



Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA TV

RAPORT ANALITYCZNY

Od momentu publikacji poprzedniego raportu analitycznego (2024-12-23) sentyment inwestycyjny wobec spółki uległ wyraźnemu ochłodzeniu (w ujęciu YTD względem indeksu WIG). Uwzględniając przyjęte przez nas założenia pozostawiamy wycenę spółki na poziomie 25,2 PLN/akcję. Jest to 32% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego podnosimy zalecenie do Kupuj (poprzednio było Akumuluj). Na podstawie naszych prognoz mnożnik EV/EBITDA skor. na rok 2025 wynosi obecnie 2,3x.

Spółka podała już wstępne dane za Q4 2024. Tak jak się spodziewaliśmy, EBIT wskazał na erozję w ujęciu r/r, co mocno kontrastowało z poprzednimi kwartałami 2024 roku (odczyt był jednocześnie o 2,1 mln PLN poniżej naszych oczekiwań). Zwracamy uwagę, że miniony Q4 2024 wskazał na istotną zmianę struktury wyników kwartalnych w ramach roku kalendarzowego. Z uwagi m.in. na specyfikę rynku reklamy dla spółki z reguły względnie mocnym okresem jest Q4. W poprzednich latach odczyt EBIT w Q4 względem odczytu EBIT z Q3 wskazywał na dominujące znaczenie końcówki roku. W latach 2023 i 2022 EBIT w Q4 był wyższy od EBIT w Q3 o odpowiednio 13,6 mln PLN oraz 11,4 mln PLN. Na podstawie opublikowanych szacunkowych danych za miniony kwartał dostrzegamy, iż różnica pomiędzy EBIT za Q4 2024 i Q3 2024 wyniosła tylko 0,8 mln PLN. W bieżącej aktualizacji, struktura kosztów z Q4 2024 nie jest dla nas impulsem dla zmiany sezonowości wyników w kolejnych latach.

Finalnie EPS w 2024 roku wzrósł do 3,36 PLN, czyli o 28,5% r/r. Liczymy, że w kolejnych kwartałach 2025 roku KPL utrzyma zdolność do wykazywania nisko jednocyfrowych wzrostów wyniku operacyjnego r/r. Tym samym w 2025 roku EBITDA skor. w naszym modelu rośnie do 99,1 mln PLN (+3,6% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się blisko 74,2 mln PLN, co wskazuje na wzrost EPS o ponad 11% r/r.

Przypominamy, że spółka w komunikacie z 6 marca 2025 roku podała, iż zgromadzenie wspólników Filmbox Iberia (podmiot zależny) podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy w wysokości 4,95 mln EUR. Zaproponowana kwota jest o ponad 35% wyższa niż w poprzednim roku (liczone w EUR). Przyjmujemy wiadomość pozytywnie, gdyż w naszej ocenie bardziej prawdopodobny staje się scenariusz wzrostu DPS jaki wypłaci Kino Polska swoim akcjonariuszom w 2025 roku. W latach 2025-2026 spodziewamy się wzrostu strumienia dywidendy płynących do akcjonariuszy KPL (odpowiednio 0,85 PLN i 1,03 PLN). Wskaźnik wypłaty dywidendy w najbliższych latach pozostaje w naszej symulacji poniżej 30% skonsolidowanego wyniku netto.

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	284,8	294,2	315,5	315,9	314,9	323,3
EBITDA adj. [PLN m]	70,5	74,8	95,7	99,1	101,1	102,6
EBIT [PLN m]	60,7	66,5	84,2	88,4	92,5	94,4
Wynik netto [PLN m]	47,7	51,9	66,6	74,2	77,7	79,7
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,4	3,7	3,9	4,0
P/BV	1,9	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8
P/E	7,9	7,3	5,7	5,1	4,9	4,7
EV/EBITDA adj.	5,0	4,3	2,8	2,3	1,8	1,4
EV/EBIT	5,9	4,8	3,2	2,5	2,0	1,5
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,85	1,03	1,18
Rentowność dywidendy	3%	2%	3%	4%	5%	6%

KUPUJ
(POPZEDNIO: AKUMULUJ)
WYCENA 25,2 PLN
31 MARZEC 2025, 15:33 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	25,2
Wycena DCF [PLN]	25,2
Wycena mnożnikowa [PLN]	25,3
Potencjał do wzrostu / spadku	+32%

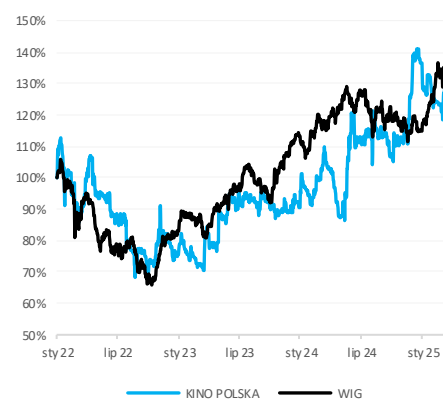
Cena rynkowa [PLN]	19,1
Kapitalizacja [PLN m]	379
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-10,7	-33,6
6M stopa zwrotu	14,3	-3,2
YTD stopa zwrotu	-10,7	-33,6
12M stopa zwrotu	23,1	4,9

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

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

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

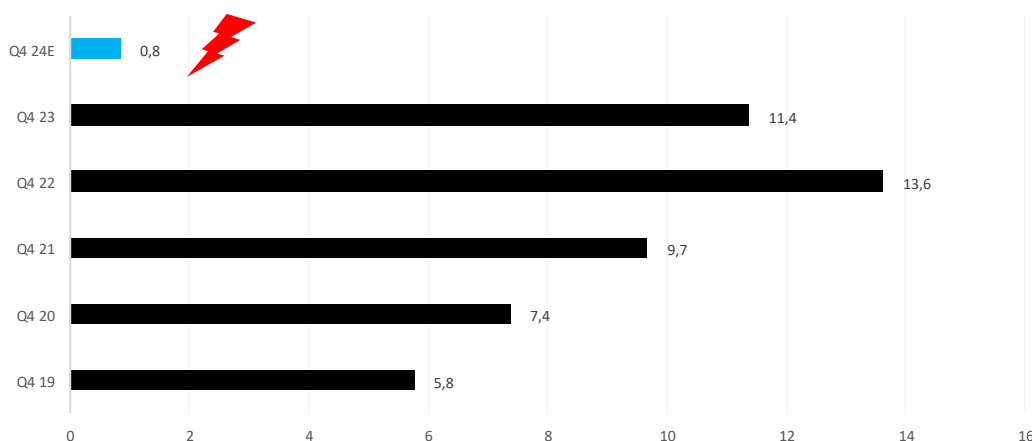
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WSTĘPNE WYNIKI ZA Q4 2024.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	10

