



Dom Maklerski BDM S.A.

## KINO POLSKA TV

### RAPORT ANALITYCZNY

Spodziewamy się, że w 2024 roku KPL będzie w stanie wykazać kolejny rok wzrostu na poziomie EBITDA skor. Opublikowane już wstępne wyniki za Q1 2024 naszym zdaniem wskazują na odczuwalny impuls wzrostu pochodzący z reklamy telewizyjnej (m.in. efekt nowej umowy z brokerem reklamowym). Dostrzegamy również szereg inicjatyw, które w przyszłych okresach mogą skutkować wzrostem wpływów z emisji (m.in. dalszy wzrost sprzedaży kanałów FilmBox na rynkach zagranicznych). Na obecnym etapie nadal nie zakładamy materialnych efektów wprowadzania bloków reklamowych na kanałach FilmBox. Uwzględniając przyjęte przez nas założenia podnieśliśmy wycenę spółki do 20,05 PLN/akcję (poprzednio było to 18,4 PLN/akcję). Jest to 35% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego podtrzymujemy nasze zalecenie Kupuj.

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs spółki wzrósł o ok 7%. Dostrzegamy jednocześnie istotne schłodzenie nastrojów wokół KPL po publikacji wyników rocznych za 2023. Jednym z powodów tego może być odbiór skali w jakiej spółka bierze udział w cash pooling w ramach grupy Vivendi (na koniec 2023 roku było to ok 37 mln PLN). Przesłanie zarządu z konferencji wynikowej za Q4 2023 (wg nas) wskazuje na to, iż KPL jako część grupy Vivendi 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 bowiem 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 naszej wycenie traktujemy pozycję „pożyczki udzielone” w bilansie (związane z mechanizmem cash pooling) jako ekwiwalent gotówki i uwzględniamy w liczeniu długu netto.

Podtrzymujemy naszą poprzednią ocenę, iż Kino Polska TV jest w ciekawym momencie korporacyjnym w związku z procesem zmian wynikających z wejścia do koncernu Vivendi (bezpośrednio do grupy Canal+). Liczymy, że w trakcie 2024 roku władze spółki bardziej szczegółowo zaakcentują przyszłe inicjatywy, które mogą nakreślić docelową pozycję KPL w grupie Canal+ (trwa bowiem proces wyodrębnienia Canal+ z Vivendi jako osobnego podmiotu giełdowego).

Zarząd spółki wydał rekomendację wypłaty 0,63 PLN dywidendy z zysku za 2023 rok. Zaproponowany poziom dywidendy odbieramy umiarkowanie pozytywnie (zważywszy na przecenę kursu z ostatnich tygodni). Przypominamy, że poprzedni poziom DPS to 0,35 PLN. Jednocześnie jednak w naszym ostatnim raporcie analitycznym (2023-12-11) zakładaliśmy DPS na poziomie 0,79 PLN.

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	284,8	294,2	302,8	317,1	328,3	337,8
EBITDA skor. [PLN m]	70,5	74,8	82,7	87,4	91,0	94,6
EBIT [PLN m]	60,7	66,5	73,9	77,6	80,7	83,1
Wynik netto [PLN m]	47,7	51,9	60,8	64,4	67,2	69,4
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,1	3,2	3,4	3,5
P/BV	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
P/E	6,2	5,7	4,8	4,6	4,4	4,2
EV/EBITDA skor.	3,8	3,1	2,5	2,0	1,6	1,3
EV/EBIT	4,5	3,5	2,8	2,3	1,8	1,4
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,80	0,97	1,19
Rentowność dywidendy	3%	2%	4%	5%	7%	8%

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 20,05 PLN

21 MAJ 2024, 09:15 CEST

Wycena końcowa [PLN]	20,05
Potencjał do wzrostu / spadku	+35%

Cena rynkowa [PLN]	14,8
Kapitalizacja [mln PLN]	293
Ilość akcji [mln. szt.]	19,82

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	13,6

Zmiana kursu za 3 mc	-7%
Zmiana kursu za 6 mc	2%
Zmiana kursu za 12 mc	8%
Zmiana kursu YTD	4%

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.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI ZA Q4 2023.....	7
WSTĘPNE WYNIKI ZA Q1 2024 .....	10
UDZIAŁY W OGLĄDALNOŚCI KANAŁÓW SPÓŁKI.....	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	12

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Uwzględniając przyjęte przez nas założenia podnieśliśmy wycenę spółki do 20,05 PLN/akcję (poprzednio było to 18,4 PLN/akcję). Jest to 35% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego podtrzymujemy nasze zalecenie Kupuj.

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs spółki wzrósł o ok 7%. Dostrzegamy jednocześnie istotne schłodzenie nastrojów wokół KPL po publikacji wyników rocznych za 2023. Jednym z powodów tego może być odbiór skali w jakiej spółka bierze udział w cash pooling w ramach grupy Vivendi (na koniec 2023 roku było to ok 37 mln PLN). Przesłanie zarządu z konferencji wynikowej za Q4 2023 (wg nas) wskazuje na to, iż KPL jako część grupy Vivendi 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 bowiem 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 naszej wycenie traktujemy pozycję „pożyczki udzielone” w bilansie (związane z mechanizmem cash pooling) jako ekwiwalent gotówki i uwzględniamy w liczeniu długu netto.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 19,96 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 20,19 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

### Podsumowanie wyceny KPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	19,96
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	20,19
<b>C = (A*50%+B*50%)</b>	<b>Wycena końcowa [PLN/akcję]</b>	<b>20,05</b>

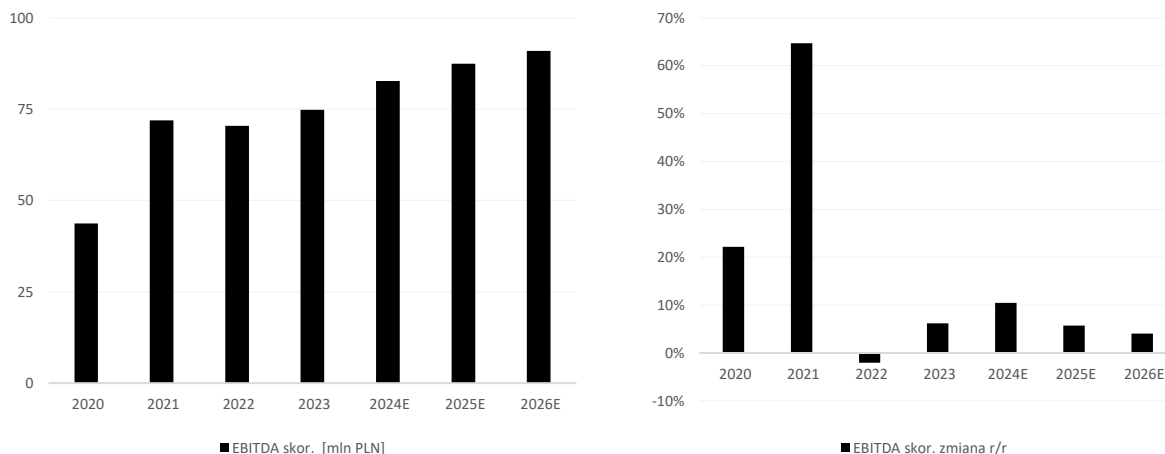
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że w 2024 roku KPL będzie w stanie wykazać kolejny rok wzrostu na poziomie EBITDA skor. Opublikowane już wstępne wyniki za Q1 2024 naszym zdaniem wskazują na odczuwalny impuls wzrostu pochodzący z reklamy telewizyjnej (m.in. efekt nowej umowy z brokerem reklamowym). Dostrzegamy również szereg inicjatyw, które w przyszłych okresach mogą skutkować wzrostem wpływów z emisji (m.in. dalszy wzrost sprzedaży kanałów FilmBox na rynkach zagranicznych). Na obecnym etapie nadal nie zakładamy materialnych efektów wprowadzania bloków reklamowych na kanałach FilmBox.

W skali całego 2024 roku spodziewamy się, że EBITDA skor. wyniesie 82,7 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 10,5% r/r (w 2023 roku było to ok 74,8 mln PLN). Na 2024 rok oczekujemy odczuwalnych impulsów wzrostu w Stopklatka i Zoom TV. Łącznie dla segmentu Stopklatka i Zoom TV uwzględniliśmy dodatni wynik w kwocie 3,7 mln PLN (w 2023 obszary wykazały stratę rzędu 2,6 mln PLN). Na lata 2025-2026 zakładamy wzrost EBITDA skor. do 87,4 mln PLN i 91 mln PLN, czyli o odpowiednio 5,7% i 4% r/r.

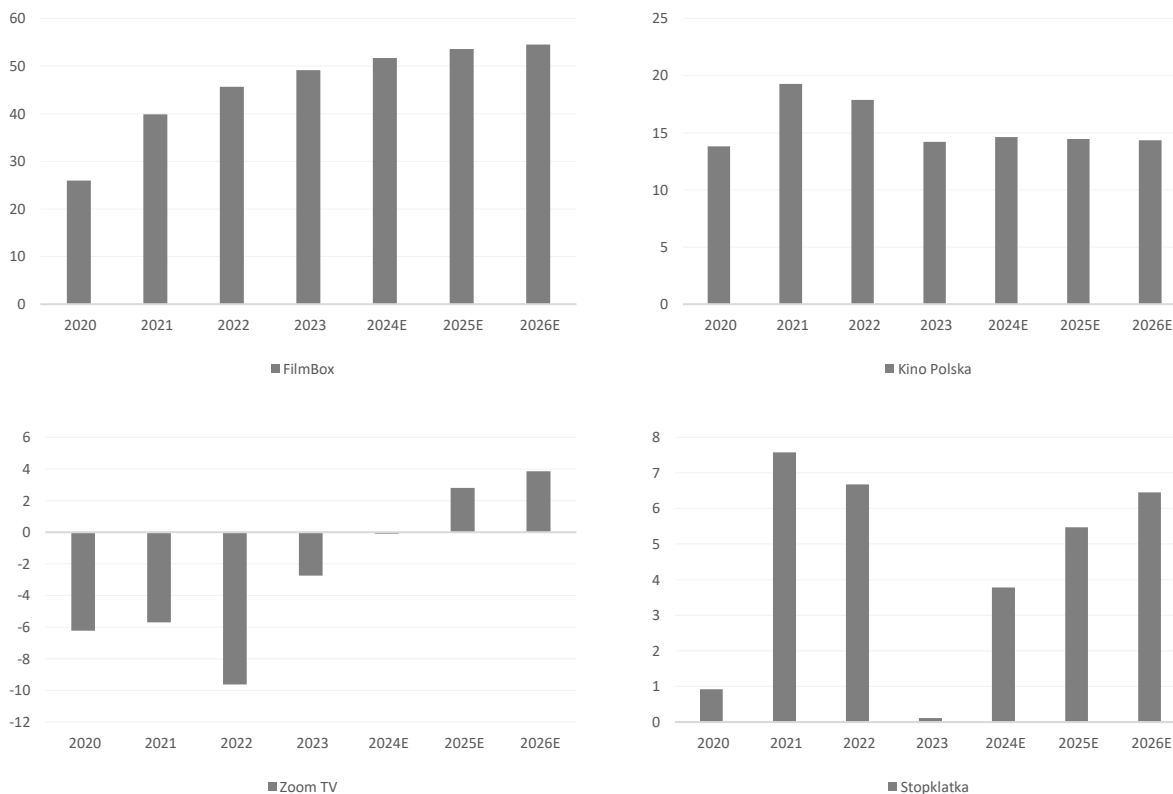
Podtrzymujemy naszą poprzednią ocenę, iż Kino Polska TV jest w ciekawym momencie korporacyjnym w związku z procesem zmian wynikających z wejścia do koncernu Vivendi (bezpośrednio do grupy Canal+). Liczymy, że w trakcie 2024 roku władze spółki bardziej szczegółowo zaakcentują przyszłe inicjatywy, które mogą nakreślić docelową pozycję KPL w grupie Canal+ (trwa bowiem proces wyodrębnienia Canal+ z Vivendi jako osobnego podmiotu giełdowego). W 2024 roku przygotowujemy się na scenariusz, że jednym z elementów zmian będzie większy stopień dzielenia bibliotek programowych. Bardzo ważne z naszej perspektywy będą również przyszłe decyzje dotyczące rozwoju obszaru digital w KPL.

**Historyczna i zakładana przez nas przyszła ścieżka EBITDA skor. 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 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 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 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.
- 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.

## WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,6% (poprzednio 5,4%). 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%.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na ok 396 mln PLN, czyli 19,96 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-09-01.

### 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%
	12,5%	20,3	20,7	21,0	21,4	21,9	22,4	23,1
	14,0%	20,0	20,2	20,5	20,8	21,2	21,6	22,1
	15,5%	19,6	19,8	20,1	20,3	20,7	21,0	21,4
<b>WACC</b>	<b>17,0%</b>	19,4	19,5	19,7	<b>19,96</b>	20,2	20,5	20,8
	18,5%	19,1	19,3	19,4	19,6	19,8	20,1	20,3
	20,0%	18,9	19,0	19,2	19,4	19,5	19,7	20,0
	21,5%	18,7	18,8	19,0	19,1	19,3	19,4	19,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	302,8	317,1	328,3	337,8	346,3	354,1	361,6	369,1	376,5	384,0
EBITDA skor. [PLN m]	82,7	87,4	91,0	94,6	97,4	99,7	101,7	103,6	105,4	107,2
EBIT [PLN m]	74,5	79,2	82,5	85,2	87,1	88,7	90,0	91,3	92,6	94,0
NOPAT [PLN m]	60,3	64,2	66,8	69,0	70,6	71,8	72,9	74,0	75,0	76,1
Amortyzacja [PLN m]	8,2	8,2	8,4	9,4	10,3	11,0	11,7	12,3	12,8	13,3
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-21,6	-13,7	-14,1	-14,2	-14,4	-14,5	-14,6	-14,8	-15,1	-15,3
CAPEX [PLN m]	-6,1	-11,1	-13,1	-13,5	-13,9	-14,2	-14,5	-14,8	-15,1	-15,4
FCFF [PLN m]	40,9	47,6	48,0	50,7	52,6	54,2	55,5	56,6	57,7	58,8
Suma PV FCFF [PLN m]	258,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	79,7									
Wartość firmy EV [PLN m]	337,9									
Dług netto [PLN m]	-57,7									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	395,6									
Ilość akcji [m]	19,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>19,96</b>									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: 0%

WACC w okresie rezydualnym: 17,0%

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	2,9%	4,8%	3,5%	2,9%	2,5%	2,3%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Marża EBITDA	27%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Marża EBIT	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	24%
CAPEX / Przychody	2%	4%	4%	4%	4%	4%	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	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
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	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
WACC	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%

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 2024-2025 w wysokości 3,5x (poprzednio było to 4,0x) i na tej podstawie szacujemy wycenę spółki na poziomie ok 400 mln PLN, czyli 20,19 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 jaka będzie rola/pozycja KPL w grupie Canal+ (trwa proces wyodrębnienia Canal+ z Vivendi jako osobnej spółki giełdowej).

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	2,50	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00	4,50
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	15,9	18,0	19,1	20,19	21,3	22,3	24,5

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+.

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2024E	2025E	
M6-METROPOLE TELEVISION	4,0	4,2	<p>Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2024/2025 dla wybranych podmiotów wyniosła 6,8x i 6,4x.</p> <p>Zwracamy uwagę, że wartości EV/EBITDA dla podmiotów z dużą ekspozycją na telewizję linearną są jednak znacząco niższe.</p>
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,8	6,6	
RTL GROUP	6,4	5,8	
VIVENDI	8,9	8,3	
ITV	6,5	6,0	
ATRESMEDIA	6,0	6,0	
TF1	4,3	4,0	
MODERN TIMES GROUP	6,2	6,1	
WARNER BROS DISCOVERY	6,3	5,9	
WARNER MUSIC GROUP	14,3	13,3	
WALT DISNEY	13,0	11,6	
PARAMOUNT GLOBAL	7,7	7,5	
FOX CORP	7,0	6,4	
NETFLIX	26,8	22,1	
NEWS CORP	12,0	10,7	
LIBERTY GLOBAL	8,9	8,8	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Kurs KINO Polska na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA Q4 2023

W Q4 2023 przychody spółki spadły o 1,3% r/r do poziomu 79,5 mln PLN. Omawiany okres przyniósł erozję wpływów z emisji (-2,8% r/r) oraz niski jednocyfrowy wzrost przychodów z reklamy (+1,4% r/r).

Segment FilmBox w Q4 2023 wykazał wynik 11,3 mln PLN, co oznaczało spadek o 6,2% r/r. Był to zatem na tle poprzednich kwartałów słaby okres dla tej dywizji biznesowej (w ujęciu całego 2023 roku FilmBox wypracował wynik 49,2 mln PLN, co oznaczało poprawę o 7,8% r/r). Końcówka roku wskazała również na dalsze spadki wyniku segmentu Kino Polska (odczyt 4 mln PLN; -7,8% r/r). Dodatkowo zauważamy, że po pięciu kwartałach wzrostu wyników w ujęciu r/r w segmencie Zoom TV odczyt był symbolicznie niższy w relacji r/r. Przełamanie serii spadków wyników r/r nastąpiło z kolei w Stopklatka (+21,5% r/r).

Ogółem odczyt EBITDA skor. w Q4 to blisko 24,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 13,4% r/r. W ujęciu całego 2023 roku EBITDA wzrosła do 74,8 mln PLN (+6,2% r/r). Wynik netto w Q4 2023 był płaski w ujęciu r/r i wyniósł 19,4 mln PLN (-0,9% r/r). W ujęciu 2023 roku wynik netto to 51,9 mln PLN (+8,8% r/r).

