



Dom Maklerski BDM S.A.

## KINO POLSKA TV

### RAPORT ANALITYCZNY

Podnosimy wycenę Kino Polska TV (KPL) do 25,4 PLN/akcję i utrzymujemy zalecenie Kupuj. Sentyment do spółki w ostatnich miesiącach uległ odczuwalnemu ochłodzeniu, co w naszym odczuciu otworzyło dobre okienko inwestycyjne. Podkreślamy wysoką marżę jaką spółka wykazywała w okresie 2023-2024 i w naszym odczuciu nadal będzie wykazywać w najbliższych latach (założyliśmy nominalne odczyty skor. EBITDA w okolicy 100 mln PLN), co powinno mieć przełożenie na poziom generowanych przepływów pieniężnych.

KPL jest handlowane na mnożniku EV/EBIT na lata 2025-2026 w okolicy 2,5x i 1,9x. Jednocześnie Canal+ na lata 2025-2026 wyceniany jest według EV/EBIT na poziomie 5,6x i 5,2x. W ujęciu YTD (licząc na koniec 2025-05-08) walory Kino Polska wykazują wyjątkową słabość względem zachowania WIG (na tle innych analizowanych przez nas podmiotów z obszaru TMT obecnego na GPW). Stopa zwrotu na Kino Polska w ujęciu YTD jest aż o 44 pkt % słabsza niż na WIG (nominalnie kurs KPL spadł o 17,2%, podczas gdy WIG zyskał blisko 27%).

W naszym odczuciu inwestorzy powinni uwzględnić scenariusz ujemnych dynamik skor. EBITDA w Q1 2025 względem wyjątkowo mocnego odczytu z Q1 2024. Pierwszy kwartał 2025 wg nas mógł być pod wpływem niskich dynamik wzrostu r/r rynku reklamy tv, w tym innego rozkładu okresu świątecznego w 2025 roku względem roku 2024.

W obecnej aktualizacji nie dokonaliśmy istotnych zmian w założeniach w średnim i długim horyzoncie. Prognozowany przez nas EBIT na 2026 rok jest o 1% mniejszy niż w poprzednim modelu, z kolei na rok 2027 oczekiwany obecnie odczyt jest o 1% wyższy niż poprzednio. Jednocześnie zdecydowaliśmy się na obniżenie prognozy EBIT na bieżący 2025 rok o blisko 4% względem założeń z 2025-03-31. W związku z obserwowanymi względnie słabymi danymi o oglądalności Stopklatka oraz Zoom TV zwiększyliśmy koszty kontentu. Spodziewamy się, że spółka będzie chciała w drugim półroczu br. częściowo zniwelować spadki oglądalności z okresu styczeń-kwiecień 2025. Dodatkowo liczymy się z tym, że na przełomie Q4 2025 / Q1 2026 będziemy obserwować wzmożoną aktywność marketingową w związku z planowaną zmianą sposobu nadawania Zoom TV.

Na koniec 2024 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie blisko 9,1 mln PLN. Jednocześnie na bilansie stan gotówki wynosił 17 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach Canal+ Group) i wykazała ponad 105 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec 2023 roku było to 36,9 mln PLN). Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash poolingu) na koniec 2024 to ponad 113 mln PLN (nadwyżka gotówki). Wartość akcji, które nie są w posiadaniu głównego akcjonariusza przy kursie zamknięcia z 2025-05-09 to blisko 120 mln PLN.

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	284,8	294,2	315,5	319,9	322,4	332,0
<b>EBITDA adj. [PLN m]</b>	<b>70,5</b>	<b>74,8</b>	<b>96,5</b>	<b>96,3</b>	<b>100,1</b>	<b>103,1</b>
EBIT [PLN m]	60,7	66,5	84,2	84,8	91,2	95,0
Wynik netto [PLN m]	47,7	51,9	66,7	69,8	74,6	78,1
<b>EPS [PLN]</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
P/BV	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
P/E	7,4	6,8	5,3	5,1	4,7	4,5
<b>EV/EBITDA adj.</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>
EV/EBIT	5,4	4,4	2,8	2,5	1,9	1,5
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,85	0,97	1,13
Rentowność dywidendy	3%	2%	4%	5%	5%	6%

**KUPUJ**  
(POPRZEDNIO: KUPUJ)  
**WYCENA 25,4 PLN**  
09 MAJ 2025, 10:25 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	25,4
Wycena DCF [PLN]	25,5
Wycena mnożnikowa [PLN]	25,3
Potencjał do wzrostu / spadku	+42,5%

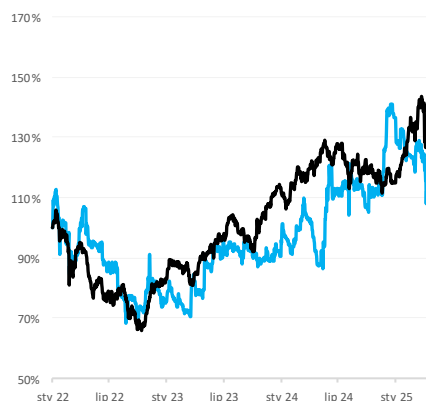
Cena rynkowa [PLN]	17,8
Kapitalizacja [PLN m]	353
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-8,7	-22,0
6M stopa zwrotu	-1,1	-23,9
YTD stopa zwrotu	-17,2	-44,1
12M stopa zwrotu	26,7	11,2

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

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

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



## SPIS TREŚCI

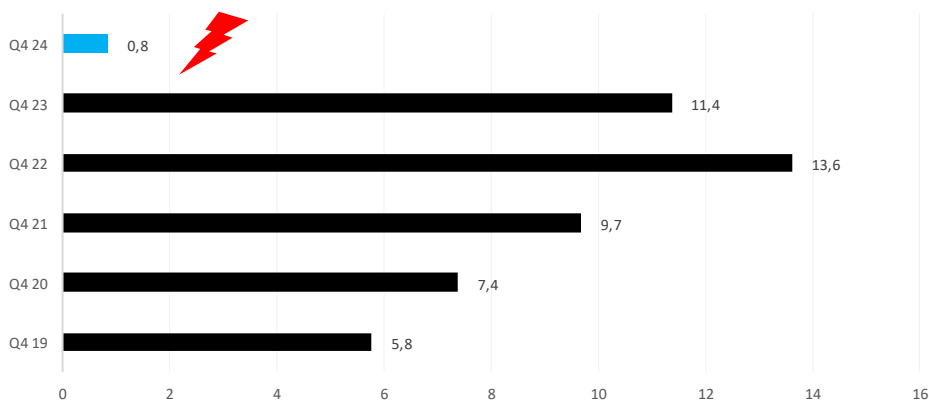
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA .....	5
WYCENA DCF .....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA .....	7
WYNIKI ZA Q4 2024 .....	8
PROGNOZA NA Q1 2025 .....	13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	14

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Podnosimy wycenę Kino Polska TV (KPL) do 25,4 PLN/akcję i utrzymujemy zalecenie Kupuj. Sentyment do spółki w ostatnich miesiącach uległ odczuwalnemu ochłodzeniu, co w naszym odczuciu otworzyło dobre okienko inwestycyjne. Podkreślamy wysoką marżę jaką spółka wykazywała w okresie 2023-2024 i w naszym odczuciu nadal będzie wykazywać w najbliższych latach (założyliśmy nominalne odczyty skor. EBITDA w okolicy 100 mln PLN), co powinno mieć przełożenie na poziom generowanych przepływów pieniężnych.

Kino Polska handlowane jest na mnożniku EV/EBIT na lata 2025-2026 w okolicy 2,5x i 1,9x. Jednocześnie Canal+ na lata 2025-2026 wyceniany jest według EV/EBIT na poziomie 5,6x i 5,2x. W ujęciu YTD (licząc na koniec 2025-05-08) walory Kino Polska wykazują wyjątkową słabość względem zachowania WIG (na tle innych analizowanych przez nas podmiotów z obszaru TMT obecnego na GPW). Stopa zwrotu na Kino Polska w ujęciu YTD jest aż o 44 pkt % słabsza niż na WIG (nominalnie kurs KPL spadł o 17,2%, podczas gdy WIG zyskał blisko 27%).

Różnica pomiędzy odczytem EBIT wykazywanym w Q4 a Q3 w ostatnich latach [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

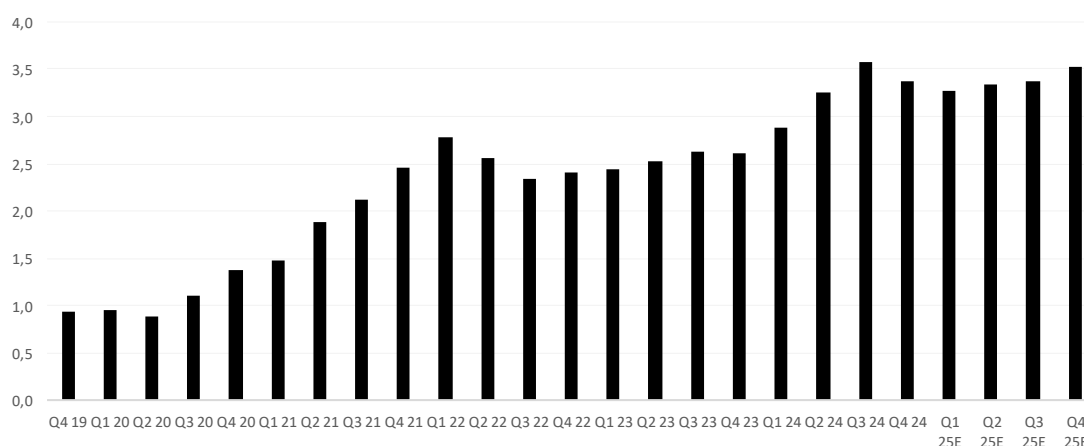
Z uwagi m.in. na specyfikę rynku reklamy dla spółki z reguły względnie mocnym okresem jest Q4. W poprzednich latach odczyt EBIT w Q4 względem odczytu EBIT z Q3 wskazywał na dominujące znaczenie końcówki roku. W latach 2023 i 2022 EBIT w Q4 był wyższy od EBIT w Q3 o odpowiednio 13,6 mln PLN oraz 11,4 mln PLN. Różnica pomiędzy EBIT za Q4 2024 i Q3 2024 wyniosła tylko 0,8 mln PLN.

W Q4 2024 dostrzegamy zmienioną na tle poprzednich historycznych odczytów strukturę kosztów operacyjnych. Oceniamy, że bardzo mocne wyniki za 2024 rok mogły skutkować względnie wyższą pulą części zmiennej wynagrodzeń (różnica pomiędzy budżetem kosztów pracowniczych pomiędzy Q4 a Q3 w 2023 roku to 1 mln PLN, z kolei w 2024 było to 2,7 mln PLN). Zwracamy również uwagę, że w kosztach operacyjnych w pozycji podatki i opłaty spółka ujęła 6,1 mln PLN, czyli kwotę znacznie powyżej średniej z poprzednich okresów kwartalnych (2,7-3,0 mln PLN). Dlatego, **oceniamy iż Q4 2024 nie jest dobrym punktem odniesienia dla budowania symulacji na przyszłość.**

W obecnej aktualizacji nie dokonaliśmy istotnych zmian w założeniach w średnim i długim horyzoncie. Prognozowany przez nas EBIT na 2026 rok jest o 1% mniejszy niż w poprzednim modelu, z kolei na rok 2027 oczekiwany obecnie odczyt jest o 1% wyższy niż poprzednio. Jednocześnie zdecydowaliśmy się na obniżenie prognozy EBIT na bieżący 2025 rok o blisko 4% względem założeń z 2025-03-31. W związku z obserwowanymi względnie słabymi danymi o oglądalności Stopklatka oraz Zoom TV zwiększyliśmy koszty kontentu. Spodziewamy się, że spółka będzie chciała w drugim półroczu br. częściowo zniwelować spadki oglądalności z okresu styczeń-kwiecień 2025. Dodatkowo liczymy się z tym, że na przełomie Q4 2025 / Q1 2026 będziemy obserwować wzmożoną aktywność marketingową w związku z planowaną zmianą sposobu nadawania Zoom TV.

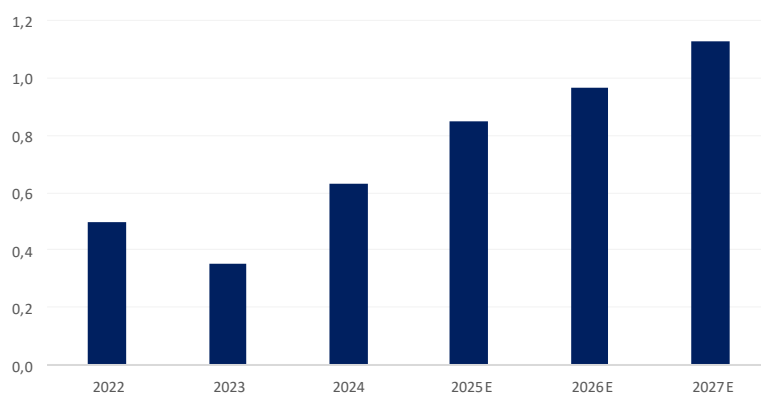
Na koniec 2024 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie blisko 9,1 mln PLN. Jednocześnie na bilansie stan gotówki wynosił 17 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała ponad 105 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec 2023 roku było to 36,9 mln PLN). **Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash poolingu) na koniec 2024 to ponad 113 mln PLN (nadwyżka gotówki). Wartość akcji, które nie są w posiadaniu głównego akcjonariusza przy kursie zamknięcia z 2025-05-09 to blisko 120 mln PLN.**

Historyczne odczyty EPS LTM oraz nasze założenia na 2025 rok [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty DPS oraz nasze założenia na 2025-2027 [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 25,5 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2025-2026 wskazuje na cenę 25,3 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

**Podsumowanie wyceny KPL**

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	25,5
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	25,3
<b>C = (A*50%+B*50%)</b>	<b>Wycena końcowa [PLN/akcję]</b>	<b>25,4</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

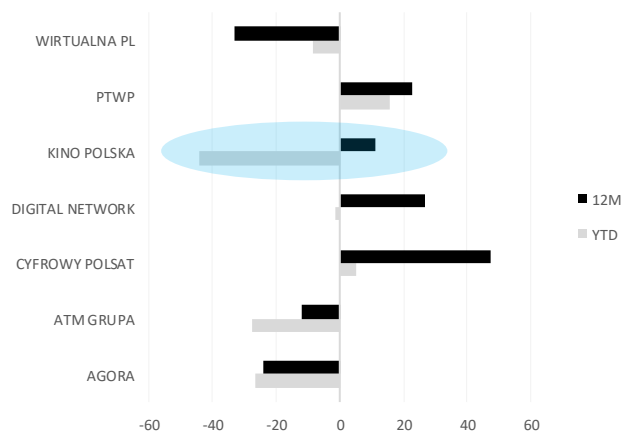
**Kurs Kino Polska na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-23,6	-20,9	-26,4	-23,9
ATMGRUPA	-15,8	-30,4	-27,4	-11,9
CYFRPLSAT	12,0	30,2	5,4	47,5
DIGITANET	-7,0	27,6	-1,4	26,7
<b>KINOPOL</b>	<b>-22,0</b>	<b>-23,9</b>	<b>-44,1</b>	<b>11,2</b>
PTWP	20,6	-1,8	15,9	22,6
WIRTUALNA PL	5,8	-3,5	-8,4	-33,2



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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

## WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3% (poprzednio 5,7%). 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 16,7% (poprzednio 17,2%).

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość kapitału na 25,5 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-07-31.

### 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%
<b>12,2%</b>	25,9	26,3	26,7	27,1	27,7	28,4	29,2
<b>13,7%</b>	25,5	25,8	26,1	26,5	26,9	27,4	28,0
<b>15,2%</b>	25,1	25,3	25,6	25,9	26,3	26,7	27,1
<b>WACC 16,7%</b>	24,8	25,0	25,2	<b>25,5</b>	25,8	26,1	26,5
<b>18,2%</b>	24,5	24,7	24,9	25,1	25,3	25,6	25,9
<b>19,7%</b>	24,3	24,4	24,6	24,8	25,0	25,2	25,5
<b>21,2%</b>	24,0	24,2	24,3	24,5	24,7	24,9	25,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	319,9	322,4	332,0	340,1	347,3	354,6	361,9	369,0	375,8	382,5
NOPAT [PLN m]	69,7	75,1	78,3	80,2	81,4	82,5	83,6	84,6	85,4	86,2
Amortyzacja [PLN m]	10,2	7,3	6,4	6,7	7,1	7,3	7,9	8,8	9,9	10,8
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-34,3	-15,3	-16,6	-16,7	-17,0	-17,3	-17,5	-17,7	-17,7	-17,9
CAPEX [PLN m]	-5,6	-6,4	-8,3	-8,5	-8,7	-10,6	-12,7	-14,8	-15,0	-15,3
FCFF [PLN m]	40,1	60,7	59,8	61,7	62,8	61,9	61,3	61,0	62,5	63,9
Suma PV FCFF [PLN m]	300,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	90,6									
Wartość firmy EV [PLN m]	391,2									
Dług netto [PLN m]	-113,6									
Inne korekty [PLN m]	0,0									
Wartość kapitału [PLN m]	504,7									
Ilość akcji [m]	19,8									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>25,5</b>									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: 0%

WACC w okresie rezydualnym: 16,7%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT r/r	-1,6%	7,7%	4,3%	2,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,2%	0,9%	1,0%
Marża NOPAT	22%	23%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
CAPEX / Przychody	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%
D / E	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
E / (E+D)	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
D / (E+D)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
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	17,0%	17,0%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
WACC	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2025-2026 w wysokości 3,5x (poprzednio było w oparciu o rok 2025) i na tej podstawie szacujemy wycenę equity na 25,3 PLN/akcję. Jest to poziom wskazujący na dyskonto względem grupy porównawczej. Naszym zdaniem przyjęte w bieżącej analizie podejście jest konserwatywne i odzwierciedla szereg ryzyk na przyszłość związanych z negatywnymi trendami dla telewizji linearnej.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-2026						
	2,50	3,00	3,25	3,50	3,75	4,00	4,50
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	20,3	22,8	24,0	25,3	26,5	27,7	30,2

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 Canal+ Group, czyli główny akcjonariusz KPL (od grudnia 2024 roku obecny jest na LSE).

