



Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

Utrzymujemy zalecenie Kupuj i podnosimy cenę docelową z 13,39 PLN/akcję do 14,05 PLN/akcję (22% powyżej obecnej ceny rynkowej). Aktualnie pozycjonujemy walory CPS jako jeden z ciekawszych obszarów inwestycyjnych w grupie dużych podmiotów notowanych na GPW. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 5,8x i 5,3x.

W naszym majowym raporcie (2024-05-08) mocno akcentowaliśmy tezę, że „zatrzymanie obserwowanych w poprzednich kwartałach negatywnych dynamik w wynikach jest już na wyciągnięcie ręki”. W bieżącej aktualizacji przyspieszamy ścieżkę odbudowy rezultatów CPS na poziomie skor. EBITDA. W szczególności nasza symulacja wskazuje, że dzięki mocnej dynamice wzrostu ARPU na klienta B2C odczyt EBITDA skor. w segmencie usług B2C i B2B w Q4 2024 może wykazać już symboliczny wzrost w ujęciu r/r, co byłoby przerwaniem dotkliwego dla CPS procesu erozji.

Na poziomie skonsolidowanym nasz model wskazuje, że po Q2 i Q3 2024 EBITDA skor. LTM może być w okolicy 3,04 mld PLN (w poprzednim raporcie analitycznym przygotowaliśmy się na scenariusz krótkotrwałego zejście poniżej progu 3 mld PLN). Za cały 2024 rok spodziewamy się, iż EBITDA skor. będzie w okolicy 3,165 mld PLN, co będzie oznaczało wzrost względem roku 2023 o 5,1%.

Nasza obecna symulacja na Q2 2024 na poziomie EBITDA skor. jest wyższa o około 6% względem założeń zawartych w raporcie analitycznym z dnia 2024-05-08 (jest 815,7 mln PLN vs 768 mln PLN). Rewizja w górę to efekt bardziej optymistycznego nastawienia do segmentu B2C i B2B (dynamiczna poprawa ARPU w ujęciu r/r) oraz zakładanym wyższym wynikiem w segmencie zielonej energii. W segmencie mediowym oczekujemy dobrych dynamik przychodowych z reklamy telewizyjnej. Przyjęliśmy założenie, że odczyt CPS w wpływów reklamy będzie tylko niewiele poniżej danych szerokiego rynku (przypominamy, że w czerwcu'24 odbywały się już transmisje Mistrzostw Europy w piłce nożnej). Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że w Q2 2024 przychody spółki wzrosły o 5,8% r/r. Odczyt EBITDA skor. według naszej symulacji mógł wynieść 815,7 mln PLN (+2,2% r/r).

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem [PLN m]	12 915	13 626	13 996	14 347	14 860	15 115
EBITDA skor. [PLN m]	3 352	3 012	3 165	3 357	3 667	3 775
EBIT [PLN m]	1 642	1 312	1 388	1 349	1 621	1 750
Wynik netto [PLN m]	900	279	265	277	433	594
P/E	8,2	26,5	27,8	26,6	17,0	12,4
EV/EBITDA skor.	4,9	6,0	5,8	5,3	4,8	4,4
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
DPS [PLN]	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Rentowność dywidendy	10%	0%	0%	0%	0%	4%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 14,05 PLN

22 LIPIEC 2024, 09:52 CEST

Wycena końcowa [PLN]	14,05
Wycena DCF	14,15
Wycena mnożnikowa [PLN]	13,94
Potencjał do wzrostu / spadku	+22%

Kurs [PLN]	11,52
Kapitalizacja [PLN mld]	7,37
Ilość akcji [m]	639,5
1M średni obrót [PLN m]	9,2

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	5,2	3,5
6M stopa zwrotu	-2,7	-17,3
YTD stopa zwrotu	1,9	-7,5
12M stopa zwrotu	15,2	-5,2

(1) - absolutna stopa zwrotu

(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat [% głosów]:	
Zygmunt Solorz (wraz z powiązаныmi)	70,36%
Pozostali akcjonariusze	29,64%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.



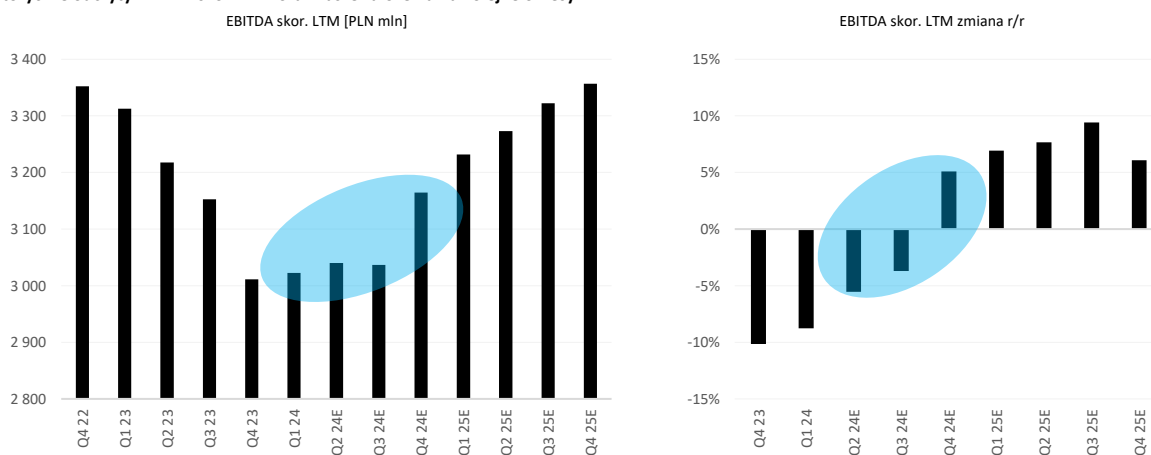
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE CPS ZA Q1 2024.....	7
DŁUG FINANSOWY	8
PROGNOZA NA Q2 2024	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	10

WYCENA I PODSUMOWANIE

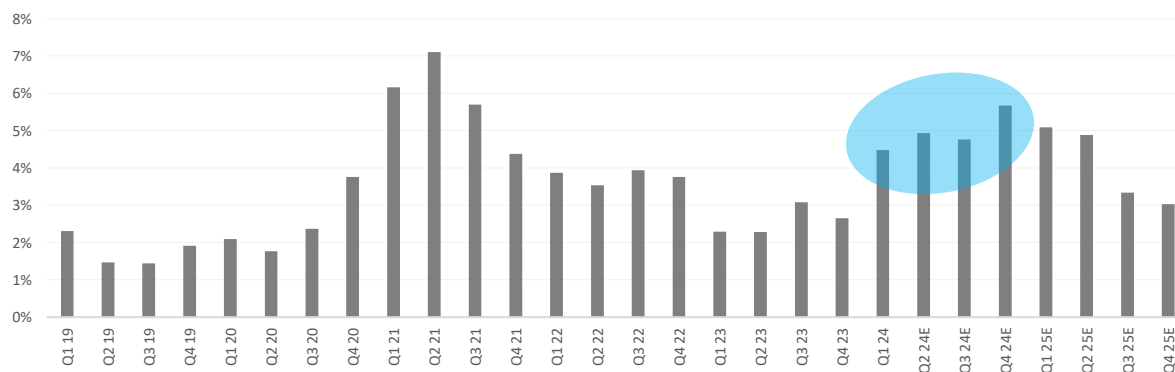
Zaprezentowane dane operacyjne za Q1 2024 w naszym odczuciu wskazują na pozytywne impulsy dla dalszej części 2024 roku. W naszym majowym raporcie (2024-05-08) akcentowaliśmy mocno tezę, że „zatrzymanie obserwowanych w poprzednich kwartałach negatywnych dynamik w wynikach jest już na wyciągnięcie ręki”. **W bieżącej aktualizacji przyspieszamy ścieżkę odbudowy rezultatów CPS na poziomie EBITDA skor.** W szczególności nasza symulacja wskazuje, że dzięki odczuwalnemu przyspieszeniu dynamiki wzrostu ARPU dla klienta B2C w segmencie usług B2C i B2B w Q4 2024 odczyt EBITDA skor. może wykazać już symboliczny wzrost w ujęciu r/r, co byłoby przerwaniem dotkliwego dla CPS procesu erozji.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Utrzymujemy zalecenie Kupuj i podnosimy cenę docelową z 13,39 PLN/akcję do 14,05 PLN/akcję (22% powyżej obecnej ceny rynkowej). Aktualnie pozycjonujemy walory CPS jako jeden z ciekawszych obszarów inwestycyjnych w grupie dużych podmiotów notowanych na GPW. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 5,8x i 5,3x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 14,15 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2025-2026 wskazuje na cenę 13,94 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 14,05 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny CPS

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	14,15
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	13,94
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	14,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszej symulacji przyjęliśmy powrót strumienia dywidend dla akcjonariuszy w 2027 roku. Spodziewamy się, że na koniec 2026 roku wskaźnik dług netto skor. (dług netto z uwzględnieniem wartości pakietu Asseco i akcji własnych) do EBITDA skor. będzie w okolicy 2,8x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 3,1x). Jednocześnie nasza analiza wskazuje, że relacja długu netto skor. ale bez zadłużenia projektowego do odczytów EBITDA skor. ale bez uwzględnienia segmentu zielonej energii na koniec 2026 roku może wynieść blisko 2,2x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 2,4x).

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spółka jest w trakcie realizacji strategii, której nowym filarem jest segment zielonej energii (głównie farmy wiatrowe oraz PV). Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024-2025 spółka poniesie wydatki inwestycyjne na realizowane projekty energetyczne odpowiednio 1,19 mld PLN i 1,2 mld PLN. W analizie nie uwzględniamy realizacji nowych projektów OZE. Duża część przychodów segmentu w naszej symulacji oparta jest o długoterminowe kontrakty PPA. Należy mieć na uwadze ryzyko błędu naszej symulacji dotyczące zwłaszcza średnioterminowej i długoterminowej rentowności tego segmentu.

Spółka według naszego modelu może powrócić do wypłat dywidend w 2027 roku. Zwracamy uwagę, że podmioty z obszaru telko (wskazane w analizie porównawczej) obecnie charakteryzują się rentownością dywidend w okolicy 6%. Przypominamy również względnie słabe historyczne zachowanie walorów Orange w „okienku czasowym” na 2-3 lata przed zakładanym przez konsensus powrotem do możliwości wypłaty dywidend.

Zadłużenie spółki oparte jest o oprocentowanie zmienne. Zatem należy mieć na uwadze dużą wrażliwość salda finansowego na przyszły poziom stóp procentowych.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,6%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,9 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o przedstawioną symulację. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym, przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 11%.

Skorygowany dług netto liczony jest na koniec 2023 roku (uwzględnia dodatkowo wartość rynkową posiadanego pakietu Asseco oraz akcje własne).

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na poziomie 8,71 mld PLN, czyli 14,15 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-10-31.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
	8,0%	17,31	18,66	20,23	22,05	24,21	26,81	29,99
	9,0%	15,08	16,12	17,31	18,66	20,23	22,05	24,21
	10,0%	13,32	14,15	15,08	16,12	17,31	18,66	20,23
WACC	11,0%	11,90	12,58	13,32	14,15	15,08	16,12	17,31
	12,0%	10,73	11,29	11,90	12,58	13,32	14,15	15,08
	13,0%	9,74	10,21	10,73	11,29	11,90	12,58	13,32
	14,0%	8,90	9,31	9,74	10,21	10,73	11,29	11,90

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	13 996	14 347	14 860	15 115	15 378	15 643	15 908	16 179	16 457	16 740
EBITDA [PLN m]	3 165	3 357	3 667	3 775	3 864	3 954	4 031	4 099	4 165	4 227
EBIT [PLN m]	1 192	1 349	1 621	1 750	1 880	2 011	2 127	2 234	2 337	2 436
NOPAT [PLN m]	965	1 092	1 313	1 418	1 523	1 629	1 723	1 809	1 893	1 973
Amortyzacja [PLN m]	1 973	2 008	2 046	2 025	1 984	1 943	1 904	1 866	1 828	1 792
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m N]	-66	-78	-134	-118	-86	-89	-53	-54	-56	-57
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-2 370	-2 030	-2 131	-1 182	-1 203	-1 652	-1 392	-1 417	-1 442	-1 468
FCFF [PLN m N]	502	993	1 094	2 143	2 217	1 831	2 181	2 204	2 223	2 240
Suma PV FCFF [PLN m]	10 419									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	10 034									
Wartość firmy EV [PLN m]	20 453									
Dług netto skor. 2023 eop [PLN m]	10 620									
Inne korekty (udziały mniejszości) [PLN m LN]	783									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,0%
Wartość kapitału [PLN m]	9 050									WACC w okresie rezydualnym: 11%
Ilość akcji [szt. m]	640									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,15									

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	2,7%	2,5%	3,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża EBITDA	23%	23%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Marża EBIT	9%	9%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	14%	15%
CAPEX / Przychody	17%	14%	14%	8%	8%	11%	9%	9%	9%	9%
D / E	204%	178%	149%	130%	109%	91%	76%	64%	53%	44%
E / (E+D)	33%	36%	40%	44%	48%	52%	57%	61%	65%	69%
D / (E+D)	67%	64%	60%	56%	52%	48%	43%	39%	35%	31%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Beta nielewarowana	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Beta lewarowana	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Kosz kapitału własnego	18,0%	17,1%	16,2%	15,6%	14,9%	14,4%	13,9%	13,5%	13,2%	12,9%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
WACC	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%	11,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Nasze podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 13,94 PLN/akcję. Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2025-2026 w wysokości 5,5x (poprzednio było to 6,0x i odnosiliśmy się do lat 2024-2026). Zwracamy uwagę, iż w strukturze wyników CPS występuje silny filar z ekspozycją na obszar mediowy oraz nowy segment zielonej energii. Jednocześnie zwracamy uwagę, że najbliższy strumień dywidend z CPS w naszym modelu pojawia się w 2027 roku (obecna rentowność dywidend z grupy porównawczej według mediany to prawie 6%).

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-2026						
	4,50	5,00	5,25	5,50	5,75	6,00	6,50
Cena docelowa [PLN/akcję]	8,45	11,20	12,57	13,94	15,32	16,69	19,44

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

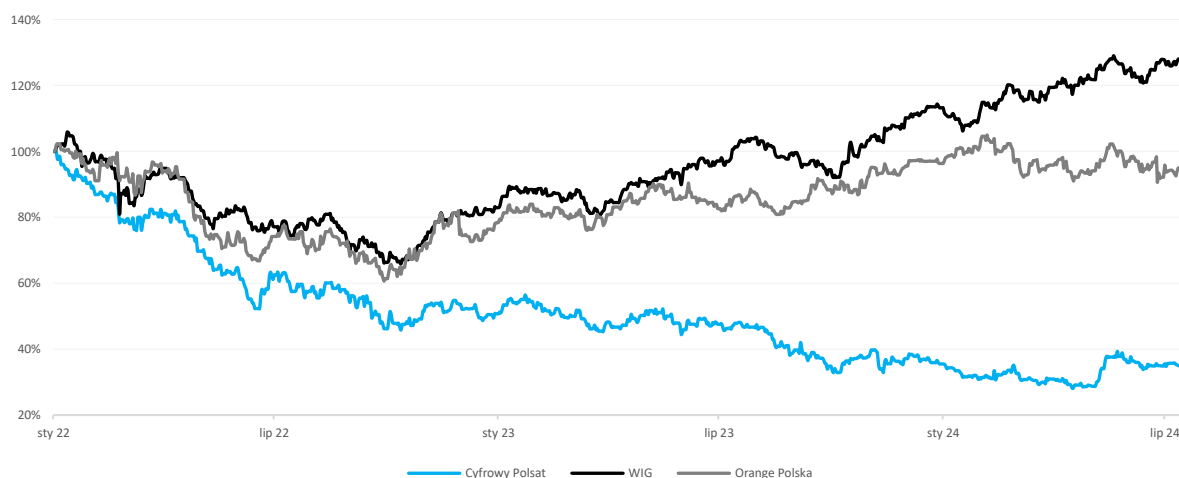
	P/E		EV/EBITDA	
	2024E	2025E	2024E	2025E
ORANGE FRANCE	9,5	8,5	5,5	5,3
TELENOR	11,8	15,3	7,4	7,3
DEUTSCHE TELEKOM	13,2	11,9	6,3	6,0
KPN	17,4	15,9	8,3	8,0
TELEFONICA	12,7	11,8	5,0	5,0
TELEKOM AUSTRIA	9,0	8,2	4,1	3,9
HELLENIC TELECOM	10,7	9,9	4,7	4,6
TELIA	19,3	16,7	6,8	6,6
VODAFONE	10,2	8,4	6,2	6,0
ELISA	17,9	17,0	10,9	10,5
PROXIMUS	6,9	7,0	3,5	3,4
BT GROUP	7,6	7,5	4,2	4,2
SWISSCOM	16,2	16,3	7,6	7,4
TELECOM ITALIA			6,1	6,0
ORANGE POLSKA	11,5	11,3	4,2	4,0

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2024 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła ok 6,1x.

Zdecydowana większość wskazanych podmiotów wypłaca dywidendy (mediana rentowności wynosi prawie 6%).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs CPS na tle indeksu WIG oraz Orange Polska



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE CPS ZA Q1 2024

Finalnie na poziomie skonsolidowanym odczyt EBITDA skor. za Q1 2024 był o 1,5% wyższy w relacji r/r i o 3% ponad nasze wcześniejsze założenia (772,3 mln PLN versus 751,3 mln PLN). EBITDA skor. segmentu B2C i B2B wyniosła ok 634 mln PLN, co oznacza spadek o 4,4% r/r. Zwracamy uwagę, że dynamika erozji była odczuwalnie mniejsza niż w poprzednich kwartałach 2023 roku. W segmencie mediowym EBITDA skor. spadła o 1,7% r/r do poziomu 90,9 mln PLN. Z kolei EBITDA skor. w segmencie zielonej energii to 47,3 mln PLN (znacząca poprawa względem poprzednich kwartałów).

Wyniki CPS w Q1 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q1 23	Q1 24	y/y	Q1 23 LTM	Q1 24 LTM	y/y	Q1 24E	realizacja
Przychody razem	3 199,3	3 405,0	6,4%	13 127,9	13 832,0	5,4%	3 451,0	99%
detaliczne od klientów indyw. i biznesowych	1 733,8	1 770,6	2,1%	6 963,7	7 023,9	0,9%	1 753,0	101%
hurtowe	792,3	749,7	-5,4%	3 510,9	3 337,3	-4,9%	763,3	98%
sprzedaż sprzętu	484,9	425,9	-12,2%	1 953,5	1 862,7	-4,6%	441,3	97%
pozostałe	188,3	458,8	143,6%	699,8	1 608,1	129,8%	493,6	93%
Koszty operacyjne	-2 891,9	-3 116,3	7,8%	-11 658,0	-12 713,2	9,1%	-3 205,9	97%
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-462,5	-481,0	4,0%	-1 845,2	-1 918,9	4,0%	-495,5	97%
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-276,1	-304,0	10,1%	-1 065,5	-1 186,1	11,3%	-298,2	102%
inne koszty	-2 153,3	-2 331,3	8,3%	-8 747,3	-9 608,2	9,8%	-2 412,2	97%
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	0,0	10,0	---	153,2	229,7	49,9%	0,0	
Pozostałe przychody / koszty	-8,7	154,0	---	-2,5	117,1	-4784,0%	172,5	89%
EBITDA skorygowana	761,2	772,3	1,5%	3 312,6	3 022,6	-8,8%	751,3	103%
EBIT	298,7	452,7	51,6%	1 620,6	1 465,6	-9,6%	417,7	108%
Wynik działalności inwestycyjnej	20,8	19,2	-7,7%	37,4	160,8	329,9%	90,6	21%
Saldo finansowe netto	-255,7	-201,3	-21,3%	-828,8	-1 027,5	24,0%	-268,9	75%
Wynik brutto	84,1	270,6	221,8%	929,3	608,3	-34,5%	239,3	113%
Wynik netto	64,5	180,1	179,2%	749,6	394,1	-47,4%	174,3	103%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

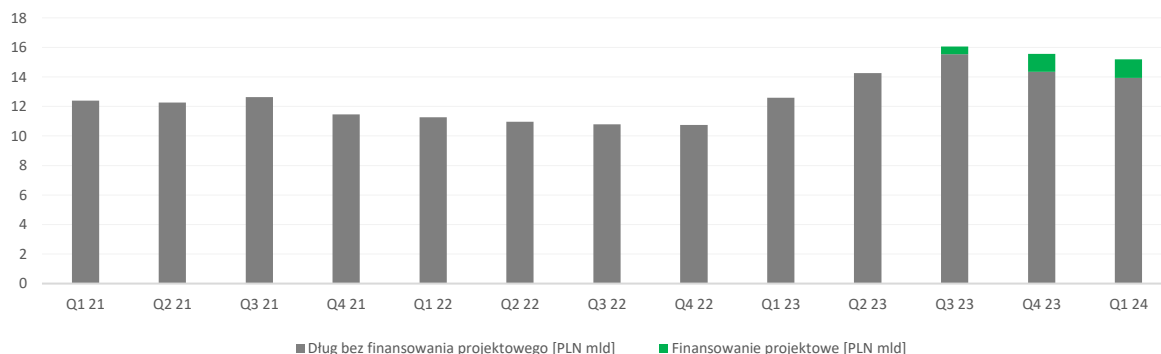
- Akcentujemy wykazany w Q1 2024 wzrost ARPU w usługach kontraktowych na poziomie +4,5% r/r. Przypominamy, że średnio w poszczególnych kwartałach 2023 roku dynamika APPU była w okolicy 2,6%.
- Początek 2024 roku to także wysokie jednocyfrowe dynamiki wzrostu r/r wartości rynku reklamy telewizyjnej (po punktowym zaburzeniu odczytu z Q4 2023). Spółka w komentarzu do wyników podtrzymała swoje założenia całoroczne i oczekuje, iż rynek reklamy i sponsoringu w całym 2024 roku będzie „rosł w niskim jednocyfrowym tempie”. Jednocześnie jednak zwracamy uwagę na dwa aspekty. W bieżącym roku widać skutki refarmingu TVP (poprzednio negatywnie odczuli to nadawcy prywatni, w tym anteny Polsatu). Dodatkowo wprowadzone zostały zmiany w metodologii pomiaru widowni (ujęcie widzów poza miejscem zamieszkania – OOH). Spółka szacuje, że skutkiem tej zmiany jest wzrost zasobów reklamowych, które mogą zostać zaoferowane reklamodawcom o ok 4% w okresie Q2-Q4 2024 (przy utrzymaniu pozostałych parametrów bez mian).
- Wyniki segmentu zielona energia są również dla nas pozytywnym impulsem i w kolejnych kwartałach powinny być widoczne m.in. efekty wcześniejszego uruchomienia projektu w Przyrowie (instalacja turbin zakończona przed harmonogramem; uruchomienie w Q3 2024).

DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec Q1 2024 wyniósł ok 12,5 mld PLN (bez uwzględnienia wartości posiadanego pakietu Asseco oraz akcji własnych). Wskaźnik dług netto do EBITDA LTM na koniec marca'24 wyniósł 3,7x.

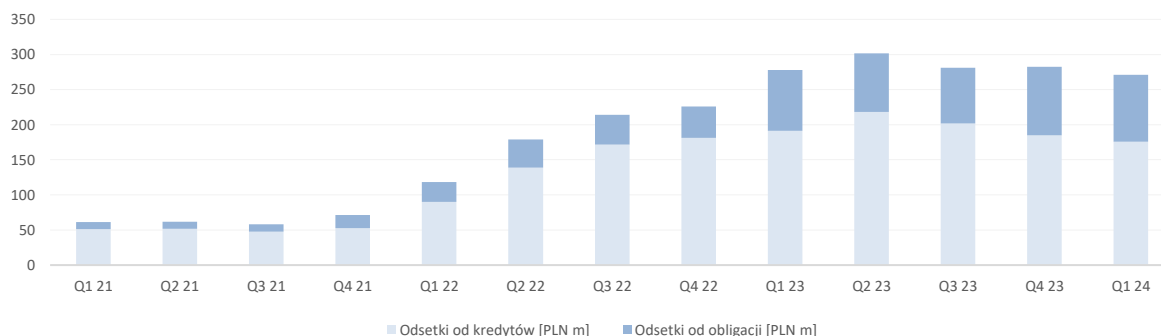
Na koniec 2023 roku zdecydowana większość długu oparta była o zmienną stopę. Średnioważony koszt odsetek od kredytów i obligacji (bez finansowania projektowego i kosztów leasingu) wyniósł 8,5% (podobnie jak na koniec Q4 2023).

Zadłużenie brutto CPS (z podziałem na finansowanie projektowe – energetyka)



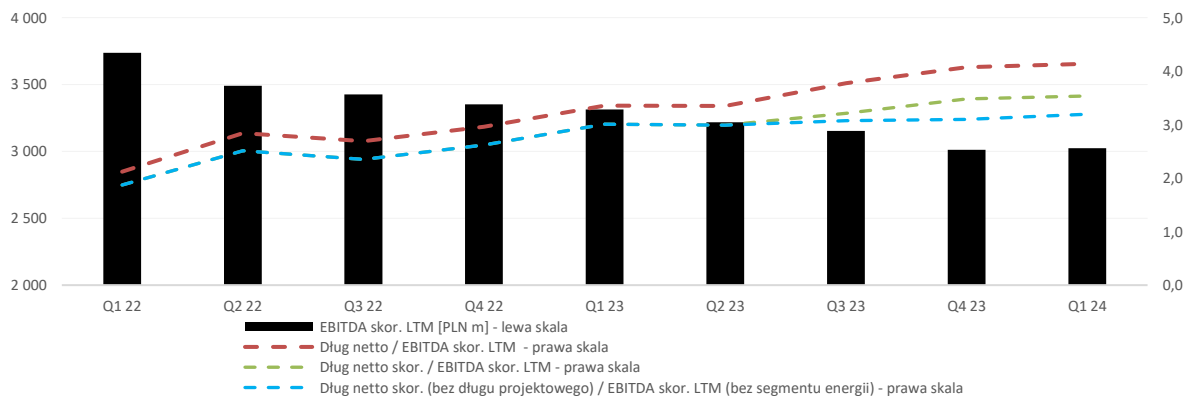
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty odsetkowe brutto dotyczące kredytów i pożyczek oraz obligacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA w ujęciu LTM (odczyty historyczne)



Dług netto skorygowany = Dług netto z uwzględnieniem wartości pakietu Asseco oraz wartości rynkowej akcji własnych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA Q2 2024

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

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

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

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

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

Prognozy wyników na Q2 2024 [PLN m]

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W naszym majowym raporcie (2024-05-08) mocno akcentowaliśmy tezę, że „zatrzymanie obserwowanych w poprzednich kwartałach negatywnych dynamik w wynikach jest już na wyciągnięcie ręki”. W bieżącej aktualizacji przyspieszamy ścieżkę odbudowy rezultatów CPS na poziomie skor. EBITDA.

Nasza symulacja wskazuje, że dzięki odczuwalnemu przyspieszeniu dynamiki wzrostu ARPU na klienta B2C odczyt EBITDA skor. w segmencie usług B2C i B2B w Q4 2024 może wykazać już symboliczny wzrost w ujęciu r/r, co byłoby przerwaniem dotkliwego dla CPS procesu erozji.

W segmencie mediowym zakładamy średni jednocyfrowy wzrost przychodów r/r w obszarze reklamy tv i sponsoringu oraz ok 13% wzrost wpływów reklamowych z obszaru online w 2024 roku. Jednocześnie w strukturze kosztów segmentu staramy się uwzględnić spadek kosztów kontentu sportowego premium.

W modelu zakładamy, że kolejnym impulsem dla wyników w segmencie zielonej energii powinno być uruchomienie 2 projektów elektrowni wiatrowych (Człuchów i Przyrów).

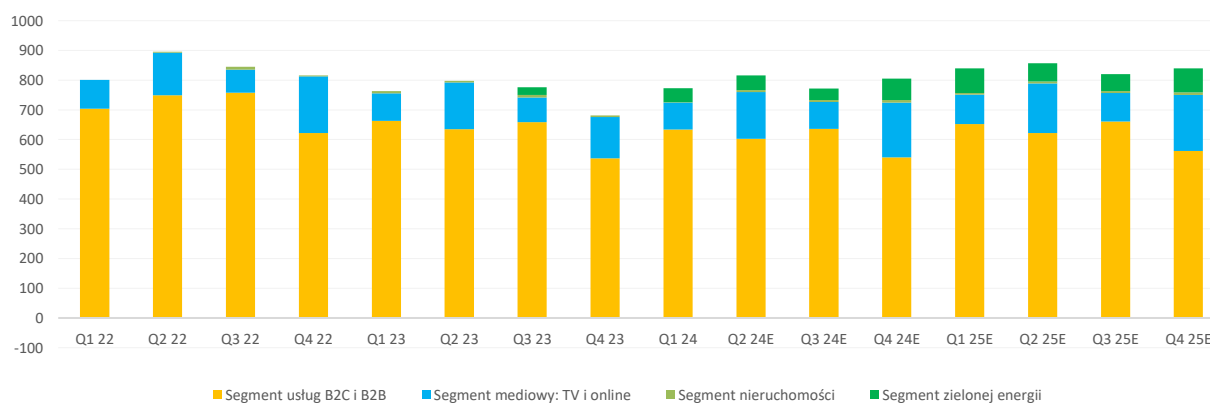
Na poziomie skonsolidowanym nasz model wskazuje, że po Q2 i Q3 2024 EBITDA skor. LTM może być w okolicy 3,04 mld PLN (w poprzednim raporcie analitycznym przygotowaliśmy się na scenariusz krótkotrwałego zejście poniżej progu 3 mld PLN). Za cały 2024 rok spodziewamy się, iż EBITDA skor. będzie w okolicy 3,165 mld PLN, co będzie oznaczało wzrost względem roku 2023 o 5,1%.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w podziale na segmenty oraz nasze założenia na kolejne okresy [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

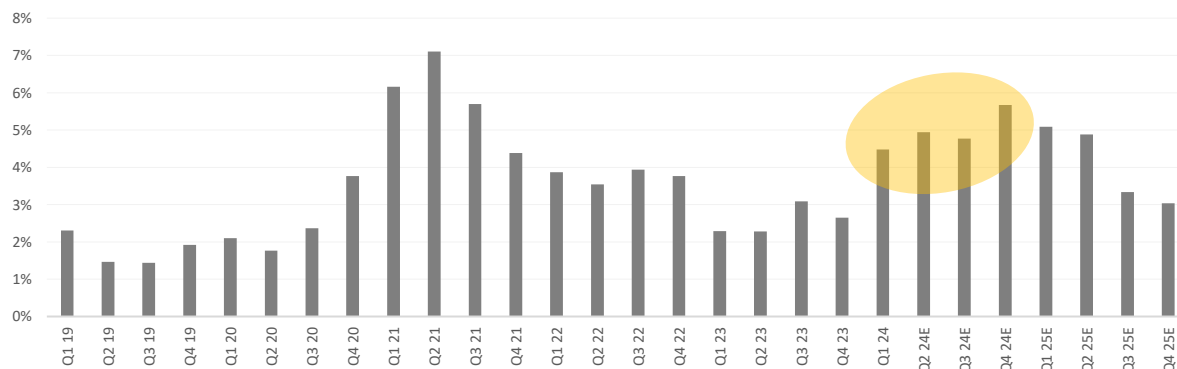
Założenia dla wyników CPS na kolejne okresy

[PLN m]	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24E	Q3 24E	Q4 24E	2023	2024E	2025E
Przychody razem	3 199	3 290	3 456	3 682	3 405	3 479	3 414	3 698	13 626	13 996	14 347
Koszty operacyjne	-2 892	-2 945	-3 165	-3 487	-3 116	-3 133	-3 113	-3 376	-12 489	-12 737	-12 922
Saldo pozostałe	-9	-15	220	-23	164	3	-19	-19	174	129	-76
EBITDA skorygowana	761	799	775	677	772	816	771	805	3 012	3 165	3 357
EBIT	299	330	511	172	453	350	283	303	1 312	1 388	1 349
Wynik działalności inwestycyjnej	21	21	40	81	19	81	31	31	162	162	225
Koszty finansowe netto	-256	-301	-399	-127	-201	-267	-264	-285	-1 082	-1 017	-1 050
Wynik brutto	84	40	171	126	271	164	49	49	422	533	523
Wynik netto dla akcjonariuszy	65	-7	121	101	180	100	8	-23	279	265	277
EBITDA skor.	761	799	775	677	772	816	771	805	3 012	3 165	3 357
Segment usług B2C i B2B	663	635	658	537	634	603	636	540	2 493	2 413	2 496
Segment mediowy: TV i online	93	157	83	140	91	158	90	184	472	523	551
Segment nieruchomości	7	6	9	5	0	6	6	8	27	21	26
Segment zielonej energii	0	0	26	-1	47	50	39	73	25	209	283
Wybrane dane operacyjne:											
ARPU na klienta B2C [PLN]	71,4	71,8	73,5	73,6	74,6	75,3	77,0	77,8	72,8	76,3	79,3
ARPU na klienta B2C y/y	2,3%	2,3%	3,1%	2,6%	4,5%	4,9%	4,8%	5,7%	2,6%	4,8%	4,0%
Produkcja całkowita energii [GWh]	149	145	191	179	199	203	219	319	665	940	1112

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

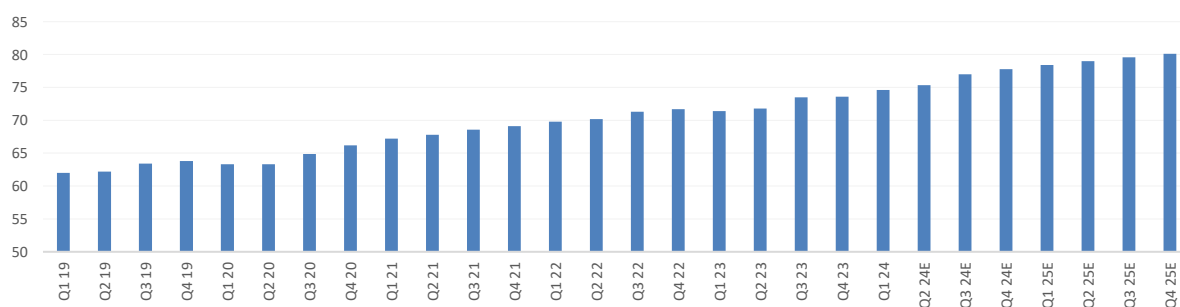
W modelu spodziewamy się, że rok 2024 wskaże na poprawę dynamiki wzrostu ARPU na klienta B2C w ujęciu r/r. Tak jak już opisywaliśmy, w Q2 2024 zakładamy, że ARPU mogło być blisko 4,9% wyższe niż w Q2 2023. W kolejnych kwartałach 2024 roku nasza prognoza zakłada dalszą poprawę odczytów. W skali całego 2024 roku uwzględniamy wzrost ARPU o 4,8%. Na lata 2025-2026 uwzględniamy dynamikę ARPU na poziomie odpowiednio 4,0% i 2,5% r/r.

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



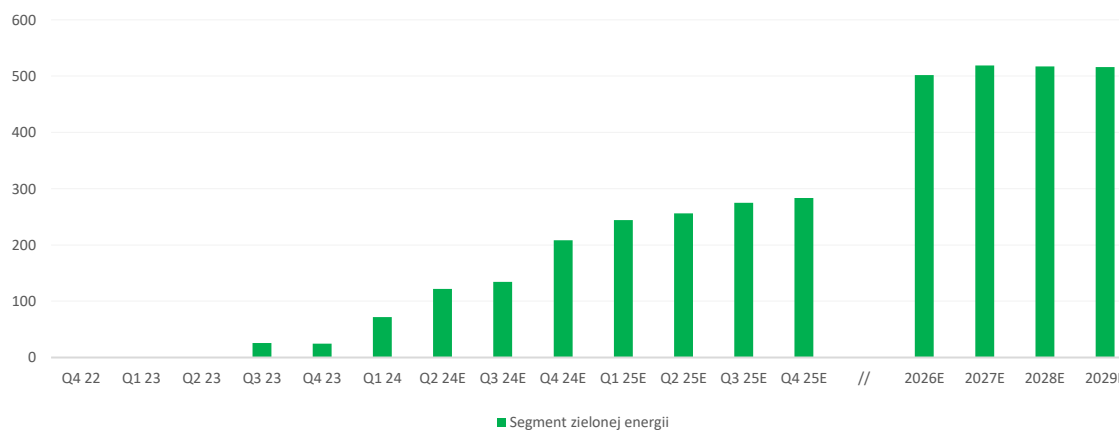
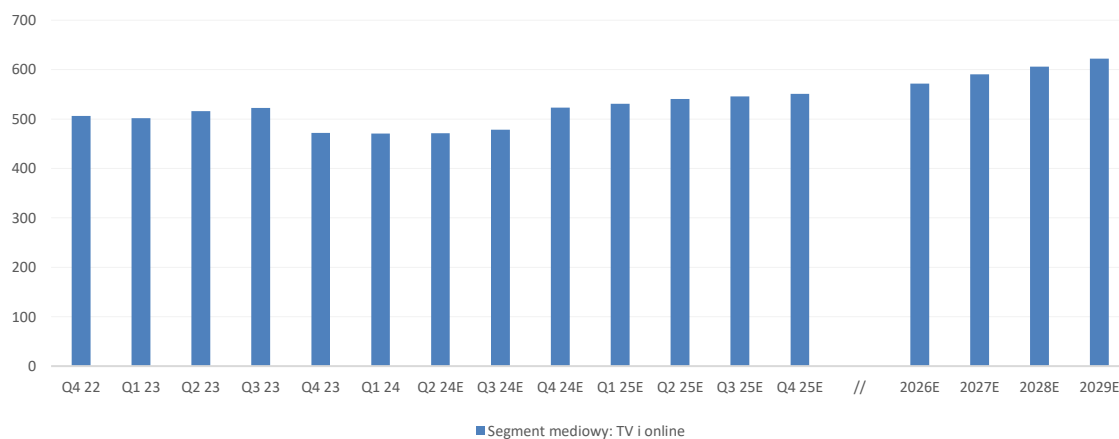
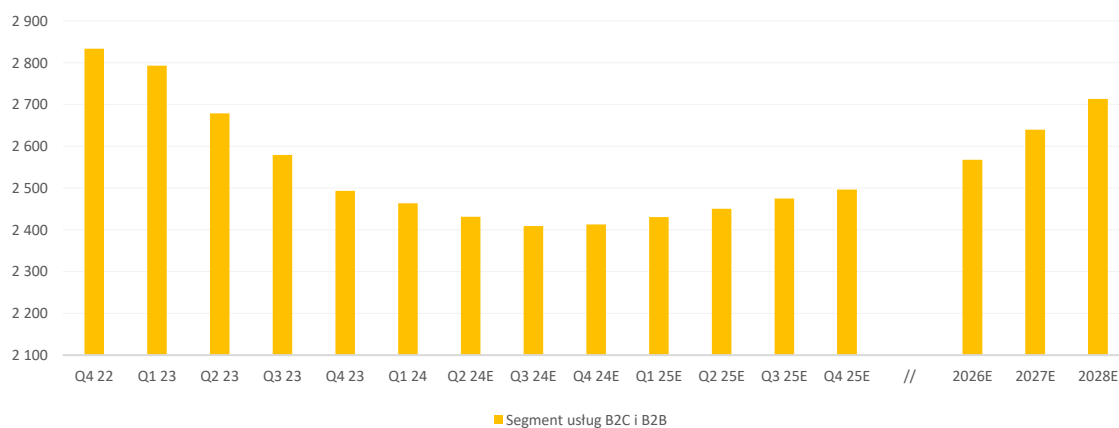
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty oraz przyjęte przez nas założenia dla ARPU na klienta B2C [PLN]



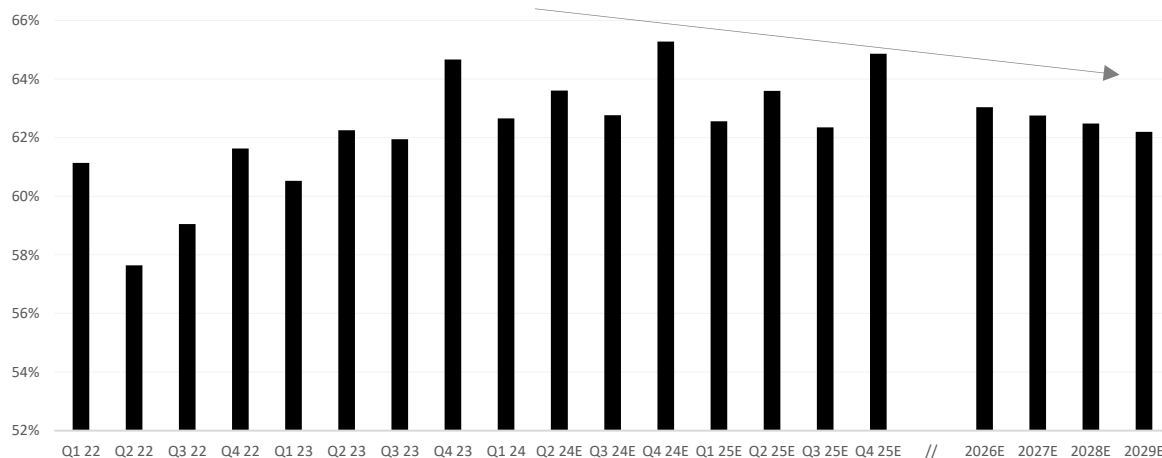
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. LTM oraz nasze prognozy dla głównych segmentów [PLN m]



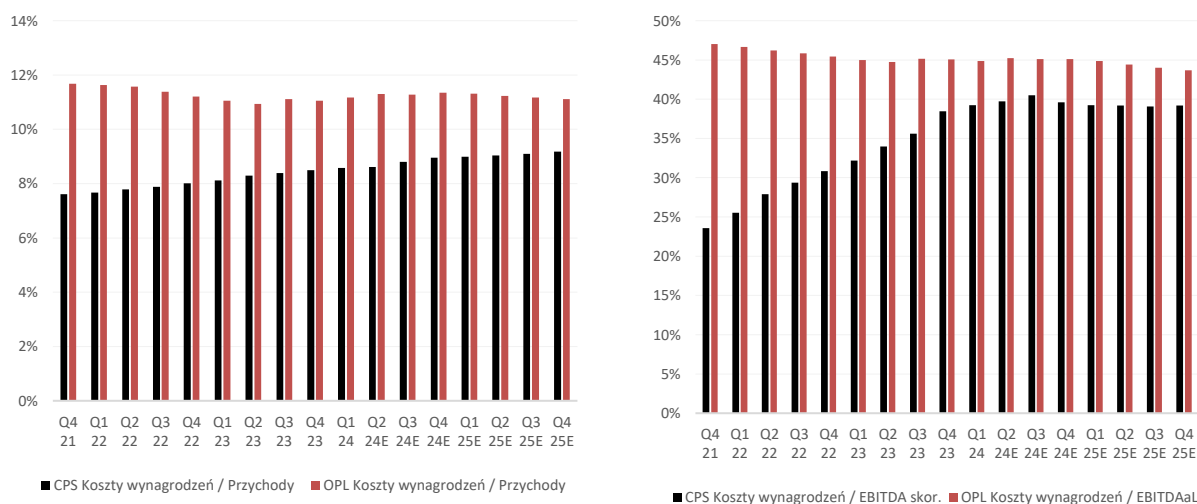
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Symulacja wskazująca na relację kosztów operacyjnych segmentu usług B2C i B2B (bez amortyzacji i kosztów sprzętu) do przychodów segmentu (dane historyczne oraz nasze założenia na kolejne okresy)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty relacji kosztów wynagrodzeń do przychodów i EBITDA skor. w CPS na tle odczytów Orange Polska oraz nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja wydatków inwestycyjnych w latach 2022-2023

	2022	2023
Wydatki inwestycyjne razem [PLN m]	1 114,4	1 601,9
Projekty energetyczne	0	705
Wydatki administracyjne i inne	312	128
Wydatki związane z działalnością na rynku mediowym	178	64
Inwestycje w obszar IT	357	400
Wydatki na sieć telekomunikacyjną *	267	304

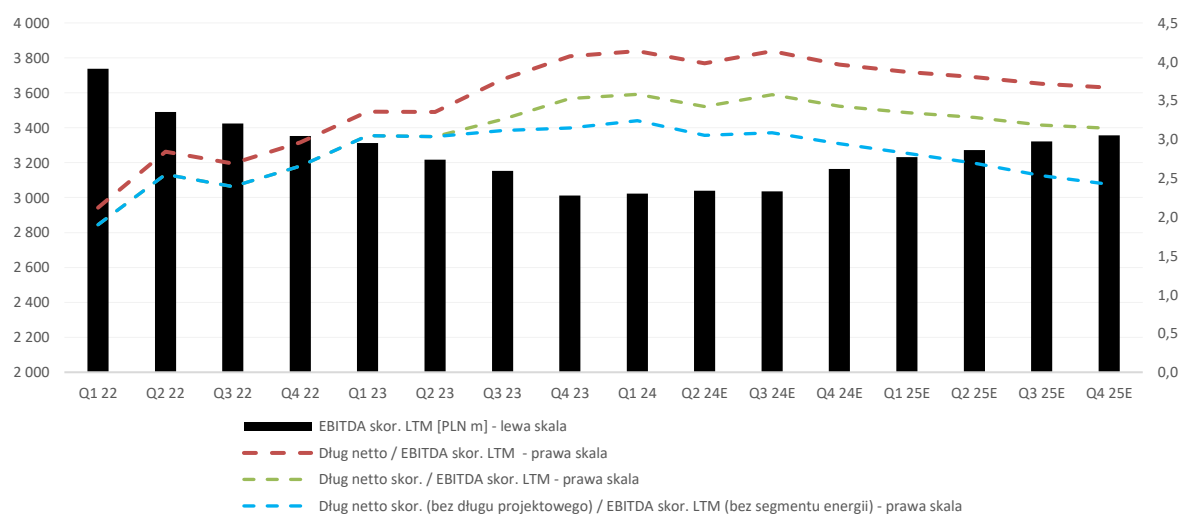
* Dodatkowo w 2023 roku CPS raportował ok 1,346 mld PLN wydatków związanych nabyciem/odnowieniem koncesji (m.in. w styczniu 2023 roku rezerwacja częstotliwości w paśmie 1800 MHz za kwotę 0,847 mld PLN, w lipcu 2023 roku w paśmie 900 MHz za kwotę 0,3 mld PLN oraz wpłacono wadium 0,18 mld PLN w ramach aukcji 5G).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024-25 spółka przeznaczy na realizowane projekty energetyczne odpowiednio 1,19 mld PLN i 1,2 mld PLN (wzrost nakładów inwestycyjnych wynika głównie z konsolidacji grupy PAK-PCE, która realizuje program inwestycyjny w obszarze produkcji czystej energii). W omawianym okresie dla segmentu usług B2C oraz B2B wydatki inwestycyjne (łącznie z koncesjami) powinny wynieść blisko 1,2 mld PLN i 0,71 mld PLN. Wydatki inwestycyjne w segmencie mediowym w najbliższych dwóch latach ujęliśmy średniorocznie na 102 mln PLN. Od roku 2026 wraz z zakończeniem procesu budowy projektów energetycznych zakładamy w segmencie zielonej energii wejście w długoterminowy okres bez istotnych wydatków inwestycyjnych (nie uwzględniamy budowy nowych mocy w segmencie). Jest to zgodne z założeniami spółki, która wskazuje iż „wydatki inwestycyjne w obszarze OZE skoncentrowane są w początkowej fazie projektów, natomiast po przejściu projektu w fazę operacyjną wydatki związane z capexem odtworzeniowym i utrzymaniowym są pomijalne”. Z kolei w obszarze TMT, obejmującym segment usług B2C i B2B oraz segment mediowy wskaźnik Capex/przychody od 2026 roku w naszym modelu średniorocznie wynosi ok 9%.

W naszej symulacji przyjęliśmy powrót strumienia dywidend dla akcjonariuszy w 2027 roku. Spodziewamy się, że na koniec 2026 roku wskaźnik dług netto skor. (dług netto z uwzględnieniem wartości pakietu Asseco i akcji własnych) do EBITDA skor. będzie w okolicy 2,8x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 3,1x). Jednocześnie nasza analiza wskazuje, że relacja długu netto skor. ale bez zadłużenia projektowego do odczytów EBITDA skor. ale bez uwzględnienia segmentu zielonej energii na koniec 2026 roku może wynieść blisko 2,2x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 2,4x).

Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA w ujęciu LTM (odczyty historyczne i nasza prognoza)



Dług netto skorygowany = Dług netto z uwzględnieniem wartości pakietu Asseco oraz wartości rynkowej akcji własnych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2024-05-08) przyspieszyliśmy proces odbudowy rezultatów spółki na poziomie EBITDA skor. Obecnie zakładamy, że EBITDA skor. w 2024 roku może wynieść 3,165 mld PLN (podniesienie założeń o 3,1% na tle poprzedniej symulacji) i 3,357 mld PLN w 2025 roku (podniesienie założeń o 2,4%).

W bieżącym modelu podwyższyliśmy założenia dla segmentu B2C i B2B na lata 2024-2025. Rewizja w górę na poziomie EBITDA skor. dla tego segmentu wynosi odpowiednio 2,4% i 2,5%. Podniesienie założeń dotyczy również segmentu zielona energia. W segmencie mediowym nasze obecne oczekiwania są bardzo bliskie wcześniejszym założeniom zawartym w raporcie analitycznym z 2024-05-08.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2024-2026 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-05-08) [PLN m]

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody razem	13 996	14 347	14 860	14 136	14 486	14 981	-1,0%	-1,0%	-0,8%
Koszty operacyjne	-12 737	-12 922	-13 163	-13 120	-13 258	-13 474	-2,9%	-2,5%	-2,3%
Pozostałe saldo operacyjne	129	-76	-77	194	-21	-21	-33,5%	261,9%	266,2%
EBITDA skorygowana	3 165	3 357	3 667	3 068	3 277	3 593	3,1%	2,4%	2,1%
EBIT	1 388	1 349	1 621	1 209	1 208	1 486	14,8%	11,6%	9,1%
Wynik brutto	533	523	755	248	321	585	114,8%	63,0%	29,1%
Wynik netto dla akcjonariuszy	265	277	433	17	74	261	1460,7%	274,7%	66,0%
EBITDA skorygowana wg segmentów:									
Segment usług B2C i B2B	2 413	2 496	2 568	2 356	2 436	2 534	2,4%	2,5%	1,3%
Segment mediowy: TV i online	523	551	572	523	550	571	0,0%	0,2%	0,1%
Segment nieruchomości	21	26	26	29	30	30	-29,0%	-12,8%	-15,0%
Segment zielonej energii	209	283	502	172	273	470	21,2%	3,8%	6,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla CPS

RZIS [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody razem	12 915	13 626	13 996	14 347	14 860	15 115	15 378
Detaliczne od klientów indywid. i biznesowych	6 952	6 987	7 189	7 411	7 555	7 701	7 844
Hurtowe	3 532	3 380	3 177	3 101	3 145	3 201	3 260
Sprzedaż sprzętu	1 805	1 922	1 778	1 818	1 854	1 892	1 929
Przychody ze sprzedaży energii	0	558	1 161	1 296	1 563	1 554	1 553
Pozostałe przychody	626	780	692	721	744	767	792
Koszty operacyjne	-11 400	-12 489	-12 737	-12 922	-13 163	-13 286	-13 417
Koszty techniczne i rozliczeń międzyp.	-3 272	-3 333	-3 305	-3 335	-3 332	-3 379	-3 427
Amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-1 829	-1 900	-1 914	-1 921	-1 910	-1 878	-1 838
Koszt własny sprzedanego sprzętu	-1 454	-1 540	-1 390	-1 424	-1 458	-1 489	-1 518
Koszty kontentu	-2 064	-2 126	-2 121	-2 041	-2 076	-2 126	-2 182
Wynagrodzenia	-1 034	-1 158	-1 253	-1 316	-1 369	-1 420	-1 470
Inne koszty	-1 747	-2 431	-2 754	-2 885	-3 018	-2 994	-2 981
Pozostałe saldo operacyjne	127	174	129	-76	-77	-79	-81
EBITDA	3 471	3 231	3 361	3 357	3 667	3 775	3 864
EBITDA skorygowana	3 352	3 012	3 165	3 357	3 667	3 775	3 864
EBIT	1 642	1 312	1 388	1 349	1 621	1 750	1 880
Saldo finansowe	-626	-920	-855	-825	-865	-775	-684
Wynik brutto	1 110	422	533	523	755	975	1 197
Podatek	-209	-110	-213	-189	-259	-315	-357
Wynik netto	901	312	320	334	496	660	839
Wynik netto dla akcjonariuszy	900	279	265	277	433	594	770
SEGMENTY:	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	12 915	13 626	13 996	14 347	14 860	15 115	15 378
Segment usług B2C i B2B	10 682	10 712	10 444	10 698	10 890	11 085	11 278
Segment mediowy: TV i online	2 424	2 470	2 539	2 492	2 546	2 613	2 682
Segment nieruchomości	183	182	160	163	167	171	176
Segment zielonej energii	0	772	1 485	1 638	1 894	1 887	1 886
EBITDA skorygowana	3 352	3 012	3 165	3 357	3 667	3 775	3 864
Segment usług B2C i B2B	2 834	2 493	2 413	2 496	2 568	2 640	2 713
Segment mediowy: TV i online	506	472	523	551	572	591	606
Segment nieruchomości	17	27	21	26	26	26	27
Segment zielonej energii	0	25	209	283	502	519	518
Wybrane dane operacyjne	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ARPU na klienta B2C (PLN)	70,9	72,8	76,3	79,3	81,3	83,1	84,9
ARPU na klienta B2C y/y	4,1%	2,6%	4,8%	4,0%	2,5%	2,2%	2,1%
Produkcja całkowita energii [GWh]		665	940	1 112	1 769	1 794	1 792
Zainstalowana moc [MW]		215	338	338	744	744	744
Biomasa		105	105	105	105	105	105
PV		82	82	82	342	342	342
Wiatr		27	150	150	297	297	297

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla CPS c.d.

Bilans [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe razem	25 775	28 149	28 579	28 639	28 775	27 978	27 234
Aktywa obrotowe razem	6 404	9 019	8 220	8 394	8 402	9 658	10 403
Aktywa razem	32 307	37 177	36 805	37 039	37 183	37 641	37 643
Kapitał własny razem	15 811	16 305	16 623	16 958	17 454	17 839	18 265
Zobowiązania długoterminowe razem	10 180	15 355	14 862	14 672	14 189	14 197	13 706
Zobowiązania krótkoterminowe razem	6 315	5 516	5 320	5 409	5 540	5 604	5 671
Pasywa razem	32 307	37 177	36 805	37 039	37 183	37 641	37 643

CF [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CF operacyjny razem	1 762	2 392	3 607	3 425	3 519	3 580	3 679
CF inwestycyjny razem	-1 877	-2 216	-2 579	-2 030	-2 131	-1 182	-1 203
CF finansowy razem	-2 706	2 336	-1 820	-1 361	-1 611	-1 287	-1 855

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs bieżący [PLN]	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52
Liczba akcji [m szt.]	639,55	639,5	639,55	639,55	639,55	639,55	639,55
Liczba akcji (bez akcji własnych) [m szt.]	550,70	550,70	550,70	550,70	550,70	550,70	550,70
Kapitalizacja [PLN m]	7 368	7 368	7 368	7 368	7 368	7 368	7 368
EV (kapitalizacja + dług netto skor.) [PLN m]	16 274	17 988	18 215	17 913	17 616	16 487	15 346
EPS [PLN]	1,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,9	1,2
BVPS [PLN]	23,9	24,1	24,5	25,0	25,7	26,2	26,7
DPS [PLN/akcję]	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,75
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	10%	0%	0%	0%	0%	4%	7%
P/E	8,2	26,5	28	27	17,0	12,4	9,6
EV/EBITDA skor.	4,9	6,0	5,8	5,3	4,8	4,4	4,0
EV/EBIT	9,9	13,7	13,1	13,3	10,9	9,4	8,2
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
ROE	5,9%	1,8%	1,7%	1,7%	2,6%	3,6%	4,5%
ROA	2,8%	0,7%	0,7%	0,7%	1,2%	1,6%	2,0%
Dług netto [PLN m]	9 930	12 258	12 547	12 312	12 034	10 924	9 803
Dług netto skor. [PLN m]	8 906	10 620	10 848	10 545	10 249	9 119	7 979
Dług netto / EBITDA (x)	2,9	3,8	3,7	3,7	3,3	2,9	2,5
Dług netto / EBITDA skor. (x)	3,0	4,1	4,0	3,7	3,3	2,9	2,5
Dług netto skor. / EBITDA skor. (x)	2,7	3,5	3,4	3,1	2,8	2,4	2,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	14,05	kupuj	13,39	2024-07-22	09:52 CEST	11,52	85 877
kupuj	13,39	wznowienie	---	2024-05-08	12:32 CEST	10,5	86 645
akumuluj	28,49	akumuluj	26,36	15.05.2017	13:12 CEST	26	61 607
akumuluj	26,36	akumuluj	24,65	15.09.2016	09:08 CEST	23,9	46 989
akumuluj	24,65	trzymaj	24,21	11.02.2016		21,6	43 687
trzymaj	24,21	redukuj	20,11	26.10.2015		24,81	51 157
redukuj	20,11	akumuluj	18,7	19.01.2015		22,13	50 230
akumuluj	18,7	trzymaj	15,15	30.01.2013		16,93	47032
trzymaj	15,15	akumuluj	13,44	25.09.2012		14,6	43 700
akumuluj	13,44	redukuj	13,45	09.01.2012		12,60	37 420
redukuj	13,45	redukuj	12,60	28.07.2010		14,79	42 770
redukuj	12,60	redukuj	14,70	24.11.2009		14,00	39 950
redukuj	14,70	akumuluj	14,50	07.07.2009		16,30	29 950
akumuluj	14,50	-	-	27.03.2009		13,25	24 300

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q3 2024*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	83%	0	0%
Akumuluj	1	17%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-07-22.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-07-22 (09:52 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-07-26.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-07-22:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.