko dodatnio kontrybuować do wyników spółki. Zakładamy, że przychody w 4Q'24 wyniosą 93,1 mln PLN, EBITDA 13,6 mln PLN a zysk netto 10,0 mln PLN. Niższe r/r wyniki są pochodną przyjęcia niższej r/r liczby przekazanych mieszkań. Wyniki rok temu były też wsparte przez +4 mln PLN salda pozostałej działalności operacyjnej.
- **Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku wyniki powinny być w dalszym ciągu oparte o segment deweloperski (przekazania w projektach Mierzeja Wiślana III i IV oraz Zabrze), przy czym należy brać pod uwagę, że sprzedaż nowych projektów w obecnych warunkach rynkowych jest wolniejsza niż kilka kwartałów temu. Zakładamy obecnie w 2025 roku 325 mln PLN przychodów (-4% r/r) oraz 31,6 mln PLN zysku netto (-14% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	130,1	93,1	-28,4%	418,3	337,7	-19,3%	325,0	-3,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	32,5	24,8	-23,6%	87,2	93,2	6,9%	92,1	-1,1%
Zysk na sprzedaży	21,4	12,1	-43,4%	38,7	42,9	10,8%	40,2	-6,2%
EBITDA	27,1	13,6	-49,8%	48,1	49,2	2,2%	46,0	-6,5%
EBIT	25,7	12,1	-52,8%	42,4	43,6	2,9%	40,2	-7,8%
Zysk brutto	26,4	12,2	-53,6%	43,4	45,6	5,0%	40,8	-10,4%
Zysk netto	22,5	10,0	-55,6%	35,3	36,5	3,6%	31,6	-13,5%
Marża brutto ze sprzedaży	25,0%	26,7%		20,8%	27,6%		28,4%	
Marża na sprzedaży	16,5%	13,0%		9,3%	12,7%		12,4%	
marża EBITDA	20,8%	14,6%		11,5%	14,6%		14,1%	
marża EBIT	19,8%	13,0%		10,1%	12,9%		12,4%	
marża netto	17,3%	10,7%		8,4%	10,8%		9,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY

Akumuluj, TP 746,3/akcję

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	760,0	P/E	13,6	13,8	13,4	12,1
MC [mln PLN]	7 334,1	EV/EBITDA	9,5	9,8	9,0	8,1
		EV/EBIT	12,0	12,8	12,0	10,6
		P/BV	3,9	3,9	3,8	3,6

- Wstępne wyniki 4Q'24/2024.** W grudniu spółka zaprezentowała wstępne szacunki wyników za ostatni kwartał 2024 roku. EBITDA za cały 2024 rok wyniosła 910 mln PLN (+5% r/r), a samym w 4Q'24 179 mln PLN (vs 170 mln PLN w 4Q'23 - przy czym należy pamiętać, że rok temu w SOG zawiązano rezerwę 20 mln PLN). EBITDA za 2024 rok odchyliła się dół (o -4%) od pierwotnej prognozy zarządu po raz pierwszy od 2008 roku. Same wyniki 4Q'24 mniej więcej wpisały się w guidance zarządu po 3Q'24. Trudne makro negatywnie wpływa m.in. na marże jednostkowe SWW (w 4Q'24 spadły także wolumeny). Dług netto na koniec roku spółka szacuje na 1,52 mld PLN (vs 1,27 mld PLN po 3Q'24; wzrost q/q podyktowany jest głównie wypłatą II raty dywidendy).
- Prognoza na 2025 rok.** Wraz z publikacją szacunkowych wyników za 2024 rok, zarząd przedstawił także prognozy na 2025 rok. Spółka prognozuje 990 mln PLN EBITDA w 2025 roku (+9% r/r). Zarząd spodziewa się stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce i na rynkach europejskich. Driverom wzrostu wyników w 2025 roku ma być SOP (m.in. kwestia konsolidacji Selt przez cały rok co daje 28 pp z 38% zakładanej dynamiki segmentu na przychodach). W pozostałych segmentach zakładana nieznaczna poprawa wyników r/r (przy nieznacznym spadku marży w SSA i SWW). Zakładamy w 2025 roku 991 mln PLN EBITDA (+9% r/r), czyli mniej więcej zgodnie z prognozą zarządu. Spodziewamy się, że otoczenie dla spółki w 1H'25 będzie nadal trudne, ale dodatnie dynamiki w tym okresie będą możliwe dzięki konsolidacji Selt.
- Nowa strategia.** W związku ze zmianą na stanowisku prezesa, publikacja strategii spółki na lata 2025-29 została przesunięta na wiosnę. Spodziewamy się, że Kęty będą wyraźnie akcentować konieczność rozwoju poprzez akwizycje. Preferowany w ostatnich latach model wzrostu poprzez dokładanie własnych mocy produkcyjnych może nie zapewniać już możliwości utrzymania wysokiej dynamiki wzrostu (konieczność większych jednostkowo inwestycji). Spodziewamy się, że oś strategii może stanowić rozwój na rynkach zagranicznych, a centrum wzrostu może stanowić obszar SSA/SOP (nadal mały udział spółki w rynku europejskim).

Wyniki wstępne za 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24W	zmiana r/r	2023	2024W	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	1 195,2	1 244,3	4,1%	5 218,6	5 140,0	-1,5%	5 950,9	15,8%
Zysk na sprzedaży	108,3	119,8	10,6%	662,9	690,2	4,1%	745,6	8,0%
EBITDA	170,0	178,9	5,3%	868,0	910,0	4,8%	990,5	8,8%
EBIT	122,5	119,3	-2,6%	687,4	698,0	1,5%	745,6	6,8%
Zysk brutto	100,4	90,9	-9,5%	622,2	627,0	0,8%	662,1	5,6%
Zysk netto	71,3	70,9	-0,6%	539,1	535,0	-0,8%	550,4	2,9%
Marża na sprzedaży	9,1%	9,6%		12,7%	13,4%		12,5%	
marża EBITDA	14,2%	14,4%		16,6%	17,7%		16,6%	
marża EBIT	10,2%	9,6%		13,2%	13,6%		12,5%	
marża netto	6,0%	5,7%		10,3%	10,4%		9,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA
Kupuj, TP 25,2/akcję

Rekomendacja z dnia 23 grudnia 2024 r.

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	21	P/E	8,0x	5,9x	5,6x
Kapitalizacja [PLN m]	416	EV/EBITDA	4,8x	3,1x	2,6x
EV [PLN m]	340	EV/EBIT	5,4x	3,5x	2,9x
Data publikacji raportu za Q4 2024	2025-04-10				

Prognozy wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody	79,5	81,1	2,0%	294,2	310,2	5,5%
Emisja	37,6	38,0	0,8%	150,7	151,3	0,4%
Reklama	33,2	38,1	14,7%	107,0	135,4	26,5%
Sprzedaż licencji	7,3	2,6	-65,0%	30,0	12,7	-57,5%
Produkcja kanałów	1,4	2,3	63,8%	4,4	8,5	92,9%
Inne	-0,1	0,2		2,1	2,3	9,8%
Koszty operacyjne	-59,5	-58,4		-228,9	-221,8	
Pozostałe saldo operacyjne	3,7	-0,3		1,2	-2,1	
skor. EBITDA	24,5	24,8	1,3%	74,8	97,7	30,6%
EBIT	23,7	22,4	-5,4%	66,5	86,3	29,8%
Saldo finansowe	-0,6	0,6		-0,9	2,4	
Wynik brutto	23,1	23,0	-0,3%	65,6	88,7	35,1%
Podatek dochodowy	-3,7	-4,4		-13,8	-18,4	
Wynik netto	19,4	18,7	-3,7%	51,9	70,3	35,5%

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

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

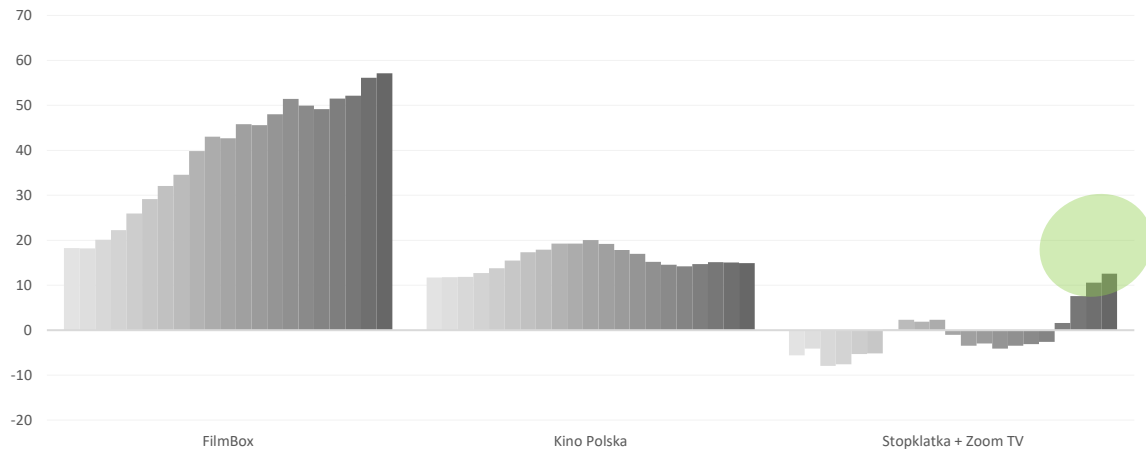
W symulacji na Q4 2024 uwzględniamy lepsze odczyty wynikowe we wszystkich kluczowych segmentach spółki. Łącznie założona przez nas poprawa wyników w relacji r/r dla Stopklatka i Zoom TV wynosi ponad 2,0 mln PLN. W segmencie Filmbox dzięki przychodom z reklamy założyliśmy wzrost wyniku o blisko 1 mln PLN r/r (przy płaskich r/r wpływach z emisji). Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q4 2024 założyliśmy na poziomie 22,7 mln PLN (+13,7% r/r).

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

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

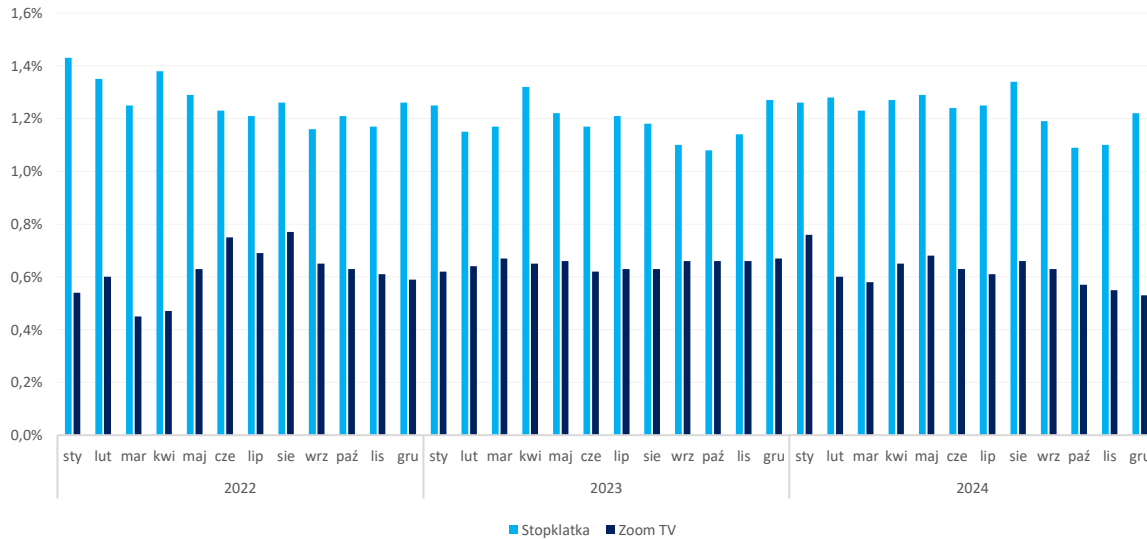
W 2024 roku oczekujemy odczuwalnych impulsów wzrostu w segmencie Stopklatka i Zoom TV. Łącznie dla tych dwóch dywizji biznesowych uwzględniliśmy dodatni wynik w kwocie 12,6 mln PLN (w 2023 oba obszary wykazały stratę rzędu 2,6 mln PLN). Łącznie dwie anteny Stopklatka oraz Zoom TV odpowiadają za przyrost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

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty SHR dla Stopklatka oraz Zoom TV



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

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

Analityk:
Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

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

Rekomendacja z dnia 2 września 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,5	P/E	8,5	13,2	10,5	9,5
MC [mln PLN]	1 146,8	EV/EBITDA	4,8	6,4	5,2	5,7
		EV/EBIT	5,2	7,3	6,0	6,7
		P/BV	1,4	1,3	1,2	1,1

- **Backlog.** Portfel spółki po 3Q'24 wynosi 8,10 mld PLN vs 6,09 mld PLN po 2Q'24 oraz 4,45 mld PLN rok wcześniej. Backlog po 4Q'24 wynosi 8,00 mld PLN, z tego 6,69 mld PLN stanowią kontrakty infrastrukturalne.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała dość udany okres dla marży w budowlance w 3Q'23-1Q'24. W 2-3Q'24 rentowność istotnie jednak spadła (m.in. negatywny wpływ kontraktu S1, osiągnięcie limitów waloryzacyjnych na części innych kontraktów drogowych, trudniejsza sytuacja w pozyskaniu zleceń w bud. kubaturowym).
- **Prognoza na 4Q'24.** Postęp zaawansowania kontraktów (wg strony internetowej spółki) wskazuje w naszej ocenie na wzrost poziomu przychodów q/q (ale także raczej spadek r/r – wysoka baza z 4Q'23). Spodziewamy się nieco lepszej marży vs 3Q'24, ale niższych poziomów r/r. Kwartał nadal może być pod negatywnym wpływem kosztów na S1. W 4Q'24 przekazano 176 lokali (vs 298 rok temu), co także dołoży swoją cegiełkę do spadku wyników r/r. Zakładamy, że segment najmu będzie miał minimalnie dodatni wynik na poziomie brutto ze sprzedaży (vs +10 mln PLN rok temu). Podsumowując w 4Q'24 spodziewamy się 1 024 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej po wyłączeniach (-18% r/r). Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży oczekujemy wyraźnego spadku r/r (spadek zarówno w budowlance, najmie jak i deweloperce). Na EBIT oczekujemy 55,5 mln PLN a na poziomie netto 40,1 mln PLN zysku. Spodziewamy się sezonowo, wyraźnie dodatniego CF operacyjnego i sporej gotówki netto na koniec roku (200-250 mln PLN).
- **Prognoza średnioterminowa.** W całym 2024 roku zakładamy, że spółka nieznacznie przekroczy 100 mln PLN zysku netto. Wyniki 2024 są obciążone przez m.in. dodatkowe koszty na S1 (szacujemy je na ok 80-90 mln PLN), które nie powinny pojawić się już w 2025 roku. W 2025 roku spodziewamy się większych przychodów, ale głównie z naciskiem na 2H'25 (prace budowlane na przetargach pozyskanych z GDDKiA w 2024 roku będą startować najwcześniej w końcówce 2025). Natomiast istotnie niższa r/r może być kontrybucja segmentu deweloperskiego, co będzie negatywnie wpływać na wynik netto (i niwelować sporą część pozytywnego efektu na marży w budowlance). Zakładamy, że 2026 roku spółka powinna mieć już istotną kontrybucję przychodów z segmentu kolejowego (zakładamy, że w 2025 roku będzie intensywnie ofertować w przetargach, z których część ma charakter „buduj”).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	1 254,8	1 023,9	-18,4%	3 322,4	3 379,8	1,7%	3 576,1	5,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	161,4	85,6	-47,0%	335,7	299,3	-10,8%	302,7	1,1%
Zysk na sprzedaży	132,9	55,5	-58,3%	240,1	192,7	-19,8%	189,7	-1,5%
EBITDA	127,5	61,1	-52,1%	242,6	179,0	-26,2%	214,2	19,7%
EBIT	122,6	55,5	-54,8%	223,9	157,8	-29,5%	187,2	18,7%
Zysk brutto	100,0	49,5	-50,5%	170,2	129,8	-23,7%	163,2	25,7%
Zysk netto	79,1	40,1	-49,4%	135,4	104,6	-22,8%	130,6	24,9%
Marża brutto ze sprzedaży	12,9%	8,4%		10,1%	8,9%		8,5%	
Marża na sprzedaży	10,6%	5,4%		7,2%	5,7%		5,3%	
marża EBITDA	10,2%	6,0%		7,3%	5,3%		6,0%	
marża EBIT	9,8%	5,4%		6,7%	4,7%		5,2%	
marża netto	6,3%	3,9%		4,1%	3,1%		3,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE**Akumuluj, TP 5,69/akcję**

Rekomendacja z dnia 2 stycznia 2025 r

			2023	2024P*	2025P*	2026P*
Kurs [PLN]	4,6	P/E	4,5	10,5	9,8	9,6
MC [mln PLN]	343,7	EV/EBITDA	1,5	3,3	2,8	2,5
		EV/EBIT	1,8	4,8	4,1	3,5
		P/BV	1,2	1,1	1,1	1,1

*MC i wskaźniki po uwzględnieniu akcji własnych przeznaczonych do umorzenia

- **Backlog.** Wartość portfela po 3Q'24 (realnie po X'24) wynosiła ok 0,77 mld PLN (+29% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +17% r/r). W pipeline spółka miała 777 mln PLN (+204% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +145% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w XI-XII'24, kiedy podpisano kontrakty za 424 mln PLN.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Mostostal Zabrze miał serię bardzo mocnych wyników kwartałów w okresie 2022-23. Relatywnie mocna była jeszcze marża w 1Q'24 (wspierane przez rozliczenia starszych kontraktów). Natomiast 2Q'24 przyniósł spadek kwartalnego EBIT <10 mln PLN pierwszy raz od 2021 roku. W 3Q'24 z kolei rozpoznany wysoki księgowy wynik (27,3 mln PLN) na przejściu kontroli na Polwaxem. Gotówka netto po 3Q'24 wynosiła 122 mln PLN (z uwzględnieniem 93 mln PLN obligacji).
- **Prognoza na 4Q'24.** Przez cały kwartał skonsolidowane będą wyniki Polwaxu (wysoki sezon, co powinno istotnie wesprzeć przychody, natomiast w mniejszym stopniu na marży, ze względu na wcześniejsze problemy z kapitałem obrotowym). W przypadku „starego” biznesu MSZ oczekujemy istotnie słabszych wyników r/r (wysoka baza na rentowności – w 4Q'23 spółka księgowała „ekstra” marże na końcówkach kontraktów). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 284,5 mln PLN przychodów, 9,4 mln PLN EBIT oraz 6,2 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka odbudowała w ostatnich miesiącach portfel, co powinno mieć przełożenie na ścieżkę przychodów w kolejnych kwartałach. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń. W 2025 Polwax będzie konsolidowany przez cały rok (przy czym 1H jest sezonowo dużo słabsze niż 2H). Będzie to także rok porządkowania i restrukturyzacji tego biznesu (na pierwszy plan wysuwa się kwestia zamknięcia sprawy spornej z Orlen Projekt).

