

bdm
Dom Maklerski BDM S.A.
ATM GRUPA
RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ
(POPZEDNIO: KUPUJ)
WYCENA 4,95 PLN
19 MAJ 2025, 10:48 CET/CEST

W bieżącym raporcie analitycznym utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i pozostawiamy wycenę na poziomie 4,95 PLN/akcję (26% powyżej obecnego kursu rynkowego). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 3,9x na rok 2025. Nasza symulacja wskazuje, że EPS w 2025 roku może wzrosnąć o ponad 47% względem 2024 roku.

W obecnej aktualizacji pozostawiamy ścieżkę wynikową na lata 2025-2027 bez istotnych korekt względem poprzedniej publikacji. Symboliczne zmiany w modelu są wynikiem ujęcia w modelu pełnych rezultatów za Q4 2024.

Przygotowujemy się na scenariusz, że Q1 2025 może być relatywnie niskim sezonem dla ATM Grupa w obszarze działalności audiowizualnej (w skali całego 2025 roku). Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 26,1 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

Spodziewamy się, że obserwowany przez nas wzrost kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych (dostrzegamy rosnącą liczbę projektów względem 2024 roku) w perspektywie kolejnych kwartałów 2025 roku będzie impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. W naszej ocenie sukcesem można także podsumować działania ATM Grupa na polu rywalizacji o wsparcie finansowe na realizację przyszłych projektów tv i filmowych ze środków przyznawanych przez PISF. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych w naszym odczuciu mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy w okresie 2026/2027 roku (czekamy na wyniki oglądalności jednego z kluczowych projektów). Liczymy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025/2026 wzrośnie do odpowiednio 67 mln PLN i 69,4 mln PLN. Trwałe materialne przekroczenie pułapu 60 mln PLN w ujęciu LTM na poziomie skor. EBITDA (na działalności audiowizualnej) według nas powinno mieć odzwierciedlenie w sentymencie inwestycyjnym do ATM Grupa.

Przypominamy, że w kwietniu 2025 roku zarząd spółki zarekomendował wypłatę dywidendy (drugiej transzy) w kwocie 0,17 PLN/akcję. Wcześniej wypłacono już zaliczkę na poczet dywidendy za 2024 rok w kwocie 0,08 PLN/akcję. Łącznie dywidenda za 2024 rok może zatem wynieść 0,25 PLN/akcję. W naszej symulacji zakładamy, że strumień dywidend wypłaconych w 2025 roku (2 transze) może wynieść 0,27 PLN/akcję. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy to blisko 7%.

Wycena końcowa [PLN]	4,95	
Potencjał do wzrostu / spadku	+26,4	
Cena rynkowa [PLN]	3,92	
Kapitalizacja [mln PLN]	325	
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3	
Stopa zwrotu [%]	(1) (2)	
3M stopa zwrotu	-2,5 -14,9	
6M stopa zwrotu	-6,2 -36,2	
YTD stopa zwrotu	0,5 -29,1	
12M stopa zwrotu	0,2 -16,5	
(1) - absolutna stopa zwrotu		
(2) - stopa zwrotu względem WIG		
Akcjonariat (% kapitału):		
Kurzewski Investment	40,0%	
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%	
NN OFE PTE	9,7%	
PKO TFI	7,6%	

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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	236	247	306	310	328	330
EBITDA [PLN m]	61,3	60,9	100,6	74,2	78,2	79,6
skor. EBITDA [PLN m]	55,7	56,3	71,8	74,2	78,2	79,6
EBIT [PLN m]	36,8	36,7	51,7	53,8	56,6	54,6
Wynik netto [PLN m]	27,1	26,8	39,5	42,3	44,3	42,9
EPS [PLN]	0,32	0,32	0,47	0,50	0,53	0,51
P/BV	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	12,2	12,3	8,4	7,8	7,5	7,7
skor. EV/EBITDA	5,2	5,2	3,9	4,0	3,8	3,6
DPS [PLN]	0,26	0,26	0,27	0,28	0,31	0,34
Rentowność dywidendy	6,6%	6,6%	6,9%	7,0%	7,9%	8,6%



SPIS TREŚCI

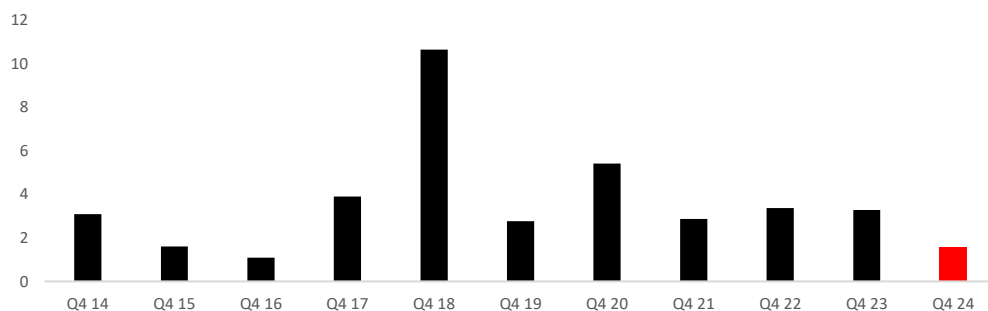
WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	6
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	8
WYNIKI ZA Q4 2024.....	9
PROGNOZA Q1 2025	13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącym raporcie analitycznym utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i pozostawiamy wycenę na poziomie 4,95 PLN/akcję (26% powyżej obecnego kursu rynkowego). Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 3,9x na rok 2025. Nasza symulacja wskazuje, że EPS w 2025 roku może wzrosnąć o ponad 47% względem 2024 roku.

W naszym odczuciu odczyt skor. EBITDA za Q4 2024 w segmencie produkcji tv i filmowej nie jest dobrym podsumowaniem zakończonego 2024 roku. Oceniamy, że miniony rok był dobrym okresem dla spółki w tym segmencie. Przypominamy również, że jeden z głównych projektów realizowanych w ubiegłym 2024 roku zostanie prawdopodobnie rozliczony przez wynik w H1 2025 (w naszym modelu ujęliśmy w Q2 2025).

Historyczne odczyty za Q4 skor. EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa [PLN m]

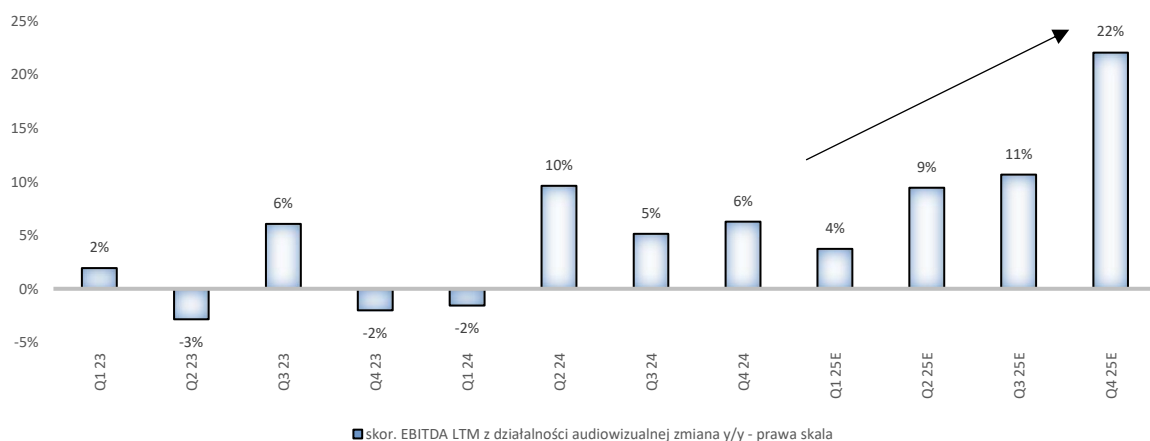


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przygotowujemy się na scenariusz, że Q1 2025 może być również relatywnie niskim sezonem dla ATM Grupa w obszarze działalności audiowizualnej (w skali całego 2025 roku). Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 26,1 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