WYCENA I PODSUMOWANIE

Od momentu publikacji poprzedniego raportu analitycznego (2024-12-23) sentyment inwestycyjny wobec spółki uległ wyraźnemu ochłodzeniu (w ujęciu YTD względem indeksu WIG). Uwzględniając przyjęte przez nas założenia pozostawiamy wycenę spółki na poziomie 25,2 PLN/akcję. Jest to 32% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego podnosimy zalecenie do Kupuj (poprzednio było Akumuluj). Na podstawie naszych prognoz mnożnik EV/EBITDA skor. na rok 2025 wynosi obecnie 2,3x.

Spółka podała już wstępne dane za Q4 2024. Tak jak się spodziewaliśmy, EBIT wskazał na erozję w ujęciu r/r, co mocno kontrastowało z poprzednimi kwartałami 2024 roku (odczyt był jednocześnie o 2,1 mln PLN poniżej naszych oczekiwań). Zwracamy uwagę, że miniony Q4 2024 wskazał na istotną zmianę struktury wyników kwartalnych w ramach roku kalendarzowego. Z uwagi m.in. na specyfikę rynku reklamy dla spółki z reguły względnie mocnym okresem jest Q4. W poprzednich latach odczyt EBIT w Q4 względem odczytu EBIT z Q3 wskazywał na dominujące znaczenie końcówki roku. W latach 2023 i 2022 EBIT w Q4 był wyższy od EBIT w Q3 o odpowiednio 13,6 mln PLN oraz 11,4 mln PLN. Na podstawie opublikowanych szacunkowych danych za miniony kwartał dostrzegamy, iż różnica pomiędzy EBIT za Q4 2024 i Q3 2024 wyniosła tylko 0,8 mln PLN. W bieżącej aktualizacji, struktura kosztów z Q4 2024 nie jest dla nas impulsem dla zmiany sezonowości wyników w kolejnych latach.

Różnica między EBIT wypracowanym w Q4 a Q3 w ostatnich latach kalendarzowych [PLN m]



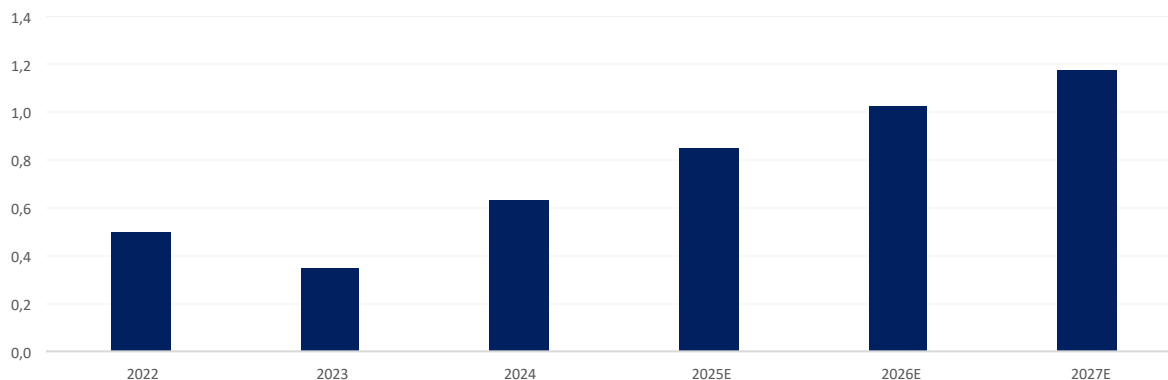
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Finalnie EPS w 2024 roku wzrósł do 3,36 PLN, czyli o 28,5% r/r. Liczymy, że w kolejnych kwartałach 2025 roku KPL utrzyma zdolność do wykazywania nisko jednocyfrowych wzrostów wyniku operacyjnego r/r. Tym samym w skali całego 2025 roku EBITDA skor. w naszym modelu rośnie do 99,1 mln PLN (+3,6% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się blisko 74,2 mln PLN, co wskazuje na wzrost EPS o ponad 11% r/r.

Według naszych szacunków na koniec 2024 roku saldo gotówki oraz środków zgromadzonych w ramach cash pooling mogło stanowić blisko 28% obecnej kapitalizacji. Przypominamy, że spółka bierze udział w cash pooling w ramach Canal+ Group. Przesłanie zarządu KPL (z ubiegłorocznych konferencji wynikowych) wskazuje na to, iż spółka jako część grupy kapitałowej Canal+ Group w przyszłości nadal będzie aktywnie uczestniczyć w cash pooling. Zatem należy mieć na uwadze, iż prognozowana przez nas wartość stanu gotówki w przyszłych okresach może być obciążona dużym ryzykiem błędu. W szczególności zwracamy uwagę, że przyszłe nadwyżkowe saldo gotówki (powyżej pewnej określonej przez spółkę wartości) może być aktywnie wykorzystywane w ramach wspomnianego mechanizmu (na bilansie będzie to pozycja pożyczki udzielone). W wycenie traktujemy pozycję „pożyczki udzielone” w bilansie (związane z mechanizmem cash pooling) jako ekwiwalent gotówki i uwzględniamy w liczeniu długu netto.

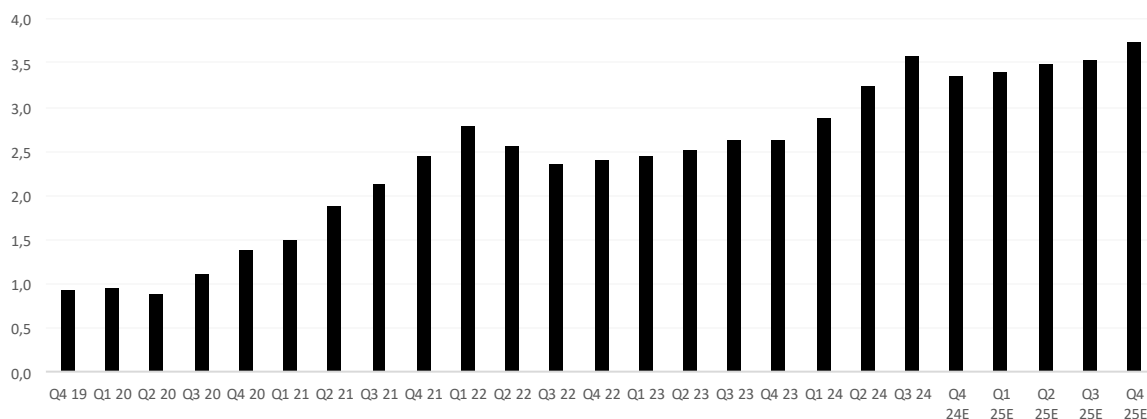
Przypominamy, że spółka w komunikacie z 6 marca 2025 roku podała, iż zgromadzenie wspólników Filmbox Iberia (podmiot zależny) podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy w wysokości 4,95 mln EUR. Zaproponowana kwota jest o ponad 35% wyższa niż w poprzednim roku (liczone w EUR). Przyjmujemy wiadomość pozytywnie, gdyż w naszej ocenie bardziej prawdopodobny staje się scenariusz wzrostu DPS jaki wypłaci Kino Polska swoim akcjonariuszom w 2025 roku. W latach 2025-2026 spodziewamy się wzrostu strumienia dywidend płynących do akcjonariuszy KPL (odpowiednio 0,85 PLN i 1,03 PLN). Wskaźnik wypłaty dywidendy w najbliższych latach pozostaje w naszej symulacji poniżej 30% skonsolidowanego wyniku netto.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EPS w ujęciu LTM oraz nasze prognozy [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 25,2 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na rok 2025 wskazuje na cenę 25,3 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny KPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	25,2
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	25,3
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	25,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

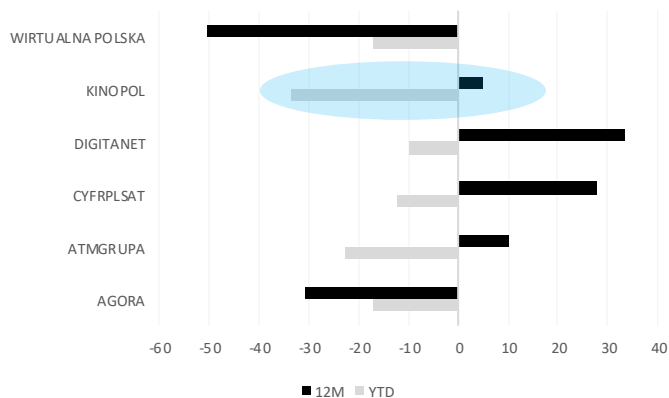
Kurs Kino Polska na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-16,9	-12,5	-16,9	-30,9
ATMGRUPA	-22,7	-30,4	-22,7	10,4
CYFRPLSAT	-12,1	5,2	-12,1	27,6
DIGITANET	-10,0	20,5	-10,0	33,5
KINOPOL	-33,6	-3,2	-33,6	4,9
WIRTUALNA PL	-16,9	-23,8	-16,9	-50,5



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Silna konkurencja o widza oraz rosnące koszty pozysku aktywów programowych
Spółka działa na rynku charakteryzującym się wysoką konkurencją o uwagę widza. W kolejnych okresach przygotowujemy się na bliższą kooperację z Canal+ w ramach dzielenia bibliotek/treści tv. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że spółka w celu obrony obecnych udziałów w rynku lub dalszej ekspansji może w przyszłości ponosić wyższe koszty zakupu aktywów programowych.
- Ryzyko sytuacji makroekonomicznej i kondycja rynku reklamy telewizyjnej
W 2023 roku około 36,4% (w 2022 roku ok 37%) łącznych przychodów KPL stanowiła reklama. Nasze szacunki wskazują, że w 2024 roku udział reklamy w ogóle przychodów spółki może przekroczyć 43%. Należy mieć na uwadze, że wielkość budżetów reklamowych i tym samym kondycja rynku reklamy jest skorelowana z poziomem aktywności gospodarczej.
- Ryzyko spadku znaczenia telewizji linearnej
Zdecydowana większość obecnego biznesu spółki oparta jest na tradycyjnej formule telewizji linearnej. Od lat widać zmiany w sposobie konsumpcji treści rozrywkowych (telewizyjnych) przez odbiorców i coraz większe znaczenie mają serwisy streamingowe.
- Ryzyko wzrostu kosztów ekspansji platformy streamingowej FilmBox+
Spółka w strategii akcentuje wzrost sprzedaży platformy streamingowej FilmBox+. Nie znamy danych dotyczących tego projektu (spółka nie publikuje cząstkowych KPI dla tego obszaru). Dodatkowo zwracamy uwagę, że KPL sprzedaje dostęp do FilmBox+ ale nie ponosi bezpośrednich kosztów związanych z rozwojem i utrzymaniem tej platformy (właścicielem platformy jest główny akcjonariusz spółki). Nie wiemy w jakim stopniu w przyszłości KPL będzie partycypować w kosztach akwizycji klientów. Obecnie zarząd spółki akcentuje, że preferowanym sposobem sprzedaży jest model B2B.
- Ryzyko zmienności przepisów prawa
Spółka posiada koncesje na nadawanie. Dlatego, należy mieć na uwadze, iż działalność spółki reguluje szereg przepisów prawnych, które w przyszłości mogą ulegać zmianie.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,7% (poprzednio 5,8%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest KPL oraz dodatkowo 2,0% w związku z dużą wrażliwością modelu biznesowego (w tym poziomie realizowanych marż) na decyzje głównego akcjonariusza.

Po okresie szczegółowej prognozy w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o braku wzrostu przepływów i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 17,2% (poprzednio 17,3%).

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na blisko 500 mln PLN, czyli 25,2 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-06-01.

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	315,9	314,9	323,3	330,9	337,9	344,9	351,9	358,7	365,2	371,7
NOPAT [PLN m]	73,2	76,8	78,6	80,1	81,3	82,4	83,5	84,6	85,4	86,3
Amortyzacja [PLN m]	8,7	6,3	5,6	6,1	6,5	6,8	7,5	8,4	9,4	10,4
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-13,7	-14,4	-15,8	-16,0	-16,2	-16,5	-16,7	-16,8	-16,8	-16,9
CAPEX [PLN m]	-5,5	-6,3	-8,1	-8,3	-8,4	-10,3	-12,3	-14,3	-14,6	-14,9
FCFF [PLN m]	62,7	62,4	60,4	61,9	63,2	62,5	62,0	61,8	63,4	64,9
Suma PV FCFF [PLN m]	309,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	83,2									
Wartość firmy EV [PLN m]	392,7									
Dług netto [PLN m]	-107,1									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	499,8									
Ilość akcji [m]	19,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	25,2									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: 0%

WACC w okresie rezydualnym: 17,2%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT r/r	4,3%	4,8%	2,3%	2,0%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,0%	1,0%
Marża NOPAT	23%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	23%
CAPEX / Przychody	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
D / E	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
E / (E+D)	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
D / (E+D)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kosz kapitału własnego	17,3%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
WACC	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA na rok 2025 w wysokości 3,5x (tak samo jak poprzednio) i na tej podstawie szacujemy wycenę equity na 25,3 PLN/akcję. Jest to poziom wskazujący na dyskonto względem grupy porównawczej. Naszym zdaniem przyjęte w bieżącej analizie podejście jest konserwatywne i odzwierciedla szereg ryzyk na przyszłość związanych z negatywnymi trendami dla telewizji linearnej.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na 2025						
	2,50	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00	4,50
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	20,3	22,8	24,0	25,3	26,5	27,8	30,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka. W grupie podmiotów znajduje się także Canal+ Group, czyli główny akcjonariusz KPL. Przypominamy, że w grudniu 2024 roku nastąpiło upublicznienie na londyńskiej giełdzie Canal+ Group (zmaterializował się zapowiedziany już wcześniej proces wydzielenia aktywów z Vivendi – Spin-Off).

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		EV/EBIT		
	2025E	2026E	2025E	2026E	
M6-METROPOLE TELEVISION	4,9	5,3	6,9	7,8	<p>Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025/2026 dla wybranych podmiotów wyniosła 7,1x i 6,6x. Dla EV/EBIT jest to odpowiednio 9,4x i 8,9x.</p> <p>Zwracamy uwagę, że wartości EV/EBITDA dla podmiotów z dużą ekspozycją na telewizję linearną są jednak znacząco niższe.</p>
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	5,9	5,6	9,7	9,0	
RTL GROUP	7,1	6,6	9,4	8,9	
CANAL+	3,6	3,4	6,3	5,8	
ITV	6,0	5,9	7,9	7,7	
ATRESMEDIA	5,9	5,9	6,5	6,6	
TF1	2,3	2,3	5,0	4,8	
MODERN TIMES GROUP	4,3	4,0	6,2	5,4	
WARNER BROS DISCOVERY	7,1	6,9	40,8	29,5	
WARNER MUSIC GROUP	14,0	12,8	19,7	16,4	
WALT DISNEY	11,4	10,3	13,7	12,4	
PARAMOUNT GLOBAL	7,5	7,1	8,7	8,0	
FOX CORP	8,5	9,2	9,7	10,6	
NETFLIX	30,1	25,2	31,5	26,2	
NEWS CORP	12,4	11,2	18,5	16,3	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WSTĘPNE WYNIKI ZA Q4 2024

Spółka w dniu 2025-03-25 opublikowała wstępne rezultaty za Q4 2024.

Raport wskazał na wyższe niż nasze założenia przychody. Jednocześnie na poziomie EBIT spółka rozpoznała wynik o 2,1 mln PLN niższy niż nasze wcześniejsze oczekiwania (20,3 mln PLN vs 22,4 mln PLN). Tak jak zwracaliśmy uwagę w poprzednim materiale analitycznym, ostatni kwartał 2024 zmagał się z wysoką bazą wynikową z Q4 2023 (w szczególności dotyczyło to salda pozostałej działalności operacyjnej). Finalnie EPS w Q4 2024 spadł o ponad 22,6% r/r. W ujęciu całego 2024 roku EPS wzrósł do 3,36 PLN, czyli o 28,5% r/r.

Wstępne wyniki KPL za Q4 2024 [PLN m]