### Wyniki KPL za Q4 2023 [PLN m]

	Q4 22	Q4 23	y/y	2022	2023	y/y
<b>Przychody</b>	<b>80,5</b>	<b>79,5</b>	<b>-1,3%</b>	<b>284,8</b>	<b>294,2</b>	<b>3,3%</b>
Emisja	38,7	37,6	-2,8%	146,1	150,7	3,2%
Reklama	32,8	33,2	1,4%	106,8	107,0	0,2%
Sprzedaż licencji	7,3	7,3	0,2%	27,3	30,0	9,6%
Produkcja kanałów	0,6	1,4	126,7%	2,0	4,4	123,2%
Inne	1,1	-0,1	---	2,6	2,1	-18,9%
Koszty operacyjne	-60,8	-59,5	-2,1%	-220,7	-228,9	3,7%
Pozostałe saldo dz. operacyjnej**	4,2	3,7	-11,3%	-3,4	1,2	---
<b>EBITDA skor.*</b>	<b>21,6</b>	<b>24,5</b>	<b>13,4%</b>	<b>70,5</b>	<b>74,8</b>	<b>6,2%</b>
<b>EBIT</b>	<b>23,9</b>	<b>23,7</b>	<b>-1,0%</b>	<b>60,7</b>	<b>66,5***</b>	<b>9,5%</b>
Saldo finansowe	0,0	-0,6	---	-0,5	-0,9	59,4%
Wynik brutto	24,0	23,1	-3,6%	60,2	65,6	9,0%
Podatek dochodowy	-4,4	-3,7	-15,9%	-12,5	-13,8	9,9%
<b>Wynik netto</b>	<b>19,5</b>	<b>19,4</b>	<b>-0,9%</b>	<b>47,7</b>	<b>51,9</b>	<b>8,8%</b>

Wyniki segmentów	Q4 22	Q4 23	y/y	2022	2023	y/y
FilmBox	12,0	11,3	-6,2%	45,6	49,2	7,8%
Kino Polska	4,4	4,0	-7,8%	17,9	14,2	-20,6%
Produkcja kanałów TV	0,2	0,4	87,5%	0,7	1,7	129,1%
Zoom TV	0,8	0,8	-2,0%	-9,6	-2,7	---
Stopklatka	2,3	2,8	21,5%	6,7	0,1	---
Sprzedaż praw licencyjnych	0,1	0,6	890,8%	3,2	2,7	-16,9%

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

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

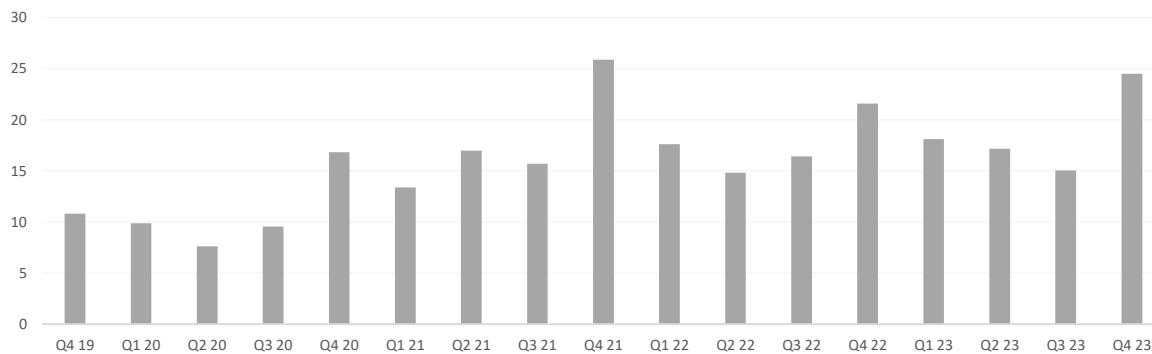
\*\* w Q4 2023 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła zysk wynikający z różnic kursowych w kwocie 3,1 PLN m, z kolei w Q4 2022 był to zysk w kwocie 4,4 PLN m.

\*\*\* wpływ na poprawę EBIT w 2023 roku miał również m.in. efekt niższych odpisów na należności w porównaniu z 2022 rokiem (netto efekt ok +1,8 mln PLN r/r) oraz bardziej korzystne kształtowanie się kursów walutowych (netto efekt blisko +3,4 mln PLN r/r).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

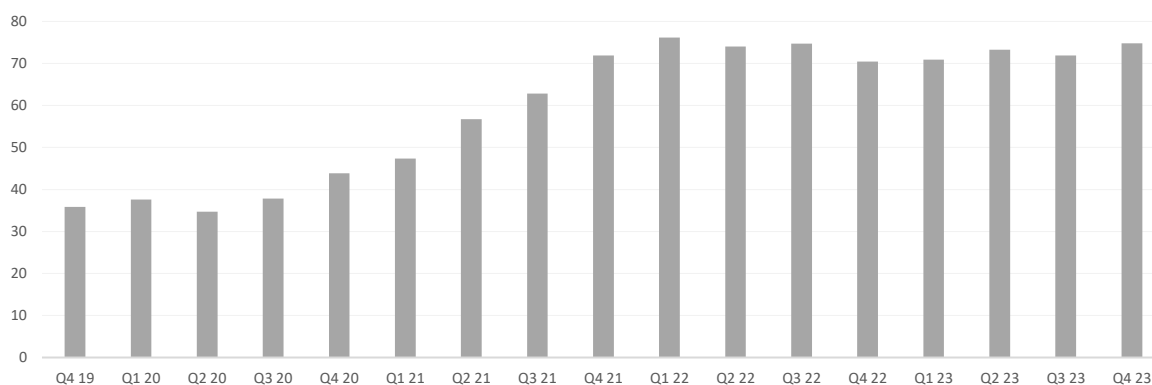
Na koniec grudnia 2023 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie niespełna 4 mln PLN. Jednocześnie na bilansie gotówka wynosiła 24,7 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Vivendi) i wykazała 36,9 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone. Zatem szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec Q4 2023 to ok -57,6 mln PLN (nadwyżka gotówki).

### Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach [PLN m]



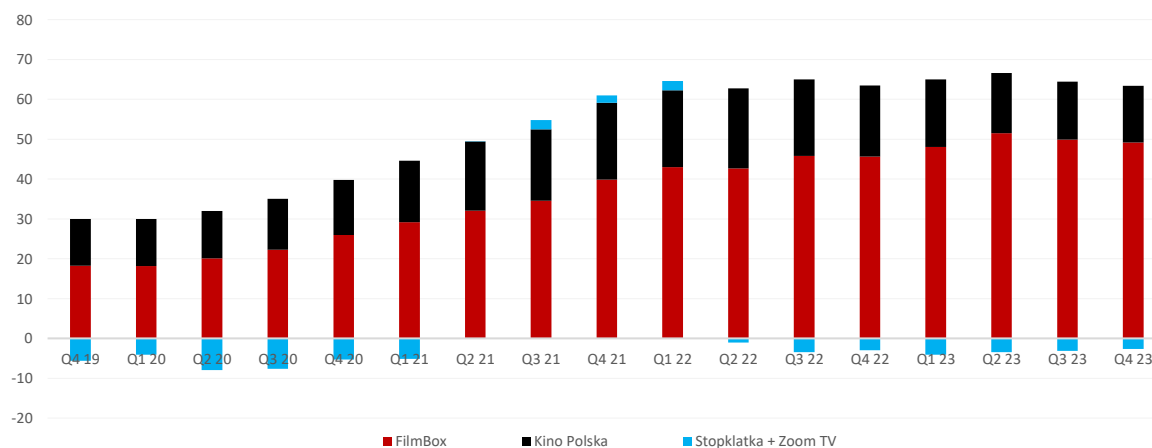
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

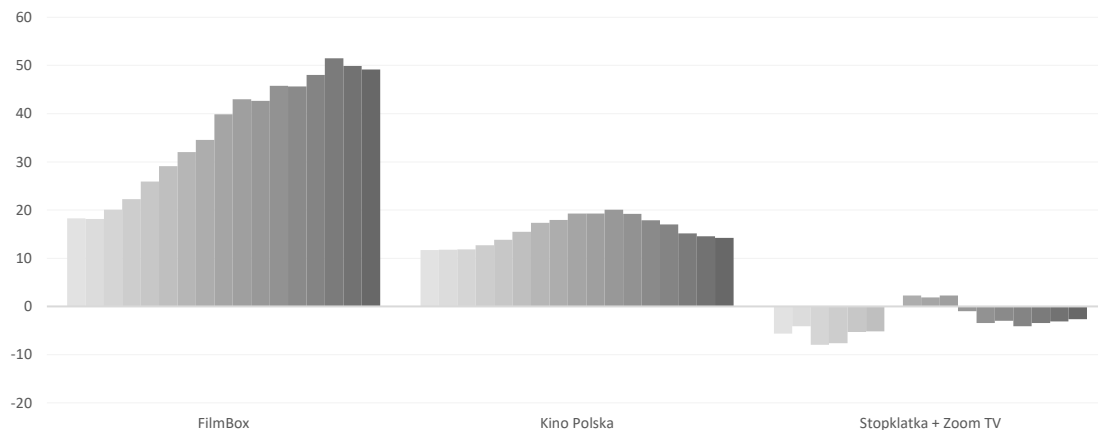
### Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w KPL w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

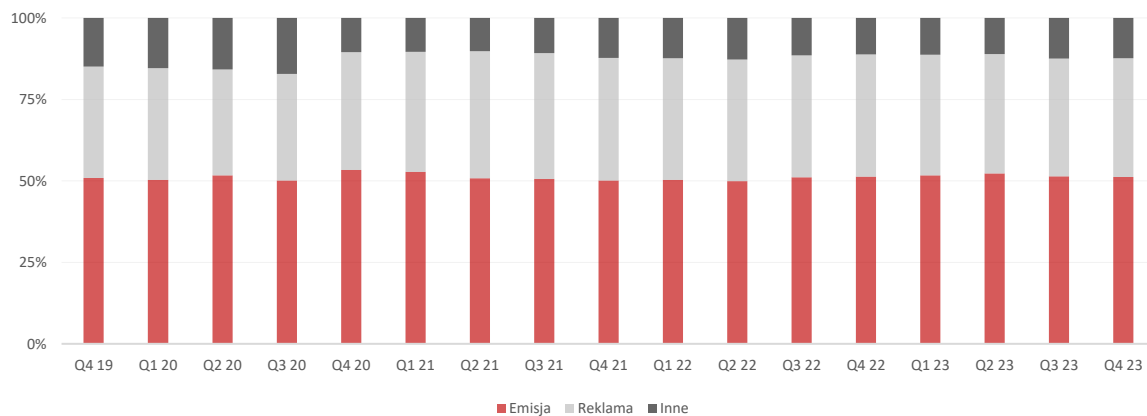


**Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q4 2023 w ujęciu LTM [PLN m]**



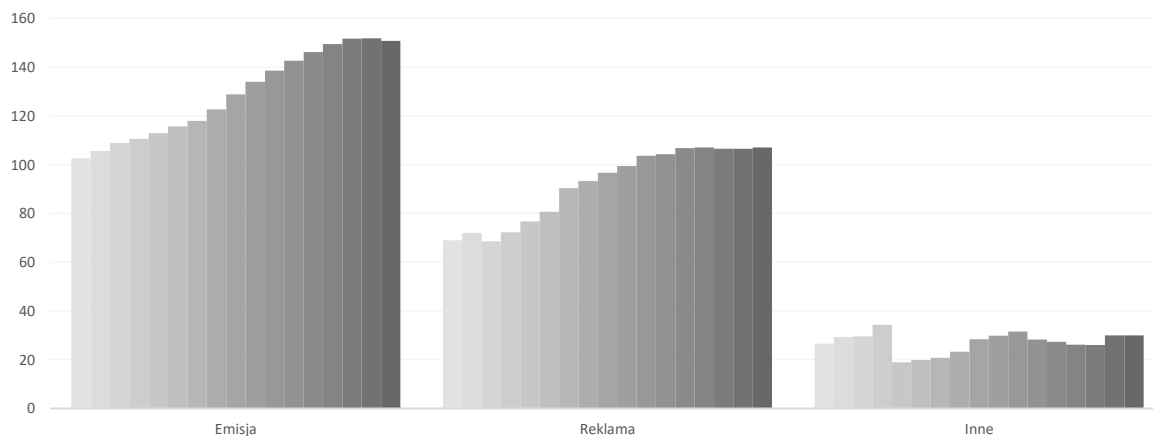
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



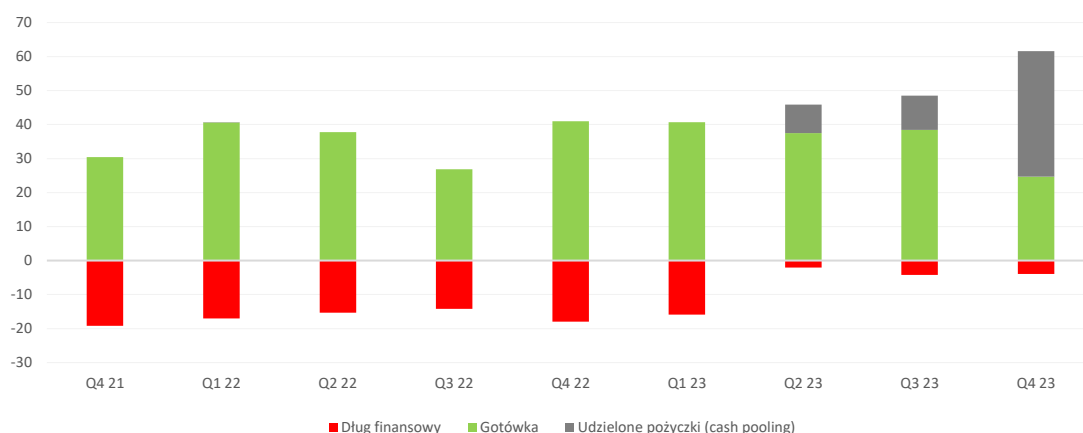
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Struktura długu netto Kino Polska TV [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## WSTĘPNE WYNIKI ZA Q1 2024

Spółka przedstawiła już wstępne wyniki za Q1 2024 po sesji 2024-05-14 (pełny raport zostanie opublikowany w dniu 2024-05-22).

Przychody w Q1 2024 wyniosły 75,5 mln PLN, co oznacza wzrost o 6,7% r/r. Dane są jednocześnie 8% powyżej naszych wcześniejszych założeń (nominalnie różnica wynosi 5,8 mln PLN). W Q1 2024 EBIT wyniósł 22,9 mln PLN, z kolei odczyt zysku netto za Q1 2024 to 18,7 mln PLN (+39,1% r/r).

Nie znamy szczegółowej struktury wyników w podziale na segmenty. Spółka w komentarzu do wyników wskazała, że poprawa rezultatów jest m.in. efektem wzrostu zanotowanego w segmencie Stopklatka, Zoom TV oraz Kanały filmowe FilmBox.

Podsumowując, dane przedstawione przez KPL na poziomie przychodów, EBIT oraz wyniku netto są znacząco powyżej naszych wcześniejszych oczekiwań. Spodziewaliśmy się stopniowej odbudowy wpływów reklamowych i małej erozji wpływów z emisji. Tymczasem naszym zdaniem na poziomie skonsolidowanym opublikowane dane wskazują na dobre dynamiki wzrostu wpływów z reklamy (m.in. efekt nowej umowy z brokerem reklamowym).

#### Wyniki KPL za Q1 2024 [PLN m]

	Q1'23	Q1'24	y/y	Q1'23 LTM	Q1'24 LTM	y/y	Q1'24E	realizacja
Przychody	70,7	75,5	6,7%	289,1	299,0	3,4%	69,7	108%
EBITDA skor.*	18,1	23,7**	31,2%	70,9	80,5**	13,4%	18,3	130%
EBIT	17,1	22,9	33,9%	62,8	72,3	15,1%	15,8	145%
Wynik netto	13,5	18,7	39,1%	48,4	57,1	18,0%	13,0	144%

\* EBITDA skor. obliczona przez BDM nie uwzględnia amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż podaje spółka w raportach). Podane wartości EBITDA skor. za Q1 2024 są założeniem BDM (spółka w raporcie bieżącym nie podała odczytu EBITDA).

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 Grupa eliminuje różnice kursowe, wycenę instrumentów pochodnych i koszty odsetek budżetowych oraz ujmuje przychody z tytułu otrzymanych odsetek. EBITDA nie jest definiowana przez MSSF UE i może być wyliczana inaczej przez inne podmioty.

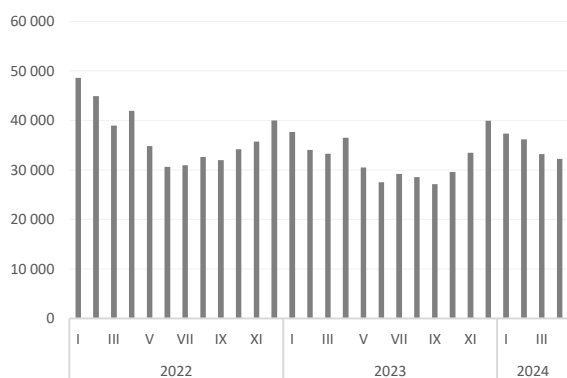
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## UDZIAŁY W OGLĄDALNOŚCI KANAŁÓW SPÓŁKI

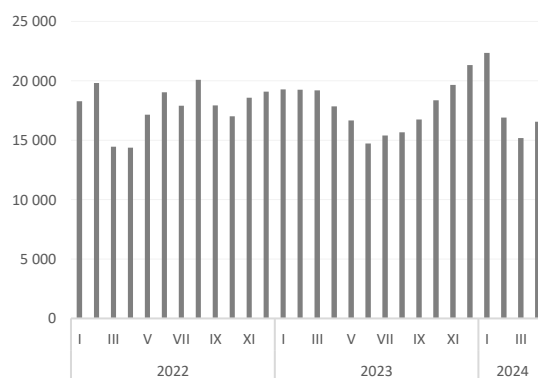
Łączny czas oglądania telewizji (ATV) w Polsce spadł w 2023 roku o ponad 5% r/r w grupie komercyjnej (A16-59) i ok 4,1% r/r wśród wszystkich widzów (A4+). Odływ widzów w telewizji linearnej jest długoterminowym trendem i należy mieć na uwadze, iż kolejne lata wskażą podobne dynamiki (lub ich pogłębienie) wraz ze strukturalnymi zmianami sposobu konsumpcji treści rozrywkowych.

