

PROGNOZY WYNIKÓW 1Q 2024



Analitycy:
Maciej Bobrowski
Krzysztof Pado
Krzysztof Tkocz
Anna Tobiasz

30 KWIETNIA 2024, 12:10 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

| | |
|----------------------------|----|
| 11 BIT STUDIOS | 9 |
| AGORA | 10 |
| AILLERON | 13 |
| ARTIFEX MUNDI | 14 |
| ATAL | 15 |
| ATM GRUPA | 16 |
| BIG CHEESE STUDIO | 18 |
| BIOMAXIMA | 19 |
| BOOMBIT | 20 |
| BUDIMEX | 21 |
| CD PROJEKT | 22 |
| CI GAMES | 23 |
| CREEPY JAR..... | 24 |
| CYFROWY POLSAT | 25 |
| DECORA..... | 26 |
| DEKPOL | 27 |
| DIGITAL NETWORK..... | 28 |
| DOM DEVELOPMENT | 30 |
| ELEKTROTIM..... | 32 |
| ENTER AIR | 33 |
| ERBUD | 34 |
| ESOTIQ & HENDERSON | 35 |
| FERRO..... | 36 |
| FOREVER ENTERTAINMENT..... | 37 |
| HUUUGE GAMES | 38 |
| INSTAL KRAKÓW | 39 |
| KĘTY | 40 |
| KINO POLSKA..... | 41 |
| MIRBUD..... | 43 |
| MOSTOSTAL ZABRZE | 44 |
| NEUCA..... | 45 |
| ONDE..... | 46 |
| ORANGE POLSKA..... | 47 |
| PCF GROUP..... | 50 |
| PEKABEX..... | 51 |
| PKN ORLEN..... | 52 |
| PLAYWAY..... | 53 |
| POLIMEX..... | 54 |
| RELPOL | 55 |
| SELENA FM | 56 |
| SYNTHAVERSE | 57 |
| ŚNIEŻKA..... | 58 |
| TEN SQUARE GAMES..... | 59 |
| TORPOL | 60 |
| UNIBEP | 61 |
| UNIMOT | 62 |
| VOXEL..... | 64 |
| WIRTUALNA POLSKA | 65 |
| ZUE..... | 67 |

ZESTAWIENIE PODSUMOWUJĄCE [MLN PLN]

| | Data publikacji | EBITDA | | | EBIT | | | Wynik netto | | | stopa zwrotu | | | |
|-----------------------|-----------------|----------|---------|------------|----------|---------|------------|-------------|---------|------------|--------------|--------|--------|--------|
| | | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 1 mc | 3mc | 6mc | YTD |
| 11 BIT | 23 maj 24 | 3,8 | 3,3 | -12,8% | 1,9 | 0,5 | -76,1% | 2,5 | 0,3 | -88,3% | 4,9% | -4,9% | -8,0% | 3,5% |
| AGORA | 24 maj 24 | 35,7 | 45,7 | 28% | -5,0 | 3,5 | --- | 32,6 | -5,7 | --- | -13,1% | -8,1% | 11,9% | -8,9% |
| AILLERON | 22 maj 24 | 15,6 | 12,1 | -22,7% | 11,9 | 8,1 | -32,3% | 2,8 | 2,2 | -20,8% | 9,5% | -9,2% | -19,9% | -9,0% |
| ARTIFEX MUNDI | 15 maj 24 | 5,7 | 9,7 | 69,6% | 4,5 | 8,3 | 83,9% | 4,4 | 7,6 | 72,5% | 6,8% | 23,5% | 72,6% | 65,1% |
| ATAL | 28 maj 24 | 9,5 | 11,7 | 22% | 4,9 | 6,7 | 37% | 5,4 | 6,0 | 12% | 2,2% | 2,2% | 0,5% | 8,4% |
| ATM GRUPA | 31 maj 24 | 2,2 | 1,1 | -51,2% | 2,1 | 1,0 | -53,7% | 1,9 | 0,9 | -49,9% | 20,4% | 13,4% | 18,2% | 10,2% |
| BIG CHEESE STUDIO | 23 maj 24 | 3,8 | 3,3 | -12,8% | 1,9 | 0,5 | -76,1% | 2,5 | 0,3 | -88,3% | 7,0% | -11,2% | -20,7% | -15,3% |
| BIOMAXIMA | 29 maj 24 | 1,0 | 1,3 | 28% | 0,5 | 0,5 | 1% | 0,5 | 0,2 | -54% | 22,5% | -0,5% | -11,0% | -9,0% |
| BOOMBIT | 23 maj 24 | 4,7 | 8,4 | 80,1% | 0,7 | 4,6 | 523,9% | -1,0 | 4,4 | - | 2,3% | 0,0% | -1,3% | 1,4% |
| BUDIMEX | 8 maj 23 | 141,3 | 160,2 | 13% | 102,3 | 118,2 | 16% | 106,3 | 119,2 | 12% | -1,1% | 0,9% | 47,2% | 10,5% |
| CD PROJEKT | 28 maj 24 | 75,1 | 100,5 | 33,8% | 71,5 | 74,3 | 3,9% | 69,7 | 77,3 | 11,0% | 2,3% | 14,1% | 13,9% | 4,0% |
| CI GAMES | 29 maj 24 | 1,2 | 18,0 | 1382,4% | -0,6 | 7,5 | - | -0,7 | 5,7 | - | -7,1% | -17,3% | -50,2% | -29,0% |
| CREEPY JAR | 22 maj 24 | 9,0 | 3,0 | -67,0% | 8,6 | 2,7 | -69,2% | 9,3 | 3,2 | -65,5% | 3,6% | -1,7% | -6,9% | -3,0% |
| CYFROWY POLSAT | 22 maj 24 | 761,2 | 749,5 | -1,5% | 298,7 | 438,6 | 46,8% | 71,0 | 182,4 | 157,0% | -7,0% | -8,2% | -23,8% | -19,0% |
| DECORA | 10 maj 24 | 24,6 | 29,5 | 20% | 20,7 | 25,1 | 21% | 16,6 | 19,3 | 16% | 26,0% | 8,8% | 37,0% | 18,5% |
| DEKPOL | 27 maj 24 | 14,4 | 19,3 | 34% | 10,3 | 15,7 | 53% | 9,6 | 11,0 | 15% | 7,4% | -5,5% | 37,6% | -3,7% |
| DIGITAL NETWORK | 29 maj 24 | 4,2 | 6,2 | 48% | 1,7 | 3,3 | 99% | 0,9 | 2,5 | 178% | 8,6% | 23,3% | 153,5% | 59,0% |
| DOM DEVELOPMENT | 16 maj 24 | 201,7 | 164,1 | -19% | 197,3 | 158,6 | -20% | 158,8 | 129,3 | -19% | 0,6% | 8,2% | 12,6% | 18,1% |
| ELEKTROTIM | 28 maj 24 | 8,6 | 25,0 | 189% | 7,5 | 23,9 | 216% | 5,8 | 20,1 | 250% | 2,0% | 20,8% | 55,0% | 26,9% |
| ENTER AIR | 29 maj 24 | 40,5 | 42,9 | 5,8% | -13,2 | -15,3 | - | -40,8 | -25,7 | - | -5,5% | 24,4% | 53,1% | 27,3% |
| ERBUD | 8 maj 24 | 1,0 | 18,6 | 1828% | -7,8 | 9,0 | - | -13,4 | 1,6 | - | -8,6% | 13,6% | 9,5% | -0,7% |
| ESOTIQ | 27 maj 24 | 5,4 | 5,3 | -1% | 1,5 | 1,3 | -13% | 0,2 | 0,3 | 58% | 11,3% | -5,3% | 6,3% | 6,0% |
| FERRO | 22 maj 24 | 28,9 | 30,5 | 6% | 24,9 | 25,9 | 4% | 17,5 | 18,0 | 3% | -1,8% | 9,7% | 23,6% | 22,2% |
| FOREVER ENTERTAINMENT | 15 maj 24 | 1,9 | -0,5 | - | 1,9 | -0,6 | - | 1,3 | -0,4 | - | -2,7% | -5,8% | -20,4% | -19,6% |
| HUUUGE* | 30 maj 24 | 27,6 | 22,2 | -19,5% | 24,5 | 18,9 | -22,7% | 23,0 | 17,2 | -25,2% | -7,0% | -11,6% | -3,5% | -6,3% |
| INSTAL KRAKÓW | 20 maj 24 | 8,4 | 17,3 | 105% | 6,9 | 15,8 | 127% | 5,4 | 12,6 | 133% | 6,6% | 5,6% | 4,3% | 1,6% |
| KĘTY | 17 kwi 24 | 200,6 | 222,5 | 11% | 156,8 | 174,2 | 11% | 135,8 | 150,2 | 11% | 10,5% | 23,2% | 18,3% | 12,8% |
| KINO POLSKA TV | 16 maj 24 | 18,1 | 18,3 | 1,2% | 17,1 | 15,8 | -7,6% | 13,5 | 13,0 | -3,3% | -13,6% | -4,1% | -0,4% | -2,1% |
| MIRBUD | 23 maj 24 | 30,1 | 45,6 | 51% | 25,6 | 41,0 | 60% | 13,1 | 24,3 | 85% | -8,2% | 21,7% | 27,0% | 20,6% |
| MOSTOSTAL ZABRZE | 16 maj 24 | 19,8 | 14,8 | -25% | 16,4 | 10,9 | -33% | 11,2 | 8,8 | -22% | -5,5% | 14,8% | 9,6% | 6,0% |
| NEUCA | 23 maj 24 | 98,3 | 104,4 | 6% | 70,5 | 72,1 | 2% | 52,1 | 46,3 | -11% | 2,1% | 3,3% | 19,9% | -1,5% |
| ONDE | 8 maj 24 | -1,0 | 17,3 | - | -3,3 | 15,0 | - | -4,9 | 10,9 | - | 0,1% | -4,8% | 17,6% | -18,1% |
| ORANGE POLSKA | 23 kwi 24 | 762 | 799 | 4,9% | 392 | 349 | -11,0% | 270 | 227 | -15,9% | -2,7% | -8,0% | 1,0% | -3,2% |
| PCF GROUP | 27 maj 24 | 3,0 | 8,5 | 181,4% | -1,5 | 1,5 | - | -4,6 | -0,4 | - | -20,4% | -36,5% | -54,2% | -40,2% |
| PEKABEX | 23 maj 23 | 42,8 | 28,8 | -33% | 35,8 | 21,4 | -40% | 24,7 | 13,8 | -44% | 20,2% | 11,5% | 15,9% | 20,2% |
| PKN ORLEN | 23 maj 24 | 15 453,0 | 8 249,1 | -47% | 12 575,0 | 4 547,2 | -64% | 9 006,0 | 3 087,9 | -66% | 3,4% | 7,4% | 1,2% | 2,7% |
| PLAYWAY | 31 maj 24 | 41,5 | 43,6 | 5,1% | 41,1 | 43,1 | 4,8% | 30,0 | 33,9 | 12,9% | 5,9% | -2,7% | -11,9% | -5,0% |
| POLIMEX | 27 maj 23 | 39,6 | 26,5 | -33% | 29,0 | 15,6 | -46% | 22,9 | 13,6 | -41% | -16,3% | -15,1% | -19,5% | -15,6% |
| RELPOL | 22 maj 24 | 9,0 | 1,4 | -84% | 7,4 | -0,3 | - | 5,7 | -0,5 | - | 5,1% | -6,0% | -13,1% | -8,1% |
| SELENA | 29 maj 24 | 9,9 | 26,7 | 169% | 0,4 | 15,9 | 3729% | -5,1 | 9,2 | - | -2,0% | -6,5% | 12,5% | -10,4% |
| SYNTHAVERSE | 22 maj 24 | 2,9 | 1,8 | -37% | 1,3 | 0,1 | -93% | 0,7 | -0,0 | - | 26,7% | 17,3% | 1,3% | 16,0% |
| ŚNIEŻKA | 22 maj 24 | 37,5 | 40,8 | 9% | 27,5 | 31,3 | 14% | 16,3 | 21,7 | 33% | 5,7% | 4,7% | 11,6% | 9,1% |
| TEN | 27 maj 24 | 27,6 | 27,5 | -0,4% | -14,4 | 22,5 | - | -12,8 | 20,5 | - | -11,9% | -17,1% | 6,7% | -11,9% |
| TORPOL | 24 maj 24 | 18,8 | 15,4 | -18% | 12,3 | 9,1 | -26% | 14,4 | 9,4 | -35% | -14,7% | 19,5% | 56,7% | 44,4% |
| UNIBEP | 29 maj 24 | 19,7 | 95,7 | 386% | 12,9 | 88,8 | 588% | 4,3 | 20,5 | 380% | 0,2% | -3,4% | -4,0% | 5,3% |
| UNIMOT | 28 maj 24 | 114,6 | 28,3 | -75% | 109,0 | 4,7 | -96% | 81,8 | -7,7 | - | 3,9% | 3,5% | 31,3% | 6,1% |
| VOXEL | 27 maj 24 | 28,4 | 38,0 | 34% | 18,9 | 28,2 | 49% | 12,0 | 19,8 | 64% | 0,0% | 13,7% | 57,1% | 18,3% |
| WIRTUALNA POLSKA | 21 maj 24 | 76,0 | 81,1 | 6,7% | 38,6 | 42,5 | 10,1% | 14,4 | 16,0 | 11,0% | -4,0% | 1,2% | 11,7% | -1,3% |
| ZUE | 15 maj 24 | 5,5 | 6,9 | 26% | 1,9 | 3,2 | 69% | 1,1 | 2,4 | 118% | -14,8% | 17,5% | 71,1% | 33,2% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * mln USD

Realizacja założeń rocznych w 1Q'24 [mln PLN]

| | Przychody | | | realizacja | zmiana | EBITDA | | | realizacja | zmiana | Wynik netto | | | realizacja | zmiana |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|------------|--------|---------|----------|----------|------------|--------|-------------|----------|----------|------------|--------|
| | 1Q'24P | 2023 | 2024P | 1Q'24P | 24/23 | 1Q'24P | 2023 | 2024P | 1Q'24P | 24/23 | 1Q'24P | 2023 | 2024P | 1Q'24P | 24/23 |
| 11 BIT | 14,8 | - | - | - | - | 3,8 | - | - | - | - | 2,5 | - | - | - | - |
| AGORA | 381,3 | 1 425,50 | 1 562,50 | 24% | 10% | 45,7 | 227,8 | 278,3 | 16% | 22% | -5,7 | 34,1 | 25,8 | -22% | -24% |
| AILLERON | 113,9 | 453,1 | 597,3 | 19,1% | 31,8% | 12,1 | 56,2 | 80,7 | 15,0% | 43,8% | 2,2 | 3,5 | 19,7 | 11,2% | 457,4% |
| ARTIFEX MUNDI | 27,5 | - | - | - | - | 9,7 | - | - | - | - | 7,6 | - | - | - | - |
| ATAL | 380,0 | 1 500,5 | 1 447,2 | 26,3% | -3,6% | 99,8 | 405,1 | 353,5 | 28,2% | -12,7% | 80,2 | 341,2 | 283,5 | 28,3% | -16,9% |
| ATM GRUPA | 56,4 | 235,5 | 273,1 | 21% | 16% | 11,7 | 61,3 | 66,3 | 18% | 8% | 6 | 27,1 | 44,2 | 14% | 63% |
| BIG CHEESE STUDIO | 4,2 | 16,6 | 17,7 | 23,7% | 6,0% | 1,1 | 5,9 | 3,9 | 28,2% | -33,3% | 0,9 | 5,0 | 3,4 | 26,5% | -36,1% |
| BIOMAXIMA** | 12,5 | 48,7 | 59,7 | 20,9% | 22,5% | 1,3 | 3,8 | 7,9 | 16,3% | 106,7% | 0,2 | 0,8 | 2,8 | 7,8% | 238,4% |
| BOOMBIT | 61,5 | - | - | - | - | 8,4 | - | - | - | - | 4,4 | - | - | - | - |
| BUDIMEX | 1 663,7 | 9 801,5 | 10 240,2 | 16,2% | 4,5% | 160,2 | 938,4 | 1 086,3 | 14,7% | 15,8% | 119,2 | 738,2 | 839,5 | 14,2% | 13,7% |
| CD PROJEKT | 221,9 | 1 230,2 | 859,3 | 25,8% | -30,1% | 100,5 | 692,6 | 351,1 | 28,6% | -49,3% | 77,3 | 481,1 | 249,4 | 31,0% | -48,2% |
| CI GAMES | 29,1 | 245,0 | 90,2 | 32,3% | -63,2% | 18,0 | 97,6 | 60,5 | 29,8% | -38,0% | 5,7 | 13,0 | 12,3 | 46,3% | -5,5% |
| CREEPY JAR | 7,2 | 37,5 | 26,0 | 27,7% | -30,7% | 3,0 | 24,4 | 9,9 | 30,3% | -59,2% | 3,2 | 25,7 | 11,6 | 27,6% | -54,8% |
| CYFROWY POLSAT | 3 433,90 | 13 626,30 | 14 135,60 | 24% | 4% | 749,5 | 3 012 | 2 975 | 25% | -1% | 182,4 | 311,6 | -134,8 | -135% | -143% |
| DECORA | 153,0 | 570,9 | 590,1 | 25,9% | 3,4% | 29,5 | 103,2 | 110,8 | 26,7% | 7,4% | 19,3 | 66,9 | 66,8 | 28,9% | -0,3% |
| DEKPOL | 301,0 | 1 568,8 | 1 608,0 | 18,7% | 2,5% | 19,3 | 132,1 | 141,4 | 13,7% | 7,0% | 11,0 | 89,3 | 98,4 | 11,2% | 10,2% |
| DIGITAL NETWORK | 12,9 | 64,28 | 77,59 | 17% | 21% | 6,2 | 33,25 | 42,23 | 15% | 27% | 2,5 | 24,04 | 24,78 | 10% | 3% |
| DOM DEVELOPMENT | 690,6 | 2 550,3 | 2 990,7 | 23,1% | 17,3% | 164,1 | 578,9 | 703,1 | 23,3% | 21,5% | 129,3 | 460,2 | 549,5 | 23,5% | 19,4% |
| ELEKTROTIM | 80,0 | 546,9 | 575,0 | 13,9% | 5,1% | 25,0 | 38,7 | 69,0 | 36,3% | 78,3% | 20,1 | 22,4 | 55,3 | 36,4% | 147,2% |
| ENTER AIR | 395,2 | - | - | - | - | 42,9 | - | - | - | - | -25,7 | - | - | - | - |
| ERBUD | 599,3 | 3 234,4 | 3 223,0 | 18,6% | -0,3% | 18,6 | 57,0 | 118,4 | 15,7% | 107,7% | 1,6 | 10,0 | 39,2 | 4,2% | 291,6% |
| ESOTIQ | 63,6 | 275,5 | 291,5 | 21,8% | 5,8% | 5,3 | 31,6 | 30,6 | 17,3% | -3,0% | 0,3 | 7,4 | 9,4 | 3,7% | 27,0% |
| FERRO | 200,8 | 803,2 | 835,7 | 24,0% | 4,0% | 30,5 | 117,8 | 124,2 | 24,6% | 5,4% | 18,0 | 67,0 | 74,1 | 24,3% | 10,5% |
| FOREVER ENTERTAINMENT | 6,4 | 36,7 | 50,5 | 12,7% | 37,4% | -0,5 | 9,1 | 12,9 | - | 42,4% | -0,4 | 7,1 | 10,5 | - | 48,6% |
| HUUUGE* | 66,9 | 283,4 | 276,6 | 24,2% | -2,4% | 22,2 | 108,2 | 93,2 | 23,8% | -13,9% | 17,2 | 89,6 | 72,1 | 23,9% | -19,6% |
| INSTAL KRAKÓW | 130,0 | 418,3 | 437,1 | 29,7% | 4,5% | 17,3 | 48,1 | 53,9 | 32,0% | 12,0% | 12,6 | 35,3 | 40,0 | 31,6% | 13,3% |
| KĘTY | 1 239,6 | 5 218,6 | 5 359,6 | 23,1% | 2,7% | 222,5 | 868,0 | 948,7 | 23,5% | 9,3% | 150,2 | 539,1 | 575,5 | 26,1% | 6,8% |
| KINO POLSKA TV | 69,7 | 294,2 | 294,7 | 24% | 0% | 18,3 | 73,1 | 74,6 | 25% | 2% | 13 | 51,9 | 53,3 | 24% | 3% |
| MIRBUD | 525,5 | 3 322,4 | 3 225,4 | 16,3% | -2,9% | 45,6 | 242,6 | 240,6 | 18,9% | -0,8% | 24,3 | 135,4 | 144,4 | 16,8% | 6,6% |
| MOSTOSTAL ZABRZE | 239,0 | 1 351,4 | 970,2 | 24,6% | -28,2% | 14,8 | 109,5 | 55,9 | 26,5% | -48,9% | 8,8 | 74,2 | 30,7 | 28,5% | -58,6% |
| NEUCA | 3 072,5 | 11 812,6 | 12 295,7 | 25,0% | 4,1% | 104,4 | 379,7 | 406,1 | 25,7% | 7,0% | 46,3 | 159,5 | 165,2 | 28,0% | 3,6% |
| ONDE | 145,8 | 1 083,8 | 1 023,8 | 14,2% | -5,5% | 17,3 | 57,3 | 67,2 | 25,7% | 17,1% | 10,9 | 33,4 | 42,3 | 25,8% | 26,6% |
| ORANGE POLSKA | 3 081 | 12 970 | 12 973 | 24% | 0% | 799 | 3 179 | 3 263 | 24% | 3% | 227 | 818 | 839 | 27% | 3% |
| PCF GROUP | 42,0 | 150,1 | 153,7 | 25,6% | -12,5% | 8,5 | -66,8 | 13,7 | - | - | -0,4 | -76,7 | -14,1 | - | - |
| PEKABEX | 367,3 | 1 566,2 | 1 740,9 | 21,1% | 11,1% | 28,8 | 139,4 | 138,3 | 20,8% | -0,8% | 13,8 | 69,1 | 66,8 | 20,6% | -3,3% |
| PKN ORLEN | 73 814,9 | 372 767,0 | 283 368,4 | 26,0% | -24,0% | 8 249,1 | 41 813,0 | 32 492,6 | 25,4% | -22,3% | 3 087,9 | 20 237,0 | 11 885,9 | 26,0% | -41,3% |
| PLAYWAY | 82,0 | 310,8 | 371,7 | 22,1% | 17,5% | 43,6 | 160,8 | 216,0 | 20,2% | 25,0% | 33,9 | 144,6 | 165,7 | 20,5% | 26,1% |
| POLIMEX | 791,6 | 3 013,6 | 3 445,3 | 23,0% | 14,3% | 26,5 | -72,9 | 138,8 | 19,1% | - | 13,6 | -123,2 | 81,2 | 16,8% | - |
| RELPOL | 31,9 | 159,5 | 134,7 | 23,7% | -15,5% | 1,4 | 17,2 | 10,8 | 13,3% | -37,2% | -0,5 | 8,6 | 1,8 | - | -78,5% |
| SELENA | 421,5 | 1 778,4 | 1 824,4 | 23,1% | 2,6% | 26,7 | 148,5 | 149,7 | 17,9% | 0,8% | 9,2 | 50,1 | 74,4 | 12,3% | 48,5% |
| SYNTHAVERSE | 13,8 | 58,6 | 58,4 | 23,6% | -0,3% | 1,8 | 15,3 | 15,5 | 11,7% | 1,3% | 0,0 | 4,8 | 4,5 | - | -4,8% |
| ŚNIEŻKA | 210,6 | 857,8 | 908,8 | 23,2% | 6,0% | 40,8 | 159,4 | 168,9 | 24,1% | 5,9% | 21,7 | 77,6 | 92,6 | 23,4% | 19,3% |
| TEN | 99,8 | - | - | - | - | 27,5 | - | - | - | - | 20,5 | - | - | - | - |
| TORPOL | 270,0 | 1 091,8 | 1 340,0 | 20,1% | 22,7% | 15,4 | 138,7 | 71,7 | 21,4% | -48,3% | 9,4 | 101,9 | 47,9 | 19,5% | -53,0% |
| UNIBEP | 422,2 | 2 429,8 | 2 412,1 | 17,5% | -0,7% | 95,7 | -109,4 | 170,6 | 56,1% | - | 20,5 | -165,9 | 33,6 | 61,1% | - |
| UNIMOT | 2 736,5 | 12 913,2 | 12 080,5 | 22,7% | -6,4% | 28,3 | 669,0 | 300,3 | 9,4% | -55,1% | -7,7 | 487,2 | 121,6 | - | -75,1% |
| VOXEL | 104,9 | 424,2 | 495,9 | 21,2% | 16,9% | 38,0 | 147,1 | 168,1 | 22,6% | 14,2% | 19,8 | 82,2 | 91,9 | 21,5% | 11,8% |
| WIRTUALNA POLSKA | 351,5 | 1 436,80 | 1 578,90 | 22% | 10% | 81,1 | 439 | 475,6 | 17% | 8% | 16 | 155,8 | 184,8 | 9% | 19% |
| ZUE | 224,9 | 1 484,1 | 1 017,2 | 22,1% | -31,5% | 6,9 | 45,2 | 35,1 | 19,6% | -22,3% | 2,4 | 21,0 | 15,9 | 15,2% | -24,2% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., * mln USD; **- prognozowane wyniki 2023 r.

Zestawienie podsumowujące

| Spółka | Analityk | Komentarz |
|-------------------|-----------|---|
| 11 BIT | Tkocz | oczekiwany spadek przychodów mimo premiery gry „The Thaumaturge”, adj. EBITDA = 3,3 mln PLN (-13% r/r) |
| AGORA | Bobrowski | kolejny z rzędu mocny kwartał dla spółki (segment film i książka wsparty dodatkowo przychodami z dystrybucji kinowej) |
| AILLERON | Tkocz | wpływ umocnienia PLN oraz słabego otoczenia rynkowego na regresję wyników r/r |
| ARTIFEX MUNDI | Tkocz | spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 1Q'24, dane okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami |
| ATAL | Pado | wzrost liczby przekazania r/r, słabsze r/r marże |
| ATM GRUPA | Bobrowski | zakładamy, iż rozpoczął się proces zwiększenia wyników z działalności audiowizualnej |
| BIG CHEESE STUDIO | Tkocz | dalsza stabilizacja przychodów, zmiana umów w związku z kontrolą ZUS z potencjalnym negatywnym wpływem na poziom kosztów |
| BIOMAXIMA | Tobiasz | widoczna presja kosztowa, po otwarciu nowego zakładu spółka pracuje nad zwiększeniem sprzedaży |
| BOOMBIT | Tkocz | drugi kwartał, w którym segment PAE pozytywnie kontrybuował do wyników grupy, rekordowy pipeline wydawniczy na 2024 r. |
| BUDIMEX | Pado | kwartał pod znakiem ujemnej dynamiki przychodów r/r i wysokiej rentowności, wymagająca wycena |
| CD PROJEKT | Tkocz | okres znaczącego pogorszenia sprzedaży flagowych gier spółki |
| CI GAMES | Tkocz | kwartał dalszego spadku zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” wydaną w połowie października'23 |
| CREEPY IAR | Tkocz | oczekiwana regresja przychodów z "GH" i wyników r/r |
| CYFROWY POLSAT | Bobrowski | po serii słabych odczytów, zakładamy w Q1 2024 stabilizację EBITDA skor. w ujęciu r/r |
| DECORA | Pado | spadek cen surowców powinien rekompensować presję od strony popytu |
| DEKPOL | Pado | spodziewamy się w 1Q'24 lepszych r/r wyników (pozytywna kontrybucja do wzrostu segmentu budowlanego i deweloperskiego) |
| DIGITAL NETWORK | Bobrowski | spodziewamy się kolejnego dobrego okresu (spółka korzysta na wzroście znaczenia reklamy DOOH w ramach OOH) |
| DOM DEVELOPMENT | Pado | spadek liczby przekazania r/r, dobre marże |
| ELEKTROTIM | Pado | baza wynikowa w 1Q'24 jest dość wymagająca, ale skonsolidowane wyniki raportowane będą wsparte przez zysk na sprzedaży Zeusa |
| ENTER AIR | Tkocz | oczekiwana poprawa wyniku EBITDA o 6% r/r, wzrost wykonanych lotów r/r oscylujący w okolicach 30% |
| ERBUD | Pado | wyniki biznesu budowlanego i modułowego nadal słabe, w 1Q'24 spory zysk na sprzedaży projektów OZE |
| ESOTIQ | Tobiasz | wysoki poziom marży brutto na sprzedaży mimo licznych akcji promocyjnych |
| FERRO | Pado | spodziewane podtrzymanie okresu pozytywnego momentum wynikowe (aczkolwiek już nie tak wyraźnie jak w 2H'23) |
| FOREVER ENT. | Tkocz | brak premier i dalsza regresja monetyzacji aktualnego portfela gier negatywnie przekładająca się na wyniki spółki |
| HUUUGE | Tkocz | oczekiwany spadek q/q skoryg. EBITDA do poziomu 22,2 mln USD podyktowany spadkiem przychodów i wyższymi kosztami UA |
| INSTAL KRAKÓW | Pado | spodziewana wysoka kontrybucja deweloperki |
| KĘTY | Pado | mocny obszar SSA w 1Q'24 |
| KINO POLSKA | Bobrowski | spodziewamy się umiarkowanych wzrostów wpływów z reklamy i jednocześnie niewielkiej erozji wpływów z emisji |
| MIRBUD | Pado | oczekujemy wysokiej kontrybucji segmentu deweloperskiego i poprawy r/r marży w budownictwie |
| MOSTOSTAL ZABRZE | Pado | wysoka baza z 1Q'23 (niski obecnie portfel), nadal dobra marżowość i pozycja gotówkowa |
| NEUCA | Tobiasz | odbudowa udziałów rynkowych i wzrost rentowności sprzedaży |
| ONDE | Pado | przychody słabsze r/r (niższy portfel), wyniki będą wsparte przez zysk na sprzedaży projektów OZE |
| ORANGE POLSKA | Bobrowski | spółka już opublikowała wyniki za Q1 2024 (dane dla głównych linii przychodowych okazały się zbieżne z naszymi oczekiwaniami) |
| PCF GROUP | Tkocz | rozzarowująca premiera „Bulletstorm VR” z istotnym pozytywnym wpływem na wyniki 1Q'24 |
| PEKABEX | Pado | wyraźny spadek produkcji r/r w 1Q'24, marże szczyt miały w 2023, zakładamy dobry wynik deweloperki |
| PKN ORLEN | Pado | wyniki dużo słabsze r/r, głównie ze względu na obciążenie upstreamu przez quasi-podatek |
| PLAYWAY | Tkocz | kwartałem kilku nowych premier jak i dobrej monetyzacji aktualnego portfela gier, oczekiwana delikatna poprawa zysku netto n.j.d. (+13% r/r) |
| POLIMEX | Pado | wysoki portfel na kolejne okresy, niepewność w problematycznych kontraktach |
| RELPOL | Pado | wymagające otoczenie makro ciąży na wynikach |
| SELENA FM | Pado | baza z ubiegłego roku nie jest wymagająca, na początku roku spółka powinna korzystać z niskich cen surowców oraz odbicia od dołka popytu |
| SYNTHAVERSE | Tobiasz | widoczna presja kosztowa, możliwe wystąpienie straty na poziomie netto |
| ŚNIEŻKA | Pado | nadal sprzyjające otoczenie kosztowe |
| TEN SQUARE GAMES | Tkocz | oczekiwany płaski r/r wynik na poziomie skoryg. EBITDA (ok. 27,5 mln PLN) |
| TORPOL | Pado | baza jest wymagająca i należy spodziewać się wyraźnego spadku r/r rentowności, istotna poprawa portfela w ostatnich kwartałach |
| UNIBEP | Pado | portfel to mix starszych kontraktów z „zerową” marżą i kontraktów w początkowej fazie realizacji; głównym wyzwaniem zarządzanie płynnością; wyniki 1Q'24 wsparte przez duży one-off w deweloperce |
| UNIMOT | Pado | duży spadek wyniku r/r w obszarze ON+Bio (poprawa q/q w tym obszarze) |
| VOXEL | Tobiasz | dalsze wzrosty wyników, dzięki podwyższeniu wycen badań refundowanych z lipca'23 |
| WIRTUALNA POLSKA | Bobrowski | zakładamy optymistyczne odczyty w segmencie turystyka i jednocześnie erozję wyników w segmencie reklama i subskrypcje |
| ZUE | Pado | spodziewamy się niewielkiego spadku przychodów i poprawy rentowności |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Komentarze podsumowujące do branż

Budownictwo

Początek roku był prawdopodobnie słabszy przychodowo dla **Budimexu**, natomiast na niższych poziomach spółka powinna nadrabiać wzrostem rentowności. Portfel na 2024 rok wydaje się zdrowy, a otoczenie kosztowe sprzyjające. Obecna wycena implikuje też wysokie oczekiwania rynkowe. W **Dekpolu** spodziewamy się w 1Q'24 lepszych r/r wyników (pozytywna kontrybucja do wzrostu segmentu budowlanego i deweloperskiego). W przypadku **Elektrotimu** baza wynikowa w 1Q'24 jest dość wymagająca (na początku 2023 istotnie kontrybuował jeszcze kontrakt na granicy z Białorusią), natomiast skonsolidowane wyniki raportowane będą wsparte przez zysk zaksięgowany na sprzedaży Zeusa. Portfel spółki na 2024 został w ostatnim czasie wyraźnie wzmocniony przez perymetrię na rzece Bug. Momentum wynikowe w **Erbudzie** zaczyna się odwracać przez wejście w okres niskiej bazy na rentownościach. Wyniki biznesu budowlanego i modułowego pozostają nadal słabe, ale w 1Q'24 spółka wykaże spory zysk na sprzedaży projektów OZE przez Ondę. W **Instalu Kraków** spodziewamy się wysokiej kontrybucji segmentu deweloperskiego (dalszy ciąg przekazania lokali z II etapu projektu Mierzeja Wiślana). W przypadku **Mirbudu** oczekujemy wysokiej kontrybucji segmentu deweloperskiego i poprawy r/r marży w budownictwie. W pipeline spółka ma wzrost portfela o ok. 5 mld PLN (podwojenie obecnego stanu), istotny CAPEX w segmencie drogowym oraz emisję akcji (na zbudowanie odnogi kolejowej). W przypadku **MS Zabrze** trudno liczyć na powtórzenie wyników z ubiegłego roku ze względu na istotnie niższy portfel. Liczymy na utrzymanie ponad przeciętnej marżowości i mocnej pozycji gotówkowej. W **Onde** zakładamy, że 1Q'24 może być pod względem przychodów słabszy r/r (niższy portfel), jednocześnie wyniki będą wsparte przez rozpoznanie zysku na sprzedaży projektów OZE (zakładamy kilkanaście mln PLN). **Pekabex** odnotował wyraźny spadek produkcji r/r w 1Q'24, po stronie przychodów jest on częściowo zasypywany przez wzrost znaczenia GW, rentowności mogą być niższe niż w 2023 (wygaśnięcie głównego efektu spadku kosztów). Zakładamy, że podobnie jak w 1Q'23 dość istotna będzie kontrybucja deweloperki. **Polimex** zbudował w ostatnich kwartałach duży portfel zleceń, jednocześnie w 4Q'23 zrobił duże odpisy na kontrakty energetyczne. Kolejne okresy w spółce będą stały pod znakiem realizacji m.in. kontraktu dla Orlenu, ale także niepewności po rozsadach kadrowych w spółkach Skarbu Państwa i początku takich rozsad (zmiany w RN w kwietniu) także w samej spółce. W **Torpolu** baza jest wymagająca i należy spodziewać się wyraźnego spadku r/r rentowności. Wysoki portfel powinien owocować wzrostem przychodów nawet na spadającym rynku. Dla **Unibepu** 4Q'23 był kulminacyjnym okresem czyszczenia portfela i zmian w polityce rezerw. Obecny portfel to mix starszych kontraktów z „zerową” marżą i kontraktów w początkowej fazie realizacji, gdzie spółka będzie raczej ostrożnie rozpoznawać marże. Głównym wyzwaniem dla spółki jest obecnie zarządzanie stroną płynnościową. Wyniki 1Q'24 będą wsparte przez duży one-off ze zmiany klasyfikacji gruntów w segmencie deweloperskim. W przypadku **ZUE** spodziewamy się niewielkiego spadku przychodów i poprawy rentowności. Spada istotnie znaczenie starych, słabych kontraktów z rynku polskiego z 2017 roku. Szansą w 2024 są dodatkowe waloryzacje/przeszacowania. Jednocześnie spółka będzie musiała skupić się w najbliższych kwartałach na budowie portfela w wymagającym otoczeniu (luka w przetargach PKP PLK).

Analitik:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Materiały Budowlane

Wyniki za 1Q'24 pokazały już w kwietniu **Kęty** – skonsolidowana EBITDA wzrosła o 11% r/r, mocny był przede wszystkim obszar SSA. Uważamy, że spółka jest na dobrej drodze do realizacji rocznej prognozy zarządu, pomimo wymagającego makro. W przypadku **Decory** baza z 1Q'23 nie jest jeszcze zbyt wymagająca. Spółce może nie pomagać słabość po stronie popytu, ale równocześnie powinna korzystać na spadku cen części surowców oraz zwiększaniu kontrybucji własnej produkcji w podłogach. Dla **Ferro**, po dobrym dla rentowności 2H'23, spodziewamy się potwierdzenia trendu poprawy marży r/r. Przychodowo 1Q'24 może być jeszcze na minusie ze względu na umocnienie PLN i wypłaszczenie sezonowości w tym roku (brak zapowiedzi podwyżek cen w kolejnych miesiącach wpływa na brak wzmoczonego popytu na początku roku). W przypadku **Seleny FM** baza z ubiegłego roku nie jest wymagająca, zakładamy, że na początku roku spółka powinna korzystać z niskich cen surowców oraz odbicia od dołka popytu w części segmentów rynku. Dla **Śnieżki** otoczenie kosztowe jest nadal sprzyjające (dodatkowo spółka korzysta na tym polu z umocnienia PLN ze względu relatywnie małą ekspozycję na eksport). Uważamy także, że po trzech latach spadków wolumenów, wzrost siły nabywczej konsumentów powinien odwracać ten trend.

Analitik:

Krzysztof Pado

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

Ochrona Zdrowia

W obszarze ochrony zdrowia spodziewamy się wzrostu przychodów we wszystkich omawianych spółkach. Muszą one jednak zmierzyć się z presją kosztową, wynikającą głównie ze wzrostu wynagrodzenia minimalnego i oczekiwań płacowych pozostałych pracowników, a także wzrostu czynszów.

Neuca w naszej ocenie będzie powoli odbudowywać swoje udziały w rynku, dlatego spodziewamy się niższej od wzrostu rynku dynamiki przychodów. Strategia ta pozwoli jednak zwiększyć rentowność sprzedaży i utrzymać poziom marży EBIT. Pozytywnie też wyróżnia się **Voxel**, który notuje wzrosty wyników dzięki podwyżce wycen badań refundowanych, która nastąpiła w lipcu'23. Po sprzedaży szpitala spodziewamy się też wzrostu rentowności.

W **Synthaverse** spodziewamy się zwiększonych kosztów operacyjnych, co przy zakładanej strukturze sprzedaży znacznie obniży rentowność, a na poziomie netto szacujemy lekką stratę. Presję kosztową zobaczymy też w wynikach **BioMaximy**. Spółka otworzyła nowy zakład produkcyjny, natomiast nadal czeka na otrzymanie dwóch patentów, co w naszej ocenie mogłoby pomóc w zwiększeniu sprzedaży.

Analitik:

Anna Tobiasz

tel. 666 073 972

e-mail: annatobiasz@bdm.pl

TMT

W ramach grupy opisywanych podmiotów oceniamy, iż sezon wyników za Q1 2024 może być udany w szczególności dla **Agory**, **ATM Grupa** czy **Digital Network**. Wskazane podmioty według naszej symulacji powinny wykazać mocne dynamiki wzrostu EBITDA w ujęciu r/r. Dla Agory będzie to już kolejny z rzędu mocny odczyt wynikowy. ATM Grupa z kolei według nas będzie na wczesnym etapie odczuwalnego odbicia rezultatów w obszarze działalności audiowizualnej (zwracamy uwagę na nasz ostatni raport analityczny na temat ATM Grupa z dnia 2024-04-22, w którym zwiększyliśmy nasz optymizm dotyczący perspektyw spółki na 2024-2025). Z kolei dla Digital Network będzie to według naszej symulacji kontynuacja dynamicznej ścieżki wzrostu r/r wraz z rosnącym rynkiem OOH, a w szczególności DOOH.

Neutralnie podchodzimy do wyników **Cyfrowy Polsat**, **Orange** (spółka już opublikowała dane za Q1 2024) oraz Kino Polska.

Pesymistycznie oceniamy Q1 2024 dla **Wirtualnej Polski**. Zwracamy uwagę na bardzo różne trendy z jakimi zmagają się dwa główne segmenty spółki. Nasze bieżące podejście dotyczące ścieżki wynikowej dla kluczowego segmentu reklama i subskrypcje jest chłodniejsze niż projekcje przedstawione w ostatnim raporcie analitycznym (Redukuj z 2024-01-04). Jednocześnie w naszej prognozie uwzględniamy bardzo optymistyczne odczyty płynące z rynku turystycznego.

Analityk:

Maciej Bobrowski

tel. (032) 208 14 12

e-mail:

maciej.bobrowski@bdm.pl

Producenci gier video

Najważniejszym wydarzeniem minionego kwartału dla **11 bit studios** była premiera wydawniczej gry „The Thaumaturge” (4.03.2024). Mimo dobrych ocen i sprzyjającego okienka wydawniczego rozczarowała nas swoim potencjałem komercyjnym. Szacujemy, że na przestrzeni 1Q'24 sprzedaż tego tytułu wyniosła ok. 35 tys. sztuk co przełożyło się na ok. 3 mln PLN przychodów. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, 13,0 mln PLN (-12,3% r/r). Zakładamy, że spółce udało się wypracować w tym okresie ok. 3,3 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 0,3 mln PLN zysku netto. **Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki spółki za 1Q'24. Aktualnie najważniejsze dla 11b są nadchodzące dużymi krokami premiery własnych gier.**

29.04.2024 przed sesją **Artifex Mundi** opublikował szacunkowe wyniki za 1Q'24. Na poziomie skoryg. EBIT spółka wypracowała 8,3 mln PLN (+83,9% r/r), a skoryg. zysk netto wyniósł 7,2 mln PLN (+72,5% r/r). Wyniki okazały się zbliżone do naszych oczekiwań, co odebraliśmy neutralnie.

Miniony kwartał dla **Big Cheese Studio** to okres wyłożonych i sprawnych prac nad rozwojem „Cooking Simulator 2” oraz dodatkiem „Sushi” do pierwszej części z tego uniwersum. Pod kątem biznesowym spodziewamy się stabilizacji monetyzacji flagowej gry BCS. W związku kontrolną przeprowadzoną przez ZUS, w wyniku, której zarzucono spółce nieprawidłowe naliczanie składek, liczymy się ