



Dom Maklerski BDM S.A.

CYFROWY POLSAT

RAPORT ANALITYCZNY

Wznowiamy pokrycie analityczne spółki i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 13,39 PLN/akcję, czyli 28% powyżej obecnej ceny rynkowej. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 5,9x i 5,5x.

W naszej ocenie kolejne kwartały 2024 roku powinny wskazać, iż spółka przełamuje negatywne trendy w wynikach (widoczne zwłaszcza w 2023 roku). Tym samym spodziewamy się, iż sentyment inwestycyjny do CPS w drugim półroczu 2024 roku może być odczuwalnie inny niż obecnie (jeden z najłabszych podmiotów z grupy dużych spółek na GPW w ujęciu 12 miesięcy czy YTD).

Spodziewamy się, że początek 2024 roku w CPS upływał jeszcze pod presją rosnących kosztów działalności, co było widać w poprzednich odczytach wskazujących na erozję EBITDA skor. w relacji r/r. Jednocześnie jednak w modelu staramy się uwzględnić stopniową poprawę relacji dynamiki przychodów i kosztów w ujęciu r/r. Nasze założenia wskazują, że w Q1 2024 EBITDA skor. może być w okolicy 751,3 mln PLN (-1,3% r/r).

Zakładamy, iż zatrzymanie obserwowanych w poprzednich kwartałach negatywnych dynamik w wynikach jest już na „wyciągnięcie ręki”. Na poziomie skonsolidowanym nasza symulacja wskazuje, że po Q2 i Q3 2024 EBITDA skor. LTM może być poniżej progu 3 mld PLN. Jednocześnie jednak za cały 2024 rok spodziewamy się, iż EBITDA skor. będzie w okolicy 3,06 mld PLN, co będzie oznaczało wzrost względem roku 2023 o 1,9%.

Nasza symulacja, wskazująca na możliwość odwrócenia negatywnych trendów w 2024 roku dla CPS, uwzględnia w segmencie usług B2C i B2B założenie stopniowej poprawy relacji dynamiki przychodów względem kosztów. Wskaźnik ARPU dla klientów B2C według nas powinien wykazywać odczuwalnie lepsze dynamiki aniżeli w 2023 roku i będzie to efekt wprowadzanych w ostatnich kwartałach zmian w cennikach. W segmencie mediowym założyliśmy niski jednocyfrowy wzrost przychodów r/r w obszarze reklamy tv i sponsoringu oraz ok 12,9% wzrost wpływów reklamowych z obszaru online w 2024 roku. Jednocześnie w strukturze kosztów ujęliśmy oczekiwany przez nas spadek kosztów kontentu o blisko 1% r/r (w szczególności jest to wpływ Q4 2024 z uwagi na zakładane niższe koszty transmisji sportowych). Z kolei w segmencie zielonej energii staramy się uwzględnić efekt uruchomienia 2 projektów elektrowni wiatrowych (Człuchów i Przyrów).

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem [PLN m]	12 915	13 626	14 136	14 486	14 981	15 238
EBITDA skor. [PLN m]	3 352	3 012	3 068	3 277	3 593	3 715
EBIT [PLN m]	1 642	1 312	1 209	1 208	1 486	1 630
Wynik netto [PLN m]	900	279	17	74	261	462
P/E	7,5	24,1	400,4	91,2	25,7	14,5
EV/EBITDA skor.	4,7	5,8	5,9	5,5	4,9	4,4
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS [PLN]	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Rentowność dywidendy	11%	0%	0%	0%	0%	5%

KUPUJ

(WZNOWIENIE)

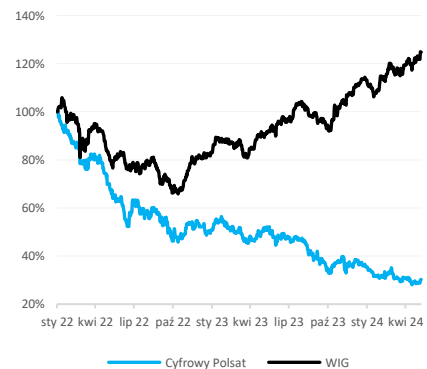
WYCENA 13,39 PLN

08 MAJ 2024, 12:32 CEST

Wycena końcowa [PLN]	13,39
Wycena DCF	13,20
Wycena mnożnikowa [PLN]	13,58
Potencjał do wzrostu / spadku	+28%
Cena rynkowa [PLN]	10,5
Kapitalizacja [PLN mld]	6,72
Ilość akcji [mln. szt.]	639,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,59
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,76
Zmiana kursu za 3 mc	-4%
Zmiana kursu za 6 mc	-22%
Zmiana kursu za 12 mc	-41%
Zmiana kursu YTD	-15%
Akcjonariat [% głosów]:	
Zygmunt Solorz (wraz z powiązanymi)	70,36%
Pozostali akcjonariusze	29,64%

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE CPS ZA Q4 2023.....	7
DŁUG FINANSOWY	8
PROGNOZA NA Q1 2024	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	10

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wznawiamy pokrycie analityczne spółki. W naszej ocenie kolejne kwartały 2024 roku powinny wskazać, iż CPS przełamuje negatywne trendy w wynikach (widoczne zwłaszcza w 2023 roku). Tym samym spodziewamy się, iż sentyment inwestycyjny do spółki w drugim półroczu 2024 roku może być odczuwalnie inny niż obecnie (jeden z najstabszych podmiotów z grupy dużych spółek na GPW w ujęciu 12 mc i YTD).

Zakładamy, iż zatrzymanie obserwowanych w poprzednich kwartałach negatywnych dynamik w wynikach jest już na „wyciągnięcie ręki”. Na poziomie skonsolidowanym nasza symulacja wskazuje, że po Q2 i Q3 2024 EBITDA skor. LTM może być poniżej progu 3 mld PLN. Jednocześnie jednak za cały 2024 rok spodziewamy się, iż EBITDA skor. będzie w okolicy 3,06 mld PLN, co będzie oznaczało wzrost względem roku 2023 o 1,9%.

Nasza symulacja wskazująca na możliwość odwrócenia negatywnych trendów w 2024 roku dla CPS uwzględnia w segmencie usług B2C i B2B założenie stopniowej poprawy relacji dynamiki przychodów względem kosztów. Wskaźnik ARPU dla klientów B2C według nas powinien wykazywać odczuwalnie lepsze dynamiki aniżeli w 2023 roku i będzie to efekt wprowadzanych w ostatnich kwartałach zmian w cennikach. W segmencie mediowym założyliśmy niski jednocyfrowy wzrost przychodów r/r w obszarze reklamy tv i sponsoringu oraz ok 12,9% wzrost wpływów reklamowych z obszaru online w 2024 roku. Jednocześnie w strukturze kosztów ujęliśmy oczekiwany przez nas spadek kosztów kontentu o blisko 1% r/r (w szczególności jest to wpływ Q4 2024 z uwagi na zakładane niższe koszty transmisji sportowych). Z kolei w segmencie zielonej energii staramy się uwzględnić efekt uruchomienia 2 projektów elektrowni wiatrowych (Człuchów i Przyrów).

Wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 13,39 PLN/akcję, czyli 28% powyżej obecnej ceny rynkowej. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 5,9x i 5,5x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 13,2 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2024-2026 wskazuje na cenę 13,58 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 13,39 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

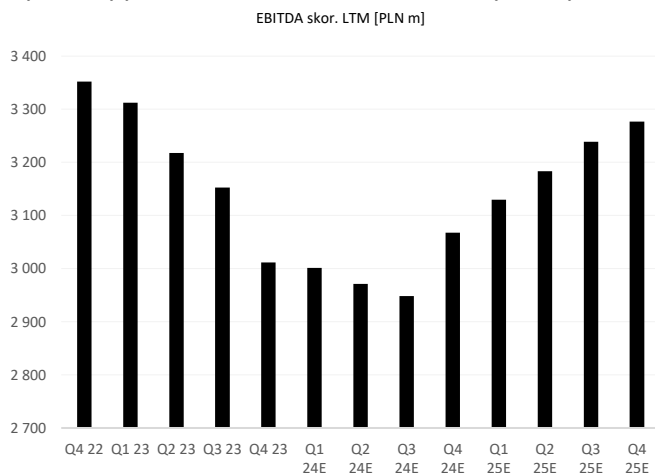
Podsumowanie wyceny CPS

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	13,20
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	13,58
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	13,39

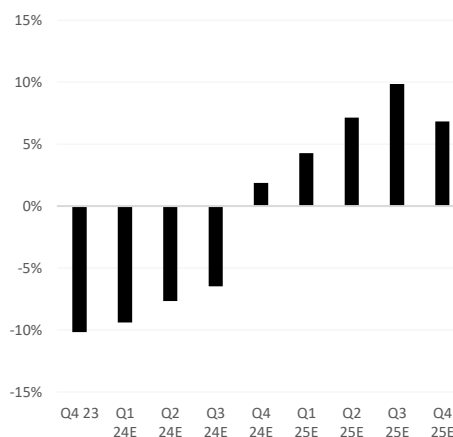
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszej symulacji przyjęliśmy powrót strumienia dywidend dla akcjonariuszy w 2027 roku. Spodziewamy się, że na koniec 2026 roku wskaźnik dług netto skor. (dług netto z uwzględnieniem wartości pakietu Asseco i akcji własnych) do EBITDA skor. będzie w okolicy 3,1x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 3,4x). Jednocześnie nasza analiza wskazuje, że relacja długu netto skor. ale bez zadłużenia projektowego do odczytów EBITDA skor. LTM ale bez uwzględnienia segmentu zielonej energii na koniec 2026 roku może wynieść blisko 2,3x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 2,6x).

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

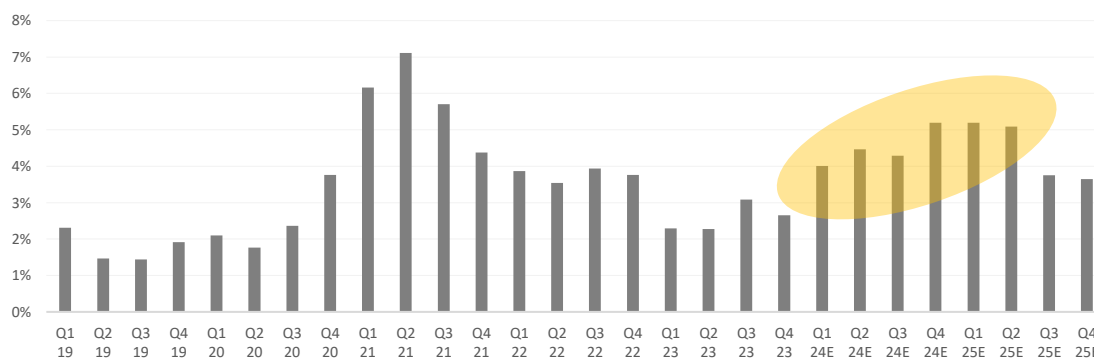


EBITDA skor. LTM zmiana r/r



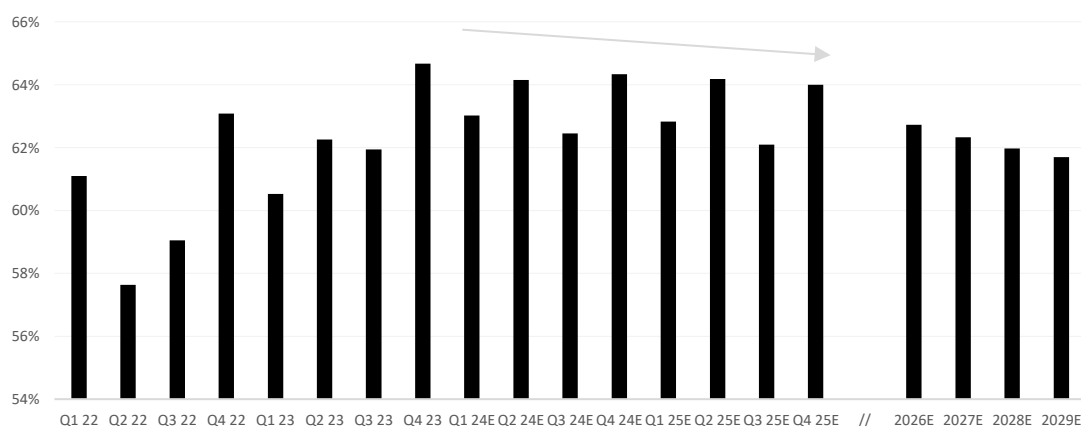
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spółka jest w trakcie realizacji strategii, której nowym filarem jest segment zielonej energii (głównie farmy wiatrowe oraz PV). Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024-2025 spółka poniesie wydatki inwestycyjne na realizowane projekty energetyczne odpowiednio 1,4 mld PLN i 1,35 mld PLN. W analizie nie uwzględniamy realizacji nowych projektów OZE (poza wskazywane dotychczas w raportach spółki). Duża część przychodów segmentu w naszej symulacji oparta jest o długoterminowe kontrakty PPA. Należy mieć na uwadze ryzyko błędu naszej symulacji dotyczące zwłaszcza średnioterminowej i długoterminowej rentowności tego segmentu.

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

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

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,6%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,9 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o przedstawioną symulację. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym, przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 10,95%.

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

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na poziomie 8,44 mld PLN, czyli 13,2 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-05-31.

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

	wzrost FCFF w okresie rezydualnym							
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	
7,9%	16,28	17,60	19,13	20,91	23,03	25,57	28,68	
8,9%	14,10	15,12	16,28	17,60	19,13	20,91	23,03	
9,9%	12,39	13,20	14,10	15,12	16,28	17,60	19,13	
WACC	10,9%	11,00	11,66	12,39	13,20	14,10	15,12	16,28
	11,9%	9,86	10,40	11,00	11,66	12,39	13,20	14,10
	12,9%	8,89	9,35	9,86	10,40	11,00	11,66	12,39
	13,9%	8,08	8,47	8,89	9,35	9,86	10,40	11,00

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	14 136	14 486	14 981	15 238	15 504	15 773	16 042	16 317	16 597	16 883
EBITDA [PLN m]	3 068	3 277	3 593	3 715	3 813	3 903	3 980	4 050	4 116	4 179
EBIT [PLN m]	1 016	1 228	1 507	1 650	1 791	1 922	2 040	2 148	2 252	2 352
NOPAT [PLN m]	823	995	1 221	1 337	1 451	1 557	1 652	1 740	1 824	1 905
Amortyzacja [PLN m]	2 052	2 049	2 086	2 064	2 022	1 981	1 941	1 902	1 864	1 827
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m N]	-64	-77	-132	-116	-85	-87	-52	-53	-54	-55
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-2 526	-2 181	-1 985	-1 023	-1 042	-1 656	-1 273	-1 394	-1 418	-1 443
FCFF [PLN m N]	285	785	1 190	2 262	2 346	1 795	2 268	2 195	2 216	2 233
Suma PV FCFF [PLN m]	10 040									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	9 783									
Wartość firmy EV [PLN m]	19 823									
Dług netto skor. 2023 eop [PLN m]	10 711									
Inne korekty (udziały mniejszości) [PLN m LN]	673									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,0%
Wartość kapitału [PLN m]	8 440									WACC w okresie rezydualnym: 10,95%
Ilość akcji [szt. m]	640									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,20									