W 2023 roku średni udział kanałów grupy Kino Polska w widowni komercyjnej spadł r/r z blisko 2,69% do około 2,52% (SHR All 16-59 live). W 2023 roku udział Stopklatki w oglądalności widowni komercyjnej wyniósł 1,17%, co oznacza spadek o 6,4% r/r (SHR%, All 16-59, live). W 2023 roku ATS Stopklatki wyniósł 36 minut i 36 sekund (-6,7% r/r). Udział Zoom TV w oglądalności widowni komercyjnej wyniósł blisko 0,65% (+6,6% r/r). Dla Zoom TV wskaźnik ATS wzrósł w 2023 roku o ponad 7,2% r/r i wyniósł 27 minut i 24 sekundy (ATS, All 16-59, live). W bieżącym 2024 roku spółka (wg nas) będzie kontynuować wysiłki mające na celu poprawę pozycji Zoom TV (okres Q1 2024 wskazał na relatywnie słabsze odczyty). Docelowo w modelu zakładamy, że spółka będzie utrzymywała swoją pozycję na rynku telewizyjnym w Polsce ze średniorocznym udziałem na poziomie 2,5 – 2,8% w oglądalności widowni komercyjnej (SHR, All 16-59).

Odczyty wskaźnika ATS dla Stopklatka



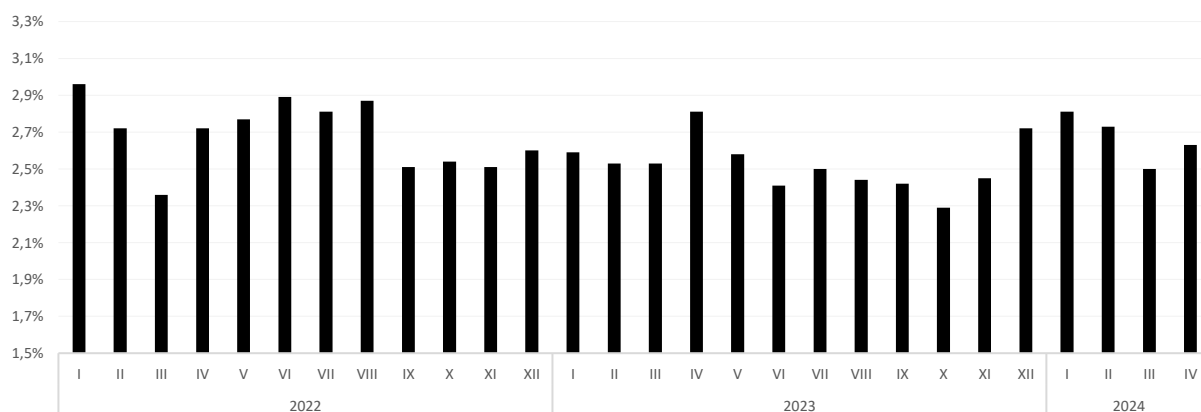
Odczyty ATS dla Zoom TV



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

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że w 2024 roku KPL będzie w stanie wykazać kolejny rok wzrostu na poziomie EBITDA skor. Opublikowane już wstępne wyniki za Q1 2024 naszym zdaniem wskazują na odczuwalny impuls wzrostu pochodzący z reklamy telewizyjnej (m.in. efekt nowej umowy z brokerem reklamowym). Dostrzegamy również szereg inicjatyw, które w przyszłych okresach mogą skutkować wzrostem wpływów z emisji (m.in. dalszy wzrost sprzedaży kanałów FilmBox na rynkach zagranicznych). Na obecnym etapie nadal nie zakładamy materialnych efektów wprowadzania bloków reklamowych na kanałach FilmBox.

Przypominamy, że spółka w Q4 2023 podała informację o ponownym wyborze 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 był dla nas fakt, że Polsat Media przejął od TVN Media (Warner Bros. Discovery) obsługę stacji z portfolio CANAL+ Polska.

Przypominamy, że w końcówce 2023 roku anteny TVP objęła zmiana na nowy standard nadawania DVB-T2/HEVC. Dlatego w naszych założeniach spodziewamy się, że w 2024 roku anteny KPL, w tym zwłaszcza Stopklatka będą w stanie wykazać dynamiki wzrostu wpływów reklamowych powyżej średniej dla rynku telewizyjnego.

Po stronie ryzyk dla spółki na pierwszy plan wysuwamy negatywne trendy związane ze sposobem konsumpcji treści tv i szybki 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 przychodów związana jest z telewizją linearną.

Komunikowane przez KPL strategiczne ruchy w kierunku zwiększenia sprzedaży platformy FilmBox+ są naszym zdaniem koniecznością. Poniżej wskazujemy na dwa wybrane fragmenty (pochodzące z materiałów KPL) definiujące możliwe przyszłe ruchy spółki:

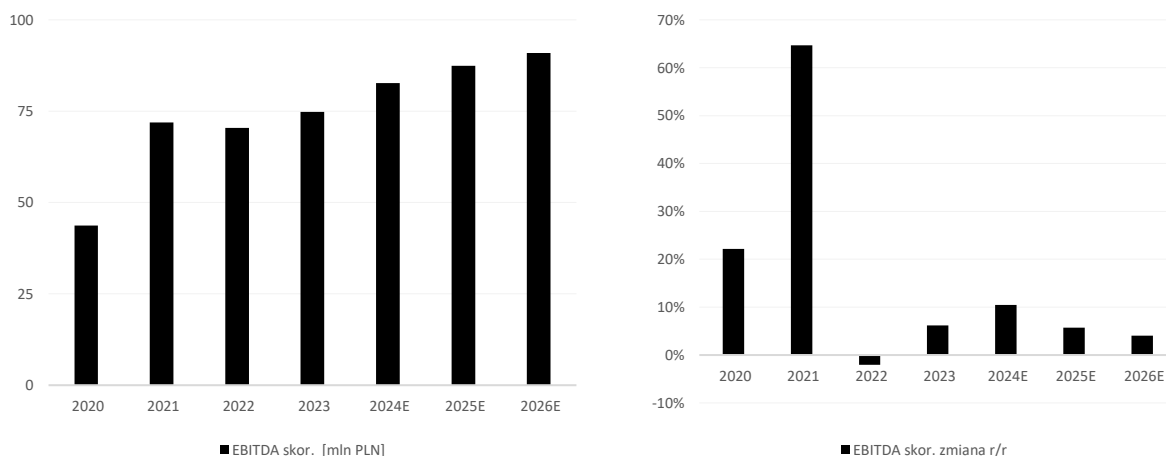
- Kino Polska w swoich raportach wskazuje, że „... intensywnie pracuje także nad rozwojem segmentu digital w swojej działalności (rozszerzenie dystrybucji treści VOD za pośrednictwem partnerów B2B, własne platformy online oraz aplikacje)...”. Spółka, „... zgodnie ze swoimi planami operacyjnymi, na bieżąco zamierza inwestować w aktywa programowe..... Grupa Kapitałowa Kino Polska TV S.A. nie wyklucza innych inwestycji w przypadku pojawienia się atrakcyjnej oferty. W takiej sytuacji, w zależności od skali projektów, Grupa rozważy możliwość wykorzystania alternatywnych źródeł finansowania...”.
- W raporcie rocznym za 2023 rok czytamy, że KPL w nadchodzących okresach „... będzie rozwijać także segment cyfrowy, co umożliwi stworzenie kompletnej i spójnej oferty usług telewizyjnych, uwzględniającej różne sposoby konsumpcji telewizji...”.

Przypominamy, że w 2021 roku grupa uruchomiła platformę FilmBox+ (platforma VOD nie jest jednak na bilansie spółki). Podkreślamy (akcentowaliśmy to już poprzednio), 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. Uważamy, że z perspektywy akcjonariusza mniejszościowego 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.

Dodatkowo naszym zdaniem inwestorzy powinni mieć na uwadze zapoczątkowany proces wyodrębnienia Canal+ z Vivendi (ma to być osobny podmiot notowany na giełdzie). Tym samym Kino Polska, które wchodzi pod skrzydła Canal+ może być częścią zmian organizacyjnych (potencjalne decyzje głównego akcjonariusza mogą nie być zbieżne z interesem akcjonariuszy mniejszościowych).