Prognozy wyników na 4Q'2024 – MS Zabrze skonsolidowane

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	230,5	284,5	23,4%	1 351,4	988,2	-26,9%	1 170,5	18,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,3	34,4	-34,2%	155,1	129,4	-16,6%	138,6	7,1%
Zysk na sprzedaży	32,7	9,4	-71,2%	91,6	44,8	-51,1%	42,8	-4,4%
EBITDA	39,8	15,0	-62,3%	109,5	91,6	-16,4%	65,3	-28,7%
EBIT	35,4	9,4	-73,4%	93,0	72,7	-21,9%	42,8	-41,1%
Zysk brutto	35,9	10,0	-72,0%	100,6	75,6	-24,8%	44,9	-40,5%
Zysk netto	27,3	6,2	-77,5%	74,2	59,2	-20,3%	31,5	-46,7%
Marża brutto ze sprzedaży	22,7%	12,1%		11,5%	13,1%		11,8%	
Marża na sprzedaży	14,2%	3,3%		6,8%	4,5%		3,7%	
marża EBITDA	17,3%	5,3%		8,1%	9,3%		5,6%	
marża EBIT	15,4%	3,3%		6,9%	7,4%		3,7%	
marża netto	11,8%	2,2%		5,5%	6,0%		2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Prognozy wyników na 4Q'2024 - Polwax

	4Q'23	4Q'24P*	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	89,0	68,5	-23,1%	252,4	186,8	-26,0%	213,1	14,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	14,2	8,9	-37,2%	29,6	19,1	-35,6%	27,1	42,2%
Zysk na sprzedaży	7,5	3,5	-53,3%	2,2	-3,7	---	3,8	---
EBITDA	-11,4	3,4	---	-14,4	-13,2	---	7,1	---
EBIT	-12,2	2,5	---	-17,5	-16,4	---	3,8	---
Zysk brutto	-25,4	1,5	---	-35,4	-21,1	---	-1,2	---
Zysk netto	-30,2	1,2	---	-39,0	-21,6	---	-1,0	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	833	P/E	23,0	20,7	16,6	14,5
MC [mln PLN]	3 673,3	EV/EBITDA	11,1	9,8	8,1	7,4
		EV/EBIT	16,0	13,8	10,8	9,6
		P/BV	3,7	3,4	3,2	2,8

Hurt apteczny

Według danych PEX, wartość rynku aptecznego w Polsce w 4Q'24 wzrosła o ok. +10% r/r. Podobnie jak w poprzednich okresach, zakładamy, że dynamika sprzedaży w spółce będzie niższa – na poziomie ok. 5% r/r. Implikuje to wzrost przychodów segmentu do 2,9 mld PLN w 4Q'24 oraz do 11,5 mld PLN w całym 2024 r. (+4,7% r/r).

Produkcja farmaceutyków

4Q'23 w tym segmencie stanowi wysoką bazę porównawczą ze względu na wysoką liczbę nowych suplementów wprowadzonych na rynek pod marką Świat Zdrowia w tamtym okresie. W 4Q'24 spodziewamy się spadku sprzedaży o ok. -30%, co spowoduje lekki spadek przychodów w całym 2024 r. (-1,9% r/r).

Badania kliniczne

W segmencie badań klinicznych oczekujemy utrzymania przychodów powyżej 100 mln PLN w 4Q'24. W skali roku oczekujemy wzrostu przychodów rzędu +9% r/r. Po nawiązaniu współpracy z funduszem Viking Global oczekujemy dalszej aktywności akwizycyjnej, jednak w 4Q'24 spółka nie informowała o takich zdarzeniach, dlatego spodziewamy się transakcji w 2025 r.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

Podtrzymujemy założenie organicznego wzrostu liczby pacjentów, co powinno skutkować dalszym wzrostem przychodów obu segmentów. 2024 r. upłynął w tym segmencie pod znakiem rozwoju narzędzi informatycznych i oczekujemy, że będą one kontynuowane co najmniej do połowy 2025 r. W związku z tym, kolejne kwartały będą upływać pod znakiem budowania pozycji operatora na rynku, co będzie utrudniać podnoszenie marżowości segmentu.

W 4Q'24 na poziomie grupy spodziewamy się wzrostu przychodów o ok. +5,0% r/r. Według naszych szacunków, wyniki kwartału będą płaskie r/r – prognozujemy wzrost zysku netto o +1,3% r/r. Szacujemy 89,4 mln PLN EBITDA (+4,9% r/r), co oznacza utrzymanie marży na poziomie 2,9%. Patrząc na wyniki całego 2024 r., szacujemy +5,7% wzrostu przychodów do 12,5 mld PLN, 405,2 mln PLN EBITDA (+6,7% r/r) oraz 180,3 mln PLN zysku netto (+13,1% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	2 951,8	3 100,5	5,0%	11 812,6	12 491,3	5,7%
<i>Hurt apteczny</i>	2 714,3	2 852,9	5,1%	10 972,6	11 493,5	4,7%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	118,9	81,8	-31,3%	357,3	350,5	-1,9%
<i>Badania kliniczne</i>	105,4	106,8	1,4%	403,8	439,8	8,9%
<i>Operator medyczny</i>	100,9	116,0	15,0%	361,8	450,6	24,5%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	38,4	51,7	34,5%	135,0	193,1	43,1%
<i>Wylączenia</i>	-126,0	-108,6		-417,8	-436,2	
Wynik brutto na sprzedaży	342,6	352,9	3,0%	1 307,4	1 440,7	10,2%
EBITDA	85,2	89,4	4,9%	379,7	405,2	6,7%
EBIT	54,4	59,5	9,4%	265,1	286,2	8,0%
Zysk brutto	46,7	40,1	-14,1%	203,8	224,0	9,9%
Zysk netto	32,8	33,3	1,3%	159,5	180,3	13,1%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,6%	11,4%		11,1%	11,5%	
Marża EBITDA	2,9%	2,9%		3,2%	3,2%	
Marża EBIT	1,8%	1,9%		2,2%	2,3%	
Marża zysku netto	1,1%	1,1%		1,3%	1,4%	

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]	11,7	P/E	19,1	22,3	26,1	26,3
MC [mln PLN]	637,8	EV/EBITDA	10,1	11,5	13,9	15,2
		EV/EBIT	12,0	14,1	18,1	20,0
		P/BV	1,9	1,8	1,7	1,7

- **Backlog.** Portfel zleceń zewnętrznych po 3Q'24 wynosił 623 mln PLN (-33% r/r, +4% r/r). W 4Q'24 spółka nie pozyskała istotnych kontraktów, co implikuje, że portfel na koniec roku spadnie do jedynie ok. 400-450 mln PLN. Obecnie głównym obszarem w kraju, gdzie można pozyskiwać kontrakty są na farmy PV (przy czym wyraźnie wzrosła konkurencja), natomiast pod względem nowych farm wiatrowych rynek będzie słaby przez kilka kwartałów (zakładamy, że w 2026 mogą pojawić się przetargi na projekty z liberalizacji ustawy odległościowej do 700 m). Aby zapłacić lukę
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Od 2H'23 spółka notuje poprawę marżowości części budowlanej OZE (portfel bazuje na kontraktach pozyskanych już po wybuchu wojny w Ukrainie). Wyniki 2Q'23 i 1Q'24 były istotnie wsparte przez sprzedaż własnych projektów OZE, natomiast 2-3Q'24 był obciążony przez negatywny wynik na jednym z mniejszych kontraktów drogowych.
- **Prognoza na 4Q'24.** Zakładamy, że 4Q'24 może być pod względem przychodów porównywalny r/r, natomiast słabszy na poziomie rentowności (m.in. wysoka baza w segmencie drogowym). Spodziewamy się 244 mln PLN sprzedaży, 10,7 mln PLN EBIT oraz 7,4 mln PLN zysku netto.
- **Prognoza średnioterminowa.** Niski backlog na ten moment ogranicza widoczność wyników na 2025. Zakładamy, że obecnie spółka stara się mocno ofertować (na ostatniej konferencji wynikowej zakładano złożenie 2 mld PLN ofert w krótkim terminie), by odbudować portfel w 1H'25. Obawiamy się jednocześnie, że może to odbić się na marżowości. W obszarze własnych projektów OZE nie spodziewamy się sprzedaży projektów w najbliższym czasie (ze względu na spadek cen transakcyjnych opcją dla wybudowanej już farmy PV Lewała jest raczej doprojektowanie farmy FW niż szybka sprzedaż).

Projekty OZE w posiadaniu spółki

	typ	MW	udział	status
razem fotowoltaika		495		
PV Kadłubia/Szczepanów	PV	25	100%	PnB
PV Ciechanów	PV	7	100%	WP
Park Lewała	PV	32	100%	budowa
Park Lewała II	PV	80	100%	WZ
Solar Serby	PV	88	50%	PnB
Solar Kazimierz Biskupi (KWE)	PV	150	50%	WP
Rejowiec	PV	40	100%	PnB
PV Włoszakowice (Gumienice)	PV	10	100%	PnB
Żabów	PV	63	100%	WP
razem farmy wiatrowe		264		
Kazimierz Biskupi (KWE)	FW	36	50%	WZ
Lewała Wind	FW	30	100%	---
Lewała Wind II		90	100%	---
Rejowiec Wind	FW	12	100%	---
Żabów Wind	FW	96	100%	---
razem (w toku)		759		
projekty greenfield PV	PV	310	100%	WZ
projekty greenfield FW	FW	84	100%	---
razem (w toku + greenfield)		1 153		

Źródło: DM BDM S.A., prezentacja Erbud za 3Q'24, raporty bieżące

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	245,1	243,7	-0,6%	1 083,8	826,1	-23,8%	841,4	1,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	34,2	24,9	-27,3%	107,0	82,4	-23,0%	80,3	-2,5%
Zysk na sprzedaży	16,9	10,7	-36,9%	53,6	26,7	-50,1%	23,5	-12,2%
EBITDA	15,4	13,2	-14,0%	57,3	54,4	-5,1%	44,8	-17,7%
EBIT	13,2	10,7	-19,0%	48,3	44,8	-7,3%	34,5	-23,0%
Zysk brutto	11,2	9,2	-18,1%	40,4	37,8	-6,5%	30,2	-20,0%
Zysk netto	10,2	7,4	-27,2%	33,4	28,6	-14,3%	24,5	-14,5%
Marża brutto ze sprzedaży	13,9%	10,2%		9,9%	10,0%		9,5%	
Marża na sprzedaży	6,9%	4,4%		4,9%	3,2%		2,8%	
marża EBITDA	6,3%	5,4%		5,3%	6,6%		5,3%	
marża EBIT	5,4%	4,4%		4,5%	5,4%		4,1%	
marża netto	4,2%	3,0%		3,1%	3,5%		2,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ORANGE POLSKA**Akumuluj, TP 8,55 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 19 listopada 2024 r.

(materiał z prognozami dla Orange został opublikowany w dniu 2024-12-30)

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	7,47	P/E	12,0x	11,5x	12,2x
Kapitalizacja [PLN m]	9 803	EV/EBITDA	4,4x	4,1x	4,1x
EV [PLN m]	16 141	P/BV	0,7x	0,7x	0,7x
Data publikacji raportu za Q4 2024	2025-02-12	DPS [PLN]	0,35	0,48	0,60

Założenia dla wyników Orange Polska na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody razem	3 492	3 402	-2,6%	12 970	12 711	-2,0%
Usługi wyłącznie komórkowe	725	753	3,9%	2 891	2 976	2,9%
Usługi wyłącznie stacjonarne	453	434	-4,2%	1 847	1 760	-4,7%
Usługi konwergentne B2C	604	664	9,9%	2 337	2 577	10,3%
Sprzedaż sprzętu	537	516	-4,0%	1 859	1 809	-2,7%
Usługi IT i integracyjne	583	493	-15,5%	1 701	1 562	-8,2%
Usługi hurtowe	457	431	-5,6%	1 788	1 643	-8,1%
Pozostałe przychody	133	111	-16,5%	547	384	-29,8%
Przychody trzy linie biznesowe*	1 552	1 640	5,7%	6 119	6 437	5,2%
Koszty razem	2 739	2 643	-3,5%	9 791	9 432	-3,7%
Koszty świadczeń pracowniczych	370	385	4,0%	1 433	1 488	3,8%
Koszty zakupów zewnętrznych	2 211	2 107	-4,7%	7 739	7 433	-4,0%
EBITDAaL	753	758	0,7%	3 179	3 278	3,1%
EBIT	109	261	139,0%	1 221	1 340	9,7%
Koszty finansowe, netto	19	80	322,4%	213	283	33,0%
Skonsolidowany wynik netto	72	143	98,6%	818	855	4,5%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Tak jak wskazywaliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym (Akumuluj z ceną docelową 8,55 PLN z 2024-11-19), ostatni kwartał 2024 roku powinien wskazać na powrót Orange do możliwości wykazywania niskich jednocyfrowych wzrostów EBITDAaL w ujęciu r/r (bez zdarzeń jednorazowych).

Przypominamy, że istotne znaczenie dla utrzymania rosnącej ścieżki EBITDAaL w Q1-Q3 2024 miały zdarzenia jednorazowe. Po oczyszczeniu danych za Q3 2024 na poziomie EBITDAaL (według naszej symulacji) odczyt wskazywałby na erozję w okolicy 3,2% r/r. W naszej prognozie na Q4 2024 spodziewamy się wzrostu EBITDAaL o 0,7% r/r (założyliśmy odczyt 758 mln PLN). W ujęciu LTM odczyt EBITDAaL powinien według nas wynieść 3,278 mld PLN (+3,1% r/r). Wynik netto zgodnie z naszą prognozą może być bliski 143 mln PLN (wysoka dynamika wzrostu r/r zysku netto jest związana z ujęciem w Q4 2023 kosztów umowy społecznej w kwocie ok 150 mln PLN) r/r). W ujęciu LTM wynik netto szacujemy na 855 mln PLN (+4,5% r/r).

W perspektywie kolejnych kwartałów liczymy na utrzymanie dobrych dynamik wzrostu r/r ARPO z kluczowych usług telekomunikacyjnych, co będzie efektem wprowadzonych w ostatnich dwóch latach modyfikacji cenników. Jednocześnie w średnim horyzoncie nie spodziewamy się, iż operatorzy telekomunikacyjni w Polsce będą mieli przestrzeń do dalszych materialnych podwyżek cennikowych. Wręcz oceniamy, że w Q4 2024 od sezonu świątecznego promocje usług mobilnych poszczególnych operatorów były i nadal są odczuwalnie bardziej agresywne niż to było w poprzednich okresach. Dlatego, w naszej opinii nie należy lekceważyć scenariusza, że jesteśmy na początku kolejnego etapu walki operatorów telekomunikacyjnych o lepszy pozysk klienta.

Pod koniec Q1 2025 roku spodziewamy się publikacji kolejnej strategii średnioterminowej Orange Polska. Czekamy na publikację nowych celów strategicznych przez Orange Polska i mamy na uwadze słowa Pani Prezes, iż plan strategiczny będzie dla spółki „...platformą do dalszego zwiększania wartości dla akcjonariuszy.”

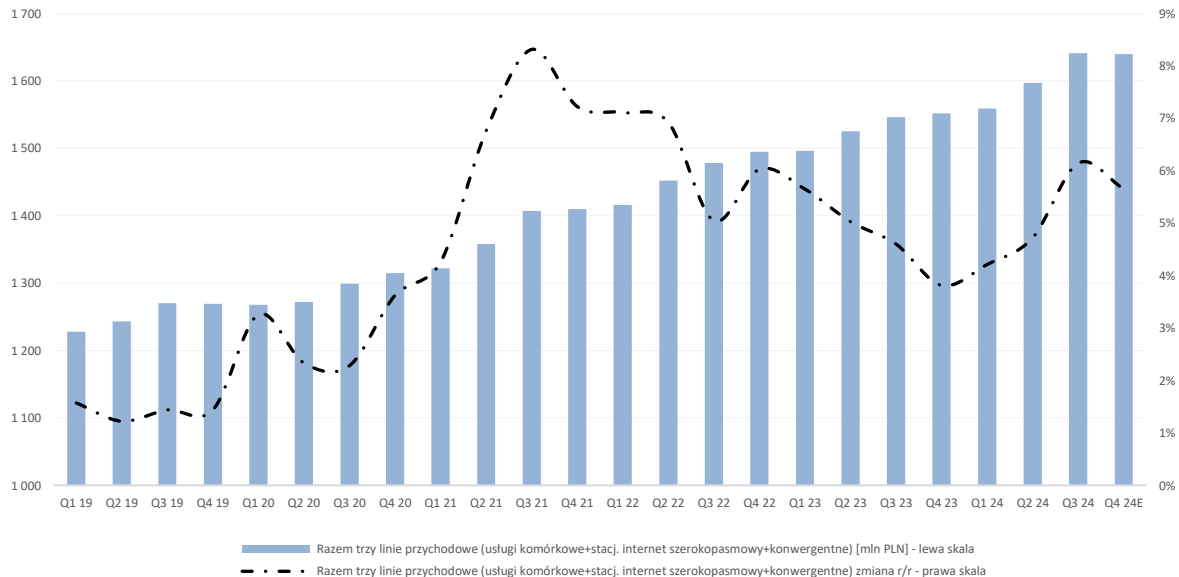
Wybrane elementy założeń dla prognozy:

- Skonsolidowane przychody w Q4 2024 w naszej symulacji wskazują na erozję r/r o 2,6% i wynoszą blisko 3,4 mld PLN.
- Według naszych założeń w Q4 2024 spółka powinna wykazać wzrost przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych na poziomie 5,65% r/r (suma obejmująca wpływy z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego). Oznacza to niewielkie przyspieszenie dynamiki względem poprzednich odczytów (w Q3 2024 było to +6,14% r/r).