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	3,7%	2,5%	3,4%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Marża EBITDA	22%	23%	24%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Marża EBIT	7%	8%	10%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	14%
CAPEX / Przychody	18%	15%	13%	7%	7%	10%	8%	9%	9%	9%
D / E	229%	182%	159%	133%	112%	94%	79%	66%	55%	46%
E / (E+D)	30%	35%	39%	43%	47%	52%	56%	60%	65%	69%
D / (E+D)	70%	65%	61%	57%	53%	48%	44%	40%	35%	31%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Beta niewarowana	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Beta lewarowana	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
Kosz kapitału własnego	18,8%	17,3%	16,5%	15,7%	15,0%	14,5%	14,0%	13,6%	13,2%	12,9%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
WACC	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Nasze podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 13,58 PLN/akcję. Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2024-2026 w wysokości 6,0x. Jest to więcej niż wskazuje mediana wybranych podmiotów z ekspozycją na obszar telko z uwagi na silną pozycję segmentu mediowego w CPS oraz ekspozycję na segment zielonej energii. Jednocześnie zwracamy uwagę, że najbliższy strumień dywidend z CPS w naszym modelu pojawia się w 2027 roku (obecna rentowność dywidend z grupy porównawczej przekracza według mediany 6%).

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2026						
	5,00	5,50	5,75	6,00	6,25	6,50	7,00
Cena docelowa [PLN/akcję]	8,40	10,99	12,28	13,58	14,87	16,17	18,76

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

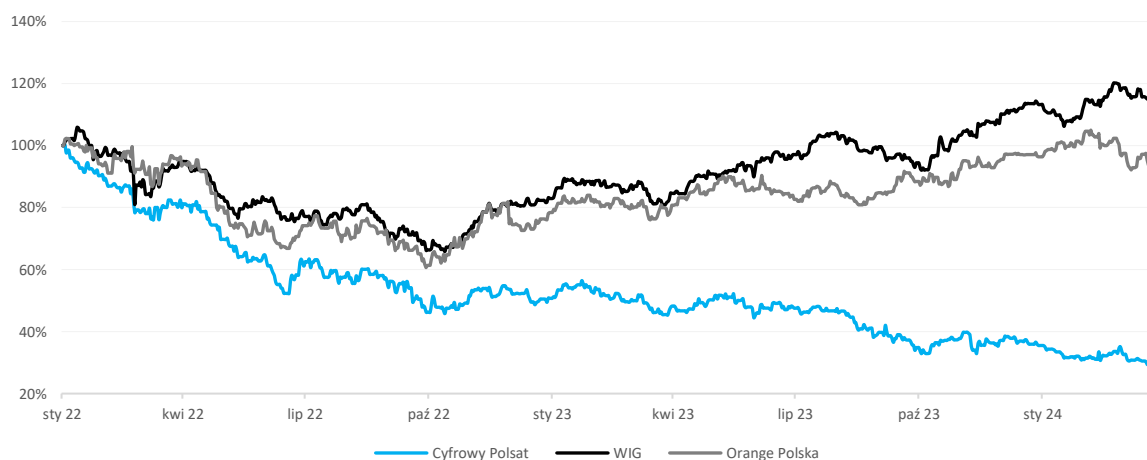
	P/E		EV/EBITDA	
	2024E	2025E	2024E	2025E
ORANGE FRANCE	9,6	8,7	5,4	5,3
TELENOR	13,8	15,4	7,6	7,4
DEUTSCHE TELEKOM	12,2	10,9	6,1	5,8
KPN	15,6	14,4	7,7	7,5
TELEFONICA	13,1	12,3	5,6	5,6
TELEKOM AUSTRIA	8,8	8,0	3,9	3,8
HELLENIC TELECOM	10,9	10,0	4,8	4,7
TELIA	16,4	13,9	6,4	6,1
VODAFONE	9,9	8,9	5,7	5,9
ELISA	17,4	16,7	10,6	10,2
PROXIMUS	6,5	6,7	3,4	3,3
BT GROUP	5,5	5,6	3,9	3,8
SWISSCOM	15,2	15,5	7,2	7,1
TELECOM ITALIA			5,6	5,4
ORANGE POLSKA	13,2	12,3	4,3	4,2

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2024 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła ok 5,7x.

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs CPS na tle indeksu WIG oraz Orange Polska



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE CPS ZA Q4 2023

Finalnie na poziomie skonsolidowanym odczyt EBITDA skor. za Q4 2023 był 3,6% poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań (677,1 mln PLN versus 702,4 mln PLN). W naszej ocenie końcówka roku 2023 była bardzo wymagająca dla wszystkich głównych obszarów biznesowych CPS.

Zwracamy uwagę, iż Q4 2023 był wyjątkowo trudny dla segmentu mediowego. Dynamika rynku reklamy tv w Q4 2023 wyniosła według szacunków CPS zaledwie ok 0,5% r/r (poprzednie kwartały 2023 roku wskazywały na wzrosty rynku rzędu 4,6% r/r). Tym samym EBITDA segmentu mediowego spadła aż o 26,6% r/r (z 190,2 do 139,7 mln PLN). Q4 2023 to również kolejny słaby okres dla segmentu usług B2C i B2B. Dynamika ARPU na klienta B2C wyniosła w Q4 2023 2,6% (w Q3 2023 było to 3,1% r/r). EBITDA skor. w tym obszarze spadła ponownie o kilkanaście procent r/r do poziomu 536,2 mln PLN. Segment OZE w Q4 2023 zanotował na poziomie EBITDA skor. -1,4 mln PLN (w Q3 2023 było to 25,9 mln PLN). Erozja EBITDA w segmencie zielonej energii to jak podaje spółka efekt spadku cen rynkowych energii elektrycznej i związanej z tym aktualizacji rezerwy przychodowej dotyczącej sprzedanej energii elektrycznej oraz regulacyjnego mechanizmu rozliczania rekompensat w ramach rządowego systemu mrożenia cen energii.

Na poziomie salda finansowego CPS zaraportował wynik wyraźnie ponad naszą prognozę (m.in. zdarzenia niegotówkowe). Dodatkowo CPS ujął w końcówce roku inne niż się spodziewaliśmy saldo podatkowe. Tym samym wynik netto CPS za Q4 2023 na poziomie 130,3 mln PLN okazał się powyżej naszych założeń.