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

	EV/EBITDA		EV/EBIT		
	2025E	2026E	2025E	2026E	
M6-METROPOLE TELEVISION	4,4	4,7	6,1	6,7	<p>Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025/2026 dla wybranych podmiotów wyniosła 6,6x i 6,3x. Dla EV/EBIT jest to odpowiednio 9,1x i 9,0x.</p> <p>Zwracamy uwagę, że wartości EV/EBITDA dla podmiotów z dużą ekspozycją na telewizję linearną są znacząco niższe.</p> <p><b>Kino Polska handlowane jest na mnożniku EV/EBIT na lata 2025-2026 w okolicy 2,5x i 1,9x. Jednocześnie Canal+ na lata 2025-2026 wyceniany jest według EV/EBIT na poziomie 5,6x i 5,2x.</b></p>
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,2	5,9	10,5	9,5	
RTL GROUP	6,4	6,1	8,5	8,0	
CANAL+	3,3	3,1	5,6	5,2	
ITV	5,8	6,0	6,8	7,7	
ATRESMEDIA	6,6	6,6	7,3	7,3	
TF1	1,8	1,9	4,4	4,2	
MODERN TIMES GROUP	6,9	6,2	13,0	10,6	
WARNER BROS DISCOVERY	6,4	6,2	42,4	26,2	
WARNER MUSIC GROUP	12,6	11,6	17,9	15,1	
WALT DISNEY	11,6	10,7	13,9	13,0	
PARAMOUNT GLOBAL	7,7	7,3	8,9	8,3	
FOX CORP	8,0	8,7	9,1	10,0	
NETFLIX	36,1	30,3	37,8	31,6	
NEWS CORP	13,3	12,3	20,0	17,6	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA Q4 2024

W Q4 2024 przychody spółki wzrosły o 8,6% r/r do poziomu 86,3 mln PLN. Omawiany okres przyniósł stabilny w ujęciu r/r strumień wpływów z emisji (+0,5% r/r) oraz dwucyfrowy wzrost r/r przychodów z reklamy (+17,7% r/r). W skali całego 2024 roku wpływy z emisji wzrosły o 0,3% r/r, z kolei przychody reklamowe były wyższe o ponad 27% względem 2023 roku.

Segment FilmBox w Q4 2024 wykazał wynik 11,1 mln PLN, co oznaczało erozję o 1,8% r/r (w ujęciu całego 2024 roku FilmBox wypracował wynik 55,9 mln PLN, co oznaczało poprawę o 13,7% r/r). Okres Q4 2024 roku wskazał na dalszą poprawę r/r wyników z Zoom TV oraz Stopklatka. Łącznie dwa segmenty wypracowały zysk na poziomie 4,4 mln PLN (vs 3,6 mln PLN w Q4 2023). W skali 2024 roku Zoom TV oraz Stopklatka wykazały wynik rzędu 11,3 mln PLN względem straty 2,6 mln PLN z 2023 roku (nominalnie jest to wzrost o 14 mln PLN).

Szacunki spółki wskazują, że udział jej kanałów w rynku tv w Polsce wyniósł 2,58% (All 16- 59, Total TV; In-Home Consolidated +2d plus OOH Live). Podczas ostatniej konferencji podsumowującej 2024 rok, władze spółki zapowiedziały, iż KPL nie będzie już publikować odczytów dotyczących oglądalności swoich anten w cyklach miesięcznych oraz kwartalnych. Dane mają być publikowane jedynie w cyklach rocznych.

Zwracamy uwagę, iż rok 2024 był dla Zoom TV pierwszym pełnym rokiem z dodatnim wynikiem operacyjnym. Przypominamy też, że Zoom TV od 2026 roku nie będzie już dostępny na MUX-8. Spółka zdecydowała, że Zoom TV będzie rozpowszechniany za pośrednictwem tv kablowej i satelitarnej. Obniżenie kosztów koncesyjnych, według spółki, powinno pozwolić na dalszą poprawę rentowności tego kanału.

Ogółem skor. EBITDA w Q4 2024 to blisko 23,6 mln PLN, co oznacza spadek o 3,7% r/r. W ujęciu 2024 roku skor. EBITDA wzrosła do 96,5 mln PLN (+29% r/r). EBIT w Q4 2024 spadł do 20,3 mln PLN (-14,2% r/r; nominalnie o 3,3 mln PLN). Łączny wzrost wpływów z reklamy i emisji w Q4 2024 względem Q4 2023 to blisko 6 mln PLN. W omawianym kwartale koszty wynagrodzeń wzrosły nominalnie o 2,7 mln PLN (+29% r/r), a koszty kontentu były wyższe r/r o ponad 1,5 mln PLN. Dodatkowo w Q4 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 1 mln PLN, z kolei w Q4 2023 był to zysk rzędu 3,1 mln PLN. Wynik netto w Q4 2024 wyniósł 15,1 mln PLN (-22,1% r/r; efektywna stawka podatkowa w Q4 2024 wyniosła niemal 29%, czyli odczuwalnie powyżej średniej z poprzednich okresów). W ujęciu 2024 roku wynik netto to blisko 66,7 mln PLN (+28,6% r/r; efektywna stawka podatkowa wyniosła 23,2% względem 21% z 2023 roku).

Na koniec 2024 roku spółka miała zadłużenie wynikające z leasingu w kwocie blisko 9,1 mln PLN. Jednocześnie na bilansie stan gotówki wynosił 17 mln PLN. Dodatkowo spółka brała udział w mechanizmie cash pooling (w ramach grupy kapitałowej Canal+) i wykazała ponad 105 mln PLN na bilansie w pozycji pożyczki udzielone (na koniec 2023 roku było to 36,9 mln PLN). **Szacowany przez nas poziom długu netto (z uwzględnieniem cash pooling) na koniec 2024 to ponad 113 mln PLN (nadwyżka gotówki). Wartość akcji, które nie są w posiadaniu głównego akcjonariusza przy kursie zamknięcia z 2025-05-09 to blisko 120 mln PLN.**



**Wyniki KPL za Q4 2024 [PLN m]**

	Q4 23	Q4 24	y/y	2023	2024	y/y
<b>Przychody</b>	79,5	86,3	8,6%	294,2	315,5	7,2%
Emisja	37,6	37,9	0,5%	150,7	151,2	0,3%
Reklama	33,2	39,1	17,7%	107,0	136,4	27,4%
Sprzedaż licencji	7,3	5,2	-29,5%	30,0	15,3	-48,8%
Produkcja kanałów	1,4	3,4	145,3%	4,4	9,6	118,4%
Inne	-0,1	0,9		2,1	3,0	40,2%
Koszty operacyjne	-59,5	-64,7		-228,9	-228,1	
Pozostałe saldo dz. operacyjnej**	3,7	-1,3		1,2	-3,1	
<b>EBITDA skor.*</b>	<b>24,5</b>	<b>23,6</b>	<b>-3,7%</b>	<b>74,8</b>	<b>96,5</b>	<b>29,0%</b>
<b>EBIT</b>	<b>23,7</b>	<b>20,3</b>	<b>-14,2%</b>	<b>66,5</b>	<b>84,2</b>	<b>26,7%</b>
Saldo finansowe	-0,6	0,9		-0,9	2,6	
Wynik brutto	23,1	21,2	-8,2%	65,6	86,9	32,3%
Podatek dochodowy	-3,7	-6,1		-13,8	-20,1	
<b>Wynik netto</b>	<b>19,4</b>	<b>15,1</b>	<b>-22,1%</b>	<b>51,9</b>	<b>66,7</b>	<b>28,6%</b>

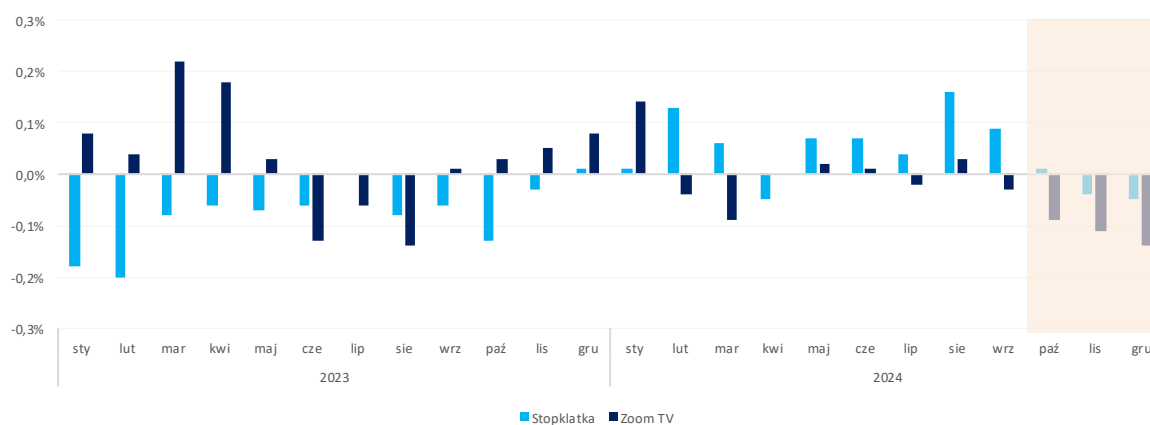
Wyniki segmentów	Q4 23	Q4 24	y/y	Q4 23 LTM	Q4 24 LTM	y/y
FilmBox	11,3	11,1	-1,8%	49,2	55,9	13,7%
Kino Polska	4,0	3,8	-4,6%	14,2	14,9	5,0%
Produkcja kanałów TV	0,4	0,9	124,7%	1,7	1,5	-8,8%
Zoom TV	0,8	0,9	4,2%	-2,7	1,0	
Stopklatka	2,8	3,6	26,6%	0,1	10,4	>200%
Sprzedaż praw licencyjnych	0,6	0,9	32,1%	2,7	3,0	10,5%

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

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

\*\* w Q4 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie 1 mln PLN, z kolei w Q4 2023 był to zysk rzędu 3,1 mln PLN.

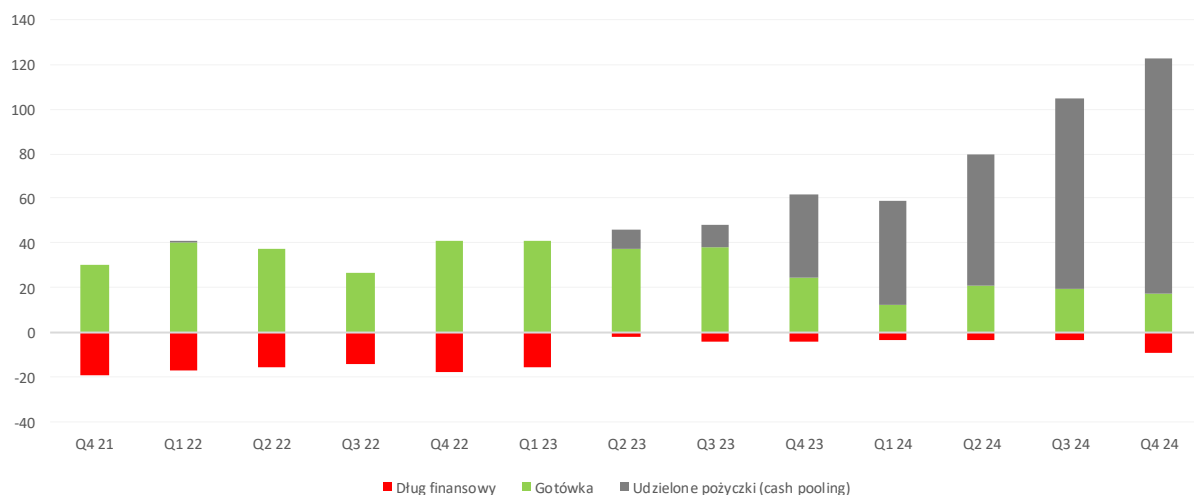
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Szacunkowe odczyty oglądalności dla anten spółki Stopklatka oraz Zoom TV (zmiana r/r w pkt%)**


Udział średniej liczny widzów oglądających program lub kanał telewizyjny wśród liczby wszystkich widzów oglądających telewizję (cała doba).

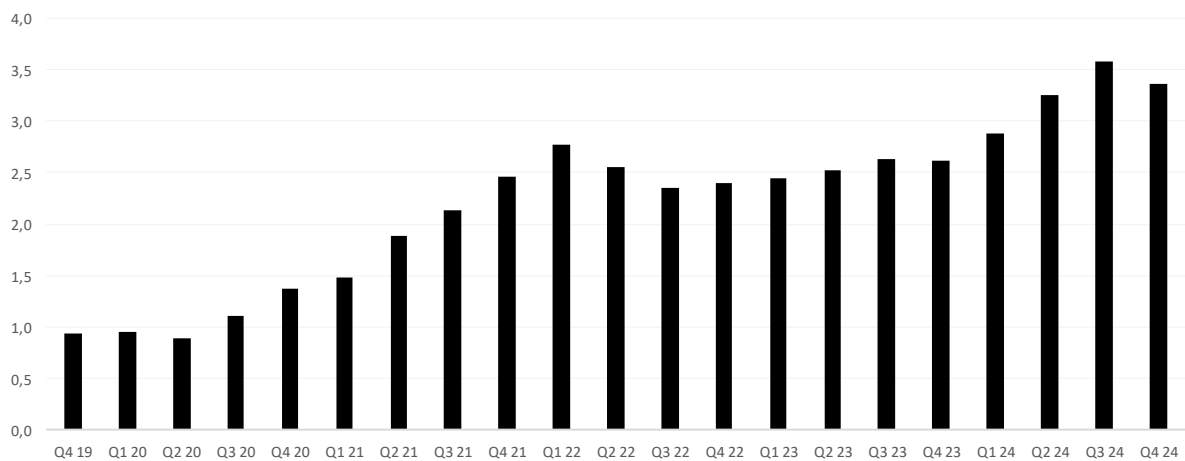
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Nielsen Audience Measurement

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



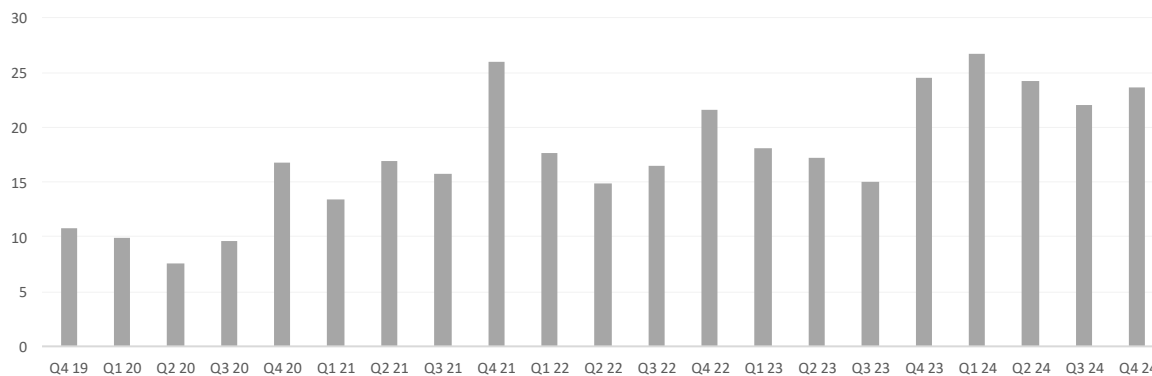
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Historyczne odczyty EPS w ujęciu LTM [PLN]



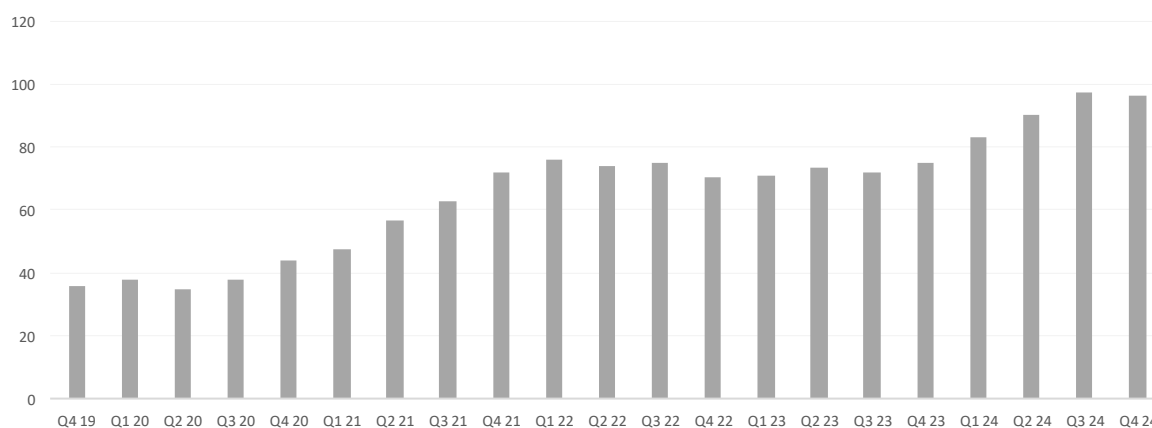
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



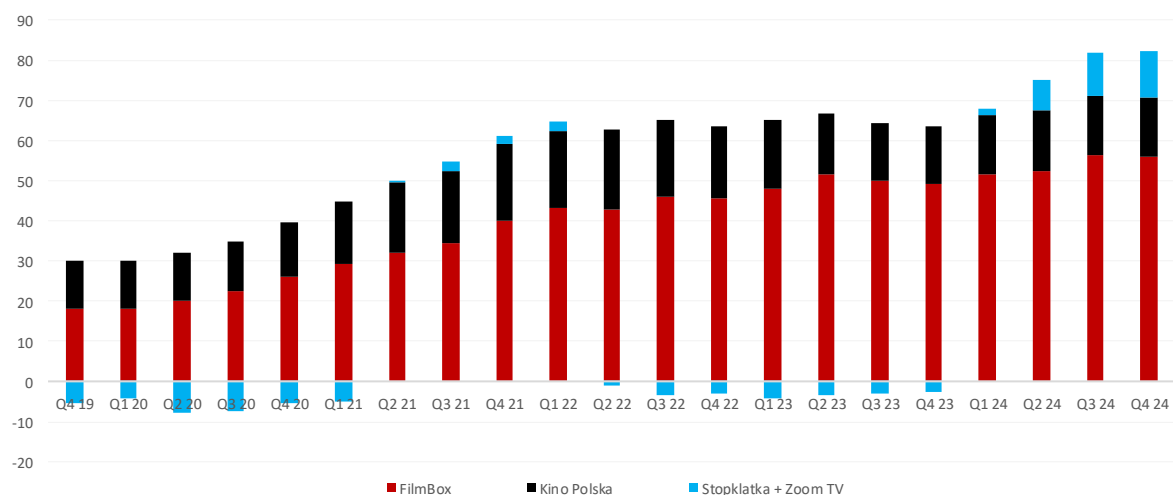
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



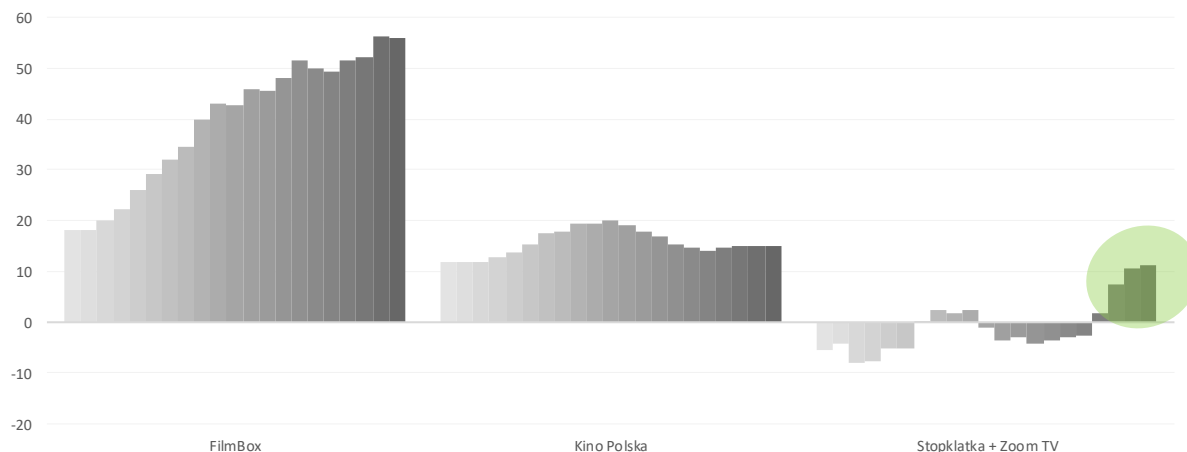
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



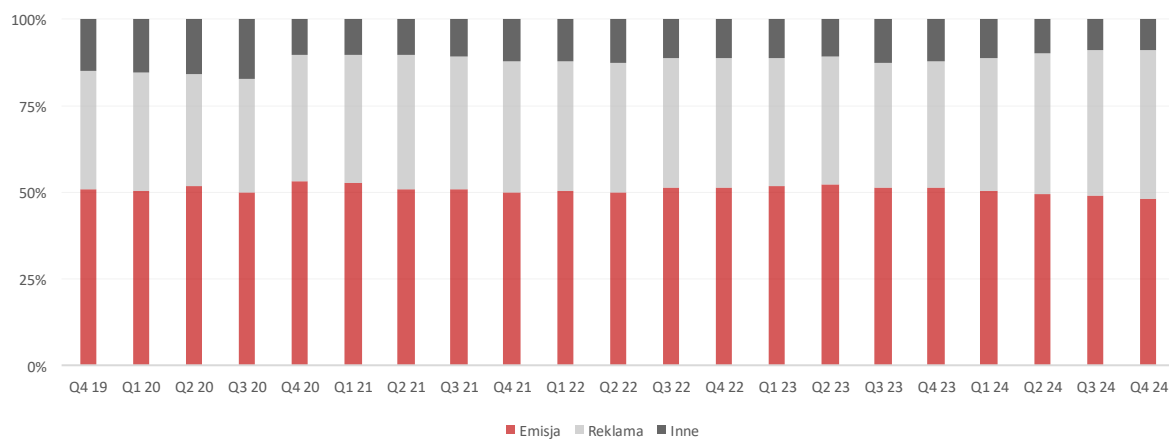
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q4 2024 w ujęciu LTM [PLN m]**



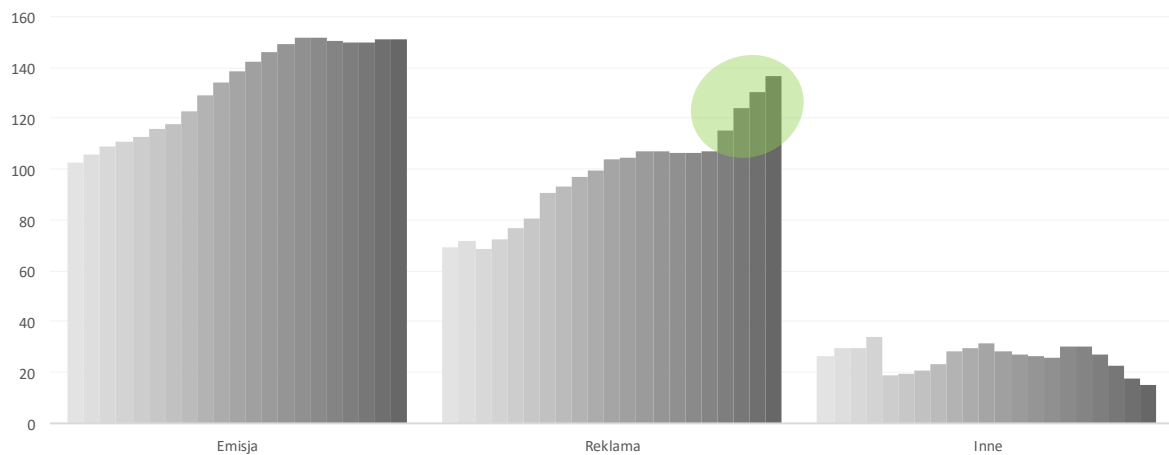
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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-Q1 2024 w ujęciu LTM [PLN m]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA Q1 2025

### Prognozy wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	75,5	76,1	0,8%	299,0	316,1	5,7%
Emisja	37,7	37,9	0,6%	149,9	151,4	1,0%
Reklama	32,3	31,3	-3,1%	115,3	135,4	17,4%
Sprzedaż licencji	2,8	2,8	0,5%	27,1	15,4	-43,3%
Produkcja kanałów	2,1	3,4	66,7%	4,8	11,0	130,6%
Inne	0,7	0,7	3,0%	2,0	3,0	51,9%
Koszty operacyjne	-51,3	-55,6		-226,8	-232,4	
Pozostałe saldo operacyjne	-1,3	-0,2		0,1	-2,1	
<b>skor. EBITDA</b>	<b>26,7</b>	<b>23,1</b>	<b>-13,3%</b>	<b>83,4</b>	<b>93,0</b>	<b>11,5%</b>
EBIT	22,9	20,3	-11,4%	72,3	81,6	12,9%
Saldo finansowe	0,5	0,9	96,2%	-0,2	3,1	
Wynik brutto	23,4	21,2	-9,3%	72,1	84,7	17,4%
Podatek dochodowy	-4,7	-4,5		-15,0	-19,9	
<b>Wynik netto</b>	<b>18,7</b>	<b>16,8</b>	<b>-10,4%</b>	<b>57,1</b>	<b>64,8</b>	<b>13,4%</b>

\* 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 Q1 2024 na pozycji pozostałe przychody/koszty operacyjne spółka ujęła stratę wynikającą z różnic kursowych w kwocie ok 1,5 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

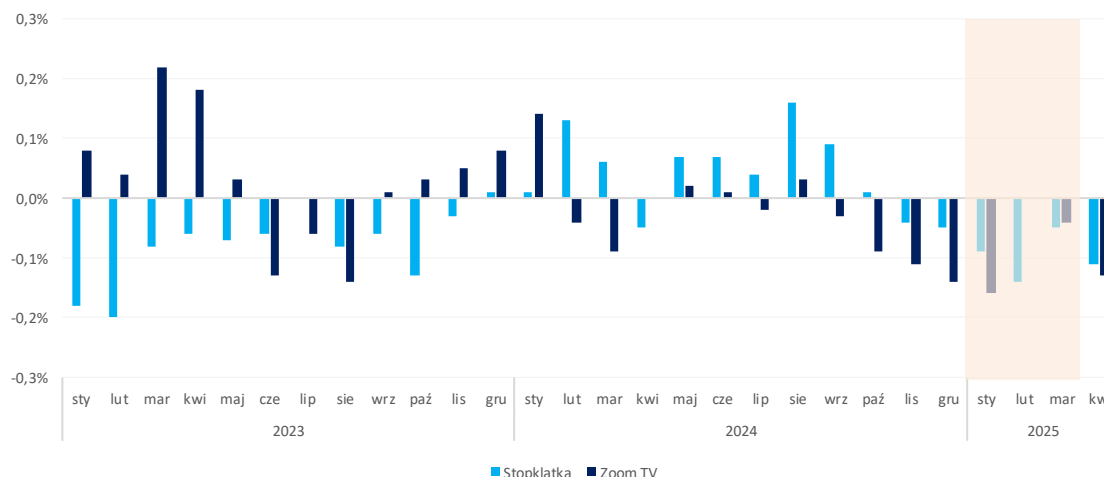
Po bardzo mocnych dynamikach wzrostu skor. EBITDA r/r z okresu Q1 2024- Q3 2024, ostatni kwartał 2024 roku wskazał na wygaszenie ścieżki wzrostu. W naszym odczuciu inwestorzy powinni uwzględnić scenariusz ujemnych dynamik skor. EBITDA w Q1 2025 względem wyjątkowo mocnego odczytu z Q1 2024. Spodziewamy się, że skor. EBITDA w Q1 2025 spadnie o 13,3% z 26,7 mln PLN do 23,1 mln PLN.

W symulacji na Q1 2025 uwzględniamy słabsze odczyty wynikowe dla Stopklatka oraz Zoom TV (łącznie erozja o 1,6 mln PLN r/r) i niższy rezultat segmentu FilmBox (o 2,1 mln PLN r/r). Ogółem wynik wszystkich segmentów spółki w Q1 2025 założymy na poziomie 20,6 mln PLN (-14,3% r/r).

Okres Q1 2025 będzie wg naszych założeń pod wpływem niskich dynamik wzrostu rynku reklamy tv w ujęciu r/r, w tym innego rozkładu okresu świątecznego w 2025 roku względem roku 2024. Przyjęte szacunki wskazują, że Stopklatka oraz Zoom TV w Q1 2025 mogły zanotować relatywnie słabe wyniki oglądalności. Jednocześnie przypominamy, że od Q1 2024 spółka ujmowała już nowe zasady rozliczeń z brokerem reklamowym. Przychody reklamowe w naszej prognozie na Q1 2025 są niższe o ponad 3% r/r. Jednocześnie w symulacji zakładamy niską dynamikę wzrostu wpływów z emisji (+0,6% r/r). W strukturze kosztów staramy się uwzględnić wyższe koszty kontentu (w szczególności w segmencie Zoom TV) oraz wyższy budżet wynagrodzeń.

Szacunki spółki wskazują, że udział jej kanałów w rynku tv w minionym 2024 roku w Polsce wyniósł 2,58% (All 16- 59, Total TV; In-Home Consolidated +2d plus OOH Live). Przypominamy, że podczas konferencji podsumowującej 2024 rok, władze spółki zapowiedziały, iż KPL nie będzie już publikować odczytów dotyczących oglądalności swoich anten w cyklach miesięcznych oraz kwartalnych. Dane mają być publikowane jedynie w cyklach rocznych. Tym samym należy mieć na uwadze zwiększone ryzyko naszych założeń dla przyszłych okresów.

Szacunkowe odczyty oglądalności dla anten spółki Stopklatka oraz Zoom TV (zmiana r/r w pkt%)



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

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

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W obecnej aktualizacji nie dokonaliśmy istotnych zmian w założeniach w średnim i długim horyzoncie względem założeń przyjętych w analizie z 2025-03-31.

Prognozowany przez nas EBIT na 2026 rok jest o 1% mniejszy niż w poprzednim modelu, z kolei na rok 2027 oczekiwany obecnie odczyt jest o 1% wyższy niż poprzednio.

Jednocześnie zdecydowaliśmy się na obniżenie prognozy EBIT na bieżący 2025 rok o blisko 4% względem założeń z 2025-03-31. W związku z obserwowanymi względnie słabymi danymi o oglądalności Stopklatka oraz Zoom TV zwiększyliśmy koszty kontentu w ujęciu r/r. Spodziewamy się, że spółka będzie chciała w drugim półroczu br. odwrócić negatywne trendy z okresu styczeń-kwiecień 2025. Dodatkowo liczymy się z tym, że na przełomie Q4 2025 / Q1 2026 będziemy obserwować wzmożoną aktywność marketingową w związku z planowaną zmianą sposobu nadawania Zoom TV.

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

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

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

Przypominamy, że spółka w komunikacie z 6 marca 2025 roku podała, iż zgromadzenie wspólników Filmbox Iberia (podmiot zależny) podjęło uchwałę o wypłacie dywidendy w wysokości 4,95 mln EUR. Zaproponowana kwota jest o ponad 35% wyższa niż w poprzednim roku (liczone w EUR). W latach 2025-2026 spodziewamy się wzrostu strumienia dywidend płynących do akcjonariuszy KPL (odpowiednio 0,85 PLN i 0,97 PLN). Wskaźnik wypłaty dywidendy w najbliższych latach pozostaje w naszej symulacji poniżej 30% skonsolidowanego wyniku netto.

**Zmiana w założeniach względem poprzedniego raportu analitycznego z 2025-03-31 [PLN m]**

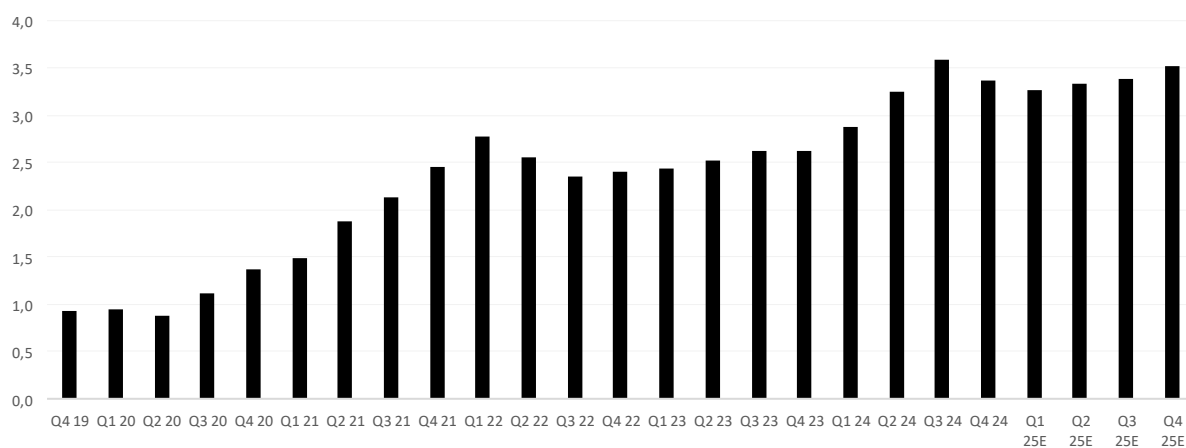
	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	319,9	322,4	332,0	315,9	314,9	323,3	1%	2%	3%
Emisja	153,3	157,3	161,0	154,2	158,3	162,0	-1%	-1%	-1%
Reklama	139,1	136,6	141,5	138,4	132,5	136,4	1%	3%	4%
<b>skor. EBITDA</b>	<b>96,3</b>	<b>100,1</b>	<b>103,1</b>	<b>99,1</b>	<b>101,1</b>	<b>102,6</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>	<b>0%</b>
EBIT	84,8	91,2	95,0	88,4	92,5	94,4	-4%	-1%	1%
Saldo finansowe	3,5	3,3	3,9	3,2	3,4	4,0	7%	-6%	-4%
Wynik brutto	88,3	94,5	98,9	91,6	95,9	98,4	-4%	-2%	0%
<b>Wynik netto</b>	<b>69,8</b>	<b>74,6</b>	<b>78,1</b>	<b>74,2</b>	<b>77,7</b>	<b>79,7</b>	<b>-6%</b>	<b>-4%</b>	<b>-2%</b>
<b>Wyniki segmentów</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
FilmBox	55,1	58,2	60,0	58,2	59,4	60,4	-5%	-2%	-1%
Kino Polska	15,6	15,3	15,0	14,6	14,3	14,0	7%	7%	7%
Produkcja kanałów TV	2,5	2,7	2,8	2,0	2,1	2,3	27%	29%	24%
Zoom TV	0,8	3,4	4,6	2,1	4,2	4,6	-64%	-18%	-1%
Stopklatka	10,7	12,0	13,1	12,1	13,4	14,6	-12%	-10%	-10%
Sprzedaż praw licencyjnych	2,1	1,7	1,7	2,0	2,0	1,8	7%	-15%	-5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Szczegółowa prognoza wyników na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty) [PLN m]**

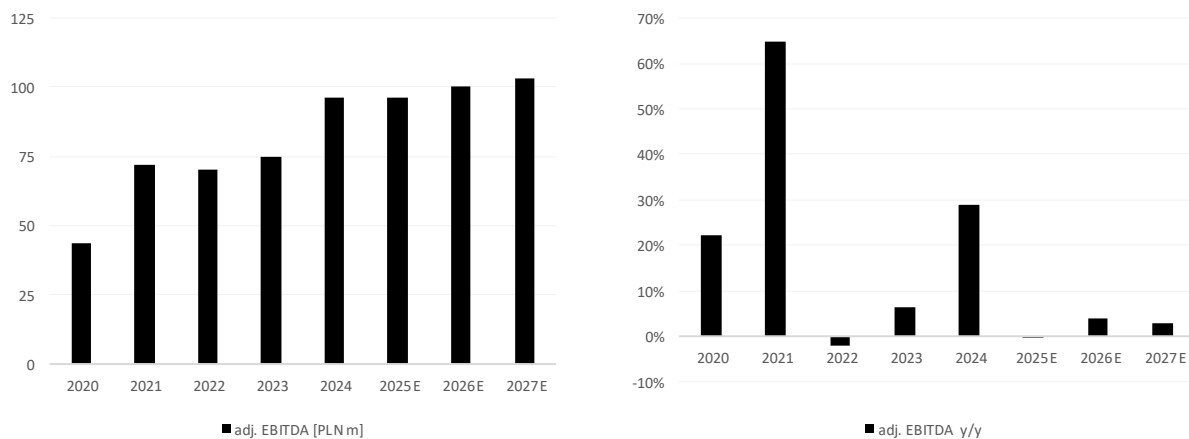
	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2024	2025E	2026E
Przychody	75,5	79,8	73,9	86,3	76,1	83,3	74,2	86,4	315,5	319,9	322,4
Emisja	37,7	38,1	37,6	37,9	37,9	38,7	38,2	38,5	151,2	153,3	157,3
Reklama	32,3	36,6	28,4	39,1	31,3	38,1	29,5	40,2	136,4	139,1	136,6
Koszty operacyjne	-51,3	-57,8	-54,3	-64,7	-55,6	-59,6	-54,2	-64,1	-228,1	-233,5	-229,2
Pozostałe saldo operacyjne	-1,3	-0,5	-0,1	-1,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-3,1	-1,7	-1,9
<b>skor. EBITDA</b>	<b>26,7</b>	<b>24,3</b>	<b>22,0</b>	<b>23,6</b>	<b>23,1</b>	<b>26,2</b>	<b>22,4</b>	<b>24,6</b>	<b>96,5</b>	<b>96,3</b>	<b>100,1</b>
EBIT	22,9	21,5	19,5	20,3	20,3	23,2	19,5	21,8	84,2	84,8	91,2
Saldo finansowe	0,5	0,8	0,5	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	2,6	3,5	3,3
Wynik brutto	23,4	22,3	20,0	21,2	21,2	24,0	20,4	22,7	86,9	88,3	94,5
Podatek	-4,7	-4,7	-4,6	-6,1	-4,5	-5,0	-4,3	-4,8	-20,1	-18,5	-19,8
<b>Wynik netto</b>	<b>18,7</b>	<b>17,6</b>	<b>15,3</b>	<b>15,1</b>	<b>16,8</b>	<b>19,0</b>	<b>16,1</b>	<b>17,9</b>	<b>66,7</b>	<b>69,8</b>	<b>74,6</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Historyczne odczyty EPS LTM oraz nasze założenia na 2025 rok [PLN]**


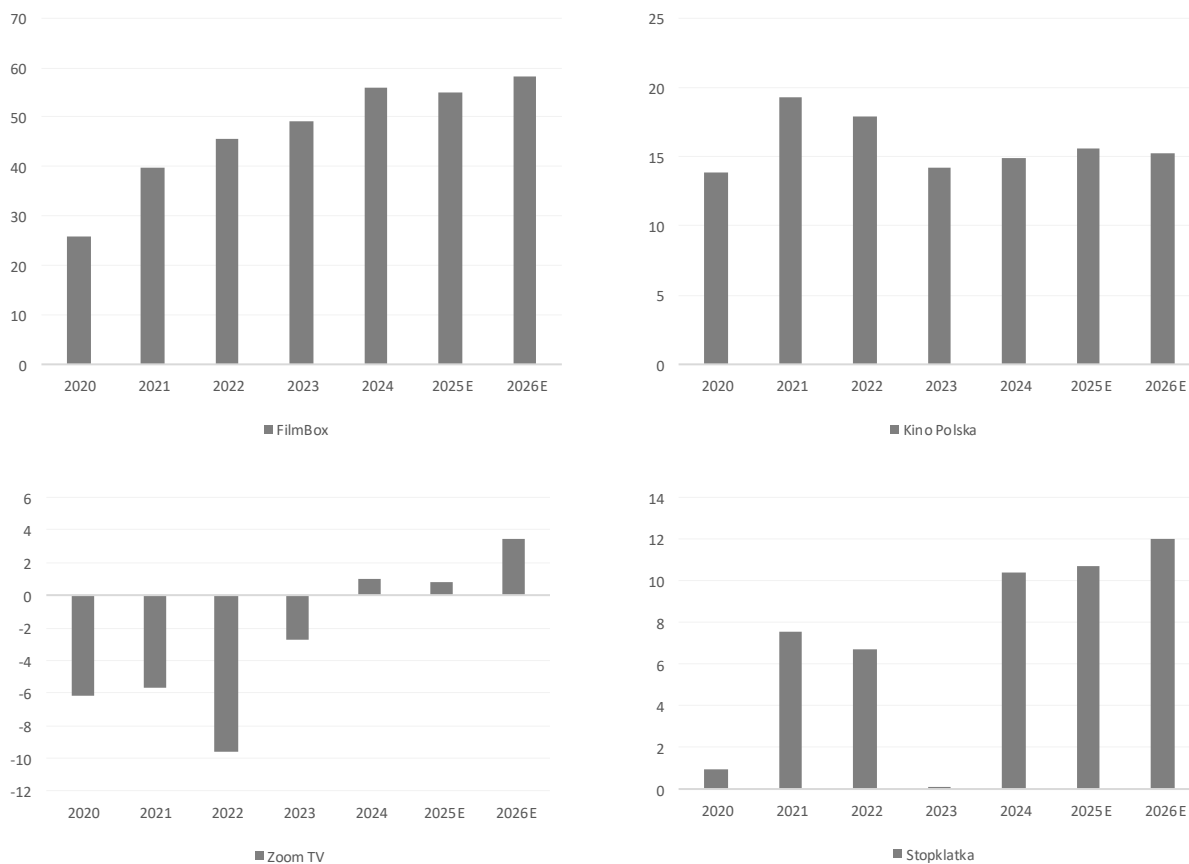
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



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

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	284,8	294,2	315,5	319,9	322,4	332,0	340,1	347,3	354,6
Emisja	146,1	150,7	151,2	153,3	157,3	161,0	164,4	167,8	171,2
Reklama	106,8	107,0	136,4	139,1	136,6	141,5	145,2	148,2	151,1
Sprzedaż licencji	27,3	30,0	15,3	12,7	12,9	13,1	13,3	13,5	13,7
Produkcja kanałów	2,0	4,4	9,6	11,8	12,7	13,5	14,1	14,8	15,5
Inne	2,6	2,1	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
EBITDA skor. (def. BDM)	70,5	74,8	96,5	96,3	100,1	103,1	105,8	107,6	109,2
EBIT	60,7	66,5	84,2	84,8	91,2	95,0	97,1	98,4	99,5
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	2,6	3,5	3,3	3,9	3,8	4,1	4,4
Zysk przed opodatkowaniem	60,2	65,6	86,9	88,3	94,5	98,9	100,9	102,5	103,9
Podatek dochodowy	-12,5	-13,8	-20,1	-18,5	-19,8	-20,8	-21,2	-21,5	-21,8
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	47,7	51,9	66,7	69,8	74,6	78,1	79,7	81,0	82,1
<b>Segmenty</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
EBIT	60,7	66,5	84,2	84,8	91,2	95,0	97,1	98,4	99,5
FilmBox	45,6	49,2	55,9	55,1	58,2	60,0	61,6	62,5	63,4
Kino Polska	17,9	14,2	14,9	15,6	15,3	15,0	14,7	14,5	14,2
Produkcja kanałów TV	0,7	1,7	1,5	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3
Zoom TV	-9,6	-2,7	1,0	0,8	3,4	4,6	4,9	5,3	5,4
Stopklatka	6,7	0,1	10,4	10,7	12,0	13,1	13,7	14,1	14,4
Sprzedaż praw licencyjnych	3,2	2,7	3,0	2,1	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8
Inne	-0,4	0,1	0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Saldo pozostałe	-3,4	1,2	-3,1	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4	-2,6	-2,8
Przychody y/y	10,8%	3,3%	7,2%	1,4%	0,8%	3,0%	2,4%	2,1%	2,1%
EBITDA skor. y/y	-2,1%	6,2%	29,0%	-0,2%	3,9%	3,0%	2,6%	1,7%	1,5%
EBITDA skor. / Przychody	24,7%	25,4%	30,6%	30,1%	31,0%	31,0%	31,1%	31,0%	30,8%
Wynik netto / Przychody	16,7%	17,6%	21,1%	21,8%	23,2%	23,5%	23,4%	23,3%	23,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

<b>Bilans</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
RZAT + WNIP	5,6	7,2	13,8	12,3	12,0	12,6	13,2	13,8	14,9
Wartość firmy	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Aktywa programowe	59,4	67,7	75,7	89,9	104,9	120,3	136,0	152,0	168,3
Inne	24,8	40,2	30,0	26,9	26,3	27,6	28,8	29,8	32,0
Aktywa trwałe	145,4	170,7	175,1	184,7	198,8	216,1	233,6	251,2	270,9
Aktywa programowe	13,9	11,0	9,3	9,4	9,5	9,8	10,0	10,2	10,4
Należności	95,0	103,9	99,3	108,8	109,6	112,9	115,6	118,1	120,6
Inne (pożyczki udzielone)	1,2	37,1	105,9	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0
Środki pieniężne	40,9	24,7	17,0	40,3	81,4	118,6	154,0	186,4	211,5
Aktywa obrotowe	151,0	176,7	231,5	264,5	306,4	347,2	385,6	420,8	448,5
Aktywa	296,4	347,4	406,6	449,2	505,3	563,3	619,2	672,0	719,4
Kapitał własny	204,1	243,0	298,1	351,0	406,5	462,2	516,1	567,2	612,8
Zobowiązania finansowe	0,1	2,7	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Zobowiązania handlowe	4,7	1,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inne zobowiązania	8,8	21,7	16,3	16,4	16,4	16,5	16,6	16,6	16,7
Zobowiązania długoterminowe	13,6	25,9	24,4	24,4	24,5	24,6	24,7	24,7	24,8
Zobowiązania finansowe	17,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Zobowiązania handlowe	49,3	56,3	63,2	52,8	53,3	55,4	57,1	58,7	60,2
Inne zobowiązania	11,4	20,9	19,7	19,7	19,8	19,9	20,1	20,2	20,3
Zobowiązania krótkoterminowe	78,7	78,5	84,1	73,8	74,3	76,6	78,4	80,1	81,8
Zobowiązania i kapitał własny	296,4	347,4	406,6	449,2	505,3	563,3	619,2	672,0	719,4

<b>Cash flow</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
Przepływy operacyjne	28,2	50,0	79,5	46,3	67,4	68,6	70,4	71,8	72,9
Przepływy inwestycyjne	-5,2	-41,2	-73,2	-5,6	-6,4	-8,3	-8,5	-8,7	-10,6
Przepływy finansowe	-12,5	-25,0	-13,9	-17,4	-19,9	-23,1	-26,5	-30,6	-37,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	10,5	-16,2	-7,7	23,3	41,1	37,2	35,4	32,5	25,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kurs [PLN]	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Liczba akcji [m]	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
BVPS [PLN]	10,3	12,3	15,0	17,7	20,5	23,3	26,0	28,6	30,9
EPS [PLN]	2,4	2,6	3,4	3,5	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1
P/E [x]	7,4	6,8	5,3	5,1	4,7	4,5	4,4	4,4	4,3
EV/Przychody [x]	1,2	1,0	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA [x]	4,7	3,9	2,5	2,2	1,7	1,3	1,0	0,6	0,4
EV/EBIT [x]	5,4	4,4	2,8	2,5	1,9	1,5	1,1	0,7	0,4
P/BV [x]	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV [PLN m]	330	295	239	216	175	138	102	70	45
Kapitalizacja [PLN m]	353	353	353	353	353	353	353	353	353
Dług netto [PLN m]	-23	-58	-114	-137	-178	-215	-251	-283	-308
Dług netto/EBITDA [x]	-0,3	-0,8	-1,2	-1,4	-1,8	-2,1	-2,4	-2,6	-2,8
Przychody/Aktywa [x]	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Aktywa/Kapitał własny [x]	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EBIT/Koszty finansowe [x]	46,5	37,3	65,5	144,7	125,2	130,3	133,3	135,1	136,6
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]	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania/Pasywa [x]	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Kapitał własny/Pasywa [x]	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
ROA	16,1%	14,9%	16,4%	15,5%	14,8%	13,9%	12,9%	12,0%	11,4%
ROE	23,4%	21,3%	22,4%	19,9%	18,4%	16,9%	15,4%	14,3%	13,4%
ROCE	31,4%	29,9%	37,1%	37,3%	34,4%	33,5%	31,8%	30,0%	28,4%
DPS [PLN]	0,50	0,35	0,63	0,85	0,97	1,13	1,30	1,51	1,84
rentowność dywidendy	2,8%	2,0%	3,5%	4,8%	5,4%	6,3%	7,3%	8,5%	10,3%
Dług % [PLN m]	18	4	9	9	9	9	9	9	9
Pożyczki udzielone [PLN m]	0	37	106	106	106	106	106	106	106
Gotówka [PLN m]	41	25	17	40	81	119	154	186	212

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

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

**Anna Tobiasz**

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

**Andrzej Wodecki**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	25,4	kupuj	25,2	2025-05-09	10:25	17,8	102 300
kupuj	25,2	akumuluj	25,2	2025-03-31	15:33	19,10	95 850
akumuluj	25,2	kupuj	21,26	2024-12-23	10:54	22,2	79 925
akumuluj	25,2	kupuj	21,26	2024-12-23	10:54	22,2	79 925
kupuj	21,26	kupuj	18,4	2024-07-15	06:59	14,8	88 694
kupuj	20,05	kupuj	18,4	2024-05-21	09:15	14,8	89 082
kupuj	18,4	---	---	2023-12-11	10:57	14,2	77 400

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja 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 Q2 2025*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	60%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	40%	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: 2025-05-09.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-09 (10:25 CET/CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-09.**

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 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 Inwestycyjnego).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (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 2025-05-09:**

- 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.