- Trzeci kwartał z rzędu zakładamy erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu (ok -4% r/r). Przypominamy, że wcześniej spółka notowała osiem rosnących r/r kwartałów w tej kategorii. W ujęciu 2024 wpływy ze sprzedaży sprzętu mogą być bliskie blisko 1,81 mld PLN (-2,7% r/r).
- W strukturze kosztów uwzględniamy presję na koszty wynagrodzeń (łącznie efekt netto związany z kosztami pracy to w naszym modelu +4% r/r). Koszty zakupów zewnętrznych, wg nas, mogą być niższe r/r o ok 4,7%. Łączne koszty w Q4 2024 szacujemy w wysokości 2,64 mld PLN, co będzie oznaczało spadek o 3,5% r/r.

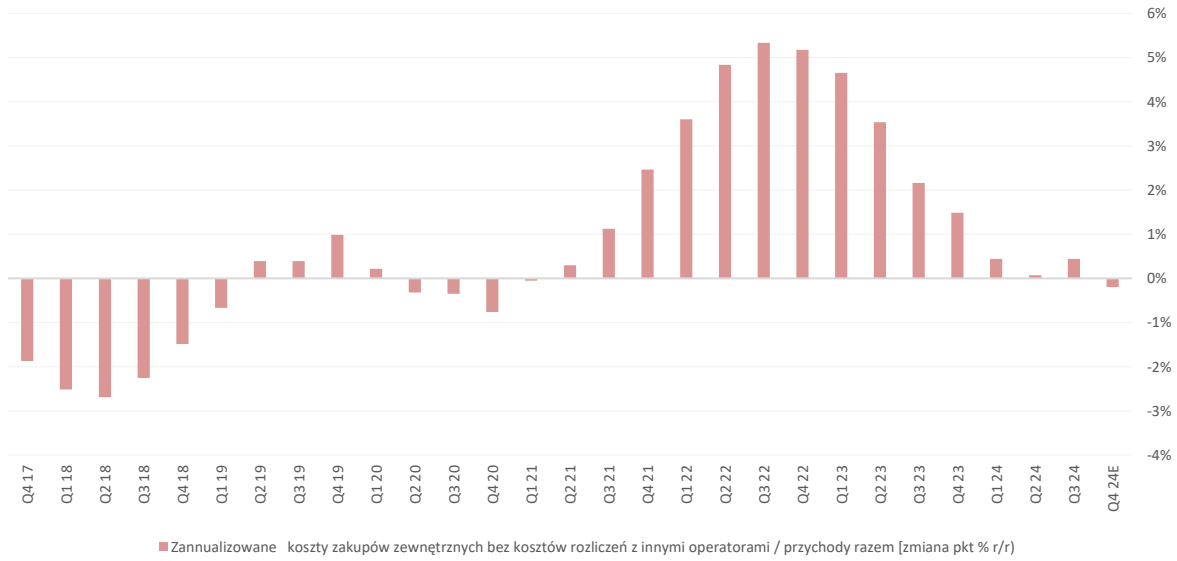
Odczyt EBITDAaL LTM dla Orange


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

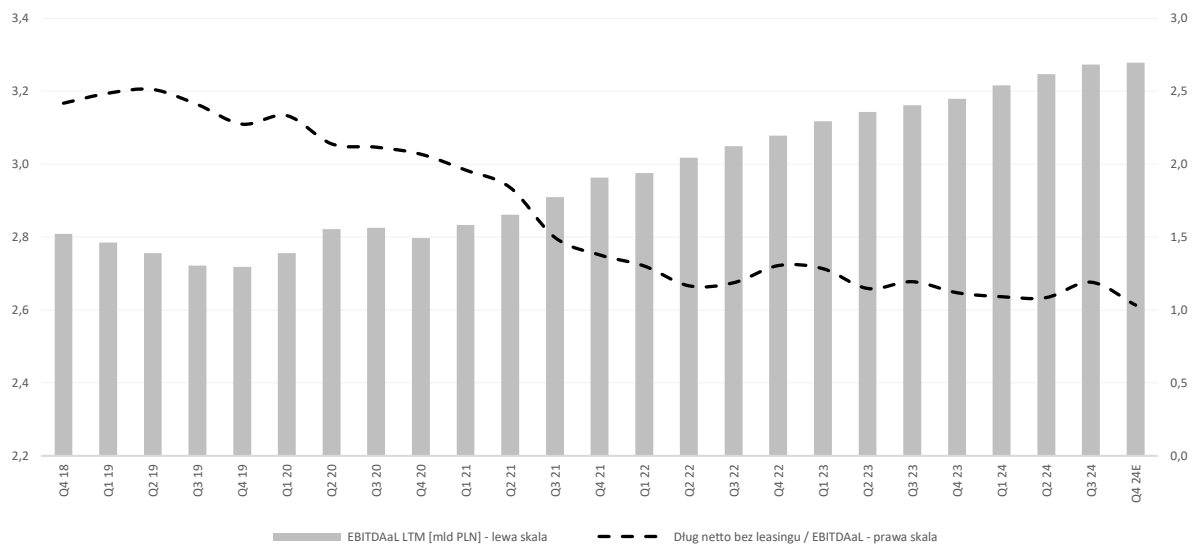
Przychody z kluczowych usług OPL


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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto (bez leasingu) do EBITDAaL w ujęciu LTM


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

 Maciej Bobrowski
 maciej.bobrowski@bdm.pl

PCC ROKITA

			2023	2024P
Kurs [PLN]	80,0	P/E	5,9	23,0
MC [mln PLN]	1 588,3	EV/EBITDA	3,7	6,9
		EV/EBIT	5,5	17,3
		P/BV	1,1	1,2

W segmencie Poliuretanów w 4Q'24 spodziewamy się lekkiej poprawy średniej ceny produktu względem 3Q'24, natomiast w dalszym ciągu oznacza to spadek w stosunku do 4Q'23. Szacujemy dalszy spadek wolumenów sprzedaży w okolicach -1% r/r. Niższe r/r ceny surowców powinny skutkować spadkiem kosztów operacyjnych segmentu. Tym samym, prognozujemy osiągnięcie 32,7 mln PLN EBITDA, wobec 8,7 mln PLN rok wcześniej.

W segmencie Chloropochodne również oczekujemy wzrostu średnich cen sprzedaży oraz lekkiego spadku wolumenu, natomiast jednocześnie prognozujemy wzrost kosztów operacyjnych. W naszej ocenie spowoduje to istotny spadek zysku EBITDA z 82,3 mln PLN w 4Q'23 do 29,2 mln PLN w 4Q'24. Zwracamy uwagę na utrzymujący się od kilku kwartałów trend wzrostowy cen sody kaustycznej.

Inna działalność chemiczna według naszych prognoz również powinna przynieść spadek zarówno przychodów, jak i EBITDA. Mimo oczekiwanego wyższego wolumenu sprzedaży r/r (niska baza 4Q'23), spadek cen produktów w naszej ocenie negatywnie wpłynie na wyniki segmentu. Poprawy zysku EBITDA spodziewamy się natomiast w Energetyce (+38,3% r/r).

Reasumując, 4Q'24 w naszej ocenie pokaże istotny spadek wyników r/r. Na poziomie grupy szacujemy 477,4 mln PLN przychodów, 75,1 mln PLN EBITDA (-42,7% r/r) oraz 30,5 mln PLN zysku netto (-63,2% r/r). W całym 2024 r. szacujemy 1,9 mld PLN przychodów (-18,9% r/r), 284,6 mln PLN EBITDA (-45,1% r/r) oraz 69,1 mln PLN zysku netto (-74,2% r/r). Widoczne pogorszenie wyników było skutkiem trudnej sytuacji na rynku chemicznym, niski popyt i ceny produktów, import towaru z Azji po niższym koszcie oraz wzrost kosztów energii elektrycznej.

Prognozy wyników na 4Q'24

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	535,3	477,4	-10,8%	2 388,2	1 937,5	-18,9%
Poliuretany	250,2	216,0	-13,7%	1 022,8	865,8	-15,4%
Chloropochodne	282,4	260,8	-7,7%	1 415,6	1 014,8	-28,3%
Inna działalność chem.	34,8	30,6	-12,1%	171,4	163,9	-4,3%
Energetyka	45,9	38,7	-15,7%	197,6	164,9	-16,6%
Pozostała działalność	110,6	120,8	9,3%	426,7	456,9	7,1%
Wyłączenia	-188,6	-189,5	-	-845,9	-728,9	-
Zysk brutto na sprzedaży	112,1	85,6	-23,6%	584,3	378,1	-35,3%
EBITDA	131,0	75,1	-42,7%	518,6	284,6	-45,1%
Poliuretany	8,7	32,7	275,9%	41,5	79,4	91,2%
Chloropochodne	82,3	29,2	-64,5%	378,1	111,9	-70,4%
Inna działalność chem.	0,4	-3,7	-1055,0%	13,7	8,7	-36,9%
Energetyka	5,4	7,5	38,3%	24,0	32,7	36,6%
Pozostała działalność	39,7	9,3	-76,5%	86,5	96,4	11,6%
Wyłączenia	-5,5	0,0	-	-25,2	-44,5	-
EBIT	94,1	37,1	-60,6%	343,3	113,1	-67,1%
Zysk netto	82,8	30,5	-63,2%	268,3	69,1	-74,2%
Marża EBITDA	24,5%	15,7%		21,7%	14,7%	
Marża EBIT	17,6%	7,8%		14,4%	5,8%	
Marża zysku netto	15,5%	6,4%		11,2%	3,6%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

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

PCF GROUP

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	7,38	P/E	12,1	-	-
MC [mln PLN]	265,2	EV/EBITDA	12,1	-	-
		EV/EBIT	19,1	-	-
		P/BV	1,0	0,6	0,7

4Q'24 wraz z zakończeniem przeglądu opcji strategicznych przyniósł kilka ciężkich decyzji lecz koniecznych pod kątem utrzymania płynności finansowej. W grudniu spółka zdecydowała o zawieszeniu prac na „Projektem Victoria” oraz ograniczeniu zespołu dedykowanemu „P.Bifrost”.

Pod kątem biznesowym szacujemy, że w omawianym okresie wpływy z segmentu produkcji gier na zlecenie sięgnęły ok. 39,6 mln PLN (+7% r/r), z czego za ok. 58% odpowiadał „Maverick”. Spadek przychodów q/q to efekt projektu „Gemini”, w którym umowa wykonawcza (content rider) na kolejny milestone wymusiła na spółce ponowną korektę przychodów. W związku z premierą trybu co-op do „GH VR” oczekujemy poprawy wyników w segmencie self-publishingu do ok. 3 mln PLN (+151% r/r). Pozostałą część stanowią prawa autorskie, które według naszych szacunków dodały od siebie ok. 0,2 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy 43,2 mln PLN (+11% r/r).

W naszych kalkulacjach zakładamy zbliżony q/q poziom COGS i G&A równy ok. 52 mln PLN (+11% r/r). W związku z decyzjami dot. projektów z self-publishingu, które zapadły w pierwszej połowie grudnia oczekujemy delikatnie niższy nakładów na produkcję gier (ok. 28-29 mln PLN). Dodatkowo w wynikach 4Q'24 spółka rozpozna odpisy związane z „P.Bifrost” i „P. Victoria”, co znacząco obciąży wyniki tego okresu. Nie znając jednak poziomu potencjalnych odpisów na poszczególnych projektach, nie decydujemy się na przedstawienie ich w naszych prognozach. Jednocześnie przypominamy, że w porównywalnym okresie 4Q'23 spółka rozpoznała odpis dot. „P.Dagger” w wysokości 69,4 mln PLN.

Mając powyższe na uwadze szacujemy wynik EBITDA w 4Q'24 na poziomie ok. -1,7 mln PLN (vs -71,8 mln PLN), EBIT równy -8,6 mln PLN (vs -76,3 w 4Q'23) oraz 8,3 mln PLN straty netto n.j.d.

Wyniki kolejnego kwartału, tym razem 4Q'24 ponownie zostaną obciążone sporymi odpisami, co może wpłynąć na negatywny odbiór raportu spółki przez inwestorów. Pragniemy jednak zauważyć, że wyłączając wspomniane korekty, wyniki omawianego okresu byłyby zbliżone do 3Q'24. W związku z podjętymi decyzjami w połowie grudnia, nie spodziewamy się znaczącej redukcji nakładów inwestycyjnych w 4Q'24. Liczymy jednak, że efekty podjętych decyzji będą zauważalne już w 1Q'25, a CAPEX spadnie do poziomu ok. 13 mln PLN/kwartał.

„P.Bifrost”:

- Prace nad Projektem Bifrost będą kontynuowane przez pomniejszony zespół deweloperski, a pozostali jego członkowie zostaną objęci albo tymczasowym zwolnieniem albo redukcją zatrudnienia.
- Harmonogram produkcyjno-wydawniczy Projektu Bifrost, zgodnie z którym spółka planowała premierę gry w EA w roku 2026 przestał być aktualny.

„P.Victoria”:

- Część członków zespołu zostanie objęta tymczasowym zwolnieniem, a pozostała część zespołu zostanie zredukowana. Zawieszeniu ulega harmonogram produkcyjno-wydawniczy Projektu, który wcześniej zakładał premierę EA w 2026.
- Zarząd nie określił czasu na jaki następuje zawieszenie dalszych prac nad Projektem Victoria.
- Zarząd spółki będzie kontynuować prace nad poszukiwaniem nowych źródeł finansowania działalności, w tym środków które mogłyby zostać przeznaczone na dokończenie i wydanie Projektu Victoria. W zależności od rezultatu tych działań Zarząd może w przyszłości podjąć decyzję o wznowieniu prac nad Projektem Victoria albo decyzję o całkowitej rezygnacji z dalszych prac nad Projektem Victoria.
- Zaistniałe zdarzenia stanowią przesłankę do rozpoznania potencjalnej utraty wartości kapitalizowanych nakładów poniesionych na Projekty Bifrost i Victoria.
- Podjęte zostały również działania mające na celu dostosowanie wielkości innych zespołów funkcjonujących w ramach grupy, w tym zespołu wydawniczego i zespołów wsparcia, do zmienionej skali działalności.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	38,9	43,2	11,0%	150,1	175,1	16,6%
EBITDA	-71,8	-1,7	-	-66,8	-9,5	-
EBIT	-76,3	-8,6	-	-86,5	-40,6	-
Zysk/ strata netto	-62,1	-8,5	-	-75,6	-41,8	-
Zysk/ strata netto n.j.d.	-61,4	-8,3	-	-76,7	-41,5	-
Marża EBITDA	-184,6%	-3,9%	-	-44,5%	-5,4%	-
Marża EBIT	-196,3%	-19,9%	-	-57,6%	-23,2%	-
Marża zysku netto	-159,8%	-19,7%	-	-50,3%	-23,9%	-
Marża zysku netto n.j.d.	-157,9%	-19,3%	-	-51,1%	-23,7%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Analitik:

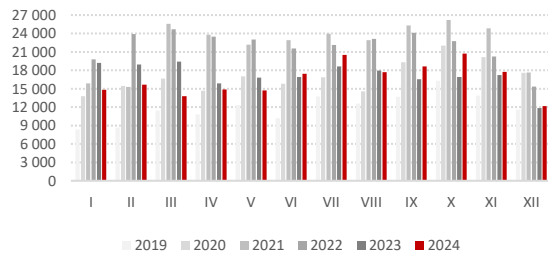
Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

PEKABEX
Kupuj, TP 27,3/akcję

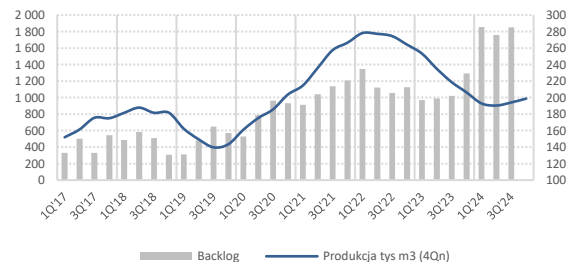
Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	18,2	P/E	6,5	13,3	6,6	6,0
MC [mln PLN]	451,8	EV/EBITDA	4,7	6,9	4,4	4,0
		EV/EBIT	6,0	10,2	5,8	5,3
		P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7

- **Produkcja.** Dane produkcyjne za 4Q'24 wskazują na 10% wzrost r/r produkcji w zakładach grupy (do 51 tys m3).
- **Backlog.** Po wrześniu portfel na 2024 rok wynosił jeszcze 0,65 mld PLN (+39% r/r). Cały backlog po 3Q'24 wynosił 1,85 mld PLN (+82% r/r, w tym 0,41 mld PLN deweloperka).
- **Deweloperka.** W 1H'24 spółka ukończyła projekty na Helu i w Mechelinkach. Na koncówkę 2024 roku spółka planowała zakończyć projekty w Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech (zakładamy, że większość przekazania przesunie się na 2025 rok).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 2Q'24 spółka pokazała bardzo słabe wyniki, głównie ze względu na zerowy wynik w segmencie prefabrykacji. W 3Q'24 widoczna była już poprawa q/q. Rok temu w 4Q'23 marże w segmentach prefabrykacji i GW były wysokie, ale finalne wyniki nie były rewelacyjne ze względu na niskie przychody, wysokie korekty oraz wysokie koszty finansowe.
- **Prognoza na 4Q'24.** Poziom produkcji w 4Q'24 był na wyższym r/r poziomie, także portfel GW jest wysoki. Zakładamy, że segment prefabrykacji pokaże lepszy EBIT q/q, ale słabszy r/r. Podobne założenia mamy dla obszaru GW. Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 4Q'24 być wyższy r/r. Zakładamy niższy poziom korekt między segmentowych. Na poziomie skonsolidowanym w 4Q'24 spodziewamy się 461 mln PLN przychodów (+20% r/r) oraz 18,0 mln PLN EBIT (-12% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 10,4 mln PLN (+25% r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Wyniki całego 2024 będą wyraźnie niższe r/r (szczególnie zawiódł segment prefabrykacji). Istotnej poprawy oczekujemy w 2025 roku (wyższy backlog, poprawa sytuacji w prefabrykacji, istotna kontrybucja deweloperki).

Produkcja grupy [m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	383,0	461,2	20,4%	1 566,2	1 684,9	7,6%	1 904,4	13,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	58,4	52,3	-10,4%	263,5	178,9	-32,1%	239,4	33,8%
Zysk na sprzedaży	24,6	18,0	-26,6%	112,1	52,9	-52,8%	104,5	97,4%
EBITDA	27,9	25,6	-8,2%	139,4	95,3	-31,6%	135,9	42,6%
EBIT	20,5	18,0	-12,2%	110,4	64,5	-41,5%	104,5	61,9%
Zysk brutto	3,9	12,9	233,9%	81,8	44,8	-45,3%	86,2	92,5%
Zysk netto	8,4	10,4	24,7%	69,1	33,9	-50,9%	68,8	102,8%
Marża brutto ze sprzedaży	15,2%	11,3%		16,8%	10,6%		12,6%	
Marża na sprzedaży	6,4%	3,9%		7,2%	3,1%		5,5%	
marża EBITDA	7,3%	5,6%		8,9%	5,7%		7,1%	
marża EBIT	5,4%	3,9%		7,0%	3,8%		5,5%	
marża netto	2,2%	2,3%		4,4%	2,0%		3,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PKN ORLEN

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	52,4	P/E	2,9	8,4	6,4	4,5
MC [mln PLN]	60 833	EV/EBITDA	1,7	2,9	3,3	3,1
		EV/EBIT	2,6	5,9	6,8	5,3
		P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4

- Otoczenie makro w segmencie rafineryjnym w 4Q'24 było lepsze na poziomie marży modelowej (z dyferencjałem, 37,1 PLN/bbl) w ujęciu q/q (25,8 PLN/bbl w 3Q'24) i słabsze r/r (48,8 PLN/bbl w 4Q'23). Porównywalne z 3Q'24 oraz istotnie wyższe r/r były wg naszych kalkulacji premie łądowe na paliwach na rynku polskim. Marże w segmencie petrochemicznym były wyższe r/r i minimalnie niższe q/q (aczkolwiek należy pamiętać, że to marże spotowe, a rynek działa wg kontraktów).
- W 4Q'24 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 11,90 mld PLN (vs 12,34 mld PLN rok temu – dane z ubiegłego roku mogą być finalnie skorygowane).
- Na naszą estymację składa się: +1,52 mld PLN w rafinerii (słabsze makro r/r, ale rekompensowane przez wyższe premie łądowe), -0,34 mld PLN w petrochemii (otoczenie popytowe pozostają słabe, spodziewamy się nadal słabych wyników w Anwilu czy na PTA), +0,75 mld PLN w detalu (wyższe wolumeny r/r), +5,06 mld PLN w upstreamie (spadek cen ropy i gazu r/r, ale wynik bez odpisu na FWRC, który obciążał 4Q'23; wynik lepszy q/q, ze względu na wzrost wolumenów), +4,12 mld PLN w segmencie gazu (słabiej r/r, postępująca normalizacja wyników segmentu, sezonowo wyższy kwartał w ujęciu q/q), +1,27 mld PLN w energetyce (wyraźnie wyższy wynik r/r, który rok temu był obciążony przez m.in. odpisy na FWRC) oraz -0,48 mld PLN kosztów korporacyjnych.
- Zakładamy lekko negatywny wpływ na wyniki raportowane ze strony wykorzystania tańszych warstw zapasów w rafinerii oraz neutralny wpływ NRV (w sumie ok -0,20 mld PLN). Negatywnie na wynik raportowany może wpływać efekt LIFO (szacujemy -0,41 mld PLN) czy odpisy na bieżący CAPEX dot. Nowej Chemii.
- Na saldzie finansowym spodziewamy się negatywnego rezultatu na poziomie -0,30 mld PLN. Raportowany wynik netto wg naszych kalkulacji wyniesie 4,24 mld PLN.
- Outlook. W 2025 roku oczekujemy wzrostu r/r EBITDA LIFO skoryg. do ok 36 mld PLN. W strategii spółka założyła średnią EBITDA w latach 2025-26 na poziomie ok. 36,8 mld PLN.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'24	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	98 327	75 684	-23,0%	372 767	295 462	-20,7%	265 938	-10,0%
EBITDA	12 398	10 289	-17,0%	42 202	27 595	-34,6%	30 997	12,3%
EBITDA LIFO	13 032	10 700	-17,9%	43 101	28 233	-34,5%	31 410	11,3%
EBITDA LIFO skorg*	12 341	11 900	-3,6%	45 515	32 503	-28,6%	36 410	12,0%
Rafineria	274	1 515	453,0%	10 610	6 647	-37,3%	5 006	-24,7%
Petrochemia	-310	-342	---	-911	-413	---	352	---
Energetyka	-564	1 273	-325,7%	3 954	6 636	67,8%	6 468	-2,5%
Detal	600	754	25,7%	2 063	3 253	57,7%	3 294	1,3%
Wydobycie	670	5 057	654,8%	2 740	260	-90,5%	17 374	6577,2%
Gaz	12 035	4 117	-65,8%	28 563	17 885	-37,4%	5 916	-66,9%
Funkcje korporacyjne	-375	-475	26,7%	-1 501	-1 784	18,9%	-2 000	12,1%
Wyłączenia	11	0	-100,0%	-3	18	---	0	---
EBIT	8 841	6 500	-26,5%	28 056	13 583	-51,6%	15 278	12,5%
EBIT LIFO	9 475	6 911	-27,1%	28 955	14 221	-50,9%	15 692	10,3%
EBIT LIFO skorg	8 784	8 111	-7,7%	31 369	18 491	-41,1%	20 692	11,9%
Zysk (strata) brutto	9 788	6 200	-36,7%	30 314	13 773	-54,6%	14 078	2,2%
Zysk (strata) netto	7 353	4 240	-42,3%	20 680	7 260	-64,9%	9 455	30,2%
Marża EBITDA	12,6%	13,6%		11,3%	9,3%		11,7%	
Marża EBITDA LIFO	13,3%	14,1%		11,6%	9,6%		11,8%	
Marża EBITDA LIFO skoryg	12,6%	15,7%		12,2%	11,0%		13,7%	
Marża EBIT	9,0%	8,6%		7,5%	4,6%		5,7%	
Marża zysku netto	7,5%	5,6%		5,5%	2,5%		3,6%	

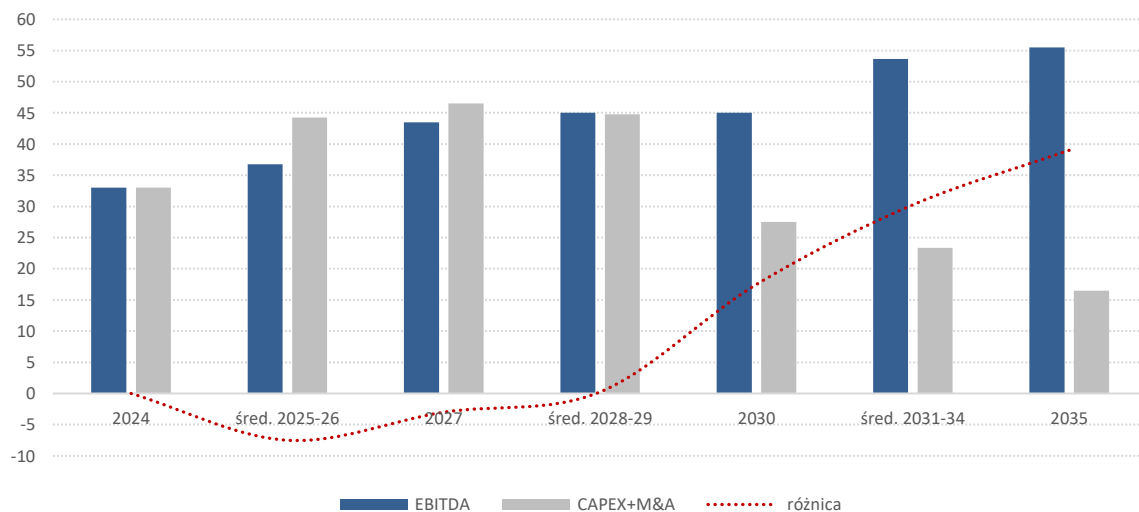
Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o całe saldo PPO/PKO (w tym wpływ hedgingu) a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (NRV, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp)

Dane makro – Orlen

	PKN Orlen				rynek						
	modelowa marża rafineryjna*		modelowa marża petrochemiczna		Brent	Dyferencjał	USD/PLN	EUR/PLN	gaz TTF 1M	gaz TGEgasDA	energia TGeBase
	[USD/bbl]	[PLN/bbl]	[EUR/t]	[PLN/t]	[USD/bbl]	[USD/bbl]			[PLN/MWh]	[PLN/MWh]	[PLN/MWh]
1Q'17	7,4	30,2	924	3 991	53,8	2,1	4,06	4,32			
2Q'17	8,4	32,3	1 004	4 235	49,8	1,5	3,84	4,22			
3Q'17	8,9	32,3	911	3 881	52,1	1,0	3,62	4,26			
4Q'17	6,2	22,3	890	3 768	61,4	0,9	3,59	4,23			
1Q'18	5,7	19,4	902	3 769	66,8	1,6	3,40	4,18			
2Q'18	7,4	26,3	850	3 619	74,3	2,2	3,58	4,26			
3Q'18	7,5	27,8	870	3 747	75,3	1,4	3,70	4,31			
4Q'18	5,7	21,4	918	3 947	67,8	0,8	3,77	4,30			
1Q'19	4,6	17,6	887	3 815	63,2	0,2	3,79	4,30			
2Q'19	6,5	24,8	903	3 871	68,8	0,6	3,81	4,29			
3Q'19	8,1	31,6	856	3 696	61,9	1,0	3,89	4,32			
4Q'19	4,6	17,9	783	3 355	63,2	1,5	3,87	4,29			
1Q'20	5,7	22,6	852	3 691	50,2	2,3	3,92	4,32			
2Q'20	3,4	14,2	854	3 847	29,2	0,1	4,10	4,50			
3Q'20	1,1	4,3	829	3 682	43,0	-0,1	3,80	4,44			
4Q'20	1,0	3,9	840	3 787	44,3	0,1	3,78	4,51			
1Q'21	2,0	7,5	1 044	4 751	60,9	1,4	3,77	4,55			
2Q'21	3,6	13,4	1 473	6 678	68,8	2,0	3,76	4,53			
3Q'21	5,4	20,9	1 315	6 004	73,5	2,3	3,87	4,57			
4Q'21	6,3	25,4	1 259	5 816	79,7	1,7	4,04	4,62			
1Q'22	12,4	52,3	1 166	5 383	101,4	6,6	4,12	4,62			
2Q'22	38,6	168,5	1 399	6 502	113,8	12,2	4,36	4,65			
3Q'22	24,0	112,9	1 156	5 484	100,9	7,5	4,72	4,74			
4Q'22	28,2	131,9	1 056	4 994	88,7	6,3	4,64	4,73			
1Q'23	23,4	102,6	1 015	4 782	81,3	5,2	4,39	4,71	251	272	621
2Q'23	15,6	65,0	1 040	4 727	78,4	2,0	4,18	4,54	160	173	527
3Q'23	20,8	86,2	849	3 821	86,8	-1,0	4,14	4,50	152	169	504
4Q'23	11,9	48,8	937	4 135	84,0	-2,0	4,10	4,41	190	195	401
1Q'24	16,1	64,2	943	4 089	83,2	0,1	3,99	4,34	119	143	356
2Q'24	11,6	46,3	1 026	4 412	84,9	-1,0	4,00	4,30	137	151	398
3Q'24	6,6	25,8	1 041	4 460	80,2	-1,1	3,90	4,28	153	172	435
4Q'24	9,3	37,1	1 022	4 413	77,0	0,5	4,01	4,32	167	195	463

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

Orlen: EBITDA vs CAPEX/M&A – średnie wartości implikowane z założeń strategii do 2035 roku [mld PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka, średnia, jeżeli w danych źródłowych podano przedział

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PLAYWAY

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	299,0	P/E	14,2	17,0	10,9
MC [mln PLN]	1 973,4	EV/EBITDA	10,5	14,0	9,5
		EV/EBIT	10,6	14,1	9,6
		P/BV	3,6	3,8	3,7

4Q'24 dla grupy PLW był kwartałem wielu przecen jak i debiutów kilku mniejszych tytułów w tym m.in. „Astrometica” (50 tys. sprzedanych kopii w 2024 r.) czy „Recycling Center” (również 50 tys. sztuk). W omawianym kwartale sprzedaż na PC takich gier jak „House Flipper 2”, „Contraband Police” oraz „Crime Scene Cleaner” wyniosła odpowiednio 107 tys. (+106% q/q)/ 100 tys. (+37% q/q)/ 322 tys. (+23% q/q). Znacząca poprawa ilościowej sprzedaży q/q wynikał m.in. z głębszego obniżenia cenników odpowiednio: -35%/ -50%/ - 20%. Cały czas też istotnie kontrybuował segment mobile, chociaż w znacznie niższym stopniu niż to miło miejsce w poprzednich kwartałach. W całym 4Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 80,1 mln PLN przychodów (z czego ok. 10 mln PLN stanowiła zmiana stanu produktów). Przypominamy, że w porównywanym okresie 4Q'23 miała miejsce premiera „HF2”.

Oczekujemy dalszego delikatnego spadku q/q kosztów operacyjnych do okolic 37 mln PLN (z 39 mln PLN w 3Q'24). Mając powyższe na uwadze, w naszych analizach zakładamy EBIT w 4Q'24 w okolicach 43,1 mln PLN (+10% r/r) oraz zysk netto n.j.d. sięgający 34,3 mln PLN (+117% r/r). Pragniemy przypomnieć, że wyniki porównywanego 4Q'23 zostały obciążone licznymi one-offami. Tym samym na poziomie skoryg. zysku netto n.j.d. oczekujemy regresji wyników r/r o ok. 16%.

W związku z przesunięciem trybu co-op do „HF2” wyniki spółki za 4Q'24 nie sprostały naszym wcześniejszym oczekiwaniom. Ponadto mimo sprzyjającego okresu wyprzedazowego, mogą one okazać się najsłabsze w całym 2024 r. Jednocześnie przypominamy, że zarówno poprzedni kwartał jak i 4Q'23, w związku z ważnymi premierami (CSC/ HF2) stanowią wysoką bazę porównawczą do odczytów za ostatni kwartał 2024 r. Pragniemy przypomnieć, że wyniki 4Q'23 zostały obciążone licznymi one-offami. Tym samym na poziomie skoryg. zysku netto n.j.d. oczekujemy regresji wyników r/r o ok. 16%. Mając powyższe na uwadze, spodziewamy się neutralnego odbioru wyników za 4Q'24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania wyników spółki w 2025 r. będzie premiera trybu co-op do „HF2”, konsolowa wersja „Contraband Police” i „CSC”, czy premiery takich gier jak „CMS25”, „Holstin” oraz „30 Days on Ship”.

Inne:

- 2025 r. - w planie premier spółki widnieje ok. 45 pozycji.
- Premiera „Builders of Egypt” – sprzedaż po 72h na poziomie 8,7 tys. sztuk. Budżet gry = 1,3 mln PLN (zwrot w niecałych 28%).

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	86,6	80,1	-7,6%	310,8	342,6	10,2%
EBITDA	39,4	43,3	9,9%	160,8	189,6	17,9%
EBITDA skoryg.	44,1	43,3	-1,7%	171,4	189,6	10,6%
EBIT	39,0	43,1	10,4%	159,2	188,2	18,2%
Zysk netto	17,9	39,6	121,8%	126,3	198,4	57,1%
Zysk netto n.j.d.	15,8	34,3	117,0%	106,7	166,3	55,8%
Zysk netto n.j.d. skoryg.	41,0	34,3	-16,4%	142,1	147,4	3,8%
Marża EBITDA	45,5%	54,1%		51,7%	55,4%	
Marża EBITDA skoryg.	50,9%	54,1%		55,1%	55,4%	
Marża EBIT	45,0%	53,8%		51,2%	54,9%	
Zysk netto	20,6%	49,5%		40,6%	57,9%	
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.	18,2%	42,8%		34,3%	48,5%	
Marża zysku netto n.j.d.	47,3%	42,8%		45,7%	43,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

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

PTWP

			2023	2024E	2025E
Kurs [PLN]	58,0	P/E	14,5x	11,2x	5,2x
Kapitalizacja [PLN m]	71,8	EV/EBITDA	7,2x	5,8x	2,9x
EV [PLN m]	45,7	P/BV	2,9x	2,8x	2,7x
		DPS [PLN]	5,7	4,7	3,5
Data publikacji raportu za Q4 2024	b.d.				

Spodziewamy się, że spółka miała udaną końcówkę 2024 roku. Zwracamy uwagę na dobrą aktywność w obszarze organizacji kongresów, konferencji i targów. W Q4 2024 liczymy również na impuls wzrostowy w ujęciu r/r w segmencie portali internetowych.

Łącznie spodziewamy się wzrostu raportowanego odczytu EBITDA w Q4 2024 do poziomu 3,2 mln PLN. W ujęciu LTM raportowana EBITDA powinna wynieść 7,9 mln PLN (+20,1% r/r). Przypominamy, że w okresie Q1-Q3 2024 EBITDA była niższa niż odczyt za Q1-Q3 2023 o blisko 20% r/r, na co istotny wpływ miał odpis aktualizujący wartość firmy z nabycia kontrolnego pakietu udziałów w Farmer Direct w kwocie blisko 1,5 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom w Q4 2024 spodziewamy się odczytu na poziomie 2,3 mln PLN (względem straty rzędu 0,8 mln PLN odnotowanej w Q4 2023). W całym 2024 roku prognozowany przez nas wynik netto wynosi 4,6 mln PLN (+41,1% r/r).

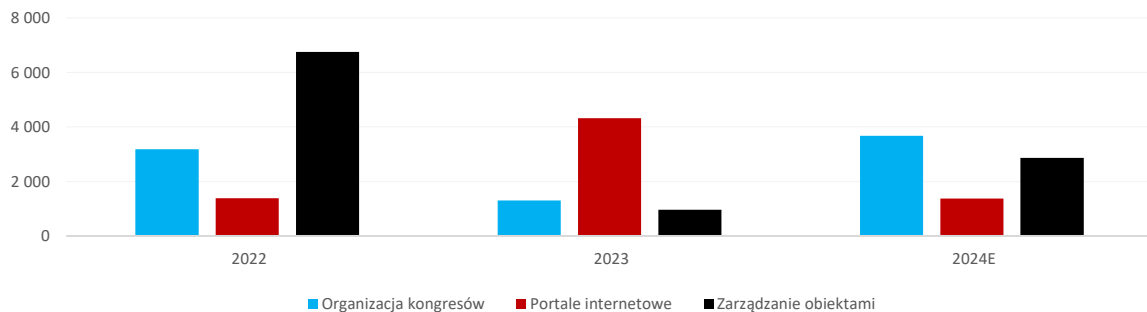
Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, że kolejne kwartały 2025 roku mogą być pod wpływem wzrostu liczby organizowanych wydarzeń/kongresów (zarówno własnych jak i dla których spółka udostępniła infrastrukturę obiektową). Jesteśmy również optymistycznie nastawieni do perspektyw segmentu portali internetowych, który w naszej ocenie może wykazywać odczyty wzrostu przychodów w 2025 roku przekraczające ogólne dynamiki dla reklamy w display.

Prognoza wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody	25,8	26,3	2,1%	87,8	102,6	16,9%
EBITDA	0,4	3,2	637,2%	6,6	7,9	20,1%
EBIT	-0,2	2,6		4,8	5,9	23,2%
Przychody finansowe	0,3	0,3	4,2%	0,7	0,8	18,0%
Koszty finansowe	-0,5	-0,1		-0,5	-0,3	
Wynik brutto	-0,4	2,8		4,9	6,5	31,0%
Wynik netto	-0,4	-0,6		-1,6	-1,8	
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	-0,8	2,3		3,3	4,6	41,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA w podziale na segmenty oraz nasze założenia na 2024 rok [PLN tys.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

RELPOL**Trzymaj, TP 5,16 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 25 października 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	5,4	P/E	6,0	---	25,7	8,7
MC [mln PLN]	51,7	EV/EBITDA	4,4	68,4	6,2	4,5
		EV/EBIT	6,8	---	17,5	8,3
		P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5

- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1-3Q'24 spółka odnotowała stratę netto i istotny spadek przychodów r/r. Cały 2024 był rokiem bardzo trudnym zarówno od strony przychodowej (niski popyt ze wszystkich obszarów) jak i marżowej (wzrost kosztów usług obcych, wynagrodzeń czy ponoszenie kosztów niewykorzystanych mocy produkcyjnych).
- **Otoczenie rynkowe.** PMI dla niemieckiego przemysłu (kluczowy kierunek eksportowy spółki) w 4Q'24 wyniósł średnio 42,8 pkt (vs 42,1 pkt w 3Q'24). Zaprezentowane ostatnio wyniki ABB (jeden z głównych odbiorców spółki) za 3 i 4Q'24 wskazały na pewne pozytywne trendy w poziomie nowych zamówień (wzrost zamówień w Europie r/r po okresie wyraźnych spadków w 3Q'23-2Q'24, wzrost także w Niemczech z dynamiką wyższą niż cała Europa).
- **Prognoza na 4Q'24.** W lipcu spółka wprowadziła nieznaczną podwyżkę cen (+5%, poprzednia miała miejsce 1Q'23), co może nieco poprawić perspektywę dla marży w końcówce roku. W 4Q'24 oczekujemy lekkiej poprawy wyników w ujęciu q/q (w ujęciu r/r nadal będzie naszym zdaniem słabiej), jednak nadal trudno oczekiwać wyjścia na break-even na poziomie netto (prognozujemy 27,3 mln PLN przychodów oraz -1,2 mln PLN straty netto).
- **Prognoza średnioterminowa.** 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 zwiększyła potencjał produkcji przekaźników przemysłowych monostabilnych). W 2024 roku produkty z tej linii były stopniowo włączane do sprzedaży, jednak linia podlega nadal kalibracji i szerszych efektów jej działania należy oczekiwać dopiero w dalszej części 2025 roku. Spółka po 3Q'24 dostrzegła przesłanki do powolnej poprawy sytuacji rynkowej w 2025 roku (skurczenie się zapasów u klientów powinno wygenerować nowe zamówienia). Spółka stawia sobie za cel pozyskanie nowych klientów i projektów na dotychczasowych rynkach oraz rozszerzenie zasięgu sprzedaży o nowe rynki (m.in. obszar Bliskiego Wschodu) dla zbudowanego potencjału produkcyjnego. Zwracamy uwagę, że spółka powinna być beneficjentem zakładanego w Polsce wzrostu inwestycji w sieci PSE/OSD.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	27,8	27,3	-1,9%	159,5	109,7	-31,2%	126,9	15,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,7	4,3	-8,6%	32,4	13,4	-58,5%	23,5	74,9%
Zysk na sprzedaży	-0,3	-0,7	---	12,9	-5,7	---	3,8	---
EBITDA	3,6	1,2	-67,2%	17,2	0,9	-94,6%	10,7	1053,0%
EBIT	2,0	-0,7	---	11,1	-5,8	---	3,8	---
Zysk brutto	1,4	-1,2	---	10,0	-6,7	---	2,5	---
Zysk netto	1,5	-1,0	---	8,6	-6,6	---	2,0	---
Marża brutto ze sprzedaży	16,8%	15,6%		20,3%	12,3%		18,5%	
marża EBITDA	12,8%	4,3%		10,8%	0,8%		8,5%	
marża EBIT	7,3%	-2,5%		7,0%	-5,3%		3,0%	
marża netto	5,4%	-3,5%		5,4%	-6,0%		1,6%	

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)

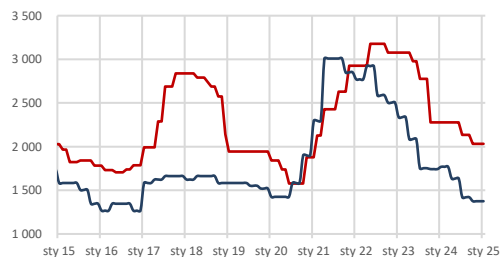
Rekomendacja z dnia 8 maja 2023 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	32,8	P/E	14,2	10,6	7,8	6,7
MC [mln PLN]*	709,8	EV/EBITDA	5,9	5,0	4,5	4,0
		EV/EBIT	8,1	6,6	6,1	5,2
		P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8

*po skorygowaniu o akcje własne

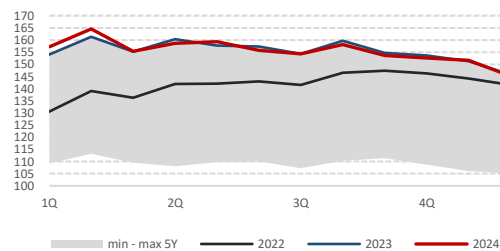
- Otoczenie rynkowe.** Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 4Q'24 odnotował lekkie spadki (-1% r/r, -3% q/q). Od 2022/23 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę (MDI, poliоле) stopniowo spadają. Jednocześnie sprzyja na tym polu mocny PLN (który jednocześnie wywiera presję na przychody – duża ekspozycja na sprzedaż zagraniczną).
- Wyniki za ostatnie okresy.** Wyniki Seleny FM w 2023 roku i na początku 2024 były pod presją spadających wolumenów. W 2Q'24 dynamika przychodów była dodatnia po raz pierwszy od 4Q'22, jednak już 3Q'24 nie potwierdził trwałości tej tendencji. Rentowność brutto ze sprzedaży w 1-3Q'24 była na bardzo dobrych poziomach (34,2%, najwyższej od 1-3Q'20). W 1-3Q'24 spółka miała 156 mln PLN EBITDA (+21% r/r) Dług netto po 3Q'24 wynosił do 201 mln PLN (dn/EBITDA=1,1x; 150 mln PLN po skorygowaniu o pożyczki dla głównego akcjonariusza)
- Prognoza na 4Q'24.** 4Q jest sezonowo, obok 1Q, słabszym okresem roku. Spodziewamy się pozytywnego wpływu otoczenia kosztowego i wyraźniej lepszej rentowności r/r. EBITDA skoryg. w 4Q'24 prognozujemy na 18 mln PLN vs 0 mln PLN rok temu (wynik raportowany był wtedy wsparty przez +19 mln PLN na saldzie pozostałej działalności). Zakładamy ujemny wpływ różnic kursowych netto. Na poziomie wyniku netto prognozujemy -2,2 mln PLN.
- Prognoza średnioterminowa.** W 2025 roku spodziewamy się 1,83 mld PLN przychodów oraz 179 mln PLN EBITDA i 91 mln PLN (wzrost pochodną założenia m.in. braku istotnych różnic FX). Liczymy na początek stopniowej odbudowy wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją (poprawa koniunktury w Europie przy obniżkach stóp procentowych). Od 2H'25 do wyników powinna kontrybuować fabryka JV na Węgrzech. Spółka stara się rozwijać ofertę w kierunku wyżej marżowych produktów, co powinno „chronić” marżę w przypadku powrotu presji cenowej na surowcach. Największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjskim.

Ceny MDI oraz Polioli [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg (MDI), Selenia FM, chemanalyst.com (poliоле)

Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



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

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	422,1	422,4	0,1%	1 778,4	1 779,9	0,1%	1 827,8	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	112,1	130,9	16,8%	550,1	595,2	8,2%	613,3	3,1%
Zysk na sprzedaży	-10,6	7,3	---	89,9	130,4	45,0%	136,0	4,3%
EBITDA	19,3	18,0	-6,3%	148,5	173,9	17,1%	178,6	2,7%
EBIT	8,4	7,3	-13,4%	108,1	130,4	20,6%	133,5	2,4%
Zysk brutto	-17,1	-2,7	---	55,3	88,0	59,2%	114,3	29,8%
Zysk netto	-11,6	-2,2	---	50,1	67,0	33,7%	91,2	36,1%
Marża brutto ze sprzedaży	26,6%	31,0%		30,9%	33,4%		33,6%	
Marża na sprzedaży	-2,5%	1,7%		5,1%	7,3%		7,4%	
marża EBITDA	4,6%	4,3%		8,4%	9,8%		9,8%	
marża EBIT	2,0%	1,7%		6,1%	7,3%		7,3%	
marża netto	-2,8%	-0,5%		2,8%	3,8%		5,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SYNEKTIK**Kupuj, TP 225,5 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 11 grudnia 2024 r.

Poniższe prognozy zostały opublikowane 13.01.2025

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	217,0	P/E	21,9	18,3	16,8
MC [mln PLN]	1 850,8	EV/EBITDA	14,4	12,2	10,9
		EV/EBIT	16,6	14,0	12,4
		P/BV	9,6	8,3	6,7

W 1Q'24 fin. (październik'24-grudzień'24) zakładamy instalację 10 systemów robotycznych da Vinci, w tym 7 w Polsce, 2 w Czechach i 1 na Słowacji. Oprócz tego, zakładamy dostawę dwóch angiografów. Szacujemy, że w omawianym okresie przy pomocy zainstalowanych systemów zostało wykonanych 6,6 tys. zabiegów (4,0 tys. w Polsce oraz 2,6 tys. w Czechach i Słowacji). Implikuje to przychody segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT w wysokości ok. 203,9 mln PLN (-22% r/r). Spadek sprzedaży segmentu wynika głównie z mniejszej liczby instalacji da Vinci (12 w 1Q'23 vs 10 w 1Q'24) oraz innego sprzętu medycznego (TK, MR). Ze względu na mniejszy udział r/r sprzedaży sprzętu nieterapeutycznego zakładamy wzrost marży EBITDA z 20,3% w 1Q'23 do 24,9% w 1Q'24, co oznacza jedynie 5% spadek zysku EBITDA segmentu z 53,1 mln PLN do 50,7 mln PLN w 1Q'24.

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się wzrostu sprzedaży zarówno produktów podstawowych, jak i specjalnych. Przychody segmentu szacujemy na poziomie 11,9 mln PLN (+16,3% r/r). Zakładamy utrzymanie marży EBITDA w okolicach 40%, co oznacza wzrost zysku EBITDA do 4,8 mln PLN.

W związku z trwającymi badaniami klinicznymi 3 fazy nad kardioznacznikiem, oczekujemy wzrostu kosztów w segmencie CBR. W 1Q'24 szacujemy 6,4 mln PLN kosztów prac rozwojowych oraz -6,1 mln PLN EBITDA (vs. 4,1 mln PLN i -3,8 mln PLN rok wcześniej).

Na poziomie grupy szacujemy spadek przychodów w wysokości -20,8% r/r. Jest on spowodowany głównie mniejszą liczbą instalacji da Vinci i innego sprzętu medycznego. Z drugiej strony mniejszy udział w przychodach sprzętu diagnostycznego powinien przyczynić się do wzrostu rentowności (marża EBIT na poziomie 18,8% vs 16,7% rok wcześniej). Implikuje to zysk operacyjny na poziomie 40,5 mln PLN (-10,8% r/r) oraz znorn. EBITDA (po wyłączeniu CBR) w wysokości 51,0 mln PLN (4,1% r/r). Prognozujemy spadek zysku netto o 6,3% r/r do 32,5 mln PLN. Podkreślamy, że 1Q'23 fin. stanowi wysoką bazę porównawczą ze względu na najwyższą, jak dotąd, liczbę instalacji nowych systemów da Vinci.

Prognozy wyników za 1Q'24 fin. [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	r/r	2022	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	271,3	87,7	124,0	141,8	214,9	-20,8%	446,9	624,8	671,1	7,4%
EBIT	45,4	16,6	20,7	25,2	40,5	-10,8%	67,9	107,8	126,3	17,2%
EBITDA	49,3	20,6	24,6	29,7	44,9	-9,0%	82,6	124,2	143,8	15,8%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	53,1	23,4	31,7	35,7	50,7	-4,6%	98,9	144,0	162,4	12,8%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	4,1	4,4	3,4	4,4	4,8	15,4%	11,2	16,3	19,6	19,8%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-3,8	-4,9	-7,8	-5,6	-6,1	-	-14,5	-22,1	-24,3	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-4,2	-2,3	-2,8	-4,7	-4,3	-	-13,7	-14,0	-14,5	-
EBITDA znorn.	53,1	25,5	32,4	35,2	51,0	-4,1%	97,1	146,3	168,2	15,0%
Wynik netto	34,7	12,2	16,7	21,0	32,5	-6,3%	52,5	84,6	101,1	19,4%
Marża EBIT	16,7%	18,9%	16,7%	17,7%	18,8%		15,2%	17,3%	18,8%	
Marża EBITDA	18,2%	23,5%	19,8%	20,9%	20,9%		18,5%	19,9%	21,4%	
Marża zysku netto	12,8%	13,9%	13,5%	14,8%	15,1%		11,7%	13,5%	15,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

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

Rekomendacja z dnia 30 stycznia 2025 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,7	P/E	69,4	66,4	33,9	9,4
MC [mln PLN]	328,8	EV/EBITDA	26,0	22,7	12,6	6,0
		EV/EBIT	46,0	41,9	27,0	7,8
		P/BV	2,9	2,8	2,6	2,1

Segment BCG

W zakresie szczepionki, zakładamy, że w 4Q'24 spółka dostarczy ostatnią partię zamówienia dla Ministerstwa Zdrowia. Baza z 4Q'23 jest bardzo wysoka, ponieważ większość sprzedaży z 3Q'23 zostało przesunięte na 4Q'23, stąd oczekujemy spadku przychodów z tego tytułu o -40,9%, czyli do 2,4 mln PLN. Nieco niższa od naszych wcześniejszych oczekiwań sprzedaż szczepionki w 3Q'24, w naszej ocenie pozwala na zwiększenie produkcji i sprzedaży Onko BCG (oba leki produkowane na tej samej linii). Zmiany w technologii namnażania prątków BCG powinny pozwolić na zwiększenie wolumenu produkcji w tym segmencie. Oczekujemy, że Sprzedaż Onko BCG w 4Q'24 wzrośnie do 9,8 mln PLN (+45,3% r/r), co w skali całego roku daje przychody rzędu 23,0 mln PLN (+35% r/r). Dodatkowo, w prognozach innych przychodów uwzględniamy wpływy z tytułu sprzedaży licencji do Onko BCG, które miały miejsce w omawianym okresie.

Segment tradycyjny

Sezonowość sprzedaży Distreptazy wskazuje na mocny przychodowo okres. W 4Q'24 prognozujemy 6,8 mln PLN (-1,0% r/r), a w całym 2024 r. ok. 22,3 mln PLN (-1,1% r/r). Zrealizowanie tych prognoz, mimo lekkiego spadku, w naszej ocenie byłoby pozytywną informacją ze względu na zmianę sposobu dystrybucji tego leku – rezygnacja z zewnętrznego dystrybutora i zbudowanie własnego zespołu sprzedażowego. Dla Gammy Anty D przyjmujemy płaską wolumenowo sprzedaż, przy czym oczekujemy wzrostu ceny opakowania, stąd prognozujemy wzrost sprzedaży o +6,8% r/r. W całym roku oznacza to spadek z 4,8 mln PLN do 4,1 mln PLN. Przyjmujemy brak sprzedaży Lakcid.

Podsumowując oba segmenty, przychody ze sprzedaży szacujemy na 26,4 mln PLN (+31,3% r/r). W 4Q'24 spodziewamy się lekkiego spadku marży brutto na sprzedaży do 62,1%. Rentowność zysku operacyjnego obniżają dodatkowo koszty operacyjne, które z jednej strony wynikają ze wzrostu wynagrodzeń i premii dla handlowców, a z drugiej strony z utrzymania nowego zakładu produkcyjnego i CBR. Uwzględniamy także koszty programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników w wysokości ok. 0,6 mln PLN. W 4Q'24 oczekujemy wzrostu EBIT do 6,7 mln PLN (+7,8% r/r), EBITDA do 9,2 mln PLN (+17,2% r/r) oraz zysku netto do 4,4 mln PLN (+14,1% r/r). W ujęciu całorocznym spodziewamy się 17,8 mln PLN EBITDA (+16,7% r/r) oraz 5,0 mln PLN zysku netto (+4,9% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	20,1	26,4	31,3%	58,6	69,0	17,7%
Szczepionka BCG 10	4,0	2,4	-40,9%	9,2	10,3	11,8%
Onko BCG	6,8	9,8	45,3%	17,0	23,0	34,8%
Distreptaza	6,9	6,8	-1,0%	22,5	22,3	-1,1%
Gamma Anty D	1,6	1,7	6,8%	4,8	4,1	-13,4%
Lakcid	0,0	0,0		2,0	0,5	-75,0%
Inne	1,0	5,6	476,7%	3,0	8,4	183,3%
Wynik brutto na sprzedaży	12,9	16,4	27,7%	35,2	41,7	18,6%
EBIT	6,2	6,7	7,8%	8,6	9,7	11,7%
EBITDA	7,8	9,2	17,2%	15,3	17,8	16,7%
Zysk netto	3,9	4,4	14,1%	4,8	5,0	4,9%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,8%	62,1%		60,0%	60,5%	
Marża EBIT	30,8%	25,3%		14,8%	14,0%	
Marża EBITDA	38,9%	34,7%		26,1%	25,9%	
Marża zysku netto	19,2%	16,7%		8,1%	7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz

anna.tobiasz@bdm.pl

tel.: (+48) 666 073 972

ŚNIEŻKA

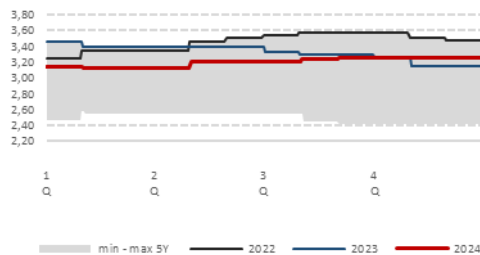
Kupuj, TP 93,1/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 1 marca 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	82,2	P/E	13,4	16,3	14,5	12,8
MC [mln PLN]	1 037,2	EV/EBITDA	8,1	9,1	8,3	7,5
		EV/EBIT	10,7	12,4	11,2	9,7
		P/BV	3,0	2,8	2,5	2,3

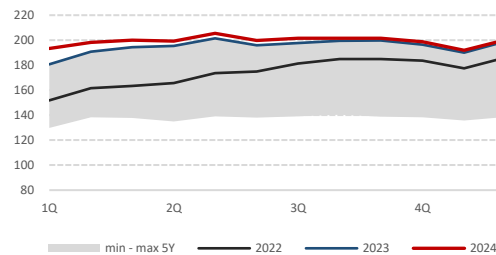
- Otoczenie rynkowe.** Ceny farb na rynku polskim w 4Q'24 wg PSB zmieniły się symbolicznie (-1% q/q i +1% r/r). Jednocześnie nadal korzystniejsze r/r pozostawały ceny głównych surowców (dodatkowo sprzyja kurs PLN vs EUR). Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 4Q'24 wynosił średnio -2,1 pkt (vs +1,4 pkt w 1-3Q'24 i -3,0 pkt w 4Q'23), na Węgrzech w 4Q'24 było to średnio -26,6 pkt (vs -30,0 pkt rok temu).
- Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 na sprzedaż w Polsce, jednorazowo negatywnie, wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego spółki w kanale hurtowym (start sprzedaży bezpośredniej do największych sklepów detalicznych). W 2-3Q'24 spółka miała już porównywalną r/r sprzedaż w Polsce, słabo natomiast nadal wyglądały Węgry a od połowy 2Q'24 na rynku ukraińskim odczuwalne zaczęło być osłabienie (związane m.in. z nową mobilizacją do wojska).
- Prognoza na 4Q'24.** Sezonowo 4Q jest najśłabszy w roku. Zakładamy, że w 4Q'24 spółka miała neutralną dynamikę na rynku polskim oraz dwucyfrowe spadki r/r w Ukrainie i Węgrzech. Łącznie spodziewamy się, że przychody mogą być spaść o -6% r/. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że lekko wyższe r/r będą koszty SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 12,9 mln PLN (vs 14,3 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy -1,0 mln PLN vs +0,6 mln PLN w 4Q'23).
- Prognoza średnioterminowa.** W marcu'24 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%. Rynek farb w 2024 w Polsce wolumenowo spadał już czwarty rok z rzędu. Scenariusz bazowy na 2025 rok to co najmniej stabilizacja (rynek to głównie popyt remontowy, zakładamy lekką poprawę nastrojów konsumenckich i powrót naturalnego popytu odtworzeniowego, który zachwiany został w okresie covidowym). Zwracamy uwagę, że wyniki 1Q'25 powinny być istotnie lepsze r/r (kwestia zmian w dystrybucji w 1Q'24). Zakładamy, że Śnieżka w 2025 roku wypracuje 832 mln PLN przychodów (+5% r/r), 147 mln PLN EBITDA oraz 72 mln PLN zysku netto.

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 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	152,7	142,9	-6,4%	857,8	790,6	-7,8%	832,2	5,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,8	70,2	-2,3%	384,2	388,3	1,1%	408,2	5,1%
Zysk na sprzedaży	5,5	3,4	-37,9%	120,1	103,9	-13,5%	111,2	7,0%
EBITDA	14,3	12,9	-9,7%	159,4	139,4	-12,6%	146,6	5,1%
EBIT	5,1	3,4	-32,9%	121,0	101,8	-15,8%	109,4	7,4%
Zysk brutto	0,9	-1,1	---	101,0	82,8	-18,0%	91,6	10,6%
Zysk netto	0,6	-1,0	---	77,6	63,7	-18,0%	71,5	12,3%
Marża brutto ze sprzedaży	47,0%	49,1%		44,8%	49,1%		49,0%	
Marża na sprzedaży	3,6%	2,4%		14,0%	13,1%		13,4%	
marża EBITDA	9,3%	9,0%		18,6%	17,6%		17,6%	
marża EBIT	3,4%	2,4%		14,1%	12,9%		13,1%	
marża netto	0,4%	-0,7%		9,1%	8,1%		8,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TEN SQUARE GAMES

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	78,3	P/E adj.	5,6	6,0	7,3
MC [mln PLN]	501,9	EV/EBITDA adj.	3,4	4,3	4,2
		EV/EBIT	6,5	144,6	5,7
		P/BV	1,7	2,3	2,4

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 4Q'24 (bez uwzględnienia przychodów odroczonej w czasie), które wyniosły 100,1 mln PLN, co stanowi spadek r/r o 7% jak i wzrost q/q o 6%. Kwota 59,8 mln PLN (-4% q/q, -13% r/r) odnosi się do płatności wygenerowanych przez grę „FC”, co stanowi ok. 60% skonsolidowanych przychodów. Kolejne 21,5 mln PLN (-6% q/q, -18% r/r) dotyczy płatności w grze „HC” (21%). Szacujemy, że tytuły Rortos'u wygenerowały w 4Q'24 ok. 14,7 mln PLN (z czego 7,1 mln PLN „WoH”), natomiast za resztę przychodów odpowiadały „LF” i „WH” oraz pozostałe gry.

Na poziomie kosztów marketingowych oczekujemy niższych q/q wydatków na „FC” (po zwiększonych nakładach w 3Q'24 w efekcie pojawienia się na rynku konkurencyjnego projektu „Fishing Master”), zbliżonych poziomów na „HC” oraz łagodnego wzrostu budżetów na skalowanym „Wings of Heroes”. W całym 4Q'24 prognozujemy spadek kosztu UA do poziomu ok. 22,3 mln PLN (-9% q/q, +21% r/r). Oczekujemy, że progresja udziału TSG Store w płatnościach grupy przełożyła się na dalsze obniżenie stosunku kosztu prowizji platform (ok. 25 mln PLN) do przychodów. W naszych analizach przyjmujemy koszt programu motywacyjnego na poziomie ok. 0,4 mln PLN. Zakładamy, że utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło utrzymać koszty powtarzalne ogólnego zarządu oraz CAPEX na zbliżonym poziomie q/q przy jednoczesnym dalszym delikatnym spadku COGS.

Pragniemy zauważyć, że w wynikach 4Q'24 spółka rozpozna odpis w wysokości 1,2 mln PLN związany ze wstrzymaniem prac nad prototypem „Fishing Champions”. Jednocześnie przypominamy, że w porównywalnym okresie 4Q'23 na poziomie pozostałych kosztów spółka uwzględniła odpis dot. wartości firmy Rortos i Gamesture w łącznej wysokości 46,6 mln PLN.

Mimo spadku przychodów, a dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej oczekujemy, że spółka w omawianym okresie osiągnęła 27,5 mln PLN na poziomie skoryg. EBITDA, co oznacza spadek r/r o 22% jak i delikatny wzrost q/q o 4%. W związku z pozytywnymi zmianami, które zachodzą w Gamesture, spodziewamy się, że TEN zanotuje w 4Q'24 symboliczny zysk z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych. Jednocześnie w związku z znacząco poprawą wyników „WoH” i tym samym Rortosu na przestrzeni 2024 r. spodziewamy się ok. 4 mln PLN z tyt. zobowiązań z tą spółką. Mając powyższe na uwadze prognozujemy zysk netto spółki równy 16,5 mln PLN.

Liczymy się z neutralnym odbiorem raportu za 4Q'24. Dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej i obniżeniu nakładów na UA, zakładamy, że spółce udało się delikatnie poprawić wyniki q/q. Jednocześnie w związku z wyższymi zobowiązaniami wobec Rortosu (efekt poprawy wyników w 2024 r.) spodziewamy się negatywnego wpływu działalności finansowej na zysk netto spółki. Oczekujemy, że na konferencji za 4Q'24 TEN przedstawi pierwsze szczegóły dotyczące monetyzacji nowego projektu „Trophy Hunter”. Ponadto liczymy na dalsze efekty skalowania „Wings of Heroes” w postaci poprawy ścieżki wynikowej tej gry.

Główne produkty:

- „Fishing Clash” – spółka pracuje nad wdrożeniem nowych mechanizmów monetyzacji.
- „Hunting Clash” – trwają prace nad jeszcze lepszym dopasowaniem kontentu do potrzeb graczy.
- „Wings of Heroes” – spółka skupia się na budowie głębi monetyzacyjnej.

Nowe projekty:

- „Tophy Hunter” – na przestrzeni 4Q'24 zwiększono zespół do 6-8 osób, trwają testy monetyzacji tego tytułu.

Prognozy wyników na 4Q'2024 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	108,1	100,1	-7,4%	436,1	392,2	-10,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	91,4	84,9	-7,2%	363,4	325,9	-10,3%
EBITDA	-11,9	25,8	-	50,0	96,7	93,5%
EBITDA adj.*	35,3	27,5	-22,3%	118,6	108,8	-8,2%
EBIT	-16,7	21,9	-	3,5	79,9	2170,9%
Zysk brutto	-0,2	18,8	-	17,0	76,7	349,8%
Zysk netto	-1,7	16,5	-	15,2	69,0	353,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	84,6%	84,8%		83,3%	83,1%	
Marża EBITDA	-11,0%	25,8%		11,5%	24,7%	
Marża EBITDA adj.	32,7%	27,5%		27,2%	27,7%	
Marża EBIT	-15,5%	21,9%		0,8%	20,4%	
Marża zysku netto	-1,5%	16,5%		3,5%	17,6%	

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

Analitik:

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

TORPOL**Akumuluj, TP 37,3/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 sierpnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	37,1	P/E	8,4	14,1	12,4	10,4
MC [mln PLN]	852,2	EV/EBITDA	3,0	7,1	4,7	3,6
		EV/EBIT	3,7	9,7	6,4	4,6
		P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4

- **Backlog.** Po 3Q'24 portfel Torpolu wynosił 4,00 mld PLN (vs 3,01 mld PLN rok wcześniej i 4,19 mld PLN po 2Q'24). Około połowy portfela stanowi kontrakt w Katowicach, na którym w końcówce 3Q'24 rozpoczęły się prace budowlane.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka ma za sobą rekordowe lata 2022-23 pod kątem marżowości. W poszczególnych kwartałach 1-3Q'24 marża brutto ze sprzedaży po raz pierwszy od 1H'21 była jednocyfrowa. Rozpoczęcie nowych kontraktów (na części spółka nie otrzymała zaliczek) przełożyło się w ostatnich kwartałach na istotny wzrost zaangażowanego kapitału obrotowego.
- **Prognoza na 4Q'24.** Spodziewamy się w 4Q'24 istotnie wyższych przychodów r/r, przy zdecydowanie niższych r/r marżach. W ubiegłym roku spółka rozpoznawała jeszcze wysokie przeszacowania w górę wyceny kontraktów. Obecnie portfel bazuje głównie na kontraktach w początkowej fazie realizacji. Uważamy, że poziom marży w 4Q'24 może być nieco niższy niż w 3Q'24 czy 1-3Q'24 (spółka raczej ostrożnie będzie podchodzić początkowo do rozpoznawania marży na Katowicach, jednak zwracamy uwagę, że kontrakt był zdobyty z 3. miejsca a ofertowany w okresie wysokich oczekiwań inflacyjnych). Zakładamy, że 4Q'24 będzie przychodowo ok 18% wyższy r/r (495 mln PLN), natomiast EBIT spadnie do 24,5 mln PLN a zysk netto do 20,8 mln PLN. Oczekujemy nieco słabszej pozycji gotówkowej vs 3Q'24 (ok 200 mln PLN gotówki netto, czyli połowę mniej r/r).
- **Prognoza średnioterminowa.** Zakładamy w całym 2025 roku obecnie 1,66 mld PLN przychodów (+18% r/r, przy utrzymaniu marży w okolicy 8%) oraz 68,6 mln PLN zysku netto (+13% r/r).