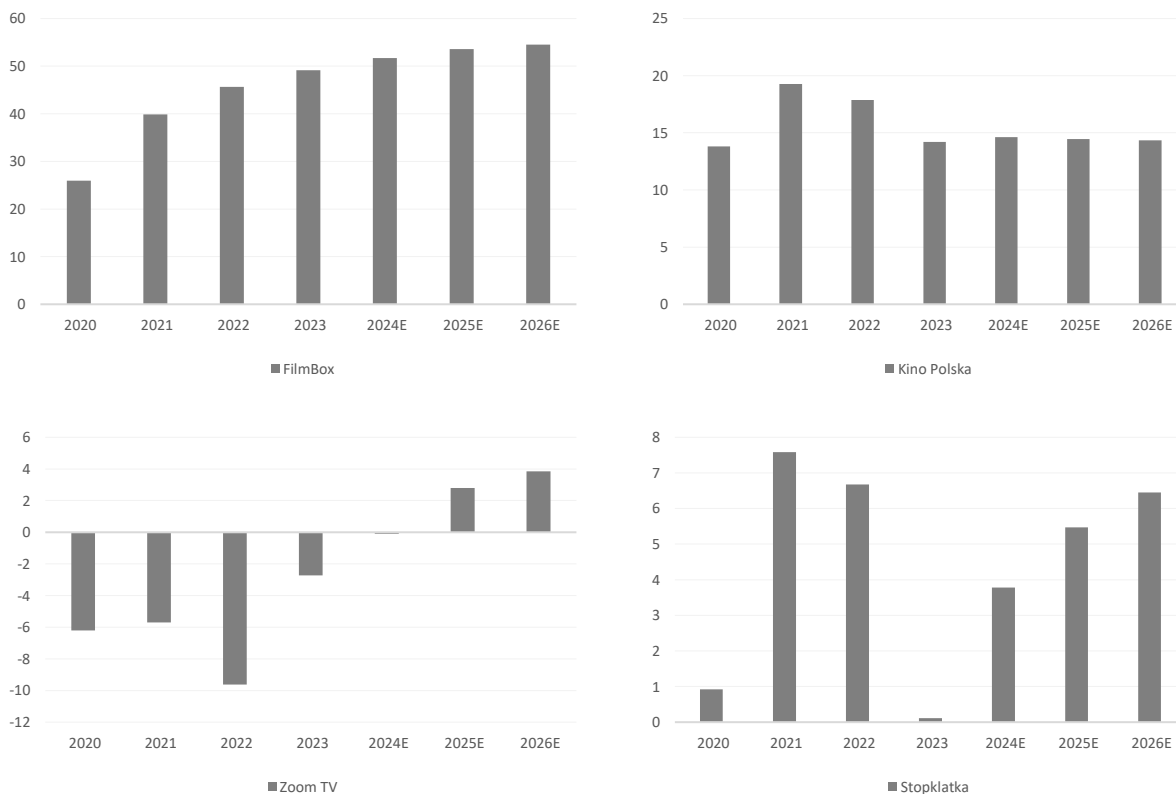
W skali całego 2024 roku spodziewamy się, że EBITDA skor. wyniesie 82,7 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 10,5% r/r (w 2023 roku było to ok 74,8 mln PLN). Na 2024 rok oczekujemy odczuwalnych impulsów wzrostu w Stopklatka i Zoom TV. Łącznie dla segmentu Stopklatka i Zoom TV uwzględniliśmy dodatni wynik w kwocie 3,7 mln PLN (w 2023 obszary wykazały stratę rzędu 2,6 mln PLN; łącznie dwie anteny Stopklatka oraz Zoom TV odpowiadają za przyrost wyniku w 2024 roku względem 2023 o około 6,3 mln PLN). Dodatkowo przyjęte przez nas założenia na 2024 rok wskazują na ok 5% wzrost rezultatów r/ w segmencie FilmBox i blisko 3% wyższe wyniki w segmencie Kino Polska. Na lata 2025-2026 zakładamy wzrosty EBITDA skor. do 87,4 mln PLN i 91 mln PLN, czyli o odpowiednio 5,7% i 4% r/r.

**Historyczna i zakładana przez nas przyszła ścieżka EBITDA skor. 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.

**Szczegółowa prognoza wyników na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty)**

	Q1 24E	Q2 24E	Q3 24E	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2022	2023	2024E	2025E
Przychody	75,5	75,6	69,2	82,4	78,9	79,1	72,2	86,9	284,8	294,2	302,8	317,1
Emisja	38,5	38,0	37,4	38,4	39,4	38,9	38,3	39,3	146,1	150,7	152,3	155,9
Reklama	28,2	30,3	24,0	36,9	30,3	32,6	25,8	39,8	106,8	107,0	119,4	128,4
Sprzedaż licencji	6,8	5,4	5,9	5,5	6,9	5,5	6,0	5,6	27,3	30,0	23,6	24,1
Produkcja kanałów	1,6	1,4	1,5	1,6	1,8	1,7	1,7	1,8	2,0	4,4	6,1	6,9
Inne	0,4	0,4	0,4	0,1	0,5	0,5	0,4	0,5	2,6	2,1	1,4	1,8
Koszty operacyjne	-54,8	-58,1	-55,7	-60,3	-57,5	-60,1	-57,5	-62,4	-220,7	-228,9	-228,8	-237,6
Pozostałe saldo	2,0	-0,8	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-3,4	1,2	0,0	-2,0
<b>EBITDA skor.</b>	<b>23,7</b>	<b>19,5</b>	<b>15,4</b>	<b>24,0</b>	<b>23,3</b>	<b>20,9</b>	<b>16,7</b>	<b>26,5</b>	<b>70,5</b>	<b>74,8</b>	<b>82,7</b>	<b>87,4</b>
EBIT	22,9	16,7	13,0	21,5	20,9	18,5	14,2	24,0	60,7	66,5	73,9	77,6
Saldo finansowe	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	-0,5	-0,9	0,9	1,9
Wynik brutto	22,9	16,9	13,3	21,8	21,2	18,9	14,8	24,5	60,2	65,6	74,9	79,5
Podatek dochodowy	-4,2	-3,2	-2,5	-4,1	-4,0	-3,6	-2,8	-4,7	-12,5	-13,8	-14,1	-15,1
<b>Wynik netto</b>	<b>18,7</b>	<b>13,7</b>	<b>10,7</b>	<b>17,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>12,0</b>	<b>19,9</b>	<b>47,7</b>	<b>51,9</b>	<b>60,8</b>	<b>64,4</b>
<b>Wyniki segmentów</b>	<b>Q1 24E</b>	<b>Q2 24E</b>	<b>Q3 24E</b>	<b>Q4 24E</b>	<b>Q1 25E</b>	<b>Q2 25E</b>	<b>Q3 25E</b>	<b>Q4 25E</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
FilmBox	14,5	13,0	12,2	12,1	15,0	13,4	12,6	12,5	45,6	49,2	51,7	53,6
Kino Polska	3,8	3,8	2,8	4,1	3,8	3,8	2,8	4,1	17,9	14,2	14,6	14,5
Produkcja kanałów TV	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	1,7	1,9	2,1
Zoom TV	-0,6	0,0	-1,1	1,6	0,0	0,7	-0,6	2,8	-9,6	-2,7	-0,1	2,8
Stopklatka	1,1	0,0	-1,0	3,6	1,6	0,4	-0,8	4,3	6,7	0,1	3,8	5,5
Sprzedaż praw licencyjnych	1,4	0,3	0,2	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	3,2	2,7	2,2	1,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do ostatniego raportu analitycznego (z dnia 2023-12-11) zdecydowaliśmy się na podniesienie założeń średnioterminowych. Nasza aktualizacja obejmuje obecnie niewielkie zmiany przychodów z emisji w latach 2024-2026 (mniejsze wpływy z emisji odpowiednio ok -0,3%, 0,4% i 0,9%). Jednocześnie podnieśliśmy nasze oczekiwania dla wpływów z reklamy o ok 1% w latach 2024-2025. Jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni do wpływów z kategorii produkcja kanałów, co związane jest z podejmowanymi inicjatywami w ramach grupy Canal+ (+12,2% oraz 11,7% względem wcześniejszych założeń). Wyższe wpływy uwzględniliśmy także w pozycji sprzedaż licencji.

Nasz obecny model zakłada wyższe wyniki z segmentu FilmBox (średniorocznie o 3,8% w latach 2024-2026). Staramy się także uwzględnić poprawę rezultatów z obszarów związanych z Zoom TV, Stopklatka oraz Kino Polska. Łącznie dla tych trzech obszarów wynik na 2024 podnieśliśmy o 0,3 mln PLN i 1,3 mln PLN.

Na poziomie skonsolidowanym nasza aktualna prognoza wskazuje, że EBITDA skor. w 2024 może wynieść 82,7 mln PLN, czyli o 4,5% więcej niż oczekiwaliśmy w poprzedniej analizie. Na lata 2025-2026 ścieżka wzrostu dla EBITDA skr. została podniesiona odpowiednio o 3,6% i 3,2%.