Wyniki CPS w Q4 2023 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q4 22	Q4 23	y/y	2022	2023	y/y	Q4 23E	realizacja
Przychody razem	3 429,6	3 681,5	7,3%	12 915,3	13 626,3	5,5%	3 678,5	100%
detaliczne od klientów indyw. i biznesowych	1 750,8	1 763,7	0,7%	6 952,1	6 987,1	0,5%	1 766,9	100%
hurtowe	997,9	929,3	-6,9%	3 531,7	3 379,9	-4,3%	922,7	101%
sprzedaż sprzętu	545,4	506,7	-7,1%	1 805,1	1 921,7	6,5%	508,9	100%
pozostałe	135,5	481,8	255,6%	626,4	1 337,6	113,5%	480,0	100%
Koszty operacyjne	-3 073,4	-3 486,7	13,4%	-11 399,8	-12 488,8	9,6%	-3 455,2	101%
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-463,1	-494,2	6,7%	-1 829,0	-1 900,4	3,9%	-482,4	102%
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-300,0	-335,6	11,9%	-1 034,0	-1 158,2	12,0%	-345,1	97%
inne koszty	-2 310,3	-2 656,9	15,0%	-8 536,8	-9 430,2	10,5%	-2 627,6	101%
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	39,8	-0,4	-101,0%	153,2	219,7	43,4%	0,0	
Pozostałe przychody / koszty	-0,8	-22,2	---	-26,5	-45,6	72,1%	-14,8	150%
EBITDA skorygowana	818,5	677,1	-17,3%	3 352,1	3 011,5	-10,2%	702,4	96%
EBIT	395,2	172,2	-56,4%	1 642,2	1 311,6	-20,1%	208,5	83%
Wynik działalności inwestycyjnej	29,0	80,7	178,3%	23,5	162,4	591,1%	36,0	224%
Saldo finansowe netto	-233,1	-126,5	-45,7%	-649,9	-1 081,9	66,5%	-145,0	87%
Wynik brutto	222,9	126,4	-43,3%	1 110,3	421,8	-62,0%	100,5	126%
Wynik netto	174,5	130,3	-25,3%	901,1	311,6	-65,4%	63,4	206%

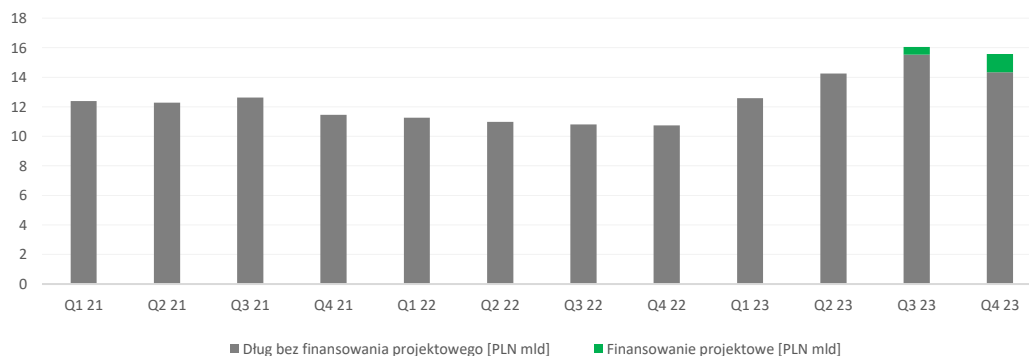
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec 2023 roku wynosił ok 12,26 mld PLN (bez uwzględnienia wartości posiadanego pakietu Asseco oraz akcji własnych). Wskaźnik dług netto do EBITDA LTM na koniec grudnia'23 wynosił ponad 3,8x, a z wyłączeniem finansowania projektowego było to 3,51x.

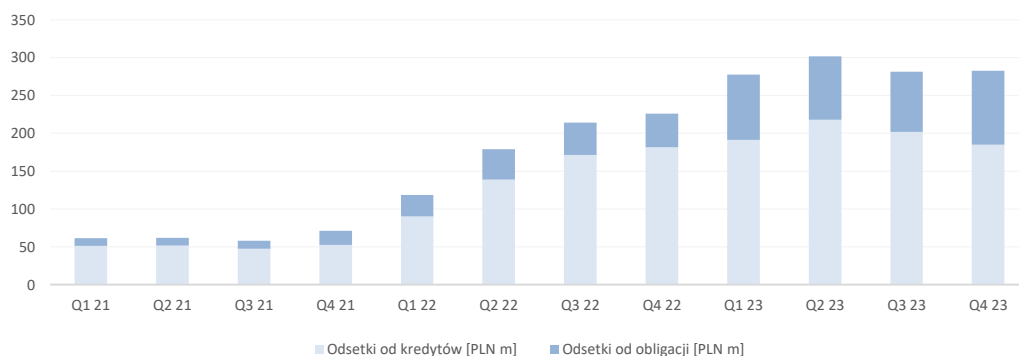
Na koniec 2023 roku zdecydowana większość długu oparta była o zmienną stopę. Średnioważony koszt odsetek od kredytów i obligacji (bez finansowania projektowego i kosztów leasingu) wynosił 8,5% (na koniec Q3 2023 było to 8,7%).

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



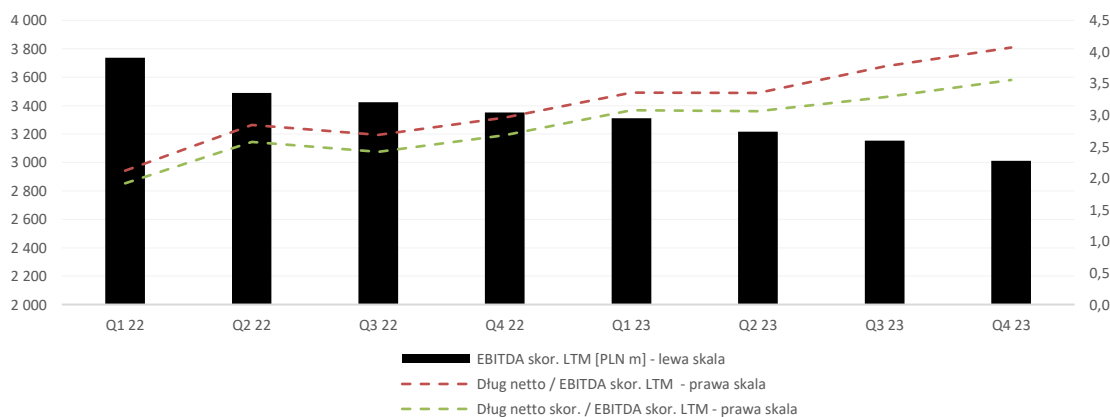
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty odsetkowe brutto dotyczące kredytów i pożyczek oraz obligacji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA skor. w ujęciu LTM



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA Q1 2024

Spodziewamy się, że początek 2024 roku w CPS upływał jeszcze pod presją rosnących kosztów działalności, co było widać w poprzednich odczytach wskazujących na erozję EBITDA skor. w relacji r/r. Jednocześnie jednak w naszym modelu staramy się uwzględnić stopniową poprawę relacji dynamiki przychodów i kosztów w ujęciu r/r. Nasze założenia wskazują, że w Q1 2024 EBITDA skor. może być w okolicy 751,3 mln PLN (-1,3% r/r).

Zwracamy uwagę, że spółka w raporcie rocznym za 2023 podała informację, iż w styczniu 2024 roku zawarła umowę sprzedaży wartości niematerialnych i prawnych, w postaci części posiadanego pakietu adresów protokołu komunikacyjnego (IPv4) za łączną kwotę 56,1 mln USD. Pierwsza rata płatności w wysokości 164 mln PLN ma zostać ujęta w Q1 2024 w pozostałych przychodach operacyjnych.

Nasze założenia wskazują, że w Q1 2024 EBITDA skor. była w okolicy 751,3 mln PLN (-1,3% r/r) i kwota ta nie obejmuje zysku ze sprzedaży IPv4. W ujęciu LTM EBITDA skor. po Q1 2024 będzie wg naszej symulacji na granicy 3 mld PLN (-9,4% r/r).

Wynik EBIT zakładamy na poziomie 417,7 mln PLN (z efektem zysku ze IPv4). Łączne saldo finansowe szacujemy na -269 mln PLN. Finalnie nasza symulacja wskazuje, że wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q1 może wynieść 174,3 mln PLN.

Prognozy wyników na Q1 2024 [PLN m]

	Q1 23	Q1 24E	y/y	Q1 23 LTM	Q1 24E LTM	y/y
Przychody razem	3 199,3	3 451,0	7,9%	13 127,9	13 878,0	5,7%
detaliczne od klientów indyw. i biznesowych	1 733,8	1 753,0	1,1%	6 963,7	7 006,3	0,6%
hurtowe	792,3	763,3	-3,7%	3 510,9	3 350,9	-4,6%
sprzedaż sprzętu	484,9	441,3	-9,0%	1 953,5	1 878,1	-3,9%
pozostałe	188,3	493,6	162,1%	699,8	1 642,9	134,8%
Koszty operacyjne	-2 891,9	-3 205,9	10,9%	-11 658,0	-12 802,7	9,8%
amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-462,5	-495,5	7,1%	-1 845,2	-1 933,4	4,8%
wynagrodzenia i świadczenia pracownicze	-276,1	-298,2	8,0%	-1 065,5	-1 180,3	10,8%
inne koszty	-2 153,3	-2 412,2	12,0%	-8 747,3	-9 689,0	10,8%
Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow.	0,0	0,0	---	153,2	219,7	43,4%
Pozostałe przychody / koszty	-8,7	172,5*	---	-2,5	135,6	---
EBITDA skorygowana	761,2	751,3	-1,3%	3 312,6	3 001,7	-9,4%
EBIT	298,7	417,7	39,8%	1 620,6	1 430,6	-11,7%
Wynik działalności inwestycyjnej	20,8	90,6	335,5%	37,4	232,2	520,8%
Saldo finansowe netto	-255,7	-268,9	5,2%	-828,8	-1 095,2	32,1%
Wynik brutto	84,1	239,3	184,6%	929,3	577,0	-37,9%
Wynik netto	64,5	174,3	170,2%	749,6	388,3	-48,2%

* uwzględniamy na pozostałym saldzie operacyjnym efekt +164 mln PLN ze sprzedaży pakietu adresów protokołu komunikacyjnego (IPv4)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

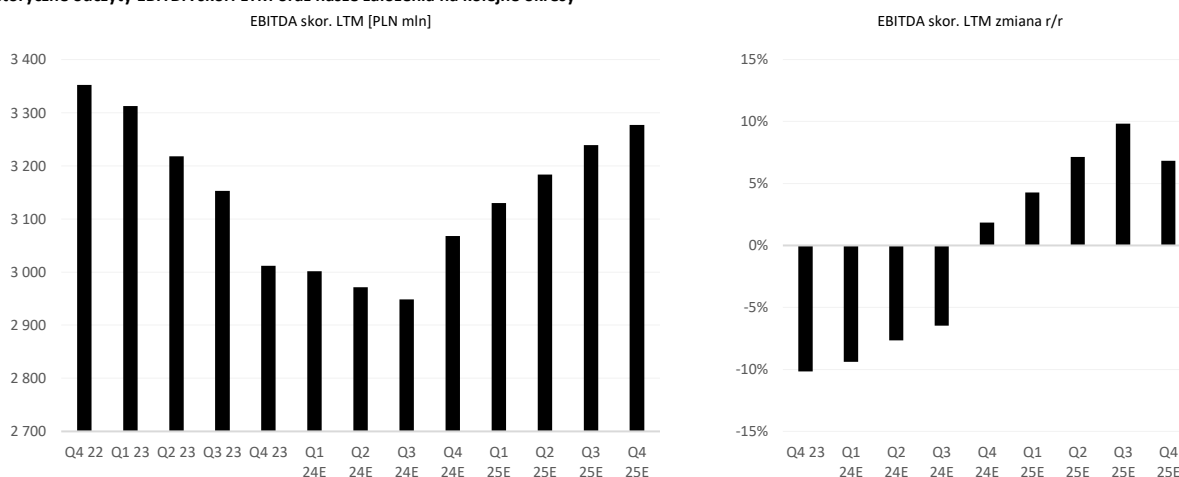
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, iż zatrzymanie obserwowanych w poprzednich kwartałach negatywnych dynamik w wynikach jest już na „wyciągnięcie ręki”. Na poziomie skonsolidowanym nasza symulacja wskazuje, że po Q2 i Q3 2024 EBITDA skor. LTM może być poniżej progu 3 mld PLN. Jednocześnie jednak za cały 2024 rok spodziewamy się, iż EBITDA skor. będzie w okolicy 3,06 mld PLN, co będzie oznaczało wzrost względem roku 2023 o 1,9%.

Nasza symulacja wskazująca na możliwość odwrócenia negatywnych trendów w 2024 roku dla CPS (w scenariuszu bazowym) uwzględnia:

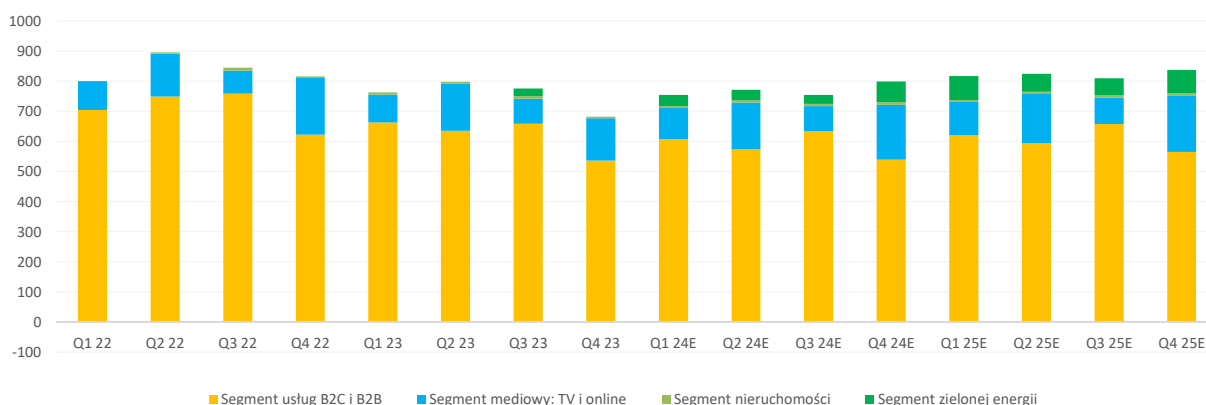
- w segmencie usług B2C i B2B założenie stopniowej poprawy relacji dynamiki przychodów względem kosztów; wskaźnik ARPU dla klientów B2C (według nas) powinien wykazywać odczuwalnie lepsze dynamiki aniżeli w 2023 roku i będzie to efekt wprowadzanych w ostatnich kwartałach zmian w cennikach;
- w segmencie mediowym niski jednocyfrowy wzrost przychodów r/r w obszarze reklamy tv i sponsoringu oraz ok 12,9% wzrost wpływów reklamowych z obszaru online w 2024 roku; jednocześnie w strukturze kosztów segmentu ujęliśmy oczekiwany przez nas spadek kosztów kontentu o blisko 1% r/r (w szczególności jest to wpływ Q4 2024 z uwagi na zakładane niższe koszty transmisji sportowych).
- w segmencie zielonej energii efekt uruchomienia 2 projektów elektrowni wiatrowych (Człuchów i Przyrów).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA skor. w podziale na segmenty oraz nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

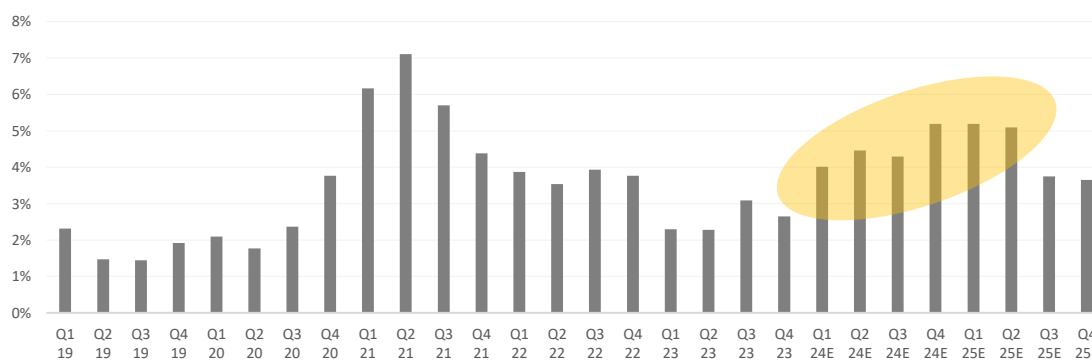
Założenia dla wyników CPS na kolejne okresy

[PLN m]	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24E	Q2 24E	Q3 24E	Q4 24E	2023	2024E	2025E
Przychody razem	3 199	3 290	3 456	3 682	3 451	3 492	3 451	3 742	13 626	14 136	14 486
Koszty operacyjne	-2 892	-2 945	-3 165	-3 487	-3 206	-3 233	-3 213	-3 468	-12 489	-13 120	-13 258
Saldo pozostałe	-9	-15	220	-23	173	38	-8	-8	174	194	-21
EBITDA skorygowana	761	799	775	677	751	768	752	796	3 012	3 068	3 277
EBIT	299	330	511	172	418	297	229	265	1 312	1 209	1 208
Wynik działalności inwestycyjnej	21	21	40	81	91	51	22	22	162	186	190
Saldo finansowe netto	-256	-301	-399	-127	-269	-293	-293	-293	-1 082	-1 147	-1 077
Wynik brutto	84	40	171	126	239	55	-41	-5	422	248	321
Wynik netto dla akcjonariuszy	65	-7	121	101	174	-3	-77	-77	279	17	74
EBITDA skor.	761	799	775	677	751	768	752	796	3 012	3 068	3 277
Segment usług B2C i B2B	663	635	658	537	608	574	634	540	2 493	2 356	2 436
Segment mediowy: TV i online	93	157	83	140	103	156	83	181	472	523	550
Segment zielonej energii	0	0	26	-1	37	35	30	69	25	172	273
Wybrane dane operacyjne:											
ARPU na klienta B2C [PLN]	71,4	71,8	73,5	73,6	74,3	75,0	76,7	77,4	72,8	75,9	79,2
ARPU na klienta B2C y/y	2,3%	2,3%	3,1%	2,6%	4,0%	4,5%	4,3%	5,2%	2,6%	4,3%	4,3%
Produkcja całkowita energii [GWh]	149	145	191	179	200	203	219	319	665	941	1112

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

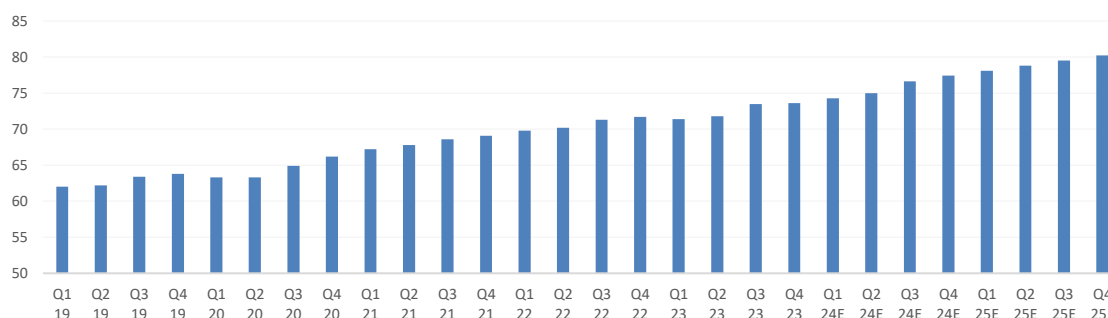
W modelu spodziewamy się, że rok 2024 wskaże na poprawę dynamiki wzrostu ARPU na klienta B2C w ujęciu r/r. W Q1 2024 zakładamy, że ARPU mogło być blisko 4% wyższe niż w Q1 2023. W kolejnych kwartałach 2024 roku nasza prognoza zakłada dalszą poprawę odczytów. W skali całego 2024 roku uwzględniamy wzrost ARPU o 4,3%. Na lata 2025-2026 uwzględniamy dynamikę ARPU na poziomie odpowiednio 4,34% i 2,5% r/r.

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



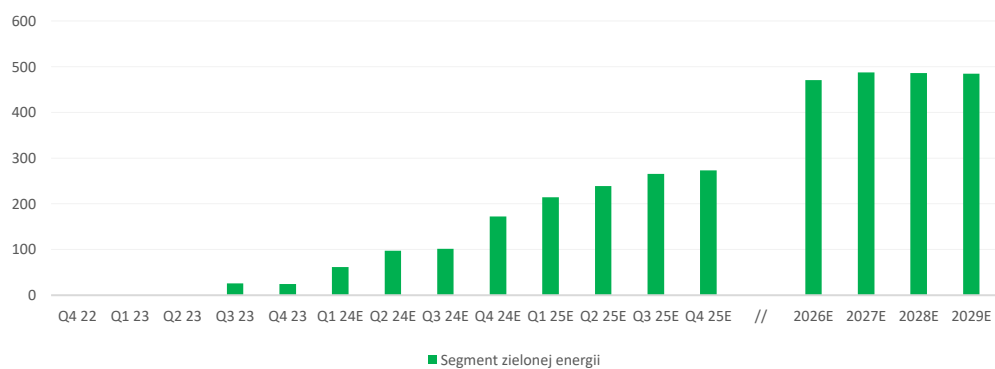
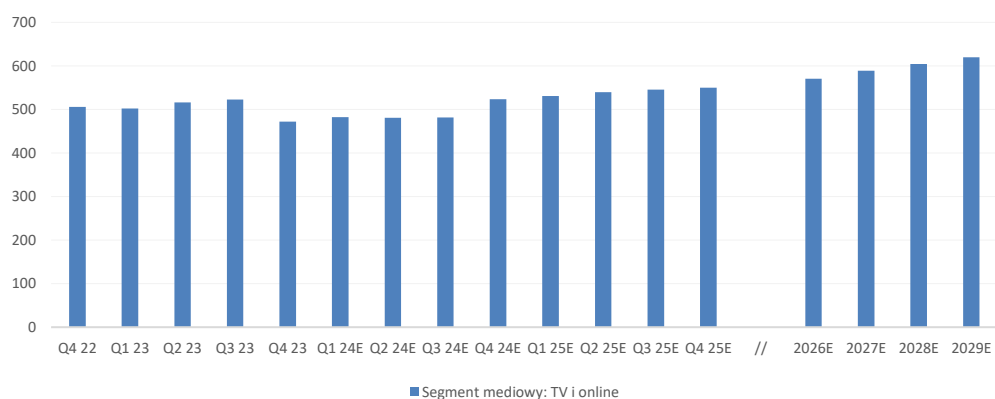
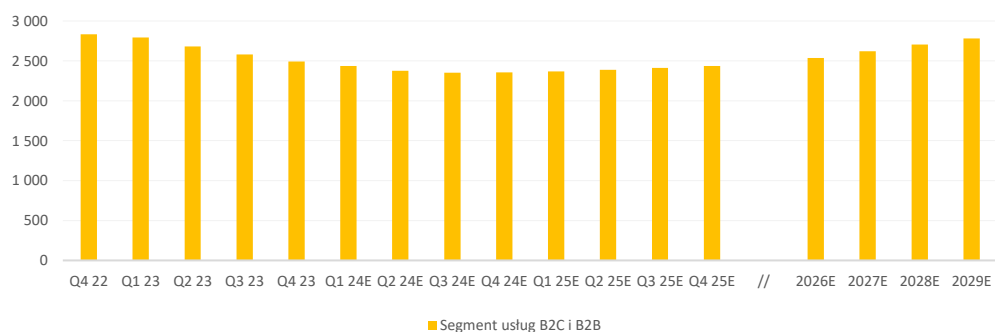
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



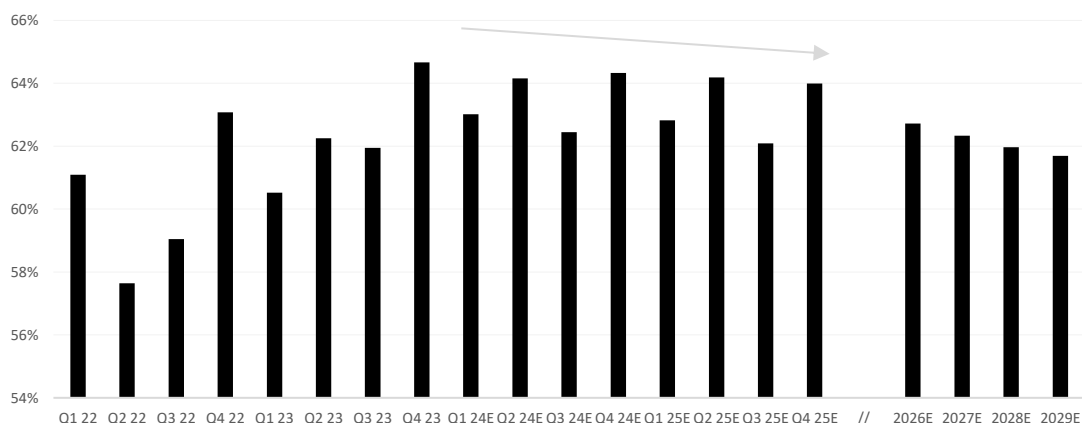
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



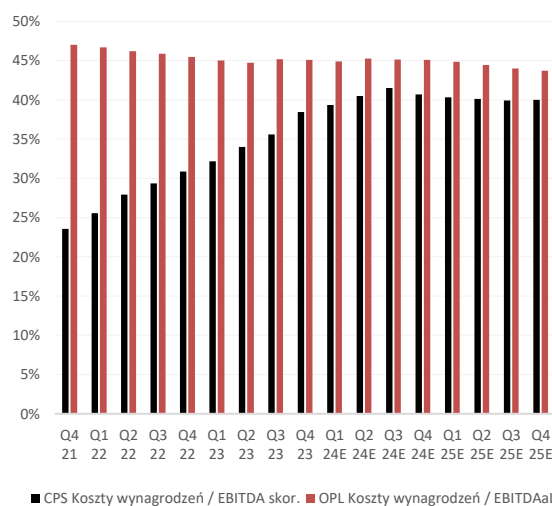
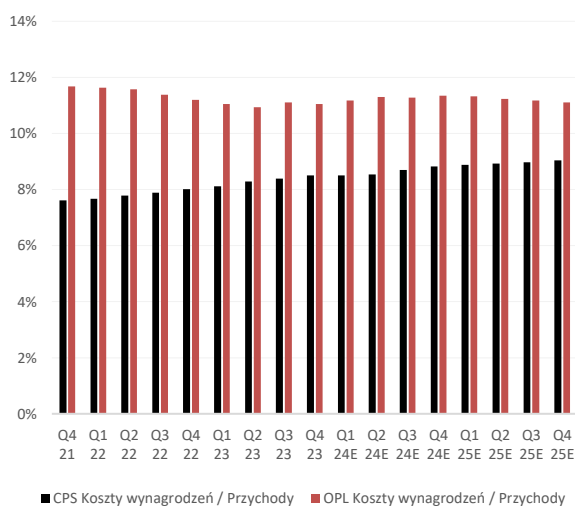
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dekompozycja wydatków inwestycyjnych w latach 2022-2023

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

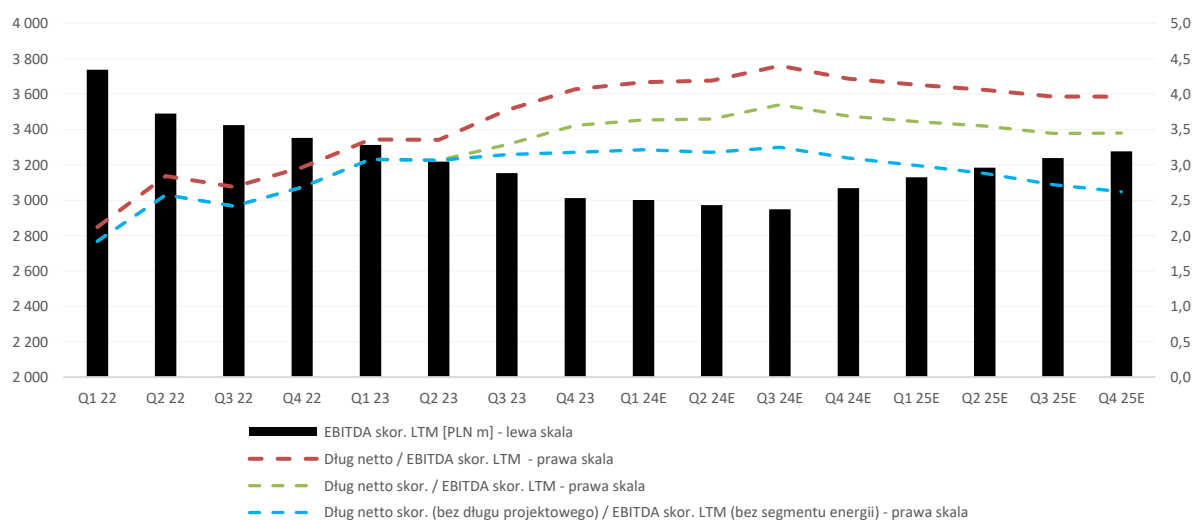
* Dodatkowo w 2023 roku CPS raportował ok 1,346 mld PLN wydatków związanych nabyciem/odnowieniem koncesji (m.in. w styczniu 2023 roku rezerwacja częstotliwości w paśmie 1800 MHz za kwotę 0,847 mld PLN, w lipcu 2023 roku w paśmie 900 MHz za kwotę 0,3 mld PLN oraz wpłacono wadium 0,18 mld PLN w ramach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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024-25 spółka przeznaczy na realizowane projekty energetyczne odpowiednio 1,4 mld PLN i 1,35 mld PLN (wzrost nakładów inwestycyjnych wynika głównie z konsolidacji grupy PAK-PCE, która realizuje program inwestycyjny w obszarze produkcji czystej energii). W omawianym okresie dla segmentu usług B2C oraz B2B wydatki inwestycyjne (łącznie z koncesjami) powinny wynieść blisko 1,22 mld PLN i 0,71 mld PLN. Wydatki inwestycyjne w segmencie mediowym w najbliższych dwóch latach ujęliśmy średniorocznie na 98 mln PLN. Od roku 2026 wraz z zakończeniem procesu budowy projektów energetycznych zakładamy w segmencie zielonej energii wejście w długoterminowy okres bez istotnych wydatków inwestycyjnych (nie uwzględniamy budowy nowych mocy w segmencie). Jest to zgodne z założeniami spółki, która wskazuje iż „wydatki inwestycyjne w obszarze OZE skoncentrowane są w początkowej fazie projektów, natomiast po przejściu projektu w fazę operacyjną wydatki związane z capexem odtworzeniowym i utrzymaniowym są pomijalne”. Z kolei w obszarze TMT, obejmującym segment usług B2C i B2B oraz segment mediowy wskaźnik Capex/przychody od 2026 roku w naszym modelu średniorocznie wynosi ok 8,9%.

W naszej symulacji przyjęliśmy powrót strumienia dywidend dla akcjonariuszy w 2027 roku. Spodziewamy się, że na koniec 2026 roku wskaźnik dług netto skor. (dług netto z uwzględnieniem wartości pakietu Assecor i akcji własnych) do EBITDA skor. będzie w okolicy 3,1x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 3,4x). Jednocześnie nasza analiza wskazuje, że relacja długu netto skor. ale bez zadłużenia projektowego do odczytów EBITDA skor. LTM ale bez uwzględnienia segmentu zielonej energii na koniec 2026 roku może wynieść blisko 2,3x (na koniec 2025 roku zakładamy poziom 2,6x).

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



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla CPS

RZIS [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody razem	12 915	13 626	14 136	14 486	14 981	15 238	15 504
Detaliczne od klientów indywid. i biznesowych	6 952	6 987	7 133	7 383	7 530	7 677	7 820
Hurtowe	3 532	3 380	3 189	3 102	3 147	3 205	3 265
Sprzedaż sprzętu	1 805	1 922	1 831	1 872	1 909	1 947	1 986
Przychody ze sprzedaży energii	0	558	1 147	1 264	1 507	1 496	1 495
Pozostałe przychody	626	780	835	866	889	913	938
Koszty operacyjne	-11 400	-12 489	-13 120	-13 258	-13 474	-13 587	-13 713
Koszty techniczne i rozliczeń międzyop.	-3 272	-3 333	-3 304	-3 326	-3 333	-3 383	-3 433
Amortyzacja, utrata wartości i likwidacja	-1 829	-1 900	-2 003	-1 975	-1 973	-1 941	-1 900
Koszt własny sprzedanego sprzętu	-1 454	-1 540	-1 471	-1 513	-1 548	-1 581	-1 613
Koszty kontentu	-2 064	-2 126	-2 109	-2 035	-2 100	-2 146	-2 198
Wynagrodzenia	-1 034	-1 158	-1 248	-1 310	-1 362	-1 413	-1 463
Inne koszty	-1 747	-2 431	-2 985	-3 098	-3 158	-3 123	-3 106
Pozostałe saldo operacyjne	127	174	194	-21	-21	-21	-20
EBITDA	3 471	3 231	3 278	3 277	3 593	3 715	3 813
EBITDA skorygowana	3 352	3 012	3 068	3 277	3 593	3 715	3 813
EBIT	1 642	1 312	1 209	1 208	1 486	1 630	1 770
Saldo finansowe	-626	-920	-962	-887	-901	-817	-709
Wynik brutto	1 110	422	248	321	585	813	1 062
Podatek	-209	-110	-164	-169	-238	-261	-283
Wynik netto	901	312	84	152	347	552	779
Wynik netto dla akcjonariuszy	900	279	17	74	261	462	684
SEGMENTY:	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	12 915	13 626	14 136	14 486	14 981	15 238	15 504
Segment usług B2C i B2B	10 682	10 712	10 482	10 754	10 952	11 153	11 352
Segment mediowy: TV i online	2 424	2 470	2 504	2 457	2 509	2 573	2 639
Segment nieruchomości	183	182	185	194	199	204	209
Segment zielonej energii	0	772	1 591	1 720	1 953	1 944	1 943
EBITDA skorygowana	3 352	3 012	3 068	3 277	3 593	3 715	3 813
Segment usług B2C i B2B	2 834	2 493	2 356	2 436	2 534	2 620	2 704
Segment mediowy: TV i online	506	472	523	550	571	589	604
Segment nieruchomości	17	27	29	30	30	31	32
Segment zielonej energii	0	25	172	273	470	487	486
Wybrane dane operacyjne	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ARPU na klienta B2C (PLN)	70,9	72,8	75,9	79,2	81,2	83,0	84,7
ARPU na klienta B2C y/y	4,1%	2,6%	4,3%	4,3%	2,5%	2,2%	2,1%
Produkcja całkowita energii [GWh]		665	941	1 112	1 769	1 794	1 792
Zainstalowana moc [MW]		215	338	338	744	744	744
Biomasa		105	105	105	105	105	105
PV		82	82	82	342	342	342
Wiatr		27	150	150	297	297	297

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla CPS c.d.

Bilans [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe razem	25 775	28 149	28 851	29 024	28 975	27 982	27 041
Aktywa obrotowe razem	6 404	9 019	8 074	7 952	8 491	9 334	10 217
Aktywa razem	32 307	37 177	36 934	36 985	37 474	37 325	37 267
Kapitał własny razem	15 811	16 305	16 389	16 541	16 888	17 164	17 530
Zobowiązania długoterminowe razem	10 180	15 355	15 281	15 092	15 108	14 616	14 125
Zobowiązania krótkoterminowe razem	6 315	5 516	5 263	5 352	5 478	5 543	5 611
Pasywa razem	32 307	37 177	36 934	36 985	37 474	37 325	37 267

CF [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CF operacyjny razem	1 762	2 392	3 316	3 304	3 437	3 563	3 677
CF inwestycyjny razem	-1 877	-2 216	-2 746	-2 181	-1 985	-1 023	-1 042
CF finansowy razem	-2 706	2 336	-1 397	-1 381	-1 136	-1 838	-1 874

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs bieżący [PLN]	10,50	10,50	10,50	10,50	10,50	10,50	10,50
Liczba akcji [m szt.]	639,55	639,55	639,55	639,55	639,55	639,55	639,55
Liczba akcji (bez akcji własnych) [m szt.]	550,70	550,70	550,70	550,70	550,70	550,70	550,70
Kapitalizacja [PLN m]	6 715	6 715	6 715	6 715	6 715	6 715	6 715
EV (kapitalizacja + dług netto skor.) [PLN m]	15 712	17 426	18 025	18 014	17 679	16 458	15 177
EPS [PLN]	1,4	0,4	0,0	0,1	0,4	0,7	1,1
BVPS [PLN]	23,9	24,1	24,2	24,3	24,7	25,0	25,4
DPS [PLN/akcję]	1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,75
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	11%	0%	0%	0%	0%	5%	7%
P/E	7,5	24,1	400	91	25,7	14,5	9,8
EV/EBITDA skor.	4,7	5,8	5,9	5,5	4,9	4,4	4,0
EV/EBIT	9,6	13,3	14,9	14,9	11,9	10,1	8,6
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
ROE	5,9%	1,8%	0,1%	0,5%	1,7%	2,9%	4,2%
ROA	2,8%	0,7%	0,0%	0,2%	0,7%	1,2%	1,8%
Dług netto [PLN m]	9 930	12 258	12 932	12 990	12 673	11 472	10 211
Dług netto skor. [PLN m]	8 997	10 711	11 310	11 299	10 963	9 743	8 462
Dług netto / EBITDA (x)	2,9	3,8	3,9	4,0	3,5	3,1	2,7
Dług netto / EBITDA skor. (x)	3,0	4,1	4,2	4,0	3,5	3,1	2,7
Dług netto skor. / EBITDA skor. (x)	2,7	3,6	3,7	3,4	3,1	2,6	2,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)
Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl
Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100

 e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl
Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

 e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl
Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl
Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

 e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl
Historia rekomendacji na temat spółki:

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 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	3	43%	0	0%
Akumuluj	2	29%	0	0%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-05-08.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-08 (12:32 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-14.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-05-08:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.