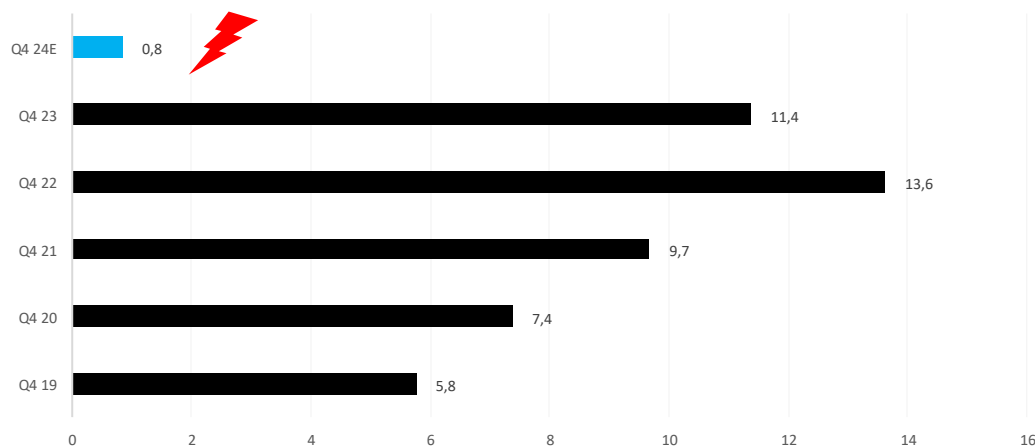
	Q4 23	Q4 24	y/y	2023	2024	y/y	Q4 24E	realizacja
Przychody	79,5	86,3	8,6%	294,2	315,5	7,2%	81,1	106,5%
EBIT	23,7	20,3	-14,2%	66,5	84,2	26,7%	22,4	90,8%
Wynik netto	19,4	15,0	-22,6%	51,9	66,6	28,5%	18,7	80,4%

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., spółka

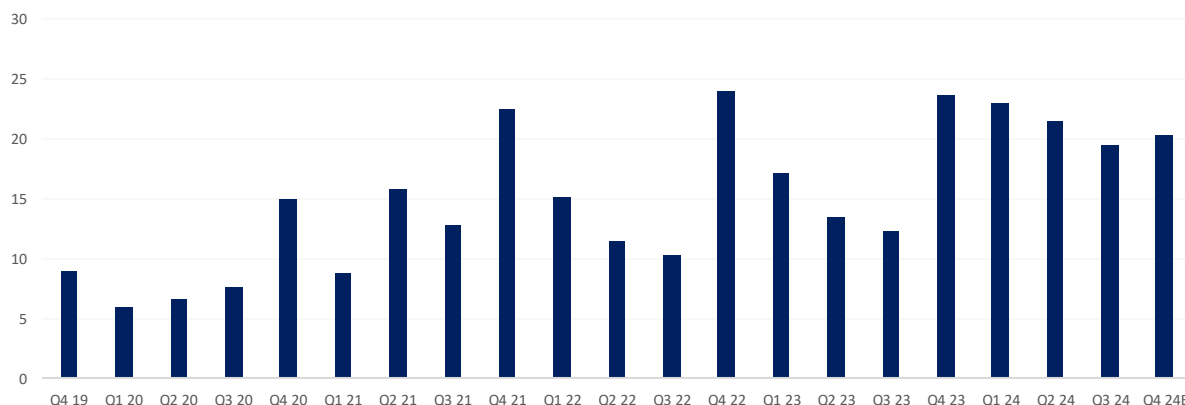
Zwracamy uwagę, że miniony Q4 2024 wskazał na istotną zmianę struktury wyników kwartalnych w ramach roku kalendarzowego. Z uwagi m.in. na specyfikę rynku reklamy dla spółki z reguły względnie mocnym okresem jest Q4. W poprzednich latach odczyt EBIT w Q4 względem odczytu EBIT z Q3 wskazywał na dominujące znaczenie końcówki roku. W latach 2023 i 2022 EBIT w Q4 był wyższy od EBIT w Q3 o odpowiednio 13,6 mln PLN oraz 11,4 mln PLN. Na podstawie opublikowanych szacunkowych danych za miniony kwartał dostrzegamy, iż różnica pomiędzy EBIT za Q4 2024 i Q3 2024 wyniosła tylko 0,8 mln PLN. W bieżącej aktualizacji, struktura kosztów z Q4 2024 nie jest dla nas impulsem dla zmiany sezonowości wyników w kolejnych latach.

Różnica między EBIT wypracowanym w Q4 a Q3 w ostatnich latach kalendarzowych [PLN m]



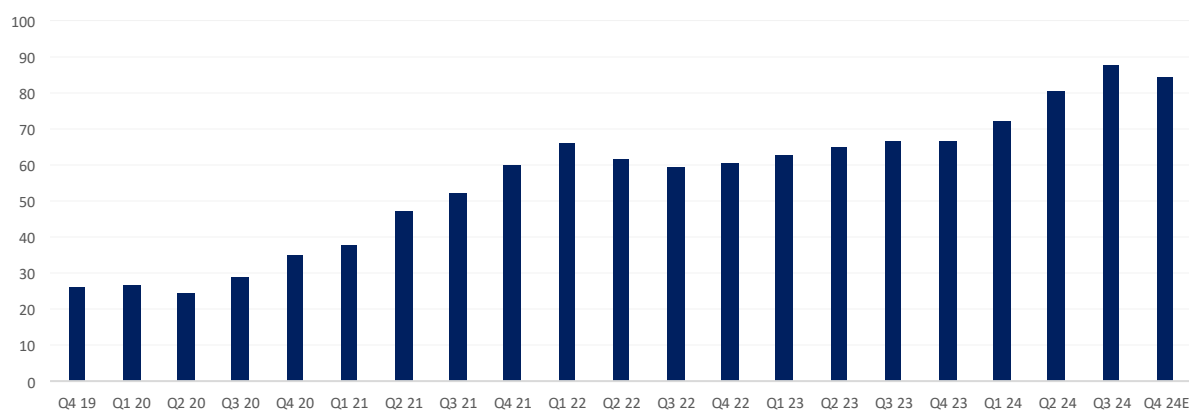
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBIT w poszczególnych kwartałach [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