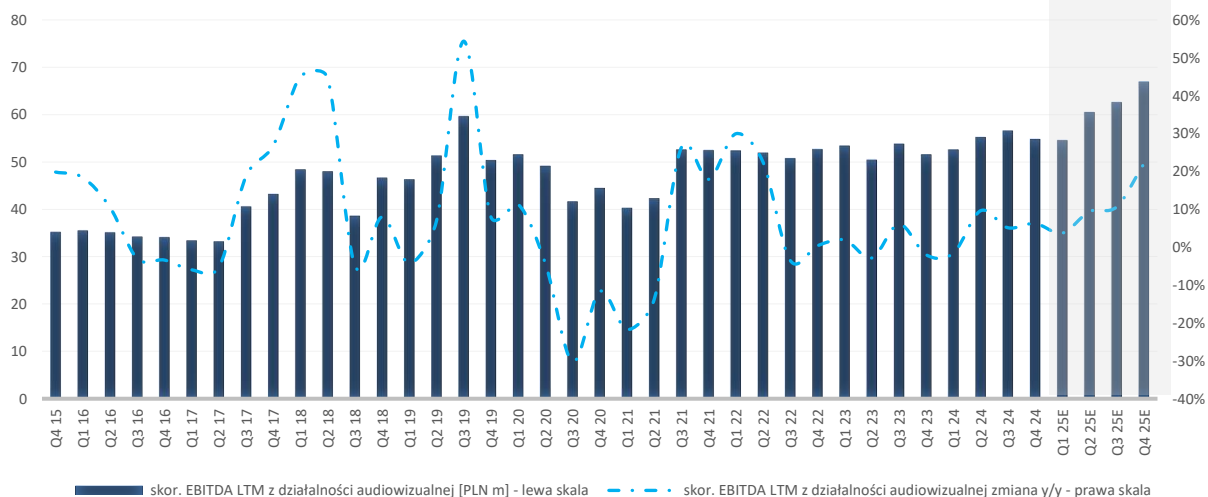
Spodziewamy się, że obserwowany przez nas wzrost kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych (dostrzegamy rosnącą liczbę projektów względem 2024 roku) w perspektywie kolejnych kwartałów 2025 roku będzie impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. W naszej ocenie sukcesem można także podsumować działania ATM Grupa na polu rywalizacji o wsparcie finansowe na realizację przyszłych projektów tv i filmowych ze środków przyznawanych przez PISF. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych w naszym odczuciu mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy w okresie 2026/2027 roku (czekamy na wyniki oglądalności jednego z kluczowych projektów). Liczymy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025/2026 wzrośnie do odpowiednio 67 mln PLN i 69,4 mln PLN. **Liczymy, że trwale materialne przekroczenie pułapu 60 mln PLN w ujęciu LTM na poziomie skor. EBITDA (na działalności audiowizualnej) będzie miało odzwierciedlenie w sentymencie inwestycyjnym wokół ATM Grupa.**

Historyczna dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej oraz nasze założenia na 2025 rok (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dłuższym horyzoncie odczuwalny wpływ na kształt oraz kondycję branży producentów filmowych i telewizyjnych mogą mieć zmiany legislacyjne skutkujące poprawą pozycji konkurencyjnej Polski na tle innych krajów regionu CEE. Zauważamy deklarację PISF, który ma aktywnie promować potrzebę zwiększenia dotacji celowej na finansowanie wsparcia produkcji audiowizualnej. Zwracamy uwagę, że w marcu 2025 roku w Senacie przedstawiono pierwsze założenia inicjatywy: „Plan działań na rzecz rozwoju polskiej kinematografii”. Zauważamy, że duży akcent został położony na rozwiązania ulg podatkowych, które z powodzeniem funkcjonują w wybranych krajach CEE (PISF wskazuje że to powszechny za granicą model wsparcia finansowego produkcji audiowizualnych). Komunikaty Senatu wskazują, iż pierwsza wersja „Planu działań na rzecz rozwoju polskiej kinematografii” koncentruje się m.in. na potrzebie zmian modelu finansowania produkcji filmowych i serialowych. Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, iż proces legislacyjny potrwa do 2026 roku i w takim scenariuszu potencjalnie nowy ekosystem dla branży producentów filmowych i telewizyjnych ma szansę zacząć funkcjonować od roku 2027.

Przypominamy, że w kwietniu 2025 roku zarząd spółki zarekomendował wypłatę dywidendy (drugiej transzy) w kwocie 0,17 PLN/akcję. Wcześniej wypłacono już zaliczkę na poczet dywidendy za 2024 rok w kwocie 0,08 PLN/akcję. Łącznie dywidenda za 2024 rok może zatem wynieść 0,25 PLN/akcję. W naszej symulacji zakładamy, że strumień dywidend wypłaconych w 2025 roku (2 transze) może wynieść 0,27 PLN/akcję. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy to blisko 7%.

Przedstawiona wycena opiera się na metodzie SOTP. Sporządziliśmy wycenę DCF i mnożnikową dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną (produkcji telewizyjnej i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi). Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też skorygowaną wartość rynkową posiadanego pakietu akcji w Boombit.

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

$A = 0,5 \cdot A1 + 0,5 \cdot A2$	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [PLN m]	335,0
A1	Wycena DCF [PLN m]	329,4
A2	Wycena mnożnikowa [PLN m]	340,6
B	Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]	60,0
C	Pakiet akcji Boombit [PLN m]	22,6
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [PLN m]	417,6
	Wycena na 1 akcję [PLN]	4,95
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,92
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	26,4%

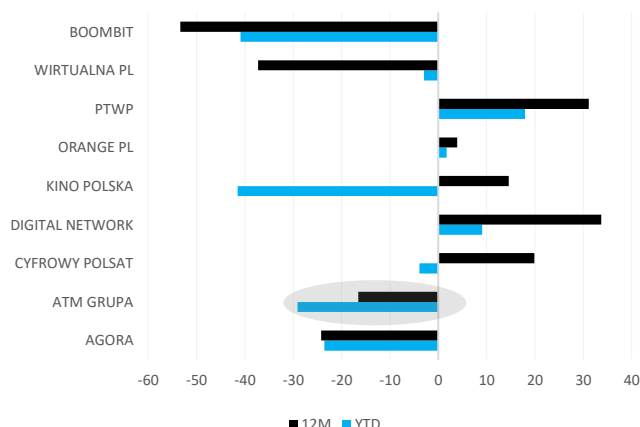
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Bieżące podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości udzielonych im pożyczek przez ATM Grupa - jest to ujęte w pozycji dług netto.

Utrzymujemy zachowawcze ujęcie wartości alokowanej w posiadanym pakiecie Boombit (BBT). W aktualizacji wykorzystujemy kurs z zamknięcia 2025-05-16 i stosujemy dodatkowo 20% dyskonta do ceny rynkowej. Nasze podejście spowodowane jest zwiększonym ryzykiem inwestycyjnym (BBT dokonał szeregu odpisów aktualizujących; nie spodziewamy się w najbliższych 2 latach strumienia dywidend z BBT).