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	418,7	495,0	18,2%	1 091,8	1 400,9	28,3%	1 656,5	18,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	61,2	38,0	-37,9%	158,0	115,2	-27,1%	129,4	12,3%
Zysk na sprzedaży	48,2	25,0	-48,1%	113,8	70,6	-38,0%	82,2	16,5%
EBITDA	54,8	30,8	-43,8%	138,7	92,4	-33,4%	108,7	17,6%
EBIT	48,9	24,5	-49,9%	113,9	67,1	-41,1%	80,7	20,3%
Zysk brutto	51,5	25,7	-50,0%	129,2	75,3	-41,7%	84,7	12,5%
Zysk netto	40,9	20,8	-49,0%	101,9	60,5	-40,7%	68,6	13,4%
Marża brutto ze sprzedaży	14,6%	7,7%		14,5%	8,2%		7,8%	
Marża na sprzedaży	11,5%	5,1%		10,4%	5,0%		5,0%	
marża EBITDA	13,1%	6,2%		12,7%	6,6%		6,6%	
marża EBIT	11,7%	4,9%		10,4%	4,8%		4,9%	
marża netto	9,8%	4,2%		9,3%	4,3%		4,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	8,8	P/E	---	7,3	9,3	7,7
MC [mln PLN]	308,6	EV/EBITDA	---	2,2	4,3	3,9
		EV/EBIT	---	2,6	6,2	5,5
		P/BV	2,3	1,7	1,5	1,3

- **Backlog.** Portfel po 3Q'24 wynosił 3,50 mld PLN (+1% r/r, -6% q/q). Po 4Q'24 szacujemy, że spadł do ok 3,1 mld PLN.
- **Wyniki za ostatnie okresy.** W 1Q'24 wynik została wsparty przez duży one-off na wycenie nieruchomości, w 2-3Q'24 spółka pokazała dobre marże w infrastrukturze, wyraźniejsza poprawę odnotowano w 3Q'24 w kubaturze, natomiast sporą stratę w 2Q'24 miał jeszcze segment energ-przemysłowym (w 3Q'24 wynik już bliski zera).
- **Prognoza na 4Q'24.** Spodziewamy się w 4Q'24 733 mln PLN przychodów (+23% r/r, istotny wzrost w infrastrukturze). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy 5,6%, co oznacza wzrost r/r (vs -14,1% rok temu – spółka wykazała wtedy straty w każdym segmencie poza deweloperką), ale spadek q/q (w 3Q'24 było to 10,0% - w 4Q'24 o blisko połowę niższa będzie kontrybucja deweloperki). Zakładamy EBIT na poziomie 11,1 mln PLN (vs -136,7 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje stratę -4,5 mln PLN zysku (po wyłączeniu zysków mniejszości). Spodziewamy się, że zadłużenie netto spadnie sezonowo o kilkadziesiąt mln PLN vs 3Q'24 (zakładamy ok 140 mln PLN długu netto na koniec roku).
- **Prognoza średnioterminowa.** Spółka jest nadal na etapie porządkowania biznesu (od początku roku D. Blocher przeszedł do RN, a zastąpił go dotychczasowy CFO A. Sterczyński). Oczekujemy w najbliższych czasie m.in. na finalne decyzje w sprawie segmentu modułowego. Nowego podejścia wymaga także segment deweloperski (m.in. patowa kwestia dalszych etapów projektu JV w Poznaniu sprawia, że spółka realny bank ziemi pod przyszłe projekty opiera o Radom i punktowe inwestycje w Warszawie/Trójmieście). W obszarze budowlanym spółka chce opierać wzrost głównie na infrastrukturze (także wejście w segment kolejowy w konsorcjach) i energetyce. W kubaturze priorytetem raczej nie będzie wzrost a rentowność i dywersyfikacja portfela. W 2025 roku zakładamy poprawę łącznych wyników w segmentach budowlanych, a z kolei słabszy rezultat w deweloperce (spadek liczby przekazanych mieszkań)

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	596,5	732,5	22,8%	2 429,8	2 558,2	5,3%	2 541,8	-0,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	-84,1	41,1	---	-37,8	165,7	---	175,8	6,1%
Zysk na sprzedaży	-121,6	11,1	---	-124,6	63,4	---	68,2	7,5%
EBITDA	-129,4	19,3	---	-109,4	200,7	---	98,9	-50,7%
EBIT	-136,7	11,1	---	-137,8	170,3	---	68,2	-60,0%
Zysk brutto	-155,7	-4,9	---	-177,3	126,6	---	42,9	-66,1%
Zysk netto	-135,4	-4,5	---	-165,9	42,0	---	33,3	-20,8%
Marża brutto ze sprzedaży	-14,1%	5,6%		-1,6%	6,5%		6,9%	
Marża na sprzedaży	-20,4%	1,5%		-5,1%	2,5%		2,7%	
marża EBITDA	-21,7%	2,6%		-4,5%	7,8%		3,9%	
marża EBIT	-22,9%	1,5%		-5,7%	6,7%		2,7%	
marża netto	-22,7%	-0,6%		-6,8%	1,6%		1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analizy:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	152,4	P/E	2,6	30,8	10,2	8,6
MC [mln PLN]	1249,3	EV/EBITDA	7,7	6,8	5,2	4,9
		EV/EBIT	2,8	7,4	5,2	4,9
		P/BV	1,2	1,2	1,0	1,0

- Paliwa. W 4Q'24 premie łądowe (liczone dla wyrobów ARA) były porównywalne do 3Q'24, natomiast rok temu były na niskich poziomach w okolicy wyborów parlamentarnych jesienią'23. W naszej opinii 4Q'24 powinien być w miarę porównywalny w ujęciu q/q (dobry okres dla obszaru Bio oraz rynku ukraińskiego). Zakładamy ok. 33 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs -44 mln PLN w 4Q'23).
- LPG. Spodziewamy się słabego kwartału – wysoka podaż LPG przez wprowadzeniem w grudniu'24 sankcji wpływała negatywnie na marżowość. Zakładamy EBITDA na poziomie -1 mln PLN (vs +9 mln PLN rok temu i 5-8 mln PLN w 1-3Q'24). Podaż rosyjskiego LPG i próby „testowania” szczelności sankcji mogą być jeszcze odczuwalne na początku 1Q'25. W kolejnych miesiącach spodziewane jest jednak zawężanie spreadu cenowego vs benzyna.
- Stacje paliw. W 4Q'24 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r. Spodziewamy się ponad 4 mln PLN EBITDA vs <4 mln PLN rok temu.
- Bitumeny. Końcówka roku to sezonowo słabszy okres, jednocześnie otoczenie rynkowe pozostawało sprzyjające. Biznes bitumenowy performuje nadszyczenie dobrze, co będzie skutkować koniecznością zapłaty earn-out dla Orlenu. Spodziewamy się 4 mln PLN EBITDA (vs 8 mln PLN rok temu), w czym ujmujemy ok 19 mln PLN earn-out.
- Infrastruktura. Rok temu w 4Q'23 segment miał mocny wynik związany m.in. z rocznym rozliczeniem umów take-or-pay. W 2024 roku wyniki są bardziej wygładzone sezonowo. W 4Q'24 spodziewamy się mimo to dobrego operacyjnie kwartału i 24 mln PLN EBITDA (vs 36 mln PLN rok temu).
- Pozostałe segmenty. W segmencie gazu ziemnego 4Q'24 według naszych szacunków powinien być słabszy r/r ze względu na słabsze warunki do tradingu (12 mln PLN EBITDA vs 22 mln PLN rok temu). W przypadku innych segmentów (energia elektryczna, PV, paliwa stałe) w 4Q'24 spodziewamy lekko dodatniej kontrybucji do wyników. Przyjmujemy ok 24 mln PLN kosztów korporacyjnych.
- Podsumowując spodziewamy się 57,5 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy 5,6 mln PLN zysku.
- Outlook. W 2025 spodziewamy się lepszego wyniku w segmencie Paliw (m.in. dobre warunki zakupowe w rocznych kontraktach). Wyższe oczekiwania wiążemy z segmentem LPG (pozytywny wpływ sankcji na rynek). Liczymy na nieco lepszy r/r wynik Bitumenów (m.in. rozwój tradingu) i Infrastruktury. Trudne do utrzymania mogą być marże z 2024 w Detalu.

Prognozy wyników na 4Q'2024

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 025	2 991	-1,1%	12 913	13 126	1,6%	12 695	-3,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	116,8	195,1	67,0%	723,6	765,5	5,8%	790,2	3,2%
Zysk na sprzedaży	-41,9	27,0	---	127,3	140,6	10,5%	172,1	22,4%
EBITDA skoryg	46,6	57,5	23,5%	242,5	290,7	19,9%	352,4	21,3%
Paliwa	-44,3	33,1	---	43,1	81,9	90,2%	122,1	49,1%
LPG	8,7	-0,7	---	50,0	18,1	-63,8%	45,0	148,9%
Stacje paliw	3,6	4,3	19,5%	6,8	16,1	137,7%	15,8	-2,1%
Bitumeny	7,7	4,0	-48,0%	73,3	98,8	34,8%	107,6	8,9%
Infrastruktura	36,1	23,7	-34,3%	49,9	87,2	74,7%	95,1	9,0%
pozostałe	34,8	-6,8	---	19,4	-11,5	---	-33,1	---
EBITDA	460,5	57,5	-87,5%	669,0	265,3	-60,3%	352,4	32,8%
EBIT	411,7	23,5	-94,3%	574,9	131,1	-77,2%	214,4	63,6%
Zysk brutto	386,8	6,9	-98,2%	508,7	58,6	-88,5%	151,7	158,8%
Zysk netto	395,8	5,6	-98,6%	487,2	40,5	-91,7%	122,9	203,1%
Marża brutto ze sprzedaży	3,9%	6,5%		5,6%	5,8%		6,2%	
Marża na sprzedaży	-1,4%	0,9%		1,0%	1,1%		1,4%	
marża EBITDA	1,5%	1,9%		1,9%	2,2%		2,8%	
marża EBIT	13,6%	0,8%		4,5%	1,0%		1,7%	
marża netto	13,1%	0,2%		3,8%	0,3%		1,0%	

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'24	3Q'24	4Q'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	3 473,7	3 651,8	2 990,9
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	222,7	170,9	195,1
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	61,7	9,9	27,0
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	80,4	105,3	57,5
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	7,6	31,0	33,1
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	5,4	7,6	-0,7
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	5,7	-1,0	11,7
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	3,4	5,0	5,5
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	-1,0	-0,1	0,3
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	3,7	6,7	4,3
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	44,6	53,1	4,0
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	23,9	19,9	23,7
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	1,1	1,5	-0,4
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	-13,9	-18,3	-24,0
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	92,1	42,2	57,5
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	10,6	17,3	33,1
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	5,7	8,8	-0,7
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	5,0	6,5	11,7
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	3,4	5,0	5,5
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	-1,0	-0,1	0,3
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	2,7	5,8	4,3
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	56,5	-8,3	4,0
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	22,0	23,9	23,7
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	1,1	1,5	-0,4
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	-13,9	-18,3	-24,0
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	58,0	8,7	23,5
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	51,0	-24,3	6,9
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	38,5	-20,6	5,6
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	945,2	847,1	726,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

VOXEL**Kupuj, TP 134,3 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	142,0	P/E	19,7	15,7	13,7	12,4
MC [mln PLN]	1 491,4	EV/EBITDA	10,6	9,0	8,0	7,2
		EV/EBIT	13,8	12,3	10,9	9,7
		P/BV	5,1	4,6	3,8	3,5

Diagnostyka

W 4Q'24 oczekujemy wzrostu wolumenów badań diagnostycznych w stosunku do 4Q'23, przy jednoczesnym spadku w stosunku do 3Q'24. W zakresie tomografii komputerowej jest to związane z zamykaniem mniejszych pracowni. Spółka większy nacisk kładzie na wyżej rentowne badania rezonansu magnetycznego. W 4Q'24 spodziewamy się zamknięcia jednej pracowni TK i spadku liczby badań do 27,2 tys. (-6,7% r/r) w Voxelu. W Scanie i Rezonansie Powiśle szacujemy ok. 4,3 tys. badań TK, co oznacza wzrost o +7,5% r/r. Spółka informowała o trwającej wymianie sprzętu. W naszej opinii mogło to hamować wolumeny badań RM i PET. W przypadku rezonansu na poziomie grupy oczekujemy wzrostu liczby badań +5% r/r. Dla PET i SPECT przyjmujemy po 4,4 tys. wykonanych badań, co oznacza wzrost o odpowiednio +0,2% r/r i +20,1% r/r. W skali roku na poziomie grupy zakładamy wzrost wolumenów o +7,0% r/r.

IT i wyposażenie pracowni

Ostatni szacowany backlog Alterisa wynosi 110 mln PLN. Oczekujemy, że przychody segmentu przewyższą go, podobnie jak w poprzednich latach. W 4Q'24 szacujemy ok. 38,9 mln PLN przychodów, co oznacza, że w całym 2024 r. sprzedaż powinna osiągnąć poziom 120 mln PLN. Spodziewamy się delikatnie niższej marży EBITDA (14% vs 15% rok wcześniej) ze względu na konsolidację spółki Radpoint.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 4Q'24 zakładamy wykonanie 150 procedur wobec 143 rok wcześniej. Implikuje to wzrost przychodów do 3,5 mln PLN (+15,5% r/r).

Na poziomie grupy oczekujemy lekkiego wzrostu przychodów (+6,1% r/r), przy wzroście marży EBITDA do 35,1% vs 32,9% rok wcześniej. Zakładamy, że podwyżki wynagrodzeń dla kadry medycznej zostaną przesunięte na 1Q'25, dlatego w 4Q'24 wzrost kosztów z tego tytułu nie powinien być znaczący. W 4Q'24 prognozujemy 46,6 mln PLN EBITDA (+13,1% r/r) oraz 25,9 mln PLN zysku netto (+14,5% r/r). W ujęciu rocznym oznacza to wzrost przychodów do 500,0 mln PLN (+17,9% r/r), EBITDA do 172,4 mln PLN (+17,2% r/r) oraz zysku netto do 94,9 mln PLN (+25,6% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	125,3	132,9	6,1%	424,2	500,0	17,9%
Wynik brutto na sprzedaży	38,1	42,5	11,4%	140,3	157,3	12,1%
EBITDA	41,2	46,6	13,1%	147,1	172,4	17,2%
Diagnostyka	38,7	45,8	18,3%	154,0	177,6	15,3%
Neurochirurgia	1,6	1,9	20,7%	6,4	7,6	19,0%
IT i wyposażenie pracowni	6,1	5,6	-7,9%	14,1	16,0	13,6%
Szpitalnictwo	0,7	0,0		-1,2	0,0	
Wyłączenia	-5,9	-6,7		-26,1	-28,8	
EBIT	31,0	34,9	12,7%	112,7	125,6	11,5%
Zysk brutto	27,9	32,9	18,1%	102,2	118,5	15,9%
Zysk netto	22,7	25,9	14,5%	75,5	94,9	25,6%
dz. kontynuowana	22,1	25,9	17,5%	82,2	94,9	15,4%
dz. zaniechana	0,6	0,0		-6,7	0,0	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,4%	32,0%		33,1%	31,5%	
Marża EBITDA	32,9%	35,1%		34,7%	34,5%	
Marża EBIT	24,7%	26,3%		26,6%	25,1%	
Marża zysku netto	18,1%	19,5%		17,8%	19,0%	

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

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

WIRTUALNA POLSKA

Akumuluj, TP 96,2 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 21 października 2024 r.

			2023	2024E
Kurs [PLN]	74,0	P/E	14,1x	15,0x
Kapitalizacja [PLN m]	2 191	EV/EBITDA	6,4x	6,4x
EV [PLN m]	2 599	EV/EBIT	9,7x	10,0x
Data publikacji raportu za Q4 2024	2025-03-25			

Założenia dla WPL na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	2023	2024E	y/y
Przychody	361,5	388,9	7,6%	1 436,8	1 557,0	8,4%
Reklama i subskrypcje	203,7	213,1	4,6%	686,8	715,9	4,2%
Turystyka	94,0	107,7	14,5%	494,7	586,5	18,5%
Finanse konsumenckie	46,6	49,2	5,5%	199,5	194,2	-2,6%
skor. EBITDA	113,0	121,1	7,2%	439,0	457,4	4,2%
Reklama i subskrypcje	89,9	96,1	7,0%	277,5	269,5	-2,9%
Turystyka	15,3	16,1	5,7%	132,5	155,7	17,5%
Finanse konsumenckie	6,5	7,7	18,7%	26,5	29,5	11,2%
EBITDA	108,5	109,4	0,8%	427,2	428,4	0,3%
Amortyzacja	34,2	39,8	16,5%	146,0	156,9	7,5%
EBIT	74,3	69,5	-6,4%	281,2	271,6	-3,4%
Saldo finansowe	-14,8	-15,8	---	-61,3	-60,4	---
Wynik brutto	56,3	54,6	-3,0%	218,7	211,1	-3,5%
Wynik netto	42,4	38,4	-9,3%	164,0	156,4	-4,6%
wynik przypisany akcjonariuszom	39,3	35,2	-10,5%	155,8	146,1	-6,2%
EBITDA skor. marża %	31,2%	31,1%	-0,1%	30,6%	29,4%	-1,2%
Reklama i subskrypcje	44,1%	45,1%	1,0%	40,4%	37,6%	-2,8%
Turystyka	16,2%	15,0%	-1,3%	26,8%	26,6%	-0,2%
Finanse konsumenckie	14,0%	15,7%	1,8%	13,3%	15,2%	1,9%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

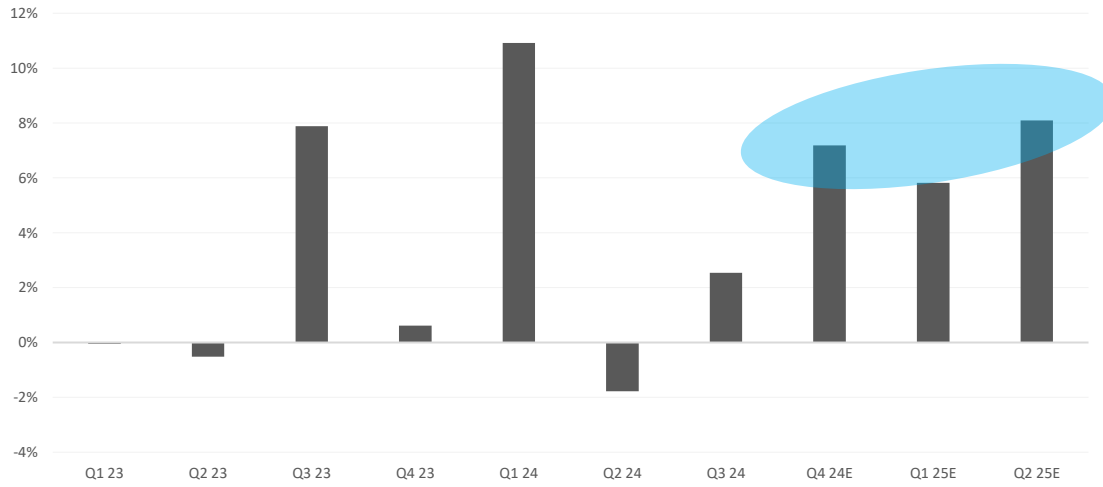
Nasz scenariusz bazowy na Q4 2024 zakłada stopniową poprawę dynamiki wzrostu przychodów w segmencie reklama i subskrypcje. Liczymy na dobre odczyty z biznesu subskrypcyjnego oraz niskie dynamiki wzrostu na wpływach reklamowych. W modelu za Q4 2024 spodziewamy się wzrostu wartości sprzedaży w tym segmencie o 4,6% r/r. Na poziomie skor. EBITDA w omawianej dywizji biznesowej założyliśmy wzrost odczytu w ujęciu r/r o 7,2% r/r. (z 89,9 mln PLN do 96,1 mln PLN). W ujęciu całego 2024 roku skor. EBITDA segmentu według naszej symulacji może wynieść 269,5 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 2,9% r/r.

W segmencie turystyka przyjęliśmy założenie o ponad 14% wzroście przychodów w ujęciu r/r. Na poziomie skor. EBITDA w Q4 2024 prognozujemy dla segmentu odczyt rzędu 16,1 mln PLN, co oznacza wzrost o 5,7% r/r. W ujęciu 2024 roku skor. EBITDA segmentu według nas może wynieść 155,7 mln PLN (+17,5% r/r).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, iż Q4 2024 powinien przynieść umiarkowany optymizm po słabych wcześniejszych kwartałach. Przychody skonsolidowane w Q4 2024 zakładamy na poziomie niespełna 389 mln PLN (+7,6% r/r). Na poziomie skor. EBITDA spółka według naszej prognozy może pokazać 121,1 mln PLN (+7,2% r/r).

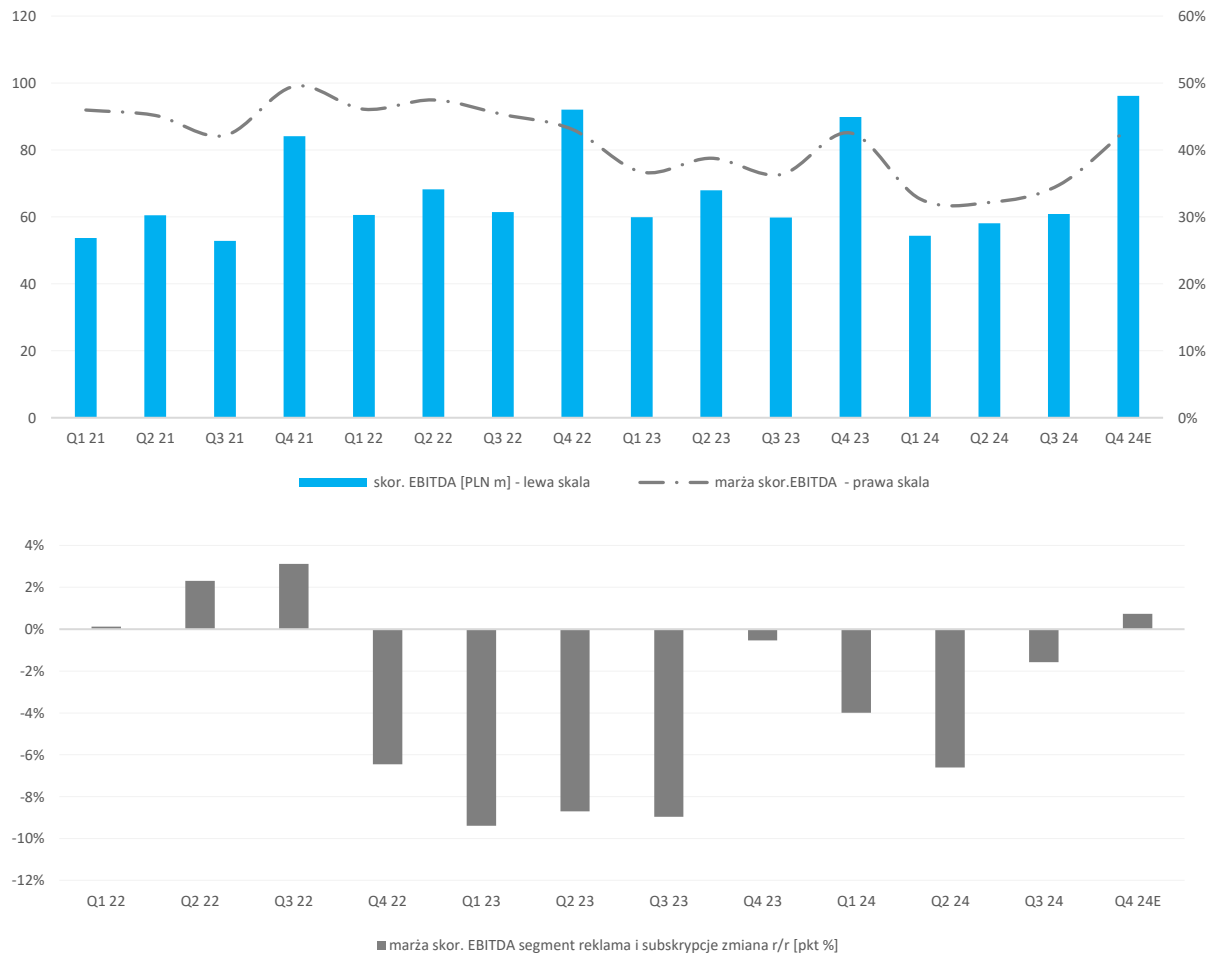
Raportowana EBITDA według naszych symulacji może wykazać odczyt płaski r/r (w Q4 2024 staramy się uwzględnić dodatkowe koszty związane z procesem ogłoszonego pod koniec grudnia projektu akwizycji Invia). Finalnie wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q4 2024 zakładamy na poziomie 35,2 mln PLN (-10,5% r/r). W ujęciu całego 2024 roku wynik netto przypisany akcjonariuszom, według naszej symulacji, może wynieść 146,1 mln PLN (-6,2% r/r).

Podsumowując, wraz z Q4 2024 spodziewamy się, że spółka (w obecnej strukturze; bez konsolidacji Invia) wejdzie w okres kilku kwartałów z wysokimi dynamikami wzrostu skor. EBITDA w relacji r/r. Tym samym akcentujemy, że po wielu kwartałach ścieżka wynikowa dla WPL może ulec zdecydowanej poprawie. Nasze oczekiwania związane są przede wszystkim z perspektywą powrotu do dodatnich dynamik skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje oraz utrzymaniem wzrostów w segmencie turystyka.

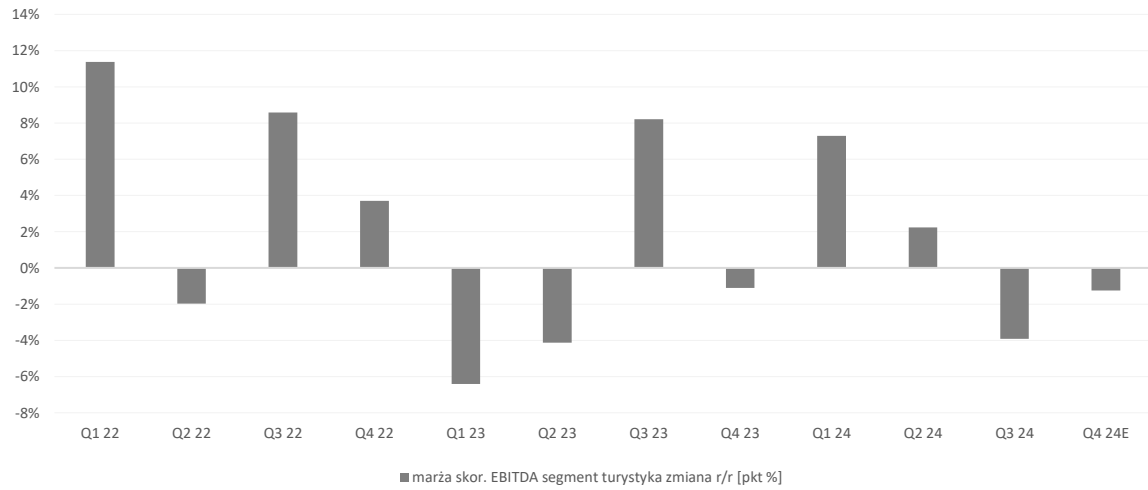
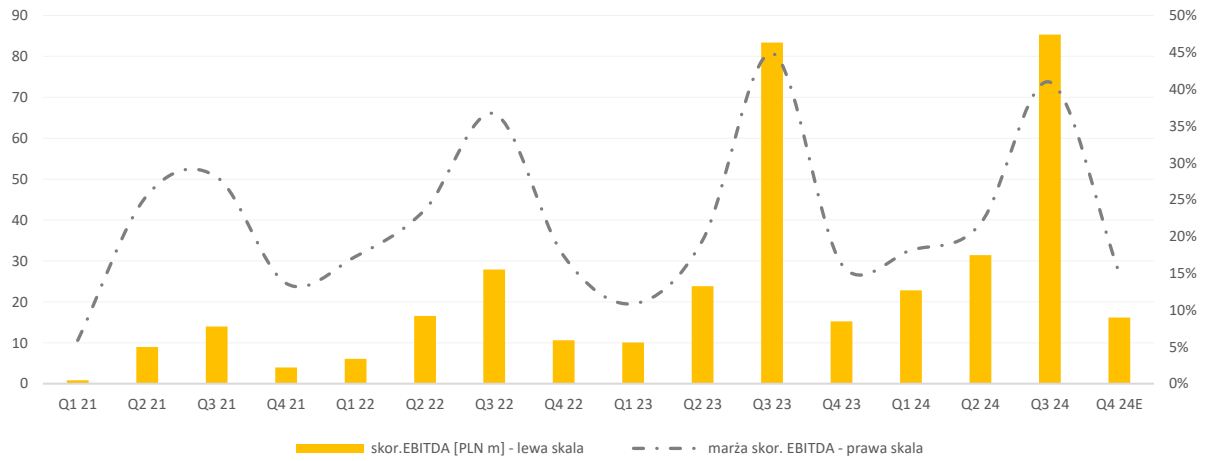
Oczekiwany powrót do dobrych dynamik skor. EBITDA w relacji r/r


dynamika r/r dla poszczególnych kwartałów w 2023 roku dotyczy odniesienia do danych pro forma z 2022 roku (efekty akwizycji m.in. Audioteka oraz Szallas)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZUE

Trzymaj, TP 11,0/akcję

Rekomendacja z dnia 22 sierpnia 2024 r

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	9,8	P/E	10,7	---	---	---
MC [mln PLN]	224,8	EV/EBITDA	2,0	---	---	---
		EV/EBIT	3,0	---	---	---
		P/BV	1,1	---	---	---

*prognozy w aktualizacji

- **Backlog.** Portfel wyniósł po 3Q'24 1,23 mld PLN (-40% r/r, -16% q/q). W 4Q'24 spółka nie pozyskała żadnych istotnych kontraktów, nie ma także istotnych przetargów z wybraną najkorzystniejszą ofertą. Ma natomiast złożoną najniższą cenę w przetargach PKP PLK: i) na 0,30 mld PLN oraz ii) w konsorcjum na 1,00 mld PLN (z tego 50% dla ZUE, część zasadnicza to 22% a 78% wartości to opcje).
- **Wyniki za ostatnie okresy.** Spółka miała rekordowy 2023 rok (głównie dzięki stronie przychodowej). W 1-3Q'24 spółka miała lekko dodatnią dynamikę przychodów (gł. kwestia dużego przerobu na kontrakcie na zajezdnię tramwajową Annopol w 1H'24) i podobnie wyższą r/r marżę (częściowo kwestia ugody na jednym z kontraktów kolejowych w 2Q'24).
- **Prognoza na 4Q'24/średnioterminowe.** W samym 4Q'24 spółka ukończyła kontrakt na zajezdnię Annopol. Finalizowane są także stare kontrakty dla PKP PLK z 2017, które z różnych powodów były problematyczne. Jesteśmy w trakcie aktualizacji naszych założeń. Prognozy na 4Q'24 przedstawimy w najbliższym czasie w osobnym materiale w ramach GPW PWPA.
- **Prognoza średnioterminowa.** Portfel spółki w ostatnich kwartałach systematycznie spadał (po 4Q'24 może on być około połowę niższy niż szczyt z 3Q'23, kiedy przekraczał 2,0 mld PLN). W ostatnich miesiącach PKP PLK rozpoczęła istotną ilość nowych postępowań przetargowych, jednak terminy składania ofert przez wykonawców były systematycznie przesuwane. Obecnie duża ilość terminów przypada na okres II-III'24. Zakładając kilkumiesięczny okres na wybór zwycięskich ofert i odwołania, można przyjmować, że kontrakty w optymistycznym scenariuszu wejdą do realizacji najwcześniej w 4Q'25. Strategia spółka zakłada szersze wychodzenie na rynki zagraniczne (np. Rumunia, kraje bałtyckie, Niemcy), aby ograniczyć ryzyko zależności od rynku polskiego.

Prognozy wyników na 4Q'2024 – w trakcie aktualizacji

	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	583,5	---		1 484,1	---		---	
Zysk brutto ze sprzedaży	25,8	---		55,9	---		---	
Zysk na sprzedaży	17,6	---		25,6	---		---	
EBITDA	20,9	---		45,2	---		---	
EBIT	17,2	---		30,4	---		---	
Zysk brutto	15,4	---		28,9	---		---	
Zysk netto	10,9	---		21,0	---		---	
Marża brutto ze sprzedaży	4,4%			3,8%				
Marża na sprzedaży	3,0%			1,7%				
marża EBITDA	3,6%			3,0%				
marża EBIT	2,9%			2,0%				
marża netto	1,9%			1,4%				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ŻABKA GROUP

			2023	2024P
Kurs [PLN]	24,0	P/E	66,6	36,2
MC [mln PLN]	23 970	EPS	0,4	0,7

Data publikacji szacunkowych wybranych danych finansowych i operacyjnych: 17.01.2025

Data publikacji skonsolidowanego raportu rocznego: 24.03.2025

Ocenia minionego kwartału i roku w świetle założeń z IPO

Grupa Żabka przy okazji pierwszej oferty publicznej na GPW zakomunikowała następujące cele operacyjne:

- Dwukrotny wzrost sprzedaży do klienta końcowego do 2028r. w porównaniu z 2023 rokiem, gdzie wówczas wartość ta wyniosła 22,8 mld PLN, zakładając podwojenie tej wielkości przez 5 lat (45,6 mld PLN), implikuje to średnią stopę wzrostu CAGR na poziomie **14,9%** przez 5 lat.
- Wzrost sprzedaży porównywalnej LFL w przedziale **7,5-9%** w bieżącym roku.
- Utrzymanie skorygowanej marży EBITDA w górnej granicy przedziału **12-13%**
- Powiększenie stacjonarnej sieci sklepów Żabka w Polsce do 14 500 placówek na koniec 2028r, co oznacza otwieranie ok. **900** sklepów rocznie.

Oceniając szacunkowe dane sprzedażowe i operacyjne za 4Q i cały 2024 rok opublikowane przez spółkę 17.01 wraz z uzupełniającymi je naszymi prognozami, spółka podąża ścieżką nakreśloną założeniami opisanymi w prospekcie.

- Sprzedaż do klienta końcowego w 2024r. rośnie w tempie **19,8%** r/r
- Wzrost LFL w całym roku wyniósł **8,3%** r/r
- Skorygowana marża EBITDA na poziomie **12,8%** w 2024
- W minionym roku otwarto w Polsce 995 sklepów i 60 w Rumunii

Prognozy wyników na 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Sprzedaż do klienta końcowego	5 832	6 889	18,1%	22 775	27 281	19,8%
Przychody ze sprzedaży	5 035	5 947	18,1%	19 806	23 673	19,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 031	1 217	18,1%	3 533	4 392	24,3%
Skorygowana EBITDA	836	988	18,1%	2 834	3 506	23,7%
EBITDA	805	951	18,1%	2 741	3 423	24,9%
EBIT	419	512	22,1%	1 383	1 750	26,5%
Zysk brutto	259	354	36,7%	514	882	71,8%
Zysk netto	213	284	33,6%	360	662	83,7%
marża brutto na sprzedaży	20,5%	20,5%	0,0%	17,8%	19,0%	1,2%
marża EBITDA skor. Do klienta kon	14,3%	14,3%	0,0%	12,4%	12,8%	0,4%
marża EBITDA	16,0%	16,0%	0,0%	13,8%	14,5%	0,6%
marża EBIT	8,3%	8,6%	0,3%	7,0%	7,4%	0,4%
marża zysku netto	4,2%	4,8%	0,6%	1,8%	2,8%	1,0%
EPS	0,21	0,28	33,6%	0,36	0,66	83,7%
LFL	10,6%	7,1%	-3,5%	10,8%	8,3%	-2,5%
L. sklepów sop	9 907	10 906 (34)	10,1%	9 021	10 014	11,0%
nowe otwarcia	107	163	52,3%	993	1 055	6,2%
I. sklepów eop	10 014	11 069 (60)	10,5%	10 014	11 069 (60)	10,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Uważamy, że w ocenie przyszłych wyników spółki kluczową rolę odegrają *i)* utrzymanie wskaźnika sprzedaży porównywalnej LFL na obecnym poziomie, w czym może pomóc wprowadzenie nowych produktów do asortymentu sklepów, *ii)* oraz podtrzymanie atrakcyjnych warunków współpracy dla przyszłych franczyzobiorców, co w rezultacie pozwoli Grupie utrzymać aktualne tempo otwierania kolejnych lokali.

Analitik:

Andrzej Wodecki
Andrzej.wodecki@bdm.pl
tel.: 032 208 14 39

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

[strategia.przemysl.media/rozrywka.TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

[oil&gas_budownictwo_materiały_budowlane_deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

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

[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Piotr Dedecjus

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

System rekomendacji:

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

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

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-01-31.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-01-31 (17:25 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-03-01.

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.

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

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 31.01.2025 roku:

	11 BIT STUDIOS	ARTIFEX	BIG CHEESE STUDIO	BOOMBIT	CD PROJEKT	CI GAMES	CREEPE IAR	FOREVER ENTERTAINMENT	HULLIGE GAMES	PCF GROUP	PLAYWAY	TEN SQUARE GAMES	ENTER AIR	ALLERON	ATAL	BUDIMEX	DECORA	DEKPOL	DOM DEVELOPMENT	ELEKTROTIM	FERRUD	FERRO	INSTAL KRAKÓW	KĘTY	MIRBUD	MOSTOSTAL ZABRZE	ONDE	
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	
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.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	

	PEKABEX	PKN ORLEN	RELPOL	SELENA FM	SNIEZKA	TORPOL	UNIBEP	UNIMOT	ZUE	ACORA	ATM GRUPA	CYFROWY POLSAT	DIGITAL NETWORK	KINO POLSKA	ORANGE POLSKA	PTWP	WIRTUALNA POLSKA	BIOMAXIMA	CELON PHARMA	ESOTIQ&HENDEYSON	NEUCA	PCC ROKITA	SYNTHAVERSE	SYNETIK	VOXEL	DINO POLSKA	EUROCASH	ŻABKA	
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	TAK	
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	TAK*	NIE	NIE	TAK*	NIE	TAK*	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	
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	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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	

*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