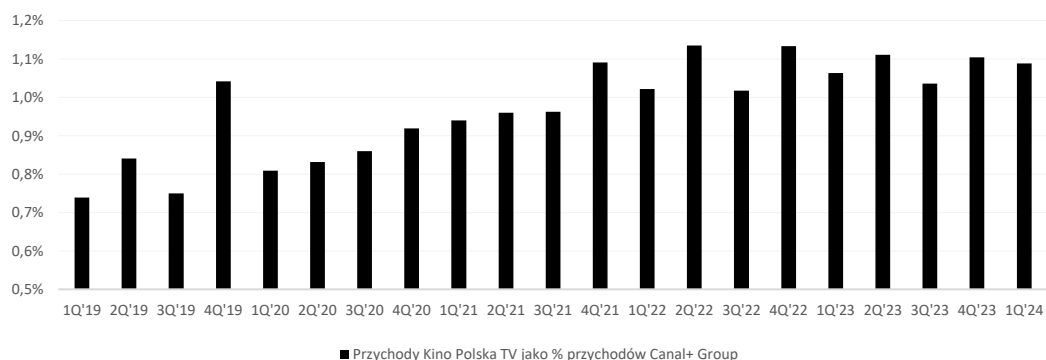
**Zmiana w założeniach względem poprzedniego raportu analitycznego z 2023-12-11**

	obecnie			było			zmiana		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
<b>Przychody</b>	<b>302,8</b>	<b>317,1</b>	<b>328,3</b>	<b>301,4</b>	<b>315,1</b>	<b>328,4</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,0%</b>
Emisja	152,3	155,9	160,2	152,7	156,5	161,7	-0,3%	-0,4%	-0,9%
Reklama	119,4	128,4	134,2	118,3	127,1	134,1	0,9%	1,1%	0,1%
Sprzedaż licencji	23,6	24,1	24,4	21,9	22,2	22,6	7,7%	8,4%	8,1%
Produkcja kanałów	6,1	6,9	7,6	5,4	6,2	6,8	12,2%	11,7%	11,3%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>82,7</b>	<b>87,4</b>	<b>91,0</b>	<b>79,1</b>	<b>84,4</b>	<b>88,1</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,2%</b>
EBIT	73,9	77,6	80,7	69,1	74,1	77,2	7,0%	4,7%	4,5%
Saldo finansowe	0,9	1,9	2,2	1,9	2,3	2,9	-51,1%	-18,6%	-22,5%
Wynik brutto	74,9	79,5	82,9	71,0	76,4	80,0	5,4%	4,0%	3,7%
<b>Wynik netto</b>	<b>60,8</b>	<b>64,4</b>	<b>67,2</b>	<b>57,5</b>	<b>61,9</b>	<b>64,8</b>	<b>5,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,7%</b>
<b>Wyniki segmentów</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
FilmBox	51,7	53,6	54,5	49,9	51,2	52,2	3,6%	4,6%	4,4%
Kino Polska	14,6	14,5	14,3	13,3	13,2	13,2	9,9%	9,6%	8,7%
Produkcja kanałów TV	1,9	2,1	2,3	1,8	2,1	2,3	3,5%	2,3%	2,0%
Zoom TV	-0,1	2,8	3,8	1,3	2,8	3,8	---	-0,3%	1,2%
Stopklatka	3,8	5,5	6,4	3,5	5,4	6,3	8,0%	1,3%	2,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

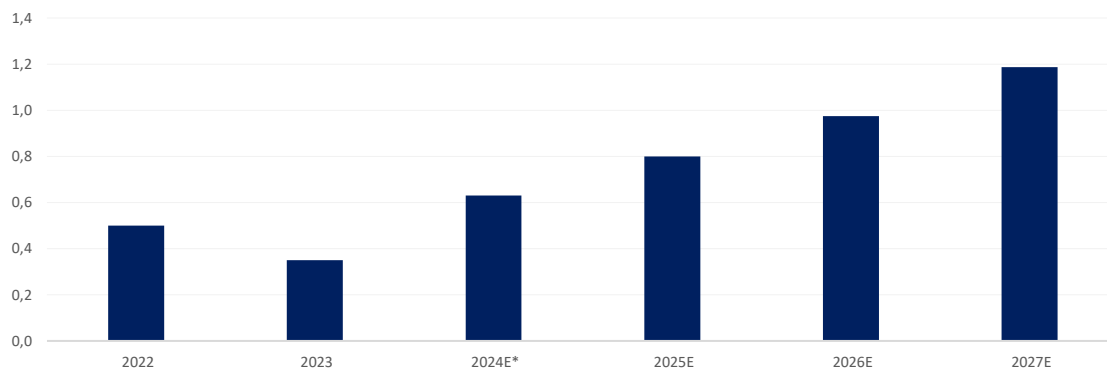
W analizie przyjmujemy utrzymanie dotychczasowego modelu biznesowego opartego o niski poziom inwestycji w majątek trwały (CAPEX). Przy utrzymaniu podobnych do historycznych parametrów inwestycji w aktywa programowe (w odniesieniu do poziomu osiągniętych przychodów) spółka w kolejnych latach powinna generować 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. Przypominamy, że Vivendi ogłosiło decyzję o wyodrębnieniu Canal+ jako osobnego podmiotu, który ma być notowany giełdzie w Paryżu. Dlatego w nadchodzących kwartałach nie należy wykluczyć różnych zmian w dotychczasowej strukturze organizacyjnej Canal+, których elementem może być KPL.

Nasze szacunki wskazują, że w ostatnich kwartałach przychody Kino Polska TV stanowiły około 1% przychodów Canal+ Group (jednocześnie ok 2,8% przychodów z obszaru „International TV”). Spółka pod względem przychodów jest zatem jednym z mniejszych elementów biznesu mediowego zgrupowanego w koncernie Vivendi. Jednocześnie naszym zdaniem rentowność KPL jest powyżej średniej dla biznesu mediowego Canal+ zlokalizowanego w regionie CEE.

**Przychody Kino Polska TV na tle Canal+ Group**


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

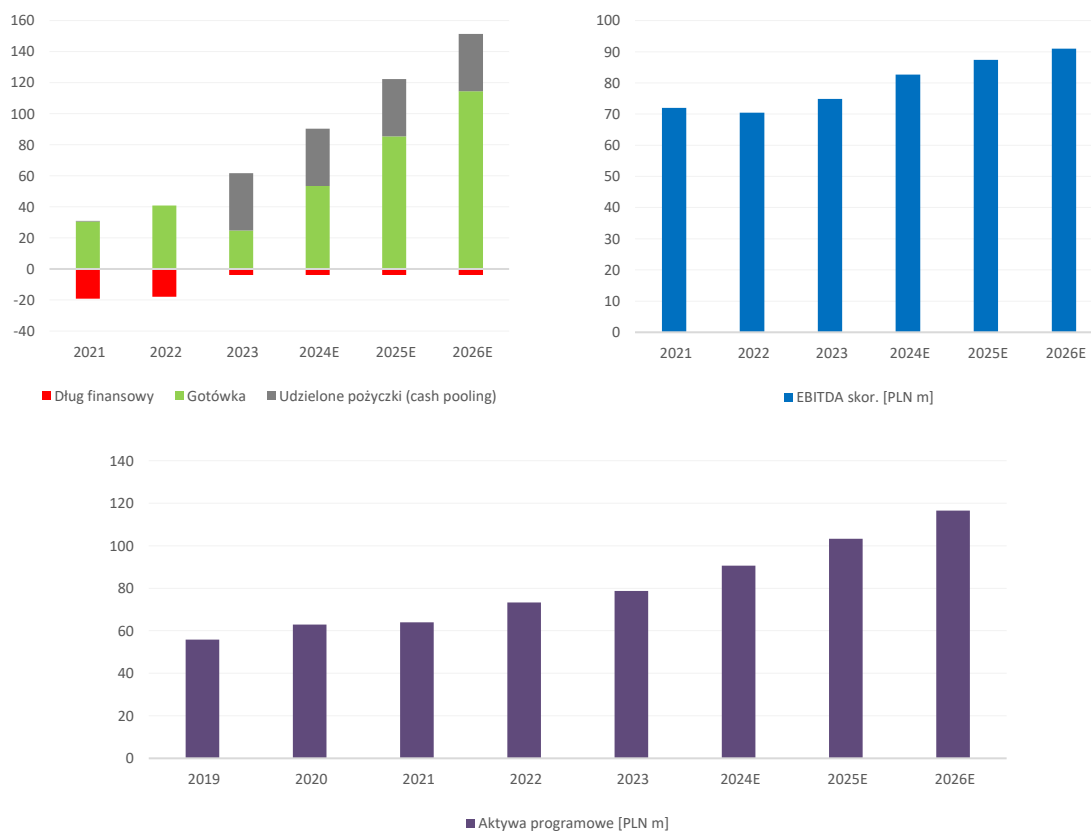
**Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend - DPS [PLN]**



\* przedstawiona przez zarząd spółki rekomendacja wypłaty dywidendy za rok 2023 to 0,63 LN/akcję