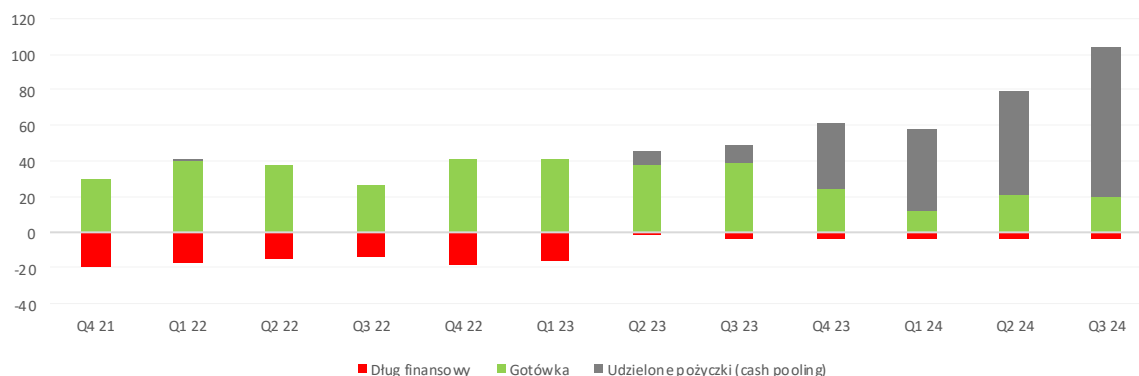
Historyczne odczyty EBIT w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W obecnej aktualizacji nie dokonaliśmy istotnych zmian w założeniach na najbliższe lata.

Utrzymujemy nasz optymizm wobec zdolności spółki do poprawy wyników w kolejnych okresach, choć zwracamy uwagę, że należy przygotować się na scenariusz wygaszenia impulsu wzrostowego związanego z wpływami z reklam (co miało kluczowe znaczenie dla dynamiki EBIT r/r w 2024 roku).

Przypominamy, że od 2026 roku w modelu staramy się uwzględnić rezygnację Zoom TV z obecności na MUX8. Po roku 2025 ma to wpływ na obniżenie przychodów w segmencie Zoom TV. Jednocześnie istotnie zmieniliśmy strukturę kosztów operacyjnych tego segmentu (brak amortyzacji koncesji MUX8 oraz niższe koszty nadawania). Spodziewamy się, że rezygnacja z MUX8 będzie skutkowałą wzrostem marży segmentu od 2026 roku. W krótkim horyzoncie jednak (rok 2025) dla Zoom TV ujęliśmy wyższe koszty operacyjne (w szczególności bardziej widoczne w H2 2025). Spodziewamy się bowiem wyższych kosztów kontentu i większej aktywności marketingowej/promocyjnej kanału w związku z potrzebą komunikacji o możliwości odbierania sygnału poza MUX8.

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

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

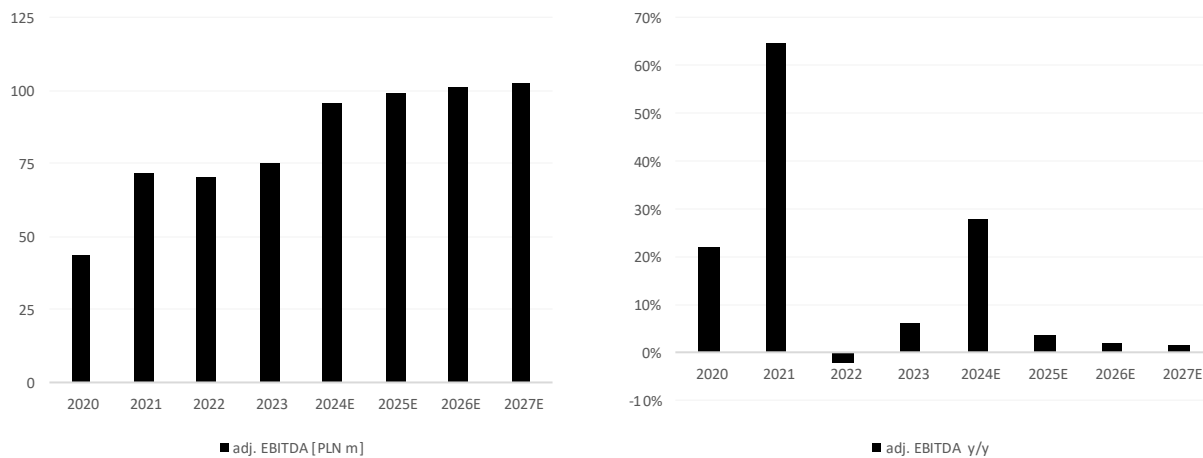
Przypominamy, że spółka w komunikacie z 6 marca 2025 roku podała, iż zgromadzenie wspólników Filmbox Iberia (podmiot zależny) podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy w wysokości 4,95 mln EUR. Zaproponowana kwota jest o ponad 35% wyższa niż w poprzednim roku (liczone w EUR). Przyjmujemy wiadomość pozytywnie, gdyż w naszej ocenie bardziej prawdopodobny staje się scenariusz wzrostu DPS jaki wypłaci Kino Polska swoim akcjonariuszom w 2025 roku. W latach 2025-2026 spodziewamy się wzrostu strumienia dywidend płynących do akcjonariuszy KPL (odpowiednio 0,85 PLN i 1,03 PLN). Wskaźnik wypłaty dywidendy w najbliższych latach pozostaje w naszej symulacji poniżej 30% skonsolidowanego wyniku netto.

Zmiana w założeniach względem poprzedniego raportu analitycznego z 2024-12-23 [PLN m]

	obecnie			było			zmiana		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	315,9	314,9	323,3	315,9	314,9	323,3	0%	0%	0%
Emisja	154,2	158,3	162,0	154,2	158,3	162,0	0%	0%	0%
Reklama	138,4	132,5	136,4	138,4	132,5	136,4	0%	0%	0%
Sprzedaż licencji	11,5	11,7	11,8	11,5	11,7	11,8	0%	0%	0%
Produkcja kanałów	9,3	10,0	10,6	9,3	10,0	10,6	0%	0%	0%
Inne	2,4	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	1%	-2%	0%
skor. EBITDA	99,1	101,1	102,6	99,1	101,1	102,6	0%	0%	0%
EBIT	88,4	92,5	94,4	88,4	92,5	94,4	0%	0%	0%
Saldo finansowe	3,2	3,4	4,0	3,3	3,5	4,1	-3%	-2%	-1%
Wynik brutto	91,6	95,9	98,4	91,7	96,0	98,5	0%	0%	0%
Wynik netto	74,2	77,7	79,7	74,3	77,8	79,8	0%	0%	0%
Wyniki segmentów	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
FilmBox	58,2	59,4	60,4	58,2	59,4	60,4	0%	0%	0%
Kino Polska	14,6	14,3	14,0	14,6	14,3	14,0	0%	0%	0%
Produkcja kanałów TV	2,0	2,1	2,3	2,0	2,1	2,3	1%	2%	-1%
Zoom TV	2,1	4,2	4,6	2,1	4,2	4,6	1%	0%	1%
Stopklatka	12,1	13,4	14,6	12,1	13,4	14,6	0%	0%	0%
Sprzedaż praw licencyjnych	2,0	2,0	1,8	2,0	2,0	1,8	0%	2%	-2%

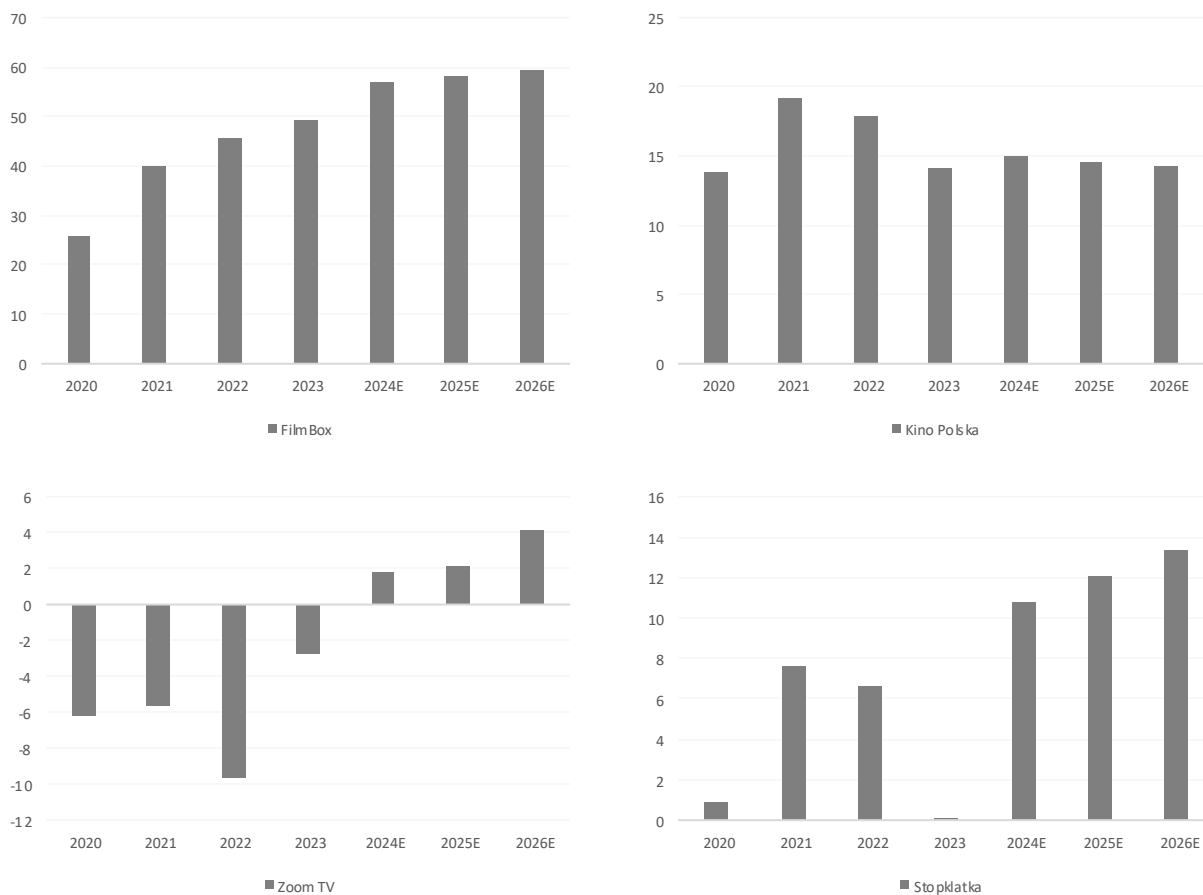
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia naszego modelu KPL

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	284,8	294,2	315,5	315,9	314,9	323,3	330,9	337,9	344,9
Emisja	146,1	150,7	151,3	154,2	158,3	162,0	165,4	168,9	172,3
Reklama	106,8	107,0	135,4	138,4	132,5	136,4	139,8	142,6	145,3
Sprzedaż licencji	27,3	30,0	12,7	11,5	11,7	11,8	12,0	12,2	12,4
Produkcja kanałów	2,0	4,4	8,5	9,3	10,0	10,6	11,2	11,7	12,3
EBITDA skor. (def. BDM)	70,5	74,8	95,7	99,1	101,1	102,6	105,0	106,9	108,6
EBIT	60,7	66,5	84,2	88,4	92,5	94,4	96,0	97,2	98,2
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	2,4	3,2	3,4	4,0	4,5	4,8	5,2
Zysk przed opodatkowaniem	60,2	65,6	86,6	91,6	95,9	98,4	100,5	102,0	103,4
Podatek dochodowy	-12,5	-13,8	-20,0	-17,4	-18,2	-18,7	-19,1	-19,4	-19,6
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	47,7	51,9	66,6	74,2	77,7	79,7	81,4	82,6	83,7
Segmenty	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	60,7	66,5	84,2	88,4	92,5	94,4	96,0	97,2	98,2
FilmBox	45,6	49,2	57,1	58,2	59,4	60,4	61,3	62,2	63,1
Kino Polska	17,9	14,2	14,9	14,6	14,3	14,0	13,8	13,5	13,3
Produkcja kanałów TV	0,7	1,7	1,1	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6
Zoom TV	-9,6	-2,7	1,8	2,1	4,2	4,6	5,0	5,3	5,5
Stopklatka	6,7	0,1	10,8	12,1	13,4	14,6	15,4	15,7	16,1
Sprzedaż praw licencyjnych	3,2	2,7	2,6	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
EBITDA skor. y/y	-2,1%	6,2%	27,9%	3,6%	2,0%	1,5%	2,3%	1,8%	1,6%
EBITDA skor. / Przychody	24,7%	25,4%	30,3%	31,4%	32,1%	31,7%	31,7%	31,6%	31,5%
Wynik netto / Przychody	16,7%	17,6%	21,1%	23,5%	24,7%	24,7%	24,6%	24,4%	24,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne i założenia z bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych

Bilans	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
RZAT + WNIP	5,6	7,2	6,1	5,5	5,5	6,0	6,4	6,7	7,3
Wartość firmy	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Aktywa programowe	59,4	67,7	76,3	90,0	104,5	119,4	134,6	150,1	165,9
Inne	24,8	40,2	33,9	31,3	31,3	33,3	35,1	36,7	39,6
Aktywa trwałe	145,4	170,7	172,1	182,6	197,0	214,3	231,7	249,2	268,5
Aktywa programowe	13,9	11,0	8,2	8,2	8,2	8,4	8,6	8,8	8,9
Należności	95,0	103,9	107,3	107,4	107,1	109,9	112,5	114,9	117,3
Inne (pożyczki udzielone)	1,2	37,1	85,4	85,4	85,4	85,4	85,4	85,4	85,4
Środki pieniężne	40,9	24,7	25,2	72,0	114,9	153,2	190,1	224,0	250,5
Aktywa obrotowe	151,0	176,7	226,0	273,0	315,5	356,8	396,5	433,0	462,1
Aktywa	296,4	347,4	398,1	455,5	512,6	571,2	628,3	682,2	730,6
Kapitał własny	204,1	243,0	297,9	355,2	412,5	468,9	524,0	576,1	622,7
Zobowiązania finansowe	0,1	2,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Zobowiązania handlowe	4,7	1,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Inne zobowiązania	8,8	21,7	17,1	17,1	17,1	17,1	17,2	17,2	17,3
Zobowiązania długoterminowe	13,6	25,9	19,2	19,2	19,2	19,2	19,3	19,3	19,4
Zobowiązania finansowe	17,9	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania handlowe	49,3	56,3	52,0	52,1	51,9	53,7	55,4	56,9	58,3
Inne zobowiązania	11,4	20,9	27,6	27,6	27,6	28,0	28,3	28,6	28,9
Zobowiązania krótkoterminowe	78,7	78,5	81,0	81,1	80,9	83,0	85,0	86,8	88,6
Zobowiązania i kapitał własny	296,4	347,4	398,1	455,5	512,6	571,2	628,3	682,2	730,6

Cash flow	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przepływy operacyjne	28,2	50,0	69,0	69,5	69,9	69,9	71,7	73,1	74,3
Przepływy inwestycyjne	-5,2	-41,2	-54,9	-5,5	-6,3	-8,1	-8,3	-8,4	-10,3
Przepływy finansowe	-12,5	-25,0	-13,6	-17,2	-20,7	-23,6	-26,6	-30,8	-37,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	10,5	-16,2	0,5	46,8	42,9	38,2	36,9	33,9	26,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kurs [PLN]	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
Liczba akcji [m]	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
BVPS [PLN]	10,3	12,3	15,0	17,9	20,8	23,7	26,4	29,1	31,4
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,4	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,2
P/E [x]	7,9	7,3	5,7	5,1	4,9	4,7	4,7	4,6	4,5
EV/Przychody [x]	1,2	1,1	0,9	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA [x]	5,0	4,3	2,8	2,3	1,8	1,4	1,0	0,7	0,4
EV/EBIT [x]	5,9	4,8	3,2	2,5	2,0	1,5	1,1	0,7	0,5
P/BV [x]	1,9	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
EV [PLN m]	356	321	271	225	182	144	107	73	46
Kapitalizacja [PLN m]	379	379	379	379	379	379	379	379	379
Dług netto [PLN m]	-23	-58	-107	-154	-197	-235	-272	-306	-332
Dług netto/EBITDA [x]	-0,3	-0,8	-1,1	-1,6	-1,9	-2,3	-2,6	-2,9	-3,1
Przychody/Aktywa [x]	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Aktywa/Kapitał własny [x]	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EBIT/Koszty finansowe [x]	46,5	37,3	79,2	276,6	361,6	369,0	375,3	379,9	384,0
Zobowiązania krótkoterminowe/Przychody [x]	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania długoterminowe/Przychody [x]	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
ROA	16,1%	14,9%	16,7%	16,3%	15,2%	14,0%	13,0%	12,1%	11,5%
ROE	23,4%	21,3%	22,4%	20,9%	18,8%	17,0%	15,5%	14,3%	13,4%
ROCE	31,4%	29,9%	37,1%	36,6%	36,2%	34,6%	32,5%	30,6%	28,9%
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,85	1,03	1,18	1,33	1,54	1,88
rentowność dywidendy	2,6%	1,8%	3,3%	4,5%	5,4%	6,2%	6,9%	8,1%	9,8%
Dług % [PLN m]	18	4	3	3	3	3	3	3	3
Pożyczki udzielone [PLN m]	0	37	85	85	85	85	85	85	85
Gotówka [PLN m]	41	25	25	72	115	153	190	224	251

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

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

oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	25,2	akumuluj	25,2	2025-03-31	15:33	19,10	95 850
akumuluj	25,2	kupuj	21,26	2024-12-23	10:54	22,2	79 925
kupuj	21,26	kupuj	18,4	2024-07-15	06:59	14,8	88 694
kupuj	20,05	kupuj	18,4	2024-05-21	09:15	14,8	89 082
kupuj	18,4	---	---	2023-12-11	10:57	14,2	77 400

Objaśnienia używanej terminologii:

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

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 wartość przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q1 2025*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	54%	0	0%
Akumuluj	3	23%	0	0%
Trzymaj	2	15%	0	0%
Redukuj	1	8%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-03-31.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-03-31 (15:33 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-03-31.

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-03-31:

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

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.