



Dom Maklerski BDM S.A.

KINO POLSKA TV

RAPORT ANALITYCZNY

Uwzględniając przyjęte przez nas założenia wydajemy zalecenie Kupuj dla watorów Kino Polska TV (KPL) z ceną docelową 18,4 PLN/akcję, czyli ok 33% powyżej obecnego kursu rynkowego. Spółka jest obecnie handlowana na niskich mnożnikach rynkowych z wyraźnym dyskontem do grupy porównawczej.

Kino Polska TV według nas jest w ciekawym momencie w związku z procesem zmian wynikających z wejścia do koncernu Vivendi (bezpośrednio do grupy Canal+). W najbliższych kwartałach spodziewamy się stabilizacji wyników w kluczowym segmencie, czyli FilmBox, który odpowiadał za impuls wzrostowy w ostatnich latach. Jednocześnie liczymy na odczuwalną poprawę wyników w Stopklatka oraz Zoom TV. Tym samym na poziomie skonsolidowanym zakładamy, iż KPL będzie w stanie w najbliższych dwóch latach (2024 i 2025) wykazać wzrost EBITDA skor. odpowiednio o 7,8% i 6,7% r/r.

Liczymy, że w 2024 roku władze spółki bardziej szczegółowo zaakcentują przyszłe inicjatywy, które powinny poprawić pozycję rynkową spółki dzięki funkcjonowaniu w ramach grupy Canal+. Jednym z elementów zmian będzie prawdopodobnie większy stopień dzielenia bibliotek programowych. Bardzo ważne z naszej perspektywy będą również potencjalne przyszłe decyzje dotyczące rozwoju streamingu, czyli FilmBox+. W modelu nie zakładamy podjęcia nowych inicjatyw przez KPL skutkujących istotnymi wydatkami inwestycyjnymi. Na obecnym etapie nie wiemy jakie jest stanowisko władz spółki i akcjonariusza większościowego dotyczące przyszłej polityki dywidendowej KPL lub podjęcia przez spółkę istotnych projektów inwestycyjnych (w ramach grupy Canal+).

Wyniki KPL za Q3 2023 przyjęliśmy z lekkim rozczarowaniem. Punktowo w Q3 niepokoić może zatrzymanie impulsów wzrostowych w segmencie FilmBox, który dotychczas był kluczowy w procesie budowy wyników grupy, a z drugiej strony obserwujemy stopniową poprawę sytuacji w segmencie Stopklatka (efekt niskiej bazy po refarmingu) i segmencie Zoom TV. Ogółem przychody w Q3 2023 okazały się zbliżone z naszymi prognozami. Jednocześnie w Q3 spółka wypracowała wynik EBIT niższy o 1,5 mln PLN względem naszych wcześniejszych założeń. Zwracamy uwagę, że względnie wysokie dodatnie przepływy generowane na przestrzeni ostatnich lat pozwoliły na spłatę zadłużenia bankowego. Na koniec Q3 2023 spółka nie korzystała z finansowania dłużnego (poza względnie niewielkim saldem leasingu), a saldo gotówki wynosiło 38 mln PLN.

W Q4 zakładamy, że EBITDA skor. w ujęciu r/r zanotuje wzrost z około 21,6 mln PLN do 23 mln PLN. Tym samym w skali całego 2023 roku spodziewamy się, że EBITDA skor. wyniesie 73,4 mln PLN (w 2022 roku było to ok 70,5 mln PLN). Przyjęte przez nas założenia na 2024 rok wskazują na stabilizację wyników w segmencie FilmBox, wyhamowanie erozji w segmencie Kino Polska oraz oczekujemy impulsów wzrostu w Stopklatka i Zoom TV. Tym samym w 2024 roku prognozujemy wzrost EBITDA skor. do 79,1 mln PLN. Podobne tendencje dotyczące głównych segmentów widoczne są w naszym modelu również w prognozie na 2025 rok. Na lata 2024-2025 zakładana przez nas dynamika wzrostu EBITDA skor. wynosi odpowiednio 7,8% i 6,7% r/r.

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody [mln PLN]	257,2	284,8	296,9	301,4	315,1	328,4
EBITDA skor. [mln PLN]	71,9	70,5	73,4	79,1	84,4	88,1
EBIT [mln PLN]	59,8	60,7	65,6	69,1	74,1	77,2
Wynik netto [mln PLN]	48,6	47,7	51,4	57,5	61,9	64,8
EPS [PLN]	2,5	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3
P/BV	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,8
P/E	5,6	5,8	5,3	4,8	4,4	4,2
EV/EBITDA	3,7	3,6	3,1	2,6	2,0	1,7
EV/EBIT	4,4	4,1	3,5	2,9	2,3	1,9
DPS [PLN]	0,0	0,5	0,4	0,8	1,2	1,6
Rentowność dywidendy	0%	4%	3%	6%	8%	11%

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 18,4 PLN

11 GRUDZIEŃ 2023, 10:57 CET

Wycena końcowa [PLN]	18,4
Potencjał do wzrostu / spadku	+33%

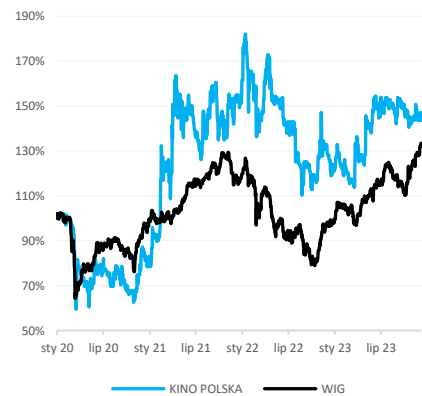
Cena rynkowa [PLN]	13,85
Kapitalizacja [mln PLN]	275
Ilość akcji [mln. szt.]	19,82

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	15,05
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13,70

Zmiana kursu za 3 mc	-6%
Zmiana kursu za 6 mc	-6%
Zmiana kursu za 12 mc	12%
Zmiana kursu YTD	18%

Akcjonariat (% kapitału):	
SPI International B.V.	66,0%
Ipopema TFI (łącznie z Total FIZ i TTL 1)	8,6%
Nationale-Nederlanden PTE	5,3%
Pozostali	20,1%

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.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA	8
ZMIANY W AKCJONARIACIE	10
RYNEK TELEWIZYJNY W POLSCE.....	11
WYNIKI SKONSOLIDOWANE KINO POLSKA ZA Q3 2023	15
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Rozpoczynamy pokrycie analityczne dla Kino Polska TV (KPL).

Uwzględniając przyjęte przez nas założenia wydajemy zalecenie Kupuj dla walorów KPL z ceną docelową 18,4 PLN/akcję, czyli ok 33% powyżej obecnego kursu rynkowego. Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 18,4 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2023-2024 wskazuje na cenę 18,4 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny KPL

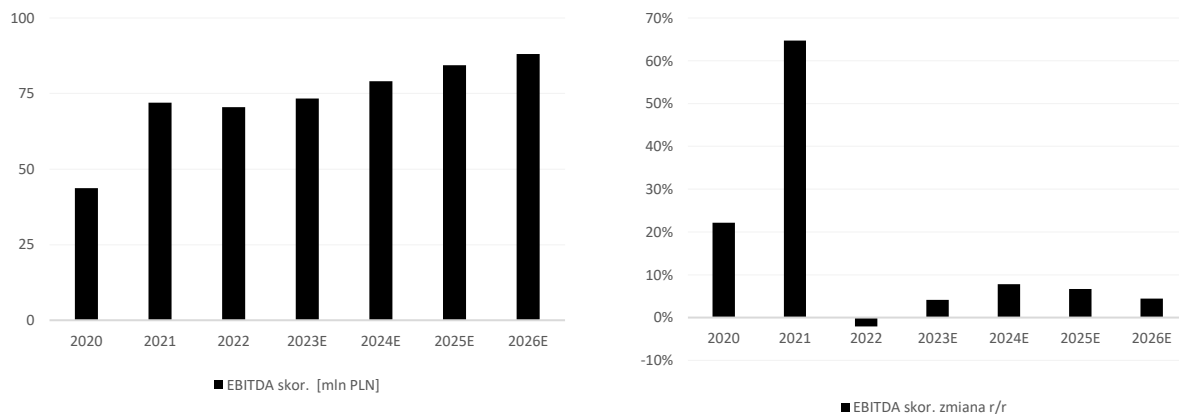
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	18,4
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	18,3
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	18,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kino Polska TV według nas jest w ciekawym momencie w związku z procesem zmian wynikających z wejścia do koncernu Vivendi (bezpośrednio do grupy Canal+. W najbliższych kwartałach spodziewamy się stabilizacji wyników w kluczowym segmencie, czyli FilmBox, który odpowiadał za impuls wzrostowy w ostatnich latach. Jednocześnie liczymy na odczuwalną poprawę wyników w Stopklatka oraz Zoom Tv. Tym samym na poziomie skonsolidowanym zakładamy, iż KPL będzie w stanie w najbliższych dwóch latach (2024 i 2025) wykazać wzrost EBITDA skor. odpowiednio o 7,8% i 6,7% r/r.

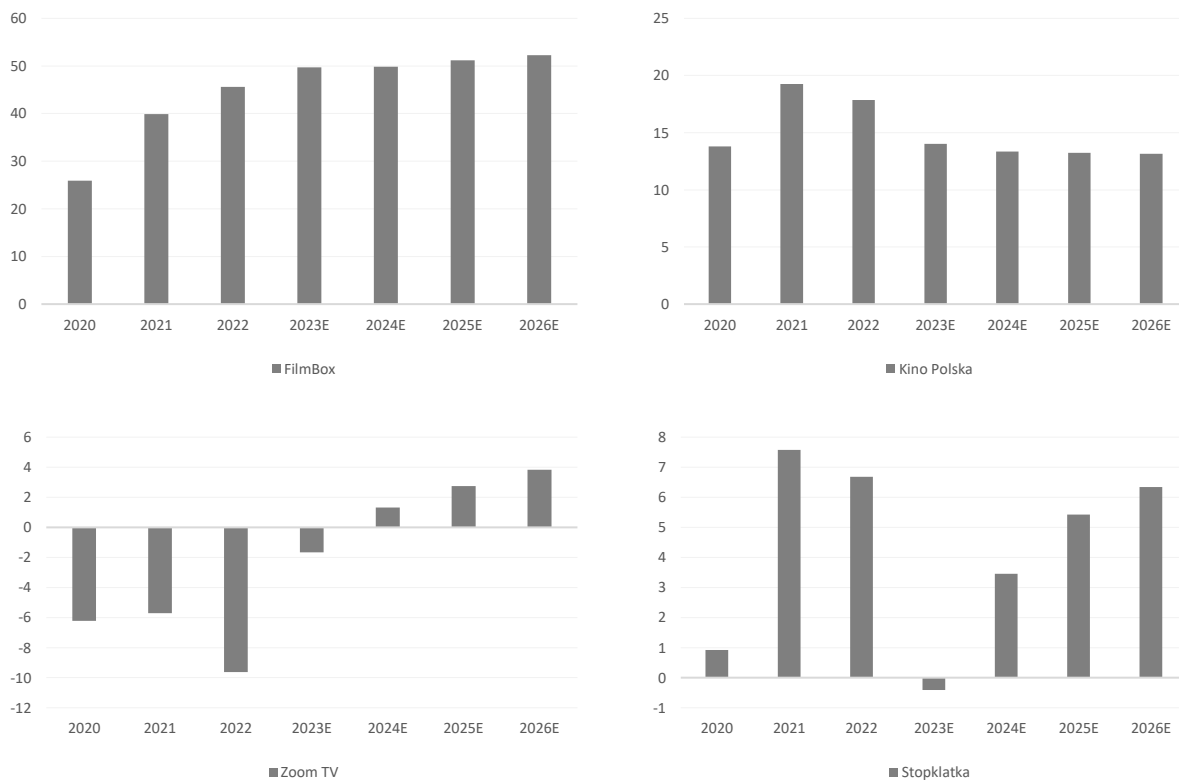
Liczymy, że w 2024 roku władze spółki bardziej szczegółowo zaakcentują przyszłe inicjatywy, które powinny poprawić pozycję rynkową spółki dzięki funkcjonowaniu w ramach grupy Canal+. Jednym z elementów zmian będzie prawdopodobnie większy stopień dzielenia bibliotek programowych. Bardzo ważne z naszej perspektywy będą również przyszłe decyzje dotyczące FilmBox+.