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



**Wybrane dane historyczne i założenia naszego modelu KPL**

<b>RZIS</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Przychody	257,2	284,8	294,2	302,8	317,1	328,3	337,8	346,3
Emisja	128,8	146,1	150,7	152,3	155,9	160,2	164,3	168,0
Reklama	96,7	106,8	107,0	119,4	128,4	134,2	138,7	142,7
Sprzedaż licencji	28,4	27,3	30,0	23,6	24,1	24,4	24,8	25,2
Produkcja kanałów	1,3	2,0	4,4	6,1	6,9	7,6	8,1	8,5
Inne	1,9	2,6	2,1	1,4	1,8	1,8	1,8	1,9
<b>EBITDA skor.</b>	<b>71,9</b>	<b>70,5</b>	<b>74,8</b>	<b>82,7</b>	<b>87,4</b>	<b>91,0</b>	<b>94,6</b>	<b>97,4</b>
EBIT	59,8	60,7	66,5	73,9	77,6	80,7	83,1	84,9
Saldo finansowe	-0,5	-0,5	-0,9	0,9	1,9	2,2	2,5	2,9
Zysk przed opodatkowaniem	59,3	60,2	65,6	74,9	79,5	82,9	85,7	87,8
Podatek dochodowy	-10,7	-12,5	-13,8	-14,1	-15,1	-15,8	-16,3	-16,7
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	48,6	47,7	51,9	60,8	64,4	67,2	69,4	71,1
<b>Segmenty</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Przychody	257,2	284,8	294,2	302,8	317,1	328,3	337,8	346,3
FilmBox	128,9	148,5	154,4	156,6	160,7	165,8	170,4	174,7
Kino Polska	36,1	37,3	33,5	34,3	34,1	33,9	33,7	33,5
Produkcja kanałów TV	1,3	2,0	4,4	6,1	6,9	7,6	8,1	8,5
Zoom TV	20,0	24,0	26,4	29,4	32,9	35,9	37,9	39,7
Stopklatka	41,5	44,4	43,9	51,2	56,8	59,1	61,1	62,9
Sprzedaż praw licencyjnych	28,4	27,3	30,0	23,6	24,1	24,4	24,8	25,2
Inne	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
EBIT	59,8	60,7	66,5	73,9	77,6	80,7	83,1	84,9
FilmBox	39,9	45,6	49,2	51,7	53,6	54,5	55,4	56,4
Kino Polska	19,3	17,9	14,2	14,6	14,5	14,3	14,2	14,1
Produkcja kanałów TV	0,3	0,7	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6
Zoom TV	-5,7	-9,6	-2,7	-0,1	2,8	3,8	4,6	5,1
Stopklatka	7,6	6,7	0,1	3,8	5,5	6,4	7,3	7,9
Sprzedaż praw licencyjnych	3,4	3,2	2,7	2,2	1,3	1,6	1,6	1,6
Inne	-0,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Saldo pozostałe	-4,6	-3,4	1,2	0,0	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane dane historyczne i założenia z bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych**

Bilans	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNIP	6,4	5,6	7,2	6,8	7,3	8,2	8,9	9,5
Wartość firmy	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Aktywa programowe	55,3	59,4	67,7	79,4	91,4	104,3	117,4	130,8
Inne	29,3	24,8	40,2	38,4	40,8	44,6	48,0	50,9
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>146,7</b>	<b>145,4</b>	<b>170,7</b>	<b>180,2</b>	<b>195,2</b>	<b>212,7</b>	<b>229,9</b>	<b>246,9</b>
Aktywa programowe	8,6	13,9	11,0	11,3	11,9	12,3	12,6	13,0
Należności	73,7	95,0	103,9	102,9	107,8	111,6	114,8	117,7
Inne	2,3	1,2	37,1	37,2	37,2	37,2	37,2	37,2
Środki pieniężne	30,5	40,9	24,7	53,5	85,4	114,5	142,0	167,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>115,1</b>	<b>151,0</b>	<b>176,7</b>	<b>205,0</b>	<b>242,3</b>	<b>275,6</b>	<b>306,7</b>	<b>335,4</b>
<b>Aktywa</b>	<b>261,8</b>	<b>296,4</b>	<b>347,4</b>	<b>385,2</b>	<b>437,5</b>	<b>488,3</b>	<b>536,7</b>	<b>582,2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>168,2</b>	<b>204,1</b>	<b>243,0</b>	<b>291,3</b>	<b>339,8</b>	<b>387,7</b>	<b>433,6</b>	<b>476,9</b>
Zobowiązania finansowe	12,0	0,1	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania handlowe	3,4	4,7	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
Inne zobowiązania	11,2	8,8	21,7	21,7	21,8	21,8	21,8	21,8
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>26,7</b>	<b>13,6</b>	<b>25,9</b>	<b>26,0</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>	<b>26,2</b>	<b>26,2</b>
Zobowiązania finansowe	7,2	17,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Zobowiązania handlowe	49,3	49,3	56,3	45,3	48,3	50,6	52,6	54,4
Inne zobowiązania	10,5	11,4	20,9	21,4	22,1	22,6	23,0	23,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>67,0</b>	<b>78,7</b>	<b>78,5</b>	<b>68,0</b>	<b>71,7</b>	<b>74,5</b>	<b>76,9</b>	<b>79,1</b>
<b>Zobowiązania i kapitał własny</b>	<b>261,8</b>	<b>296,4</b>	<b>347,4</b>	<b>385,2</b>	<b>437,5</b>	<b>488,3</b>	<b>536,7</b>	<b>582,2</b>

Cash flow	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	57,3	28,2	50,0	48,0	59,5	61,8	64,9	67,3
Przepływy inwestycyjne	-6,4	-5,2	-41,2*	-6,1	-11,1	-13,1	-13,5	-13,9
Przepływy finansowe	-29,6	-12,5	-25,0	-13,1	-16,5	-19,6	-23,8	-28,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	21,4	10,5	-16,2	28,8	31,9	29,0	27,6	25,4

\* W saldzie inwestycyjnym spółka wykazała środki w ramach udzielonych pożyczek w kwocie 37,345 mln PLN (pożyczki udzielone dotyczyły umowy cash pooling w ramach grupy Vivendi)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs [PLN]	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Liczba akcji [m]	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
BVPS [PLN]	8,5	10,3	12,3	14,7	17,1	19,6	21,9	24,1
EPS [PLN]	2,5	2,4	2,6	3,1	3,2	3,4	3,5	3,6
P/E [x]	6,0	6,2	5,7	4,8	4,6	4,4	4,2	4,1
EV/Przychody [x]	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA [x]	3,9	3,8	3,1	2,5	2,0	1,6	1,3	1,0
EV/EBIT [x]	4,7	4,5	3,5	2,8	2,3	1,8	1,4	1,1
P/BV [x]	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
EV [PLN m]	282	270	236	207	175	146	118	93
Kapitalizacja [PLN m]	293	293	293	293	293	293	293	293
Dług netto [PLN m]	-12	-23	-58	-86	-118	-147	-175	-200
Dług netto/EBITDA [x]	-0,2	-0,3	-0,8	-1,0	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1
Przychody zmiana r/r	21,4%	10,8%	3,3%	2,9%	4,7%	3,5%	2,9%	2,5%
EBITDA skor. zmiana r/r	64,7%	-2,1%	6,2%	10,5%	5,7%	4,0%	4,0%	3,0%
Marża EBITDA skor.	28,0%	24,7%	25,4%	27,3%	27,6%	27,7%	28,0%	28,1%
Marża netto	18,9%	16,7%	17,6%	20,1%	20,3%	20,5%	20,5%	20,5%
Przychody/Aktywa [x]	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Aktywa/Kapitał własny [x]	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
EBIT/Koszty finansowe [x]	46,0	46,5	37,3	123,3	130,6	254,7	262,4	267,9
Zobowiązania krótkoterminowe/Przychody [x]	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania długoterminowe/Przychody [x]	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
ROA	19%	16%	15%	16%	15%	14%	13%	12%
ROE	29%	23%	21%	21%	19%	17%	16%	15%
ROCE	31%	31%	30%	33%	31%	30%	28%	27%
DPS [PLN]	0,00	0,50	0,35	0,63	0,80	0,97	1,19	1,40
rentowność dywidendy	0%	3%	2%	4%	5%	7%	8%	9%
Dług % [PLN m]	19,2	18,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Gotówka (bez pożyczek udzielonych) [PLN m]*	30,5	40,9	24,7	53,5	85,4	114,5	142,0	167,4

\* 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 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

tel. (032) 208 14 12

e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100

e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@bdm.pl)**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: [tomasz.grzeszczyk@bdm.pl](mailto:tomasz.grzeszczyk@bdm.pl)**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
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

#### 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).

#### 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q2 2024*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	47%	0	0%
Akumuluj	3	20%	0	0%
Trzymaj	3	20%	0	0%
Redukuj	2	13%	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: 2024-05-21.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-21 (09:15 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-21.**

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 2024-05-21:**

- 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 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.