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %] – stan na koniec sesji 2025-05-16

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-16,9	-16,4	-23,5	-24,2
ATM GRUPA	-14,9	-36,2	-29,1	-16,5
CYFROWY POLSAT	6,2	20,6	-3,9	19,9
DIGITAL NETWORK	4,7	37,2	9,1	33,8
KINO POLSKA	-15,4	-23,6	-41,5	14,6
ORANGE PL	2,5	-2,9	1,7	3,9
PTWP	26,0	3,6	18,0	31,2
WIRTUALNA PL	18,7	-3,5	-2,9	-37,3
BOOMBIT	-28,3	-57,2	-40,9	-53,3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,27 PLN i 0,71 PLN na akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Dodatkowo przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizji linearnej oraz platform streamingowych. Zatem ewentualne przyszłe trwałe osłabienie rynku reklamy tv lub zmiany na rynku streamingu mogą negatywnie wpłynąć na docelowe rezultaty ATM Grupa.

Administracja USA zapowiedziała szereg inicjatyw mających wesprzeć branżę producentów filmowych. Zapowiadane działania ochronne związane są również z rozwiązaniami przyjętymi w różnych krajach (ulgi podatkowe i inne zachęty), które skutecznie przyciągają amerykański kapitał i skutkują lokowaniem produkcji filmowej poza USA. Skala koprodukcji w Polsce w ostatnich latach rośnie, choć na tle innych krajów CEE ustawodawstwo o wspieraniu działalności filmowej w Polsce jest w naszej ocenie archaiczne i jako kraj nie jesteśmy konkurencyjnym rynkiem na tle Węgier, Czech czy krajów bałtyckich. Scenariusz potencjalnego zmniejszenia budżetów produkcyjnych w regionie CEE przez największe platformy streamingowe może być ryzykiem dla przyszłych wyników spółki.

Zwracamy uwagę na komunikaty płynące z Viaplay (jednego z klientów spółki). Przypominamy, że historycznie Viaplay wpływał na rezultaty dwóch segmentów ATM Grupy: segment zarządzania m.in. wynajmuje pomieszczenia / halę na potrzeby transmisji wydarzeń sportowych w Warszawie, z kolei segment produkcji posiadał ekspozycję na Viaplay w postaci realizacji m.in. produkcji tytułów non-fiction. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że ATM Grupa jest dobrze przygotowana na zakończenie świadczenia usług dla Viaplay.

WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,4% (poprzednio było 5,3%). 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 ATM Grupa.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 14,6%.

Dług netto na koniec 2024 roku uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 3,91 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit; poprzednio nasza wycena sugerowała wartość 3,87 PLN/akcję). Wycena została sporządzona na dzień 2025-07-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	10,1%	4,32	4,41	4,52	4,64	4,78	4,94	5,13
	11,6%	4,08	4,15	4,23	4,32	4,41	4,52	4,64
	13,1%	3,91	3,96	4,02	4,08	4,15	4,23	4,32
	14,6%	3,77	3,81	3,86	3,91	3,96	4,02	4,08
	16,1%	3,66	3,70	3,73	3,77	3,81	3,86	3,91
	17,6%	3,57	3,60	3,63	3,66	3,70	3,73	3,77
	19,1%	3,50	3,52	3,55	3,57	3,60	3,63	3,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	280,0	279,5	293,4	310,3	322,3	333,5	344,4	355,6	367,0	378,8
NOPAT [PLN m]	38,0	39,8	41,5	42,4	43,9	45,5	47,0	48,7	50,3	52,0
Amortyzacja [PLN m]	20,0	20,3	21,5	24,8	25,1	25,4	25,6	25,9	26,2	26,4
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	3,3	1,6	-1,1	-1,4	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-28,0	-41,9	-37,4	-25,6	-26,6	-27,5	-28,4	-29,3	-30,3	-31,2
FCFF [PLN m]	33,4	19,7	24,4	40,2	41,5	42,4	43,4	44,3	45,3	46,2
Suma PV FCFF [PLN m]	186,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	104,1									
Wartość firmy EV [PLN m]	290,5									
Dług netto [PLN m]	-38,9									
Inne korekty [PLN m]	0,0		wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%							
Wartość kapitału [PLN m]	329,4		WACC w okresie rezydualnym: 14,6%							
Ilość akcji [m]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,91									

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT y/y	32,7%	4,8%	4,1%	2,2%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%
Marża NOPAT	13,6%	14,3%	14,1%	13,7%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
CAPEX / Przychody	10%	15%	13%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
D / E	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
E / (E+D)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
D / (E+D)	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
WACC	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik skor. EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom skor. EV/EBITDA na lata 2024-2025 w wysokości 5,0x (poprzednio było również 5,0x). Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,04 PLN/akcję. Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	2,5	3,5	4,5	5,0	5,5	6,5	7,5
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,3	3,0	3,7	4,04	4,5	5,2	5,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa, dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2025E	2026E	
M6-METROPOLE TELEVISION	4,7	5,0	Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2025 dla wybranych podmiotów wynosi 7,4x.
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,5	6,1	
RTL GROUP	6,8	6,4	
CANAL PLUS	3,7	3,5	
ITV	6,3	6,2	
MODERN TIMES GROUP	7,0	6,2	
WARNER BROS DISCOVERY	6,5	6,3	
WARNER MUSIC GROUP	13,2	12,2	
WALT DISNEY	12,2	11,3	
PARAMOUNT GLOBAL	7,8	7,4	
FOX CORP	8,0	8,7	
NETFLIX	37,5	31,5	
NEWS CORP	12,9	11,9	
LIBERTY GLOBAL	9,1	9,0	
LIONSGATE	14,2	12,2	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG oraz STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q4 2024

Wyniki ATM Grupa w Q4 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q4 23	Q4 24	y/y	2023	2024	y/y	Q4 24E	realizacja
Przychody	62,9	55,9	-11%	235,5	246,5	5%	58,1	96%
produkcja tv i filmowa	39,3	33,9	-14%	148,3	153,4	3%	36,6	93%
zarządzanie aktywami trw.	17,0	18,9	12%	70,7	80,4	14%	18,6	102%
działalność deweloperska	6,3	2,8	-55%	15,3	11,6	-24%	2,6	111%
inne	0,3	0,3	-10%	1,2	1,2	-2%	0,4	76%
EBITDA	16,1	11,1	-31%	61,3	60,9	-1%	11,8	95%
EBITDA skor.	14,9	10,3	-31%	55,7	56,3	1%	11,6	88%
produkcja tv i filmowa *	3,3	1,6	-52%	19,8	21,9	10%	3,3	47%
zarządzanie aktywami trw.	7,6	7,6	-1%	31,8	33,0	4%	7,9	96%
działalność deweloperska	2,2	1,6	-28%	4,4	2,1	-51%	0,6	244%
inne	1,9	-0,4		-0,3	-0,7		-0,2	195%
EBIT	10,1	5,1	-50%	36,8	36,7	0%	5,0	101%
Saldo finansowe	-0,5	-0,3		-2,3	-1,4		-0,4	92%
Udział w wyniku jedn. zależnych	-0,5	-0,2		2,5	-0,4		-1,9	11%
Wynik brutto	9,1	4,5	-50%	37,0	35,0	-6%	2,8	164%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	6,4	3,3	-48%	27,1	26,8	-1%	2,1	157%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	56,3	52,8	-6,2%	219,0	233,8	6,7%	55,2	96%
EBITDA skor.: produkcja tv + zarządzanie	10,9	9,1	-16,1%	51,6	54,9	6,3%	11,2	82%

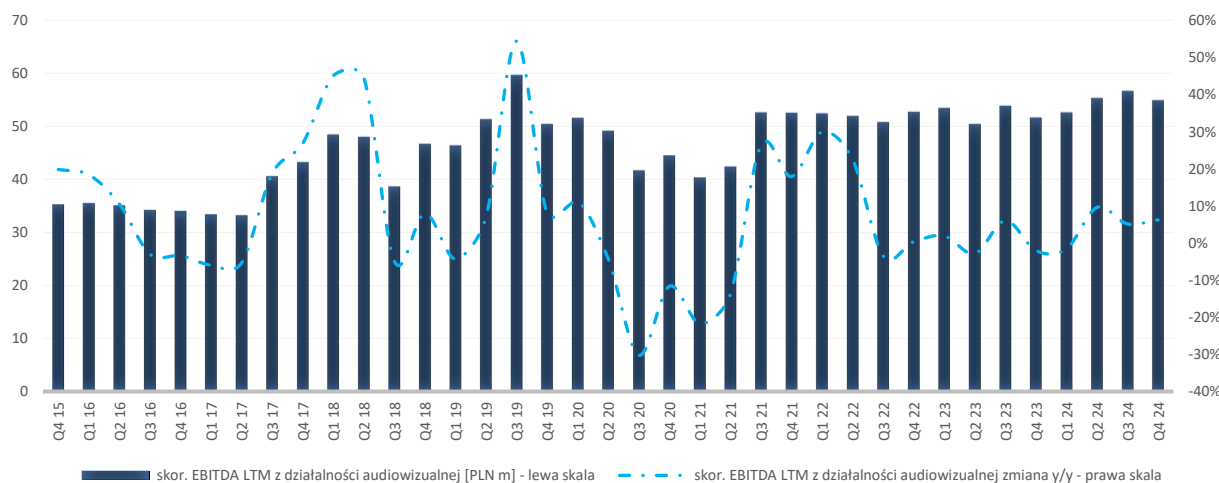
* Amortyzacja aktywów programowych w 2024 roku wyniosła w 4,8 mln PLN (w Q4 2024 było to niespełna 1,1 mln PLN). W 2023 roku amortyzacja aktywów programowych to 5,6 mln PLN (w Q4 2023 rozpoznano kwotę niespełna 1,2 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Końcówka 2024 roku nie była udana dla spółki na płaszczyźnie rozpoznawanych wyników. Zaprezentowane dane są słabsze na poziomie skor. EBITDA oraz EBIT niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Raport za Q4 2024 wskazał na erozję r/r skor. EBITDA względem Q4 2023 o 31%. EBIT w Q4 2024 spadł z 10,1 mln PLN do 5,1 mln PLN (-50% r/r). Finalnie na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 3,3 mln PLN (-48% r/r).

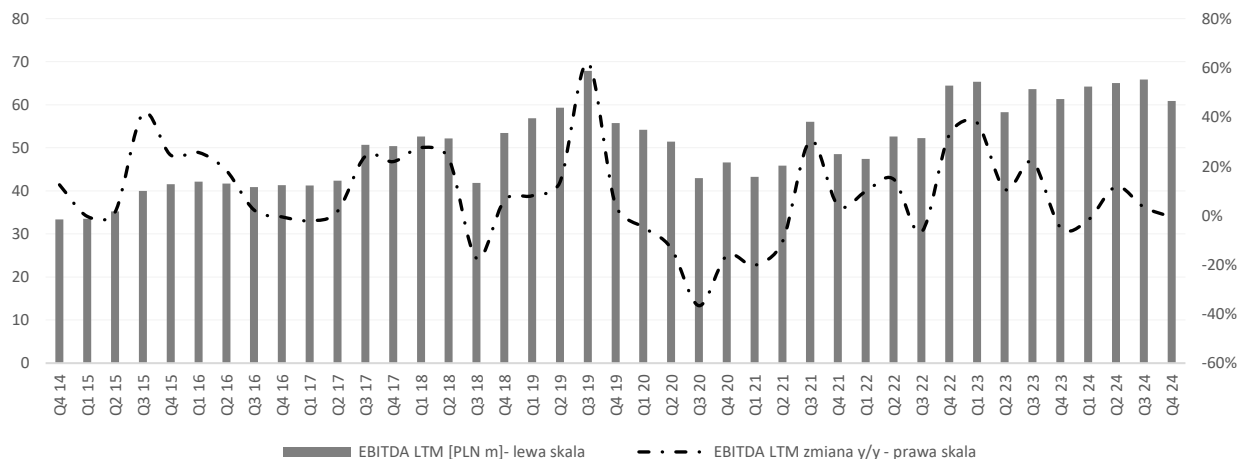
Analiza segmentów wskazuje na niski wynik w dywizji produkcja tv i filmowa (historycznie jeden ze słabszych okresów Q4 dla ATM Grupa). W segmencie zarządzanie aktywami trwałymi spółka w Q4 2024 wykazała płaski odczyt r/r na poziomie skor. EBITDA. Łącznie w Q4 2024 z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej oraz segmentu zarządzania aktywami trwałymi) odczyt skor. EBITDA wyniósł 9,1 mln PLN (-16,1% r/r). W ujęciu całego 2024 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej wyniosła 54,9 mln PLN (+6,3% r/r).

Historyczne odczyty EBITDA LTM z działalności audiowizualnej
(suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



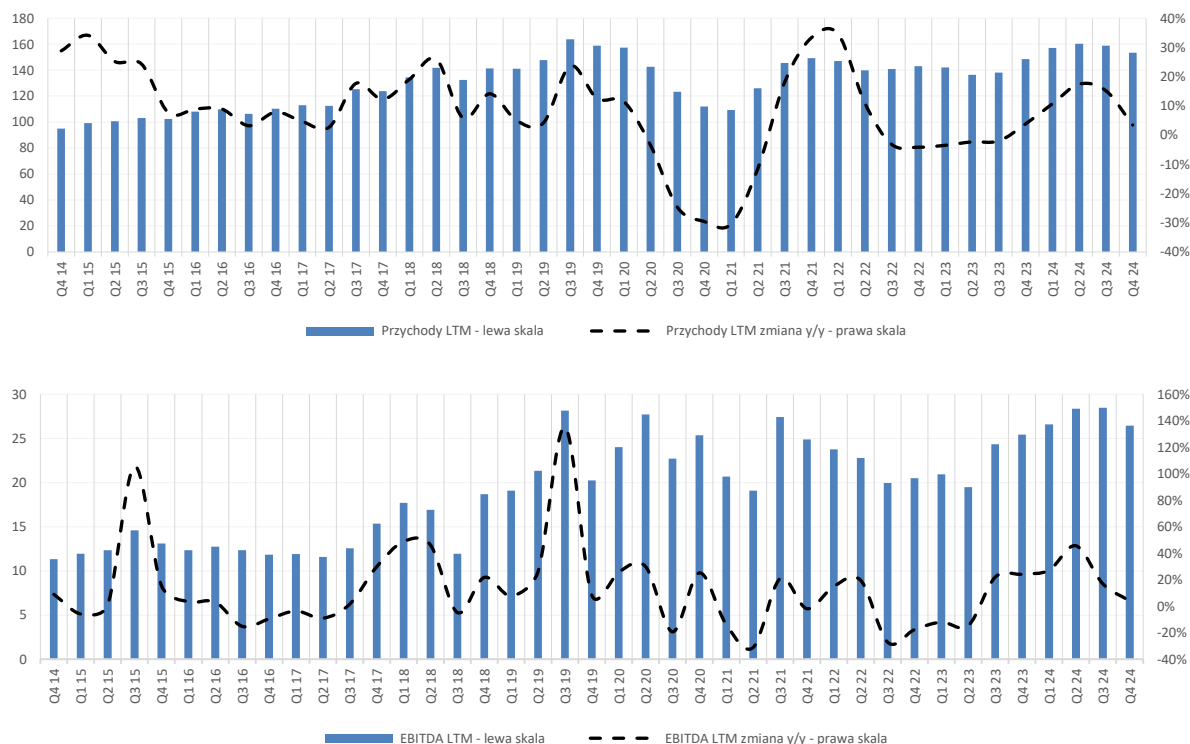
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



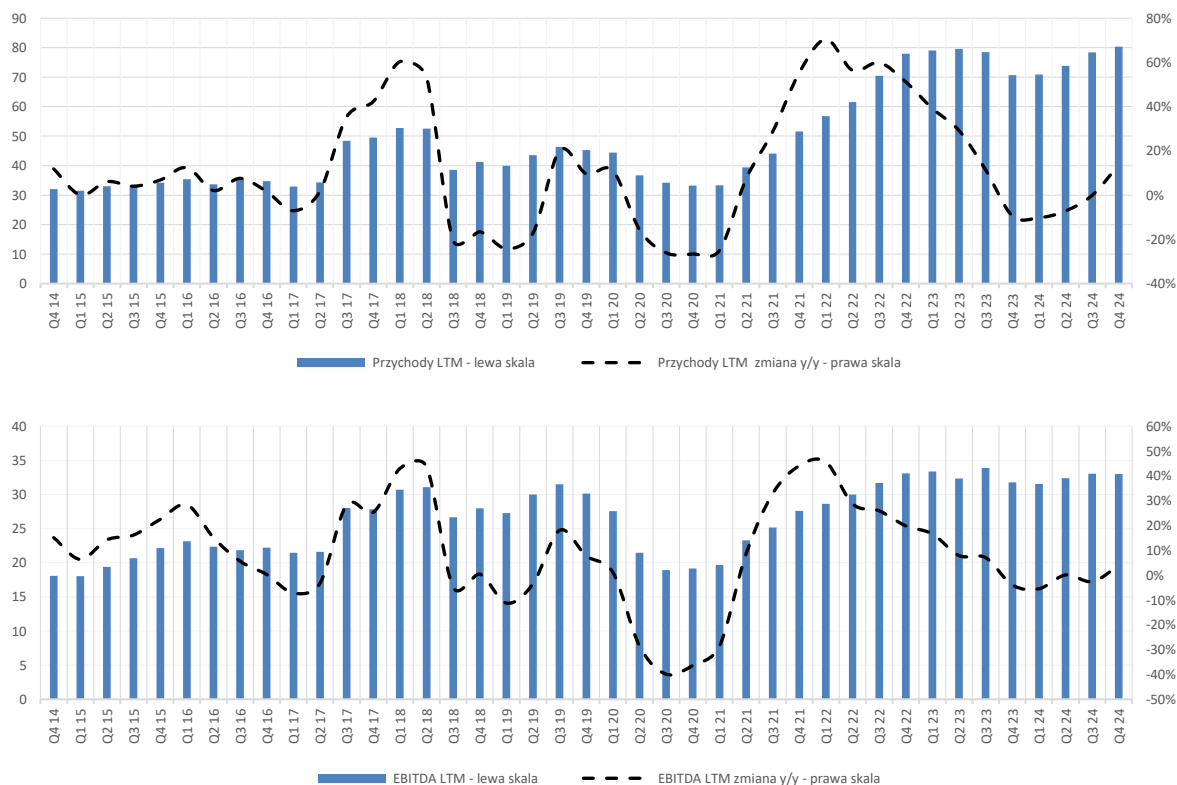
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu produkcji tv i filmowej w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



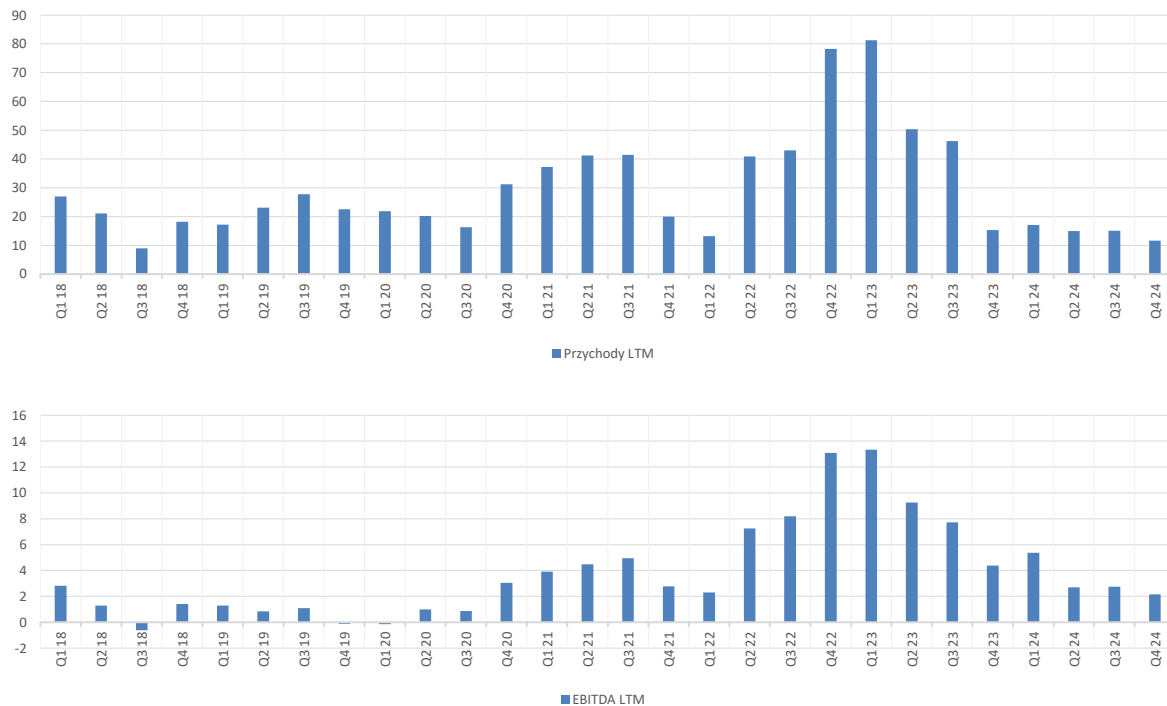
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne przychody oraz EBITDA segmentu zarządzania aktywami trwałymi w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu deweloperskiego w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2022 roku łączny wynik netto czterech podmiotów, w których udziały posiada ATM Grupa: Lumina, Black Photon, ATM Virtual oraz Boombit wyniósł ponad 26 mln PLN. W 2023 roku, głównie w wyniku erozji w Lumina, doszło do spadku tego odczytu do poziomu 16,6 mln PLN. Z kolei w 2024 rok łączny wynik netto wspomnianych podmiotów do zaledwie 1 mln PLN (efekt dalszej straty Lumina oraz ujęcia odpisów przez Boombit).

Historyczne odczyty wyniku netto wybranych podmiotów, w których jest zaangażowana ATM Grupa [PLN m] (jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia)



W komentarzu do wyników spółka zwraca uwagę, iż podmiot Lumina w 2024 roku nie osiągnął „...zakładanych pierwotnie wyników, co było konsekwencją szeregu czynników, przede wszystkim związanych z parkami zlokalizowanymi za granicą..... Jednocześnie spółka odnotowała wyjątkowo udany sezon w parkach na terenie Polski, przyciągając rekordową liczbę odwiedzających w każdej z lokalizacji.”

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA Q1 2025

Spodziewamy, że Q1 2025 mógł być relatywnie niskim sezonem dla ATM Grupa w skali całego 2025 roku. Przychody z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) zakładamy na poziomie 56,8 mln PLN (+2,6% r/r). Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji za Q1 2025 może wynieść 10,4 mln PLN (-2,9% r/r). Po Q1 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 56,6 mln PLN (+8% r/r).

Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 26,1 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

Prognoza wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y
Przychody	60,5	57,2	-5,4%	246,3	244,8	-1%
produkcja tv i filmowa	41,2	42,1	2,0%	157,1	154,7	-2%
zarządzanie aktywami trw.	14,1	14,8	4,5%	70,9	80,6	14%
działalność deweloperska	4,8	0,1	-99,0%	17,1	6,5	-62%
inne	0,3	0,3	20,7%	1,2	2,9	141%
skor. EBITDA*	12,4	10,2	-17,7%	58,6	55,5	-5%
produkcja tv i filmowa	4,8	4,5	-5,8%	21,0	23,3	11%
zarządzanie aktywami trw.	5,9	5,9	-0,6%	31,6	33,3	5%
działalność deweloperska	1,5	0,0	-99,2%	5,4	-0,3	
inne	0,2	-0,2		0,7	-0,9	
EBIT	7,8	5,2	-33,4%	39,6	34,0	-14%
Saldo finansowe	-0,4	0,0		-2,4	-1,0	
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,6	-1,2		1,3	-3,8	
Wynik brutto	8,0	4,0	-49,8%	38,5	29,2	-24%
Wynik netto dla akcjonariuszy	6,8	3,1	-54,7%	28,5	21,9	-23%
Działalność audiowizualna:						
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	55,4	56,8	2,6%	228,0	235,3	3%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,7	10,4	-2,9%	52,6	56,6	8%

* Szacowany wynik skor. EBITDA obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje ATM Grupa w raportach okresowych. Odczyt skor. EBITDA obliczony przez BDM liczony jest po kosztach amortyzacji aktywów programowych (czyli inaczej niż spółka raportuje odczyt EBITDA). Dodatkowo w kalkulacji skor. EBITDA eliminujemy wpływ odpisów utraty wartości aktywów programowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Na poziomie skonsolidowanym, zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami, EBITDA spółki za 2025 rok może wzrosnąć z 60,9 mln PLN do 100,6 mln PLN. Istotne znaczenie dla naszej prognozy na 2025 rok ma ujęcie rozliczenia przez wynik w Q2 2025 jednego z głównych projektów realizowanych w 2024 roku. Po skorygowaniu odczytu EBITDA o amortyzację aktywów programowych spodziewamy się, że łączna skor. EBITDA spółki w 2025 roku może wynieść blisko 71,8 mln PLN wobec odczytu 56,3 mln PLN z 2024 roku.

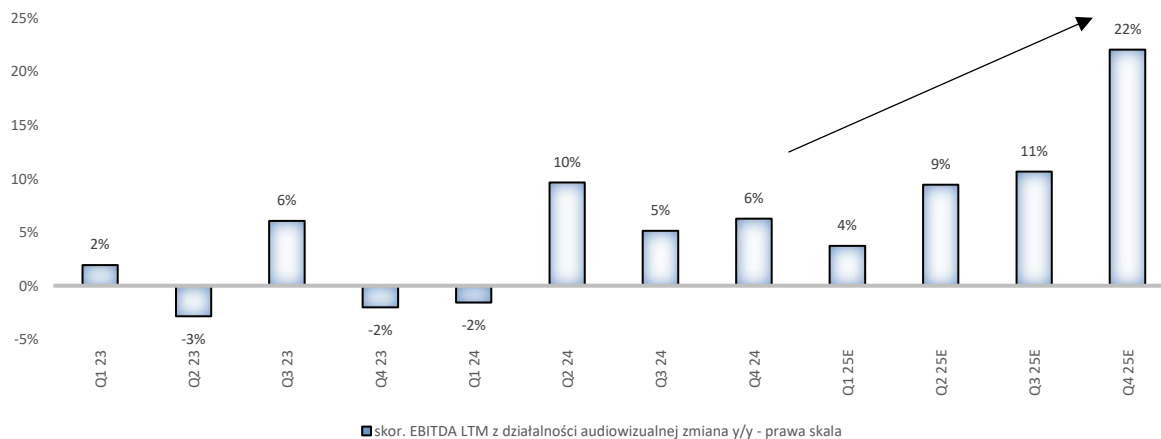
W 2025 roku na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom podziewamy się wzrostu zysku do 39,5 mln PLN, co oznacza wzrost o ponad 47% r/r.

Segment produkcji tv i filmowej + segment zarządzania aktywami trwałymi (działalność audiowizualna)

W ubiegłorocznych projekcjach spodziewaliśmy się, że już w 2024 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej materialnie przekroczy 60 mln PLN. Pomimo niższego finalnego odczytu za 2024 rok nie rezygnujemy z optymistycznych projekcji w średnim horyzoncie. W naszym odczuciu spółka zakończyła 2024 rok z wysokim obciążeniem w segmencie produkcja tv i filmowa. Przypominamy też, że część projektów zrealizowanych w 2024 roku zostanie ujęta w wynikach prawdopodobnie w pierwszym półroczu 2025 roku (w modelu przyjmujemy Q2 2025).

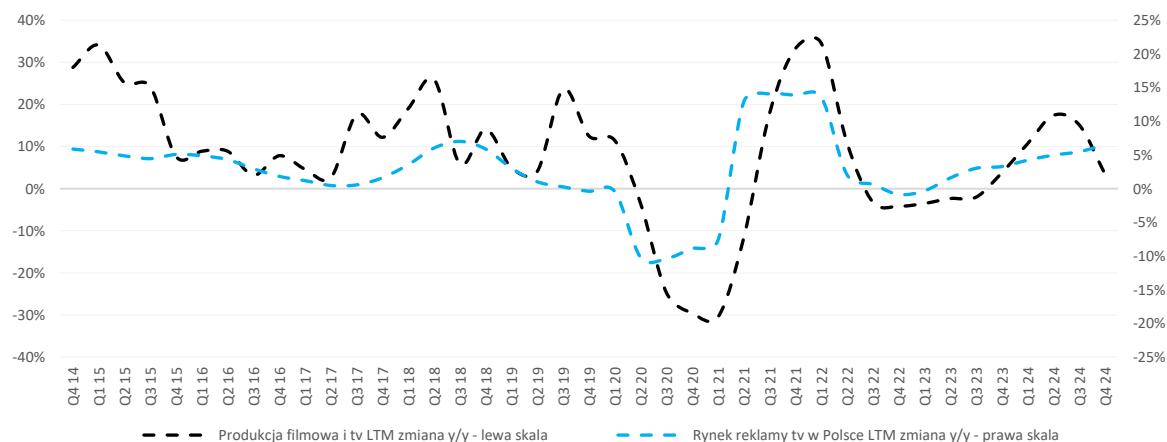
Spodziewamy się, że obserwowany przez nas wzrost kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych (dostrzegamy rosnącą liczbę projektów względem 2024 roku) w perspektywie kolejnych kwartałów 2025 roku będzie impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. W naszej ocenie sukcesem można także podsumować działania ATM Grupa na polu rywalizacji o wsparcie finansowe na realizację przyszłych projektów tv i filmowych ze środków przyznawanych przez PISF. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych w naszym odczuciu mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy w okresie 2026/2027 roku (czekamy na wyniki oglądalności jednego z kluczowych projektów). Liczymy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025/2026 wzrośnie do odpowiednio 67 mln PLN i 69,4 mln PLN.

Historyczna dynamika r/r dla skor. EBITDA LTM z działalności audiowizualnej i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dynamika r/r przychodów segmentu produkcja filmowa i tv na tle dynamiki r/r rynku reklamy tv w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dłuższym horyzoncie odczuwalny wpływ na kształt oraz kondycję branży producentów filmowych mogą mieć dyskutowane postulaty o wzmocnieniu pozycji konkurencyjnej Polski na tle innych krajów obszaru CEE.

W Polsce system wsparcia produkcji audiowizualnej, tzw. „zachęty”, jest regulowany ustawą o finansowym wspieraniu produkcji audiowizualnej i oferuje zwrot poniesionych kosztów produkcji w wysokości 30% wydatków kwalifikowalnych (jest to program 10 letni i zostały 2 lata funkcjonowania). Środki przeznaczone na wspieranie produkcji audiowizualnej pochodzą z budżetu państwa i są rozdzielane w ciągu roku do momentu ich wyczerpania. Obsługą systemu zajmuje się Polski Instytut Sztuki Filmowej (PISF).

Obecne mechanizmy wsparcia produkcji telewizyjnych i filmowych w Polsce są naszym odczuciu archaiczne i zupełnie niekonkurencyjne wobec regulacji wprowadzonych przez takie kraje regionu jak Węgry, Czechy, Słowację, czy kraje bałtyckie.

Z danych PISF wynika, że w latach 2019-2020 pula środków na wsparcie finansowe na produkcje audiowizualne (zachęty) nie została wyczerpana. W 2021 roku środki zostały wyczerpane w połowie czerwca, a w 2022 roku w pierwszych dniach marca. Z kolei rok 2024 i 2025 wskazują na wyjątkową konkurencję wśród podmiotów ubiegających się o wsparcie i roczne pule środków przeznaczone na program zachęt wyczerpały się błyskawicznie. W 2024 roku środki wyczerpały się w niespełną godzinę i nastąpiła awaria serwerów PISF z uwagi na ich obciążenie. Podobna sytuacja miała miejsce w 2025 roku (logowanie możliwe od 12:00; wyczerpanie środków o godzinie 12:01:37 sekund ?!).

Zauważamy deklarację PISF, który ma aktywnie przekonywać Ministerstwo Kultury i Dziedzictwa Narodowego o potrzebie zwiększenia dotacji celowej na finansowanie wsparcia produkcji audiowizualnej. Dodatkowo PISF w jednym z komunikatów zaakcentował „...konieczność przeanalizowania przepisów ustawy o finansowym wspieraniu produkcji audiowizualnej odnośnie sposobu rozdysponowywania środków w ramach systemu „zachęty”....”

W marcu 2025 roku w Senacie przedstawiono pierwsze założenia inicjatywy: „Plan działań na rzecz rozwoju polskiej kinematografii”. Zauważamy, że duży akcent został położony na rozwiązania ulg podatkowych, które z powodzeniem funkcjonują w wybranych krajach CEE (PISF wskazuje że to powszechny za granicą model wsparcia finansowego produkcji audiowizualnych). Na podstawie komunikatów Senatu, pierwsza wersja „Planu działań na rzecz rozwoju polskiej kinematografii” koncentruje się m.in. na: potrzebie zmian modelu finansowania produkcji filmowych i serialowych. Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, iż proces legislacyjny potrwa do 2026 roku i w takim potencjalnie scenariuszu nowy ekosystem ma szansę zacząć funkcjonować od roku 2027.

Zmiany w prognozie w porównaniu do poprzedniego modelu

W obecnej aktualizacji pozostawiamy ścieżkę wynikową na lata 2025-2027 bez istotnych korekt. Symboliczne zmiany w modelu są wynikiem ujęcia w modelu pełnych rezultatów za Q4 2024.

Łącznie nasze założenia dla obszarów związanych z działalnością audiowizualną wskazują na potencjał wzrostu skor. EBITDA do 67 mln PLN względem odczytu 54,9 mln PLN z 2024 roku. Na rok 2026 spodziewamy się, iż skor. EBITDA wyniesie 69,4 mln PLN. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego oznacza to utrzymanie założeń (różnice nie przekraczają 1%).

Finalnie na poziomie wyniku netto (przypisanego akcjonariuszom) obecnie zakładamy na 2025 rok wzrost odczytu z 26,8 mln PLN z 2024 roku do 39,5 mln PLN. Na rok 2026 zakładamy wynik netto w okolicy 42,3 mln PLN. Na rok 2025 i 2026 jest to rewizja względem poprzedniej analizy o 1%.

Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-04-25 [PLN m]

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana %	zmiana %	zmiana %
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	305,7	309,5	327,8	306,0	310,0	328,0	0%	0%	0%
produkcja tv i filmowa	199,4	194,4	204,2	199,4	194,4	204,2	0%	0%	0%
zarządzanie aktywami trw.	80,6	85,0	89,3	80,6	85,0	89,3	0%	0%	0%
działalność deweloperska	24,3	28,6	32,9	24,3	28,6	32,9	0%	0%	0%
skor. EBITDA	71,8	74,2	78,2	71,8	74,0	78,1	0%	0%	0%
produkcja tv i filmowa	33,2	33,6	34,8	33,2	33,6	34,8	0%	0%	0%
zarządzanie aktywami trw.	33,7	35,8	37,8	33,7	35,6	37,8	0%	1%	0%
działalność deweloperska	5,7	5,4	6,3	5,7	5,4	6,3	1%	1%	-1%
EBIT	51,7	53,8	56,6	51,6	53,5	56,4	0%	0%	0%
Saldo finansowe	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-1,0	-1,3	-15%	-10%	-12%
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,4	2,0	2,1	0,4	2,0	2,1	10%	-1%	-1%
Wynik brutto	51,4	54,8	57,5	51,1	54,5	57,2	1%	1%	1%
Wynik netto dla akcjonariuszy	39,5	42,3	44,3	39,2	41,8	43,8	1%	1%	1%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	280,0	279,5	293,4	280,0	279,5	293,4	0%	0%	0%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	67,0	69,4	72,7	66,9	69,2	72,6	0%	0%	0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane) [PLN m]

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	300	236	247	306	310	328	330	342	353
EBITDA	64,4	61,3	60,9	100,6	74,2	78,2	79,6	81,8	83,9
skor. EBITDA	63,5	55,7	56,3	71,8	74,2	78,2	79,6	81,8	83,9
segment produkcja tv	19,6	19,8	21,9	33,2	33,6	34,8	36,4	37,6	38,8
segment zarządzanie	33,1	31,8	33,0	33,7	35,8	37,8	40,8	41,7	42,7
segment nadawanie	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	13,1	4,4	2,1	5,7	5,4	6,3	3,2	3,2	3,2
inne/wyłączenia	-2,1	-0,3	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
EBIT	46,2	36,8	36,7	51,7	53,8	56,6	54,6	56,5	58,4
Saldo finansowe	-2,5	-2,3	-1,4	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,0	-0,8
Udział w zyskach jedn. zal.	8,7	2,5	-0,4	0,4	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
Wynik brutto	52,4	37,0	35,0	51,4	54,8	57,5	55,6	57,8	59,9
Wynik netto	44,6	28,1	27,7	40,5	43,3	45,4	43,9	45,7	47,3
Wynik netto dla akcjonariuszy	43,8	27,1	26,8	39,5	42,3	44,3	42,9	44,6	46,2
Przychody y/y	34,0%	-21,5%	4,7%	24,0%	1,3%	5,9%	0,6%	3,6%	3,3%
EBITDA / Przychody	21,5%	26,0%	24,7%	32,9%	24,0%	23,8%	24,1%	23,9%	23,8%
skor. EBITDA / Przychody	21,2%	23,7%	22,8%	23,5%	24,0%	23,8%	24,1%	23,9%	23,8%
EBIT / Przychody	15,4%	15,6%	14,9%	16,9%	17,4%	17,3%	16,5%	16,5%	16,5%
Wynik netto / Przychody	14,9%	11,9%	11,2%	13,2%	14,0%	13,9%	13,3%	13,4%	13,4%
Działalność audiowizualna	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody [PLN m]	220,9	219,0	233,8	280,0	279,5	293,4	310,3	322,3	333,5
Skor. EBITDA [PLN m]	52,7	51,6	54,9	67,0	69,4	72,7	77,2	79,3	81,5
Skor. EBITDA y/y	0,4%	-2,0%	6,3%	22,1%	3,7%	4,6%	6,2%	2,8%	2,7%
Skor. EBITDA / Przychody	23,9%	23,6%	23,5%	23,9%	24,8%	24,8%	24,9%	24,6%	24,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane) [PLN m]

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	258	258	258	235	259	275	277	280	283
Rzeczowe aktywa trwałe	176	168	167	143	164	180	181	182	184
WNIIP	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	24	34	30	30	30	30	30	30	30
Inwestycje w jedn. stow.	46	43	42	43	45	46	47	48	49
Pozostałe aktywa trwałe	11	12	17	17	17	17	17	17	17
Aktywa obrotowe	133	128	167	175	186	197	210	224	237
Aktywa programowe	7	6	29	17	15	16	17	18	18
Zapasy	32	17	20	29	42	52	52	52	53
Należności handlowe	30	32	39	40	55	58	59	61	63
Pozostałe aktywa finansowe	7	42	52	52	47	47	47	47	47
Środki pieniężne i ekwiwalenty	44	19	14	24	13	11	22	33	43
Inne aktywa obrotowe	13	12	13	13	13	13	13	13	13
Aktywa	391	386	425	410	444	473	487	504	520
Kapitał własny razem	301	307	311	328	347	365	379	395	411
Razem zobowiązania	90	79	115	83	98	108	107	109	110
Zobowiązania długoterminowe	39	40	46	35	35	35	35	35	35
Zobowiązania krótkoterminowe	51	39	69	48	63	73	73	74	75
Kapitał własny + Zobowiązania	391	386	425	410	444	473	487	504	520
Zobowiązania % [PLN m]	29	25	27	27	27	27	27	27	27
Środki pieniężne i inne netto [PLN m]	54	64	66	77	61	59	70	81	91
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-49	-33	-31	-43	-54	-63
Dług % / Kapitał własny	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe / Przychody	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Aktywa trwałe / Przychody	0,9	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa / Przychody	1,3	1,6	1,7	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania kr. / Przychody	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania dł. / Przychody	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania / Pasywa	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny / Pasywa	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

[PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	94,4	43,5	40,5	57,9	49,3	61,3	65,5	66,1	68,1
CF inwestycyjny	-44,4	-36,7	-18,6	-28,0	-41,9	-37,4	-25,6	-26,6	-27,5
Cf finansowy	-39,4	-31,7	-27,1	-22,8	-18,3	-26,0	-28,4	-28,5	-30,8
CF netto	10,6	-25,0	-5,2	7,2	-10,9	-2,1	11,5	11,0	9,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cena akcji [PLN]	3,92	3,92	3,92	3,92	3,92	3,92	3,92	3,92	3,92
Liczba akcji [m]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [PLN m]	330	330	330	330	330	330	330	330	330
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-39	-49	-33	-31	-43	-54	-63
EV [PLN m]	305	292	292	281	297	299	288	277	267
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,32	0,47	0,50	0,53	0,51	0,53	0,55
BVPS [PLN]	3,56	3,63	3,67	3,87	4,10	4,31	4,49	4,68	4,86
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,27	0,28	0,31	0,34	0,34	0,37
Rentowność dywidendy	7,1%	6,6%	6,6%	6,9%	7,0%	7,9%	8,6%	8,6%	9,3%
P/E	7,5	12,2	12,3	8,4	7,8	7,5	7,7	7,4	7,2
EV/EBITDA	4,7	4,8	4,8	2,8	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
skor. EV/EBITDA	4,8	5,2	5,2	3,9	4,0	3,8	3,6	3,4	3,2
EV/EBIT	6,6	7,9	7,9	5,4	5,5	5,3	5,3	4,9	4,6
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
ROA	11%	7%	7%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
ROE	15%	9%	9%	12%	13%	12%	12%	12%	12%
ROIC	16%	13%	14%	19%	20%	18%	16%	17%	17%

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

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	4,95	kupuj	5,04	2025-05-19	10:48	3,92	102 190
kupuj	4,95	kupuj	5,04	2025-04-25	18:03	3,85	100 157
kupuj	5,04	kupuj	4,91	2025-01-03	11:56	4,25	81 686
kupuj	4,91	kupuj	4,51	2024-04-22	10:35	3,20	83 515
kupuj	4,51	kupuj	4,95	2023-09-13	23:37	3,29	66 664
kupuj	4,95	kupuj	4,58	2023-05-22	11:23	3,45	65 398
kupuj	4,58	wznowienie	---	2022-11-28	16:35	3,51	56 008
trzymaj	4,00	kupuj	4,75	16.10.2017	09:25	4,10	65 601
kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17	3,93	48 619
trzymaj	3,62	kupuj	3,92	16.02.2016		3,84	44 288
kupuj	3,92	akumuluj	4,11	26.10.2015		3,3	51 157
akumuluj	4,15	trzymaj	3,62	01.07.2015		3,74	53 200
trzymaj	3,62	kupuj	3,71	24.10.2014		3,66	53 582
kupuj	3,71	kupuj	3,54	11.06.2014		3,10	53 148
kupuj	3,54	akumuluj	2,83	11.03.2014		3,03	51 230
akumuluj	2,83	akumuluj	2,06	21.10.2013		2,59	53 854
akumuluj	2,06	trzymaj	1,44	27.08.2013		1,86	49 410
trzymaj	1,44	kupuj	1,43	08.04.2013		1,46	45 200
kupuj	1,43	kupuj	1,58	14.12.2012		0,93	46 653
kupuj	1,58	trzymaj	2,00	12.09.2012		1,08	43 010
trzymaj	2,00	kupuj	1,59	21.02.2012		2,01	42 047
kupuj	1,59	---	---	28.09.2011		1,16	37 826

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	5	50%	0	0%
Akumuluj	1	10%	0	0%
Trzymaj	4	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/gpwwpa>). 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.

Data sporządzenia materiału: 2025-05-19

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-19 (10:48 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-19 (10:45 CET/CEST).

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ 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.

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 2025-05-19:

- 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 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.