Historyczna i zakładana przyszła ścieżka zachowania EBITDA skor. oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2023-2026



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Silna konkurencja o widza oraz koszty aktywów programowych
Spółka działa na rynku charakteryzującym się wysoką konkurencją o uwagę widza (na krajowym rynku dostępnych jest ponad 250 stacji tv). W kolejnych okresach przygotowujemy się na bliższą kooperację z Canal+ w ramach dzielenia bibliotek/treści tv. Dodatkowo należy mieć na uwadze, że w przyszłości spółka w celu obrony obecnych udziałów w rynku lub dalszej ekspansji będzie musiała ponosić wyższe koszty zakupu aktywów programowych.
- Ryzyko sytuacji makroekonomicznej i kondycja rynku reklamy telewizyjnej
Ponad 37% łącznych przychodów KPL w 2022 roku stanowiła reklama. 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 nowej strategii akcentuje wzrost sprzedaży platformy streamingowej FilmBox+. Nie znamy danych dotyczących tego projektu (spółka nie publikuje częściowych 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.
- Ryzyko zmienności przepisów prawa
Spółka posiada koncesje na nadawanie Stopklatka oraz Zoom TV. Należy mieć na uwadze, że działalność spółki reguluje szereg przepisów prawnych, które w przyszłości mogą ulegać zmianie.
Przypominamy również, że w poprzedniej kadencji Sejmu RP procedowane były przepisy wprowadzające dodatkowy podatek reklamowy. Przedstawiony w 2021 roku projekt ustawy obejmował szereg istotnych zmian dla działalności mediów w Polsce i nałożenie dodatkowego podatku (jego wysokość była uzależniona od rodzaju reklamy; dla tv standardowe stawki proponowano w wysokości 7,5% lub 10% w zależności od progów przychodów). Ostatecznie forsowane przepisy nie weszły w życie.

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 5,4%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 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) od decyzji głównego akcjonariusza.

Po okresie szczegółowej prognozy w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o braku wzrostu przepływów i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 17,5%.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na 365,3 mln PLN, czyli 18,4 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-01-03.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%
	13,0%	19,2	19,4	19,5	19,7	19,9	20,1	20,4
	14,5%	18,8	18,9	19,0	19,2	19,4	19,5	19,7
	16,0%	18,4	18,5	18,7	18,8	18,9	19,0	19,2
WACC	17,5%	18,1	18,2	18,3	18,4	18,5	18,7	18,8
	19,0%	17,9	18,0	18,1	18,1	18,2	18,3	18,4
	20,5%	17,7	17,7	17,8	17,9	18,0	18,1	18,1
	22,0%	17,5	17,6	17,6	17,7	17,7	17,8	17,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	301,4	315,1	328,4	339,2	348,6	357,4	365,7	374,1	382,4	390,7
EBITDA skor. [mln PLN]	79,1	84,4	88,1	91,0	93,4	95,5	97,6	99,6	101,6	103,5
EBIT [mln PLN]	70,7	75,8	79,0	81,7	83,6	85,2	86,5	87,9	89,3	90,6
NOPAT [mln PLN]	57,3	61,4	64,0	66,1	67,7	69,0	70,1	71,2	72,3	73,4
Amortyzacja [mln PLN]	8,4	8,6	9,1	9,4	9,9	10,3	11,1	11,7	12,3	12,8
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-13,5	-6,4	-6,6	-6,6	-6,6	-6,7	-6,7	-6,8	-6,9	-7,0
CAPEX [mln PLN]	-9,5	-11,0	-13,1	-13,6	-13,9	-14,3	-14,6	-15,0	-15,3	-15,6
FCFF [mln PLN]	42,7	52,5	53,3	55,3	57,0	58,4	59,8	61,1	62,4	63,6
Suma PV FCFF [mln PLN]	247,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	72,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	320,6									
Dług netto [mln PLN]	-44,8									
Inne korekty [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	365,3									
Ilość akcji [mln szt.]	19,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	18,4									

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	1,5%	4,6%	4,2%	3,3%	2,8%	2,5%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Marża EBITDA	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	26%
Marża EBIT	23%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	23%	23%	23%
CAPEX / Przychody	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
D / E	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
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	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
WACC	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2024 w wysokości 4,0x i na tej podstawie szacujemy wycenę spółki na poziomie ok 363 mln PLN, czyli 18,3 PLN/akcję. Jest to poziom wskazujący na dyskonto względem grupy porównawczej. Naszym zdaniem przyjęte w bieżącej analizie podejście jest konserwatywne i odzwierciedla szereg ryzyk związanych z negatywnymi trendami dla telewizji linearnej. Na obecnym etapie wyczekujemy również na finalne przesłanie władz KPL dotyczące przyszłej roli/pozycji spółki w grupie Canal+ (w ramach koncernu Vivendi) i bardziej przejrzystą komunikację dotyczącą rozwoju sprzedaży usług serwisu FilmBox+ (m.in. kluczowe kwestie związane z kosztami utrzymania serwisu / inwestycjami w pozysk klienta), czy wreszcie odniesienie się do przyszłej polityki dywidendowej (w dotychczasowym modelu biznesowym spółka generuje wysokie strumienie pieniężne).

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2024						
	3,00	3,50	3,75	4,00	4,25	4,50	5,00
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	14,5	16,4	17,4	18,3	19,3	20,3	22,2

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 Vivendi, czyli główny akcjonariusz grupy Canal+ z szeroką ekspozycją na różne od KPL obszary biznesowe.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2023E	2024E	
M6-METROPOLE TELEVISION	3,7	3,7	
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	7,3	6,3	
RTL GROUP	6,3	5,7	
VIVENDI	9,4	8,1	Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023/2024 dla wybranych podmiotów wyniosła 7,6x i 7,0x. Zwracamy uwagę, że wartości EV/EBITDA dla podmiotów z dużą ekspozycją na telewizję linearną są jednak znacząco niższe.
ITV	6,2	5,8	
ATRESMEDIA	4,4	4,1	
TF1	3,3	3,0	
MODERN TIMES GROUP	5,3	5,1	
WARNER BROS DISCOVERY	6,7	6,6	
WARNER MUSIC GROUP	14,7	13,8	
WALT DISNEY	12,2	10,9	
PARAMOUNT GLOBAL	10,9	9,1	
FOX CORP	6,7	6,1	
NETFLIX	27,9	21,7	
NEWS CORP	10,3	9,3	
LIBERTY GLOBAL	8,2	8,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Grupa medialna Kino Polska TV (KPL) działa w Polsce oraz na innych rynkach zagranicznych (głównie CEE). KPL zajmuje się m.in. dystrybucją i produkcją treści dla telewizji, na platformy VOD, do serwisów streamingowych, sprzedają licencji programowych oraz uczestniczy w projektach produkcji kinowych. Spółka jest także nadawcą tematycznych kanałów telewizyjnych. W portfolio KPL kluczowe znaczenie mają następujące kanały telewizyjne: Stopklatka, Zoom TV, Kino Polska, Kino Polska Muzyka, Kino TV, Gametoon, a także kanały marki FilmBox.

W ramach raportowania wyników KPL wyodrębnia następujące segmenty operacyjne:

- Kanały filmowe marki FilmBox i kanały tematyczne
- Kanały marki Kino Polska
- Produkcja kanałów TV
- Zoom TV
- Stopklatka TV
- Sprzedaż praw licencyjnych

Model biznesowy Kino Polska TV



Źródło: dane przedstawione przez KPL w prezentacji wynikowej za 2022 rok

W ramach dotychczasowego modelu biznesowego dwa główne źródła przychodów to wpływy z emisji (płatności abonamentowe) oraz przychody reklamowe. Spółka dostarcza swoje programy do odbiorców (widzów) poprzez operatorów kablowych, platformy cyfrowe oraz dystrybuuje treści na platformy online.

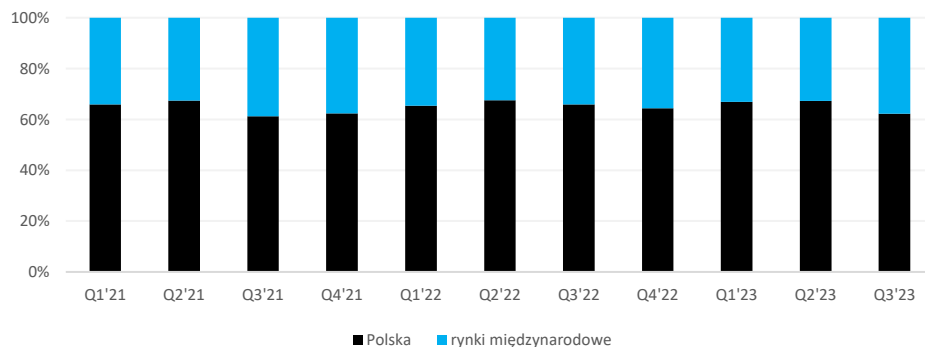
Zwracamy uwagę, że coraz większy akcent działalności KPL położony jest na wzrost znaczenia pozysku widza w obszarze platform streamingowych oraz produkcje treści (na potrzeby własne jak i grupy Canal+). Spółka w prezentacjach wskazuje, iż w przyszłości duże znaczenie ma mieć zakładana poprawa atrakcyjności treści, która będzie jednym z elementów decydujących o możliwości trwałego (względem obecnych odczytów) wzrostu oglądalności w dotychczasowych i nowych kanałach dystrybucji.

Przypominamy, że w ramach poprzedniej struktury akcjonariatu zdecydowano o realizacji strategicznego projektu rozwoju serwisu streamingowego FilmBox+. Na platformie można oglądać m.in. filmy, seriale oraz kanały z portfolio grupy „na żywo” na różnych urządzeniach. Jest to odpowiedź KPL na zachodzące przeobrażenia w zakresie konsumpcji treści telewizyjnych (telewizja linearna traci na znaczeniu kosztem streamingu). Zwracamy uwagę, że nakłady inwestycyjne związane ze stworzeniem platformy jak i bieżące koszty utrzymania FilmBox+ nie są uwzględniane na bilansie i w wyniku KPL. W sprawozdaniach spółki nie znajdujemy informacji o kosztach tego projektu oraz o potencjalnych parametrach, które definiują rentowność tego przedsięwzięcia u aktualnego właściciela platformy. Spółka jednocześnie jest odpowiedzialna za dystrybucję tego rozwiązania na lokalnych rynkach CEE. W ramach wyodrębnionego segmentu FilmBox większość przychodów pochodzi obecnie z telewizji linearnej. W przyszłości (wg nas) nie należy wykluczać, iż KPL w większym stopniu będzie partycypować w kosztach utrzymania i ewentualnego dalszego rozwoju platformy streamingowej, w tym w kosztach pozysku klientów.

Obecnie spółka ponad 1/3 przychodów wypracowuje na rynkach międzynarodowych, głównie w regionie CEE (poza Polską) i taka struktura jest stabilna od 2021 roku. Główna kategoria sprzedaży zagranicznej to przychody z emisji kanałów marki FilmBox oraz wpływy reklamowe.

W ujęciu LTM na koniec Q3 2023 przychody na rynkach międzynarodowych wyniosły 102,7 mln PLN. W 2022 roku przychody na rynkach międzynarodowych wyniosły 97,6 mln PLN (+5,6% r/r) i było to ok 34,3% łącznych przychodów. Z kolei przychody z kategorii emisja kanałów marki FilmBox na rynkach międzynarodowych w 2022 roku osiągnęły poziom 51,8 mln PLN (+9,5% r/r).

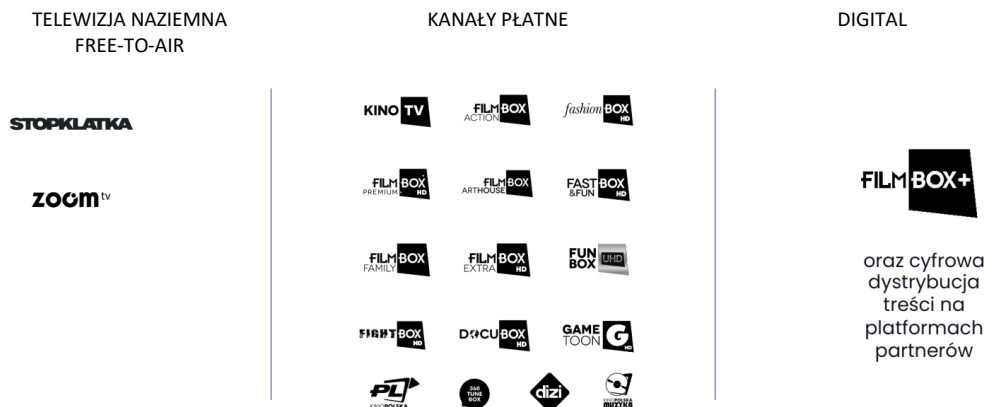
Struktura geograficzna przychodów w KPL



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na podstawie danych rocznych za 2022 rok wskazujemy na wrażliwość raportowanego wyniku w efekcie zmian walutowych. Po stronie przychodów spółka uzyskuje wpływy głównie w walucie PLN i EUR. Z kolei po stronie kosztów oraz nakładów inwestycyjnych spółka wyróżnia pozycje w EUR i USD (m.in. nabycie licencji filmowych). Szacowany przez KPL efekt umocnienia PLN względem EUR o 10% to wpływ na wynik rzędu -4,99 mln PLN, natomiast efekt umocnienia PLN względem USD o 10% to potencjalny wpływ na wynik w kwocie ok 1,5 mln PLN.

Trzy główne obszary biznesowe Kino Polska



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki

Podsumowanie działalności KPL

<p>Model biznesowy</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dystrybucja kanałów, treści i usług na platformach telewizyjnych. ▪ Bardzo duża ekspozycja na przychody z telewizji linearnej (kanały free-to-air oraz płatne). ▪ Realizowana jest strategia przeobrażenia modelu biznesowego i przystosowanie KPL do trwałego spadku znaczenia telewizji linearnej (kosztem streamingu). ▪ Coraz większy akcent skierowany na budowanie własnej biblioteki produkcji tv i filmowych.
<p>Jeden z graczy na rynku telewizji (teraz w ramach wiodącej grupy mediowej Vivendi/Canal+)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ W Polsce, czyli na głównym rynku operacyjnym, KPL z relatywnie niewielkim udziałem w oglądalności w widowni komercyjnej na poziomie 2,56% (SHR%, All 16-59, live) w okresie 1-3 Q 2023. ▪ Kilka kanałów filmowych i tematycznych dostępnych w Polsce i na rynkach międzynarodowych (CEE). ▪ Około 34,5% przychodów z rynków międzynarodowych. ▪ Grupa Kino Polska jest częścią koncernu Vivendi (bezpośrednio podlega pod grupę Canal+).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych przedstawionych przez KPL w prezentacjach inwestorskich

ZMIANY W AKCJONARIACIE

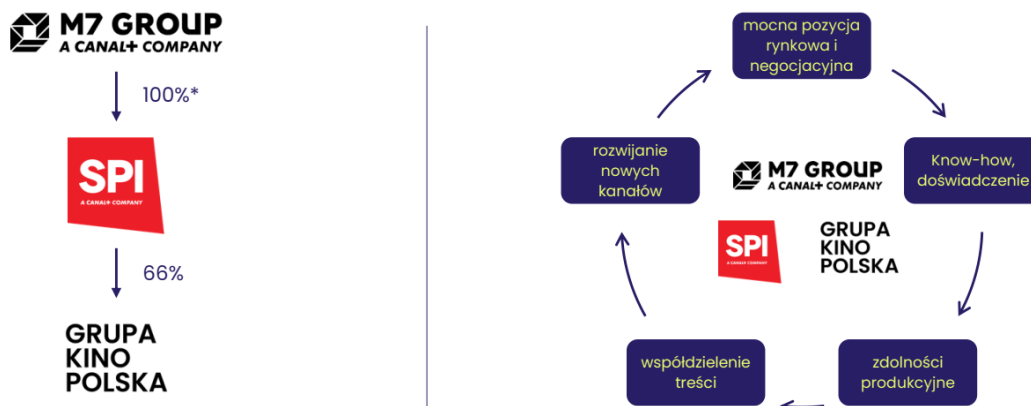
Struktura akcjonariatu KPL

	Liczba akcji	Udział w kapitale
SPI International B.V. (grupa Canal+)	13 082 126	66,0%
Fundusze zarządzane przez Ipopema TFI (łącznie z Total FIZ i TTL 1)	1 702 462	8,6%
Nationale-Nederlanden PTE	1 044 000	5,3%
Pozostali	3 992 816	20,1%
RAZEM	19 821 404	100%

Źródło: spółka

Zwracamy uwagę, że główny akcjonariusz KPL, czyli SPI został w 100% przejęty przez grupę Canal+, która wchodzi w skład koncernu Vivendi. Zwracamy uwagę, że w spółce nadal trwa proces zmian związanych z wejściem do jednej z większych grup mediowych na świecie.

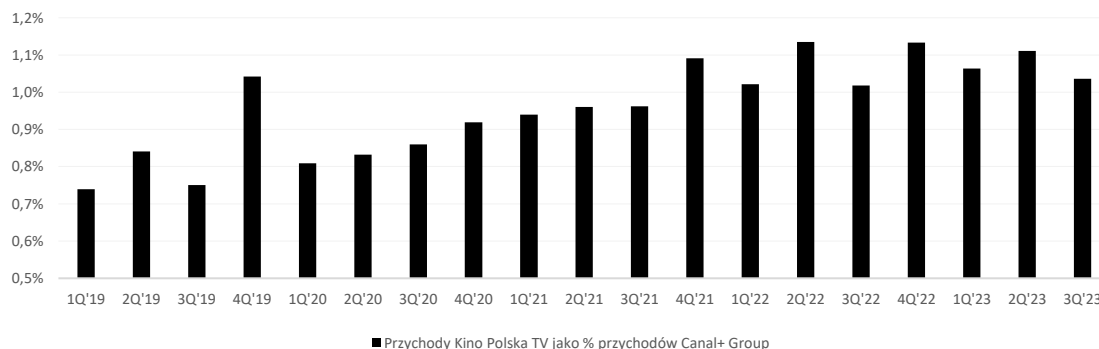
Wejście do grupy Vivendi i bliska współpraca z Canal+



* w dniu 17.08.2023 r. została sfinalizowana transakcja nabycia pozostałych 30% udziałów przez grupę Canal+ w SPI International
 Źródło: dane przedstawione przez KPL w prezentacji inwestorskiej

Nasze szacunki wskazują, że w ostatnich kwartałach przychody Kino Polska TV stanowiły około 1% przychodów Canal+ Group. Spółka pod względem przychodów jest zatem jednym z mniejszych elementów biznesu mediowego zgrupowanego w koncernie Vivendi.

Przychody Kino Polska TV na tle Canal+ Group



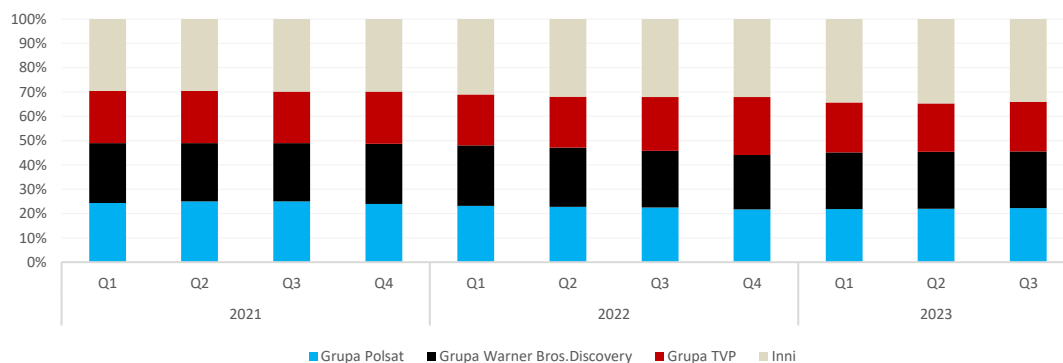
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie raportów Kino Polska TV oraz Vivendi

RYNEK TELEWIZYJNY W POLSCE

Na rynku telewizyjnym cały czas wzrasta konkurencja o uwagę widza. Dodatkowo od lat widać istotne zmiany w sposobie konsumpcji treści tv przez odbiorców oraz dochodzi do znacznych zmian w zachowaniu widzów w obrębie struktur wiekowych.

W Polsce trzy największe grupy telewizyjne odpowiadają za 65-67% całego rynku. Na przestrzeni ostatnich lat łączny udział mniejszych podmiotów ulega powolnemu zwiększeniu (trwa proces defragmentacji oglądalności oraz odczuwalny jest spadek znaczenia czterech głównych anten telewizyjnych). W Polsce udział największych anten tv, czyli tzw. „wielkiej czwórki” w oglądalności w 3Q 2023 zmalał o 7,6% do poziomu 24,73% (SHR%, All 16- 59, live) vs. 26,78% rok wcześniej.

Udział w oglądalności trzech największych grup telewizyjnych w Polsce [udziały w oglądalności, wszyscy 16-59 lat, cała doba]



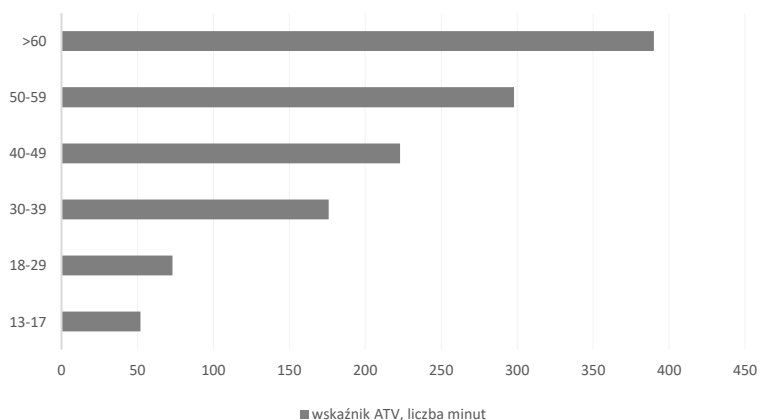
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych rynkowych oraz opracowań KPL, CPS

W 2022 roku i 2023 roku istotny wpływ na poszczególne segmenty biznesowe KPL miały dwa czynniki: refarming oraz szybki rozwój platform streamingowych (kosztem znaczenia telewizji linearnej). Przez refarming rozumiemy wprowadzoną zmianę standardu nadawania telewizji naziemnej z DVB-T na bardziej efektywny technicznie standard DVB-T2 / HEVC.

Przypominamy, że wcześniejszą decyzją organów rządowych z procesu refarmingu do grudnia 2023 roku wyłączono kanały naziemne nadawcy publicznego (TVP) obecne na MUX-3, które przez ostatnie kwartały wciąż były dostępne w dotychczasowym standardzie nadawania. Należy zatem mieć na uwadze, że część potencjalnych widzów nie zaktualizowała sprzętu i oprogramowania odbiorników potrzebnych do odbioru telewizji w standardzie DVB-T2 / HEVC pozostając wyłącznie z dostępem do kanałów TVP. Skutkiem tego kanały prywatne odczuły spadek widowni i negatywne konsekwencje dla osiągniętych wpływów reklamowych.

Z badań przeprowadzonych przez Nielsen Media wynika, że w 1H 2023 roku statystyczny widz w Polsce spędził przed telewizorem średnio 3 godziny i 49 minut dziennie, czyli o 13 minut krócej niż w 1H 2022. Najdłuższy czas oglądania telewizji występuje w grupie widzów powyżej 60. roku życia. W 1H 2023 było to ok 6 godzin i 30 minut, co oznacza skrócenie czasu o 1,4% r/r. W pozostałych grupach wiekowych od dłuższego czasu obserwowane są zdecydowanie bardziej odczuwalne dla nadawców telewizyjnych zmiany w sposobie konsumpcji mediów. W omawianym okresie 1H 2023 w grupach wiekowych poza 60+ średni czas oglądania telewizji spadł w przedziale: 6,2-9,2%.

Średni czas oglądania telewizji w Polsce w podziale na grupy wiekowe [ATV]



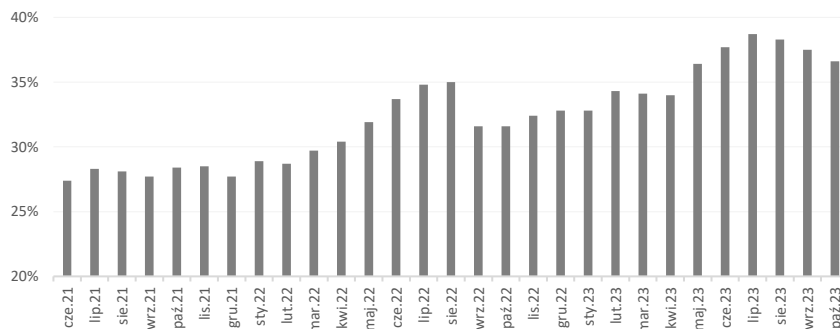
grupy wiekowe	zmiana 1H 2023 względem 1H 2022
13-17 lat	-7,7%
18-29	-6,2%
30-39	-8,4%
40-49	-9,2%
50-59	-6,7%
>60	-1,4%

ATV -średni czas oglądania telewizji przez populację. Wskaźnik wyrażony jest w minutach

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie raportu Nielsen Media o oglądalności telewizji w Polsce

Dla zobrazowania wzrastającej roli streamingu wskazujemy na dane Nielsen, które pokazują zachodzące zmiany w zachowaniu widzów w USA w zakresie sposobu oglądalności treści na kluczowych platformach telewizyjnych. Na podstawie ostatnich odczytów zauważamy, że udział streamingu (jako metody odbioru treści telewizyjnej) w Q3 2023 w USA wzrósł o kolejne 4-5 pkt % w relacji r/r i wyniósł już blisko 38%.

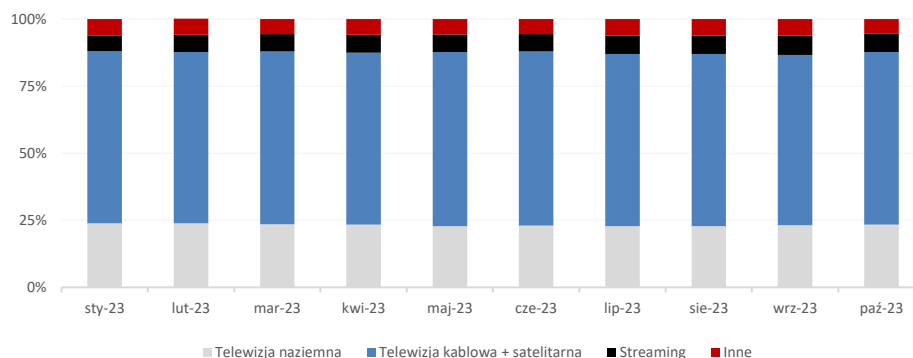
Udział streamingu w sposobie konsumpcji treści telewizyjnych w USA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych publikowanych przez The Nielsen Company dla rynku telewizyjnego w USA

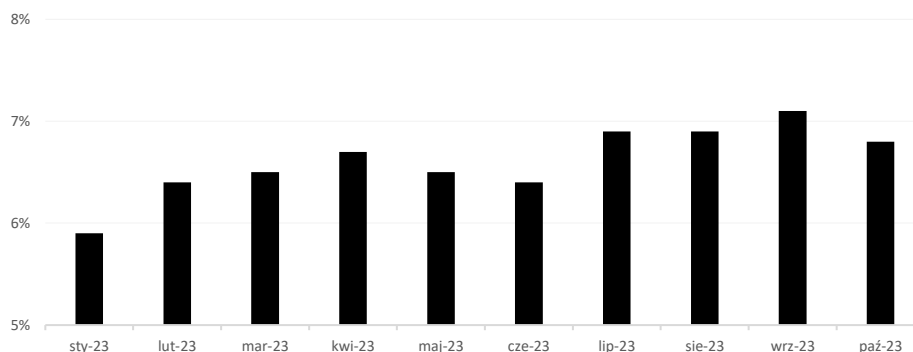
W Polsce widzowie nadal wykorzystują najczęściej trzy tradycyjne kategorie dostępu, czyli telewizję naziemną, kablową i satelitarną. Z szacunkowych danych Nielsen udział telewizji naziemnej w Q3 2023 w Polsce to blisko 23%, a łączny udział telewizji kablowej i satelitarnej był bliski 64%. W Polsce udział streamingu w Q3 2023 stanowił ok 6% oglądalności na telewizorach. Jest to relatywnie mniej niż na innych rynkach ale zwracamy uwagę, że proces wypierania tradycyjnej telewizji linearnej postępuje, zwłaszcza w obrębie młodszych kategorii wiekowych.

Sposób odbioru treści telewizyjnych w Polsce



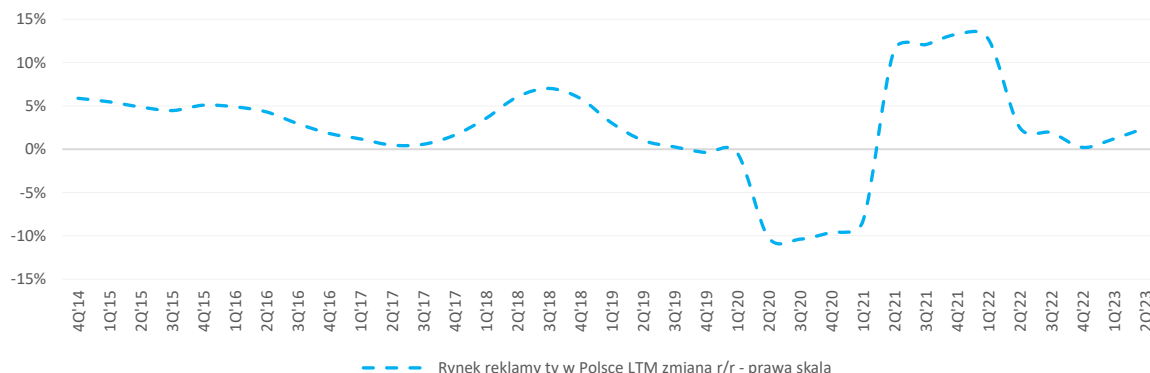
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych publikowanych przez The Nielsen Company dla Polski

Udział streamingu w sposobie odbioru treści na telewizorze w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych publikowanych przez The Nielsen Company dla Polski

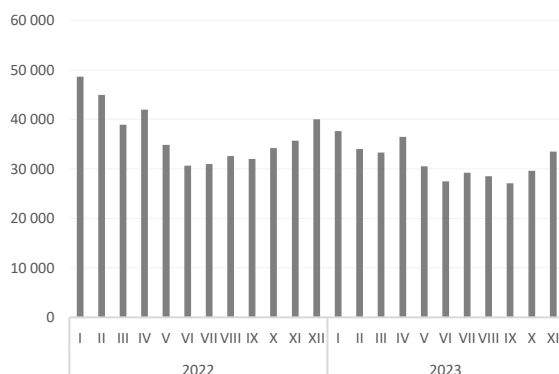
Historyczne odczyty dynamiki rynku reklamy telewizyjnej w Polsce



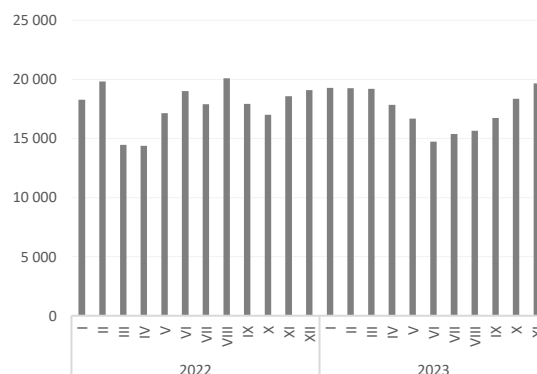
Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki oraz odczytów rynkowych Nielsen, Publicis Groupe, CPS

W 1-3Q 2023 średni udział kanałów grupy Kino Polska w widowni komercyjnej spadł o 6,6% r/r i wyniósł 2,56% (SHR All 16-59 live). Zwracamy uwagę, że w bieżącym roku spółka kontynuuje wysiłki mające na celu poprawę pozycji Zoom TV. W okresie 1-3Q 2023 antena zanotowała wzrost SHR o 5,4% r/r i średni udział w oglądalności wyniósł 0,64%. Wskaźnik ATS dla Zoom TV w pierwszych trzech kwartałach br. wzrósł o 2,9% r/r i wyniósł niespełna 27 minut. Z drugiej strony w 2023 roku Stopklatka nadal zmagająca się z ujemnymi dynamikami ATS i SHR. W okresie 1-3Q 2023 Stopklatka zanotowała wskaźnik SHR na poziomie 1,18% i było to 7,3% mniej r/r. ATS w okresie 1-3Q 2023 dla Stopklatki to prawie 36 minut i oznacza to spadek o 10% r/r. Silna erozja oglądalności dotyczy też Kino Polska. W 1-3Q 2023 średni udział w oglądalności skurczył się o ponad 19% r/r, a ATS spadł o 11% do niespełna 26 minut.

Odczyty wskaźnika ATS dla Stopklatka



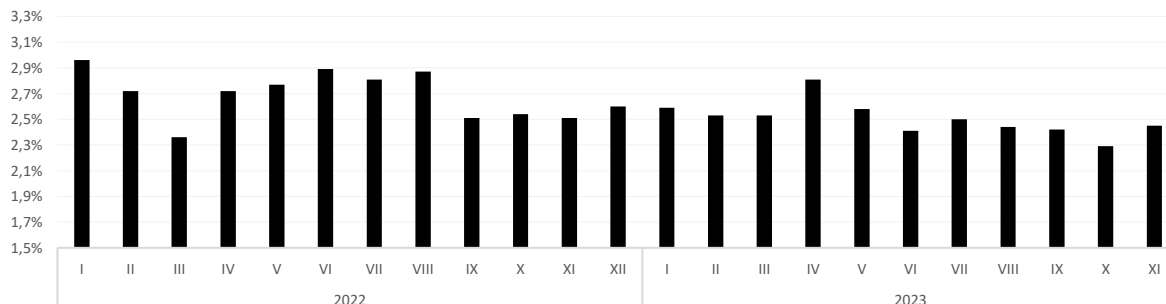
Odczyty ATS dla Zoom TV



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty SHR dla anten spółki



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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI SKONSOLIDOWANE KINO POLSKA ZA Q3 2023

Wyniki KPL za Q3 2023 przyjęliśmy z lekkim rozczarowaniem. Punktowo w Q3 niepokoić może zatrzymanie impulsów wzrostowych w segmencie FilmBox, który dotychczas był kluczowy w procesie budowy wyników grupy, a z drugiej strony obserwujemy stopniową poprawę sytuacji w segmencie Stopklatka (efekt niskiej bazy po procesie refarmingu) i segmencie Zoom TV. Przychody ogółem w Q3 2023 okazały się zbieżne z naszymi prognozami. Jednocześnie w Q3 spółka wypracowała wynik EBIT niższy o 1,5 mln PLN względem naszych wcześniejszych założeń.

Wyniki KPL za Q3 2023 [mln PLN]

	Q3'22	Q3'23	zmiana r/r	Q3'22 LTM	Q3'23 LTM	zmiana r/r
Przychody	65,0	69,9	7,6%	279,0	295,2	5,8%
Emisja	36,6	36,6	0,2%	142,6	151,8	6,5%
Reklama	21,7	21,7	0,2%	104,3	106,6	2,2%
Sprzedaż licencji	5,9	9,8	64,8%	28,3	29,9	5,8%
Produkcja kanałów	0,6	0,9	44,5%	1,7	3,6	113,7%
Inne	0,2	0,9	396,6%	2,2	3,3	53,4%
Koszty operacyjne	-50,8	-57,1	12,4%	-212,9	-230,2	8,1%
Pozostałe saldo dz. Operacyjnej**	-3,9	-0,6	-85,0%	-6,8	1,7	-125,1%
EBITDA skor.*	16,4	15,0	-8,3%	74,7	71,9	-3,8%
EBIT	10,3	12,3	19,4%	59,3	66,8	12,6%
Saldo finansowe	-0,4	0,3	-186,6%	-0,6	-0,2	-56,2%
Wynik brutto	10,0	12,6	26,6%	58,7	66,5	13,3%
Podatek dochodowy	-3,3	-3,9	18,6%	-12,2	-14,5	18,2%
Wynik netto	6,7	8,7	30,6%	46,5	52,0	12,0%

Wyniki segmentów	Q3'22	Q3'23	zmiana r/r	Q3'22 LTM	Q3'23 LTM	zmiana r/r
FilmBox	13,0	11,4	-11,9%	45,8	49,9	9,0%
Kino Polska	3,4	2,7	-19,1%	19,2	14,5	-24,2%
Produkcja kanałów TV	0,2	0,2	-0,4%	0,6	1,5	158,5%
Zoom TV	-2,3	-1,5	-0,4%	-11,0	-2,7	
Stopklatka	-0,8	-1,4		7,6	-0,4	
Sprzedaż praw licencyjnych	1,0	1,0	6,3%	4,3	2,1	-50,6%

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

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

** w Q3 2022 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 4,108 mln PLN, z kolei w Q3 2023 była to strata 0,691 mln PLN.

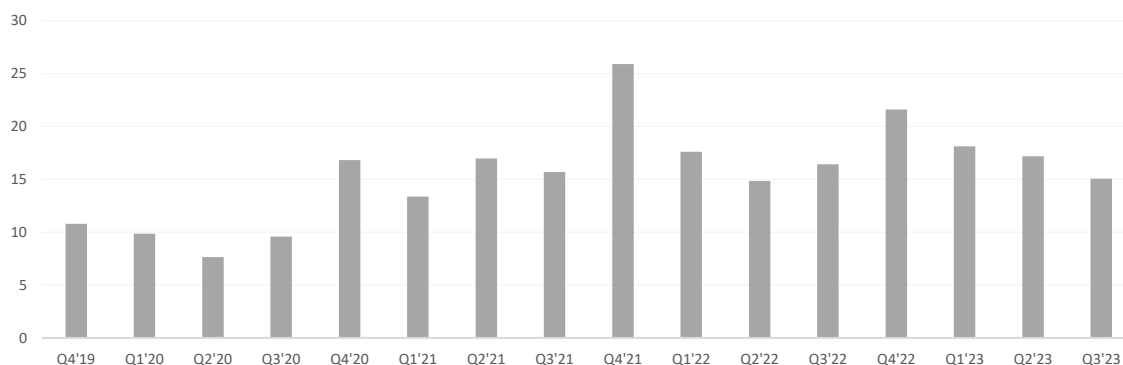
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analiza wyników:

- Przychody skonsolidowane KPL wyniosły w Q3 2023 blisko 70 mln PLN (+7,6% r/r), co jest zbieżne z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami. W ujęciu LTM przychody wyniosły 295,2 mln PLN, co oznacza wzrost o 5,8% r/r.
- Zwracamy uwagę, że w Q3 przychody segmentu FilmBox okazały się tylko o 0,7% wyższe r/r (emisja -0,1% r/r, natomiast reklama +2,7% r/r). Na tle poprzednich kwartałów są to słabe dynamiki. Tym samym wynik segmentu FilmBox w Q3 2023 spadł o 11,9% r/r.
- Omawiany kwartał był kolejnym kwartałem ze spadkiem wyniku segmentu Kino Polska (-19,1% r/r).
- Dostrzegamy stopniową odbudowę wpływów reklamowych w Stopklatka (+4% r/r), co przełożyło się na ograniczenie straty segmentu względem poprzednich odczytów kwartalnych z 2023 roku.
- Wzrosty wpływów reklamowych widać również w Zoom TV (+5,8% r/r) i strata segmentu zmniejszyła się o niemal 0,9 mln PLN w ujęciu r/r.

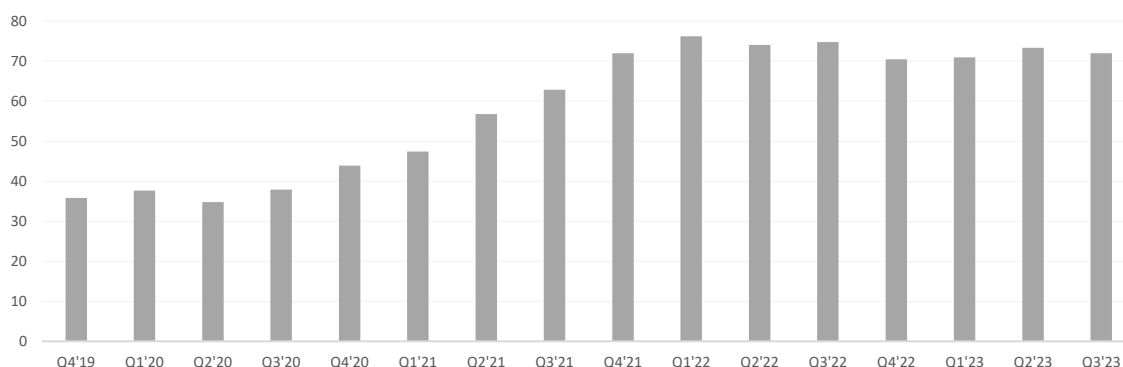
- W Q3 2023 amortyzacja licencji programowych wyniosła 12,2 mln PLN, czyli była na poziomie z Q1 i niższa niż w Q2. Na koniec września 2023 roku wartość aktywów programowych spadła drugi kwartał z rzędu do 75,3 mln PLN.
- Szacowany przez nas odczyt EBITDA skor. w Q3 2023 spadł o 8,3% r/r z poziomu 16,4 mln PLN do 15 mln PLN. W ujęciu LTM EBITDA skor. wyniosła 71,9 mln PLN, czyli o 3,8% mniej niż na koniec Q3 2022.
- Ogółem wynik EBIT za Q3 2023 wzrósł o 19,4% r/r do 12,3 mln PLN. Jest to jednak wartość poniżej naszych wcześniejszych założeń na poziomie 13,8 mln PLN. Przypominamy, że w Q3 2022 istotny wpływ na saldo pozostałej działalności operacyjnej miał efekt różnic kursowych (było to ok -4,1 mln PLN i bez tego efektu skorygowany szacunkowy EBIT w Q3 2022 wyniósłby 14,4 mln PLN).
- Odczyt wyniku netto na poziomie 8,7 mln PLN za Q3 2023 wskazuje na wzrost o 30,6% r/r.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach [mln PLN]



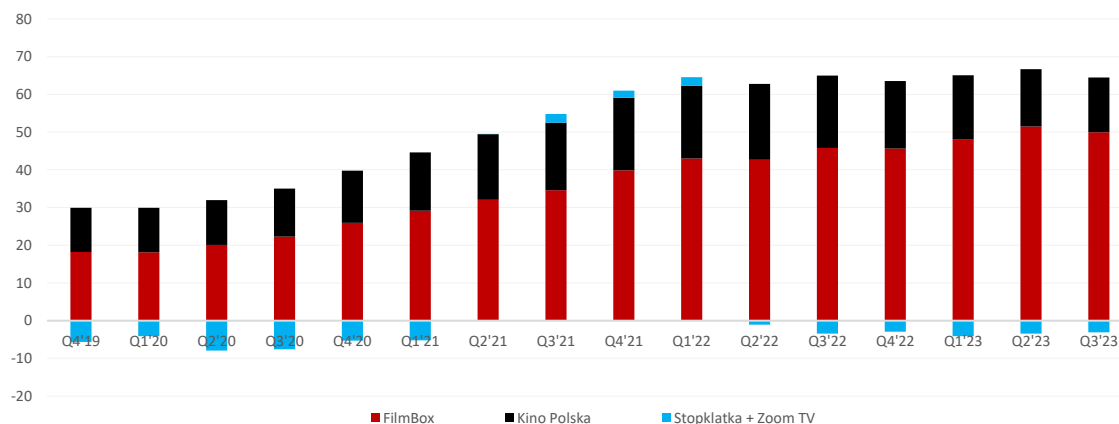
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [mln PLN]



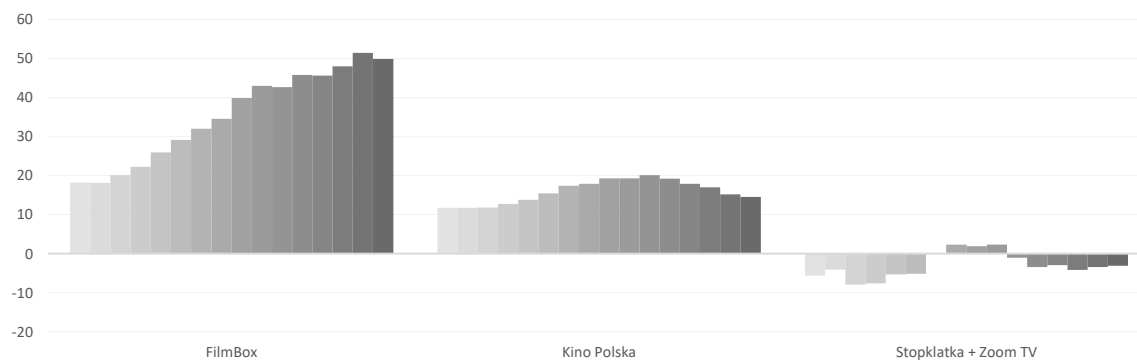
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w KPL w ujęciu LTM [mln PLN]



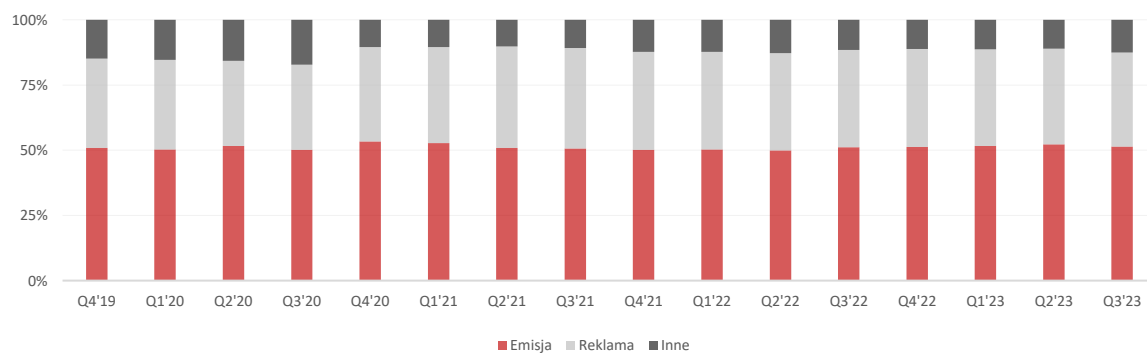
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q3 2023 w ujęciu LTM [mln PLN]



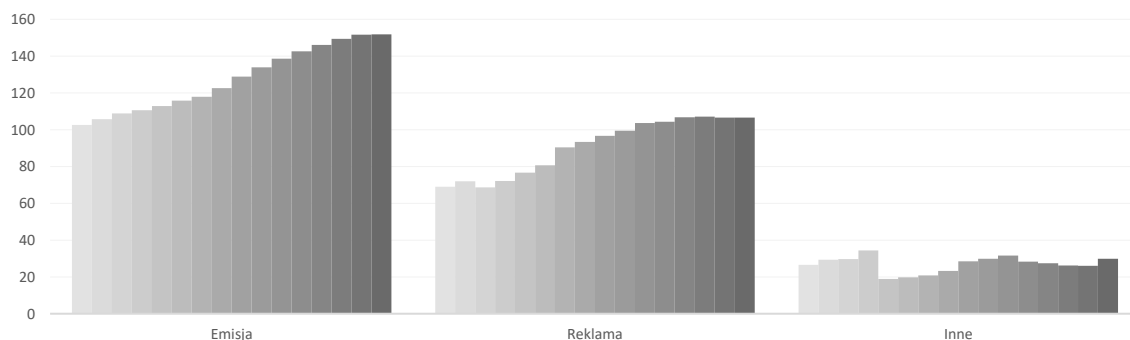
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna struktura przychodów w KPL w ujęciu LTM [% ogółu przychodów]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na główne kategorie w okresie Q4 2019-Q3 2023 w ujęciu LTM [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Segment FilmBox

Tak jak już zwróciliśmy uwagę okres Q3 2023 wskazał, iż wygasły impulsy dwucyfrowego wzrostu wyników w relacji r/r w segmencie FilmBox. Był to kluczowy obszar odpowiedzialny za budowę wyników w ostatnich latach. Spodziewamy się, że w najbliższych kwartałach KPL będzie chciało przynajmniej utrzymać dotychczasowy poziom wyników segmentu (w ujęciu zannualizowanym jest to około 49-50 mln PLN). Przygotowujemy się zatem na kwartały, które mogą wykazywać płaskie odczyty r/r. Dostrzegamy jednocześnie szereg inicjatyw, które mają skutkować wzrostem sprzedaży serwisu streamingowego FilmBox+ oraz próby wprowadzenia okienek reklamowych w płatnych kanałach (pierwszych testów na poszczególnych rynkach lokalnych CEE spodziewamy się już w 2024 roku).

Po stronie ryzyk dla segmentu na pierwszy plan wysuwamy negatywne trendy związane ze sposobem konsumpcji treści tv i proces odchodzenia od telewizji linearnej w stronę streamingu. Spółka nie podaje statystyk dotyczących obecnej struktury przychodów dla FilmBox. W naszym modelu zakładamy, że zdecydowana większość obecnych wpływów segmentu związanych jest z telewizją linearną.

Komunikowane przez KPL strategiczne ruchy w kierunku zwiększenia sprzedaży platformy FilmBox+ są naszym zdaniem koniecznością. Z drugiej strony zwracamy uwagę, że dotychczasowa formuła dystrybucji FilmBox+ nie jest dla nas przejrzysta. KPL w sprawozdaniach nie wykazała inwestycji niezbędnych do uruchomienia platformy FilmBox i jednocześnie w strukturze kosztów nie ponosi bieżących kosztów związanych z utrzymaniem i rozwojem serwisu streamingowego. Właścicielem platformy FilmBox+ jest główny akcjonariusz KPL. Zatem (z naszej perspektywy) w obecnej sytuacji KPL jako dystrybutor jest beneficjentem projektu (osiąga bardzo dobrą marżę związaną ze sprzedażą telewizji linearnej) i jednocześnie rozpoczyna na większą skalę sprzedaż FilmBox+, czyli streamingu. Mamy świadomość, że wejście KPL do grupy Canal+ docelowo może mieć istotny wpływ na przyszły kształt i funkcjonalność FilmBox+. Jednocześnie uważamy, że należy być świadomym ryzyka, iż docelowa relacja biznesowa związana z dystrybucją FilmBox+ może wskazać na odczuwalne różnice w rentowności segmentu w porównaniu z historycznymi zasadami dystrybucji FilmBox w wersji linearnej.

Segment Stopklatka oraz Zoom TV

Głównym przychodem dla obu segmentów są wpływy z reklam telewizyjnych. Zwracamy uwagę, że historycznie przychody reklamowe były istotnie skorelowane z dynamiką rynku reklamy tv w Polsce. Perspektywa spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce w poprzednich kwartałach spowodowała znaczące ochłodzenie koniunktury na rynku reklamowym. W 2024 roku, wg naszych założeń, dynamika rynku reklamy (w ujęciu nominalnym) może być na średnim jednocyfrowym plusie i prawdopodobnie będzie to kolejny okres z odczytami poniżej inflacji w Polsce.

W ostatnich tygodniach spółka podała informację, że wybrano Polsat Media Biuro Reklamy („Polsat Media”) na brokera reklamowego, który ma być odpowiedzialny za pozysk reklamy do programów Kino Polska, Kino Polska Muzyka, Stopklatka, Zoom TV, Kino TV, Dizi oraz Gametoon. Komunikat wskazuje zatem na utrzymanie współpracy z dotychczasowym partnerem biznesowym. Przypominamy, że Polsat Media jest od długich lat brokerem reklamowym dla KPL. Poza pozyskiem reklam grupa Polsat odpowiada także za istotną część wpływów ze sprzedaży kanałów FilmBox. Zmianę głównego partnera biznesowego potraktowalibyśmy jako bardzo istotne wydarzenie. Z drugiej strony zaskoczeniem jest dla nas fakt, że Polsat Media przejmie od TVN Media (Warner Bros. Discovery) obsługę stacji z portfolio spółki CANAL+ Polska.

Mijający 2023 jest trudny dla Stopklatka, gdyż refarming ograniczył potencjał reklamowy Stopklatki (zmiany nie objęły kanału Zoom TV). KPL podsumowując rok 2022 wskazała, że w wyniku refarmingu średnia widownia całej telewizji naziemnej spadła w grupie komercyjnej (16-59) o ponad 23% r/r. Zauważamy, że wynik segmentu Stopklatka spadł z rekordowego poziomu ok 7,6 mln PLN odnotowanego w 2021 roku do 6,7 mln PLN za cały 2022 roku. Na koniec września’23 w ujęciu LTM to strata Stopklatki wyniosła 0,1 mln PLN. Z kolei w segmencie Zoom TV obserwujemy w 2023 roku proces budowy oglądalności. Minione kwartały wskazały na stopniowe wzrosty oglądalności Zoom TV i obserwujemy próby lepszego pozycjonowania kanału m.in. poprzez inwestycje w autorską ramówkę.

Przypominamy, że w grudniu 2023 roku anteny TVP obejmie zmiana na nowy standard nadawania DVB-T2/HEVC (odbędzie się to w dwóch etapach). Dlatego w naszych założeniach spodziewamy się, że w 2024 roku anteny KPL, w tym zwłaszcza Stopklatka będą w stanie wykazać dynamiki wzrostu powyżej średniej dla rynku telewizyjnego.

Mapa przełączeń dla anten TVP (MUX-3 na DVB-T2 / HEVC)



Źródło: Emitel

W przyjętych założeniach staramy się jednocześnie uwzględniać zachodzące zmiany w sposobie konsumpcji treści rozrywkowych. Odchodzenie od telewizji linearnej w kolejnych latach będzie prawdopodobnie działać niekorzystnie na kanały Stopklatka i Zoom TV. Dane rynkowe o oglądalności telewizji w Polsce wskazują, że w Polsce (podobnie jest w krajach UE) widownia telewizji spada we wszystkich grupach wiekowych i najbardziej dynamiczne (oraz trwałe) spadki widoczne są wśród najmłodszych widzów. Jak już zwracaliśmy uwagę, w 2022 roku średni czas oglądania telewizji dla całego rynku skrócił się o 3,1 r/r, natomiast średnia widownia dla całego rynku zmalała o 6,9% r/r. Jak podaje spółka, w okresie trzech kwartałów bieżącego roku średni czas oglądania telewizji dla całego rynku skrócił się o 3,1% r/r, natomiast średnia widownia dla całego rynku zmalała o 6,4% r/r.

Dla Stopklatka w ramach całego 2023 roku spodziewamy się straty 0,4 mln PLN i odbudowy wyniku do blisko 3,5 mln PLN w 2024 roku, za co odpowiadać ma przyśpieszenie dynamiki wpływów reklamowych oraz brak dodatkowych istotnych pozycji kosztowych w kategoriach związanych ramówką. Dla Zoom TV przyjęliśmy na 2023 rok stratę w okolicy 1,7 mln PLN i osiągnięcie zysku w kwocie 1,3 mln PLN w 2024 roku. Jest to założenie bazujące na dalszej poprawie oglądalności i przyspieszeniu dynamiki wpływów reklamowych.

Łącznie dwa segmenty (Stopklatka oraz Zoom TV) odpowiadają za przyrost wyniku w 2024 roku względem 2023 o około 6,8 mln PLN. Na rok 2025 zakładany łączny wzrost wyniku segmentów w wysokości 3,4 mln PLN r/r.

Segment Kino Polska

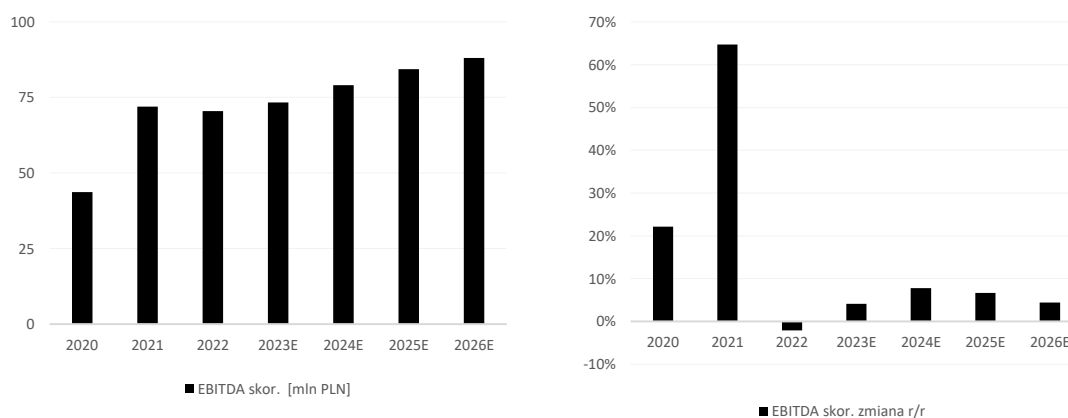
Segment odczuwa erozję widzów i jest to długoterminowy trend, na który dodatkowo w ostatnich kwartałach nałożyły się zmiany w sposobie udostępniania kanałów Kino Polska przez jednego z głównych partnerów biznesowych KPL na polskim rynku. W 2019 roku wynik segmentu wynosił ponad 19,3 mln PLN a w 2023 roku (wg naszych założeń) może spaść do 14 mln PLN. W modelu nasz scenariusz bazowy wskazuje na stabilizację bazy widzów w kolejnych okresach i wyhamowanie erozji wyniku segmentu. Dlatego w kolejnych latach przyjęliśmy, że wynik segmentu będzie nadal powyżej 13 mln PLN w skali roku.

Niszowa specyfika tego obszaru biznesowego (m.in. niskie koszty kontentu) pozwala generować bardzo wysoką marżę. W poprzednich latach marża segmentu wahała się w przedziale 41-53%. W kolejnych latach naszej prognozy utrzymujemy marżę segmentu w okolicy 39%.

Dane skonsolidowane KPL

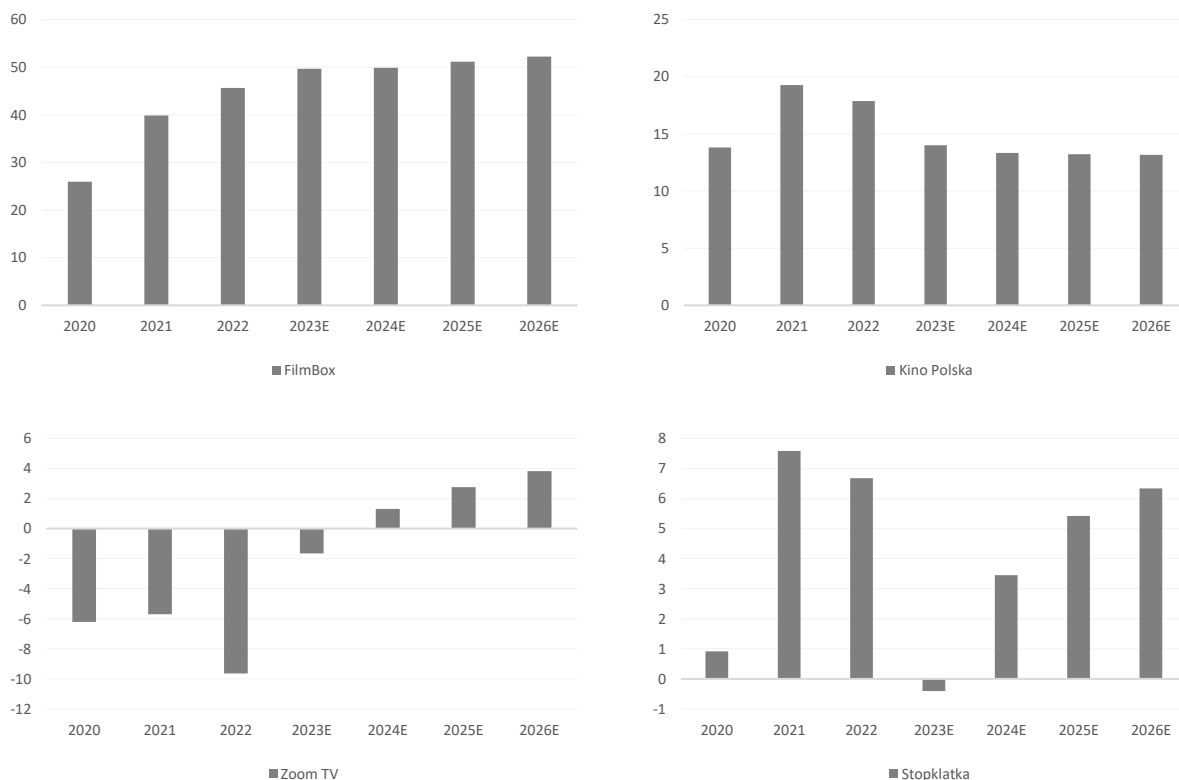
W Q4 zakładamy, że EBITDA skor. w ujęciu r/r zanotuje wzrost z około 21,6 mln PLN do 23 mln PLN. Tym samym w skali całego 2023 roku spodziewamy się, że EBITDA skor. wyniesie 73,4 mln PLN (w 2022 roku było to ok 70,5 mln PLN). Przyjęte przez nas założenia na 2024 rok wskazują na stabilizację wyników w segmencie FilmBox, wyhamowanie erozji w segmencie Kino Polska oraz oczekujemy impulsów wzrostu w Stopklatka i Zoom TV. Tym samym w 2024 roku prognozujemy wzrost EBITDA skor. do 79,1 mln PLN. Podobne tendencje dotyczące głównych segmentów widoczne są w naszym modelu również w prognozie na 2025 rok. Na lata 2024-2025 zakładana przez nas dynamika wzrostu EBITDA skor. wynosi odpowiednio 7,8% i 6,7% r/r.

Zakładana przyszła ścieżka zachowania EBITDA skor. oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2023-2026



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

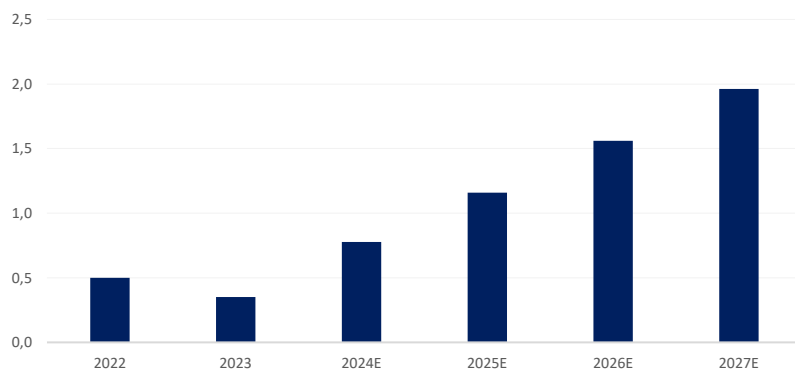
Prognozy wyników na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty)

	Q4'23P	Q1'24P	Q2'24P	Q3'24P	Q4'24P	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	82,1	71,9	76,1	68,6	84,8	257,2	284,8	296,9	301,4	315,1	328,4
Emisja	38,3	38,7	38,1	37,1	38,9	128,8	146,1	151,3	152,7	156,5	161,7
Reklama	34,0	26,0	30,7	24,0	37,7	96,7	106,8	107,8	118,3	127,1	134,1
Sprzedaż licencji	7,4	5,1	5,4	5,9	5,5	28,4	27,3	30,0	21,9	22,2	22,6
Produkcja kanałów	1,4	1,3	1,3	1,2	1,6	1,3	2,0	4,4	5,4	6,2	6,8
Inne	1,1	0,9	0,6	0,5	1,2	1,9	2,6	3,3	3,1	3,2	3,2
Koszty operacyjne	-61,3	-55,5	-58,1	-54,9	-62,1	-192,7	-220,7	-230,7	-230,5	-239,2	-249,3
Pozostałe saldo	1,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-4,6	-3,4	-0,6	-1,8	-1,9	-2,0
EBITDA skor.	23,0	18,4	20,1	15,7	24,9	71,9	70,5	73,4	79,1	84,4	88,1
EBIT	22,8	16,0	17,6	13,2	22,3	59,8	60,7	65,6	69,1	74,1	77,2
Saldo finansowe	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,5	-0,5	0,1	1,9	2,3	2,9
Wynik brutto	23,2	16,4	18,0	13,7	22,8	59,3	60,2	65,7	71,0	76,4	80,0
Podatek dochodowy	-4,2	-3,1	-3,4	-2,6	-4,3	-10,7	-12,5	-14,3	-13,5	-14,5	-15,2
Wynik netto	18,9	13,2	14,6	11,1	18,5	48,6	47,7	51,4	57,5	61,9	64,8
Wyniki segmentów	Q4'23P	Q1'24P	Q2'24P	Q3'24P	Q4'24P	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
FilmBox	11,8	13,0	12,5	12,1	12,2	39,9	45,6	49,7	49,9	51,2	52,2
Kino Polska	3,8	3,4	3,5	2,7	3,7	19,3	17,9	14,0	13,3	13,2	13,2
Produkcja kanałów TV	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,7	1,6	1,8	2,1	2,3
Zoom TV	1,9	-1,0	0,2	-0,9	3,0	-5,7	-9,6	-1,7	1,3	2,8	3,8
Stopklatka	2,3	0,4	1,0	-0,9	3,0	7,6	6,7	-0,4	3,5	5,4	6,3
Sprzedaż praw licencyjnych	0,7	0,3	0,4	0,3	0,4	3,4	3,2	2,8	1,3	1,4	1,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszej analizie przyjmujemy utrzymanie dotychczasowego modelu biznesowego opartego o niski poziom inwestycji w majątek trwały (CAPEX). 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 naszych założeniach nie uwzględniamy bezpośredniego zaangażowania KPL w dalszy rozwój ani bieżące utrzymanie platformy streamingowej FilmBox+ (utrzymujemy, iż KPL zajmuje się wyłącznie dystrybucją). Tym samym w kolejnych latach oczekujemy wzrostu strumienia dywidend z KPL do akcjonariuszy. Jednocześnie zwracamy uwagę, że przyjęte założenie może być obciążone dużym ryzykiem błędu. Dotychczas (już po wejściu do grupy Vivendi) władze spółki nie sygnalizowały jakie są ich przemyślenia dotyczące przyszłych możliwości dywidendowych KPL.

Zakładane przyszłe strumienie wypłaty dywidend - DPS [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładane w modelu założenia dla długu netto, EBITDA skor oraz wartości aktywów programowych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane z rachunku wyników

RZIS	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	211,8	257,2	284,8	296,9	301,4	315,1	328,4	339,2	348,6
Emisja	112,9	128,8	146,1	151,3	152,7	156,5	161,7	166,6	171,1
Reklama	76,7	96,7	106,8	107,8	118,3	127,1	134,1	139,1	143,2
Sprzedaż licencji	19,0	28,4	27,3	30,0	21,9	22,2	22,6	22,9	23,2
Produkcja kanałów	1,1	1,3	2,0	4,4	5,4	6,2	6,8	7,3	7,7
Inne	2,2	1,9	2,6	3,3	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4
EBITDA skor.	43,7	71,9	70,5	73,4	79,1	84,4	88,1	91,0	93,4
EBIT	35,1	59,8	60,7	65,6	69,1	74,1	77,2	79,7	81,6
Saldo finansowe	-2,0	-0,5	-0,5	0,1	1,9	2,3	2,9	2,9	3,0
Zysk przed opodatkowaniem	33,1	59,3	60,2	65,7	71,0	76,4	80,0	82,6	84,5
Podatek dochodowy	-5,8	-10,7	-12,5	-14,3	-13,5	-14,5	-15,2	-15,7	-16,1
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	27,2	48,6	47,7	51,4	57,5	61,9	64,8	66,9	68,5
Segmenty	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	211,8	257,2	284,8	296,9	301,4	315,1	328,4	339,2	348,6
FilmBox	108,0	128,9	148,5	155,7	158,1	163,6	170,2	175,6	180,6
Kino Polska	31,7	36,1	37,3	33,9	33,4	33,2	33,1	33,1	33,0
Produkcja kanałów TV	1,1	1,3	2,0	4,4	5,4	6,2	6,8	7,3	7,7
Zoom TV	18,2	20,0	24,0	27,4	31,7	35,9	39,6	42,2	44,3
Stopklatka	31,8	41,5	44,4	43,8	49,3	52,3	54,4	56,4	58,0
Sprzedaż praw licencyjnych	19,0	28,4	27,3	30,0	21,9	22,2	22,6	22,9	23,2
Inne	2,1	1,0	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
EBIT	35,1	59,8	60,7	65,6	69,1	74,1	77,2	79,7	81,6
FilmBox	25,9	39,9	45,6	49,7	49,9	51,2	52,2	53,0	53,8
Kino Polska	13,8	19,3	17,9	14,0	13,3	13,2	13,2	13,1	13,0
Produkcja kanałów TV	0,2	0,3	0,7	1,6	1,8	2,1	2,3	2,5	2,6
Zoom TV	-6,2	-5,7	-9,6	-1,7	1,3	2,8	3,8	4,7	5,2
Stopklatka	0,9	7,6	6,7	-0,4	3,5	5,4	6,3	7,1	7,7
Sprzedaż praw licencyjnych	1,9	3,4	3,2	2,8	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5
Inne	-0,8	-0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Saldo pozostałe	-0,7	-4,6	-3,4	-0,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane z bilansu oraz rachunku przepływu pieniężnych

Bilans	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNIP	7,3	6,4	5,6	7,5	7,7	8,1	8,8	9,6	10,3
Wartość firmy	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Aktywa programowe	54,0	55,3	59,4	67,8	77,8	82,5	87,5	92,8	98,2
Inne	32,3	29,3	24,8	41,3	42,2	44,2	47,5	51,0	54,3
Aktywa trwałe	149,3	146,7	145,4	172,3	183,3	190,5	199,5	209,0	218,5
Aktywa programowe	9,0	8,6	13,9	10,0	10,2	10,7	11,1	11,5	11,8
Należności	61,3	73,7	95,0	98,0	102,5	107,1	111,7	115,3	118,5
Inne	1,8	2,3	1,2	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Środki pieniężne	9,1	30,5	40,9	49,0	76,5	106,6	129,8	147,0	157,9
Aktywa obrotowe	81,2	115,1	151,0	168,9	201,0	236,2	264,4	285,7	300,1
Aktywa	230,4	261,8	296,4	341,2	384,4	426,7	463,9	494,7	518,7
Kapitał własny	117,1	168,2	204,1	249,2	291,2	330,1	364,0	392,0	413,6
Zobowiązania finansowe	38,4	12,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	1,5	3,4	4,7	3,1	3,2	3,3	3,5	3,6	3,7
Inne zobowiązania	15,3	11,2	8,8	22,3	22,3	22,4	22,4	22,4	22,4
Zobowiązania długoterminowe	55,2	26,7	13,6	25,4	25,5	25,7	25,9	26,0	26,1
Zobowiązania finansowe	9,6	7,2	17,9	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Zobowiązania handlowe	42,8	49,3	49,3	42,7	43,6	46,4	49,1	51,3	53,3
Inne zobowiązania	5,7	10,5	11,4	19,6	19,8	20,2	20,7	21,1	21,4
Zobowiązania krótkoterminowe	58,1	67,0	78,7	66,6	67,6	70,9	74,1	76,6	78,9
Zobowiązania i kapitał własny	230,4	261,8	296,4	341,2	384,4	426,7	463,9	494,7	518,7

Cash flow	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	28,4	57,3	28,2	49,7	53,0	64,4	67,6	70,0	72,0
Przepływy inwestycyjne	-3,9	-6,4	-5,2	-16,9	-9,5	-11,0	-13,1	-13,6	-13,9
Przepływy finansowe	-20,3	-29,6	-12,5	-24,8	-16,1	-23,3	-31,3	-39,2	-47,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	4,3	21,4	10,5	8,1	27,5	30,1	23,2	17,2	10,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs [PLN]	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Liczba akcji [mln]	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
BVPS [PLN]	5,9	8,5	10,3	12,6	14,7	16,7	18,4	19,8	20,9
EPS [PLN]	1,4	2,5	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3	3,4	3,5
P/E [x]	10,1	5,6	5,8	5,3	4,8	4,4	4,2	4,1	4,0
EV/Przychody [x]	1,5	1,0	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA [x]	7,2	3,7	3,6	3,1	2,6	2,0	1,7	1,4	1,3
EV/EBIT [x]	8,9	4,4	4,1	3,5	2,9	2,3	1,9	1,7	1,5
P/BV [x]	2,3	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV [mln PLN]	313	263	252	230	202	172	149	132	121
Kapitalizacja [mln PLN]	275	275	275	275	275	275	275	275	275
Dług netto [mln PLN]	39	-11	-23	-45	-72	-102	-126	-143	-154
Dług netto/EBITDA [x]	0,9	-0,2	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2	-1,4	-1,6	-1,6
Przychody zmiana r/r	5,1%	21,4%	10,8%	4,2%	1,5%	4,6%	4,2%	3,3%	2,8%
EBITDA skor. zmiana r/r	22,1%	64,7%	-2,1%	4,1%	7,8%	6,7%	4,4%	3,3%	2,7%
Marża EBITDA skor.	20,6%	28,0%	24,7%	24,7%	26,2%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%
Marża netto	12,9%	18,9%	16,7%	17,3%	19,1%	19,6%	19,7%	19,7%	19,6%
Przychody/Aktywa [x]	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Aktywa/Kapitał własny [x]	2,0	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
EBIT/Koszty finansowe [x]	15,7	46,0	46,5	52,6	108,4	217,9	227,1	234,6	239,9
Zobowiązania krótkoterminowe/Przychody [x]	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania długoterminowe/Przychody [x]	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
ROA	12%	19%	16%	15%	15%	15%	14%	14%	13%
ROE	23%	29%	23%	21%	20%	19%	18%	17%	17%
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,5	0,4	0,8	1,2	1,6	2,0	2,4
rentowność dywidendy	0%	0%	4%	3%	6%	8%	11%	14%	17%
Dług % [mln PLN]	48,0	19,2	18,0	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Gotówka [mln PLN]	9,1	30,5	40,9	49,0	76,5	106,6	129,8	147,0	157,9

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**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 spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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 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 Q4 2023*:	, 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	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/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-pokrycia-analitycznego-gpw>

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-12-11.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-12-11 (10:57 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-12-11.

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 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 2023-12-11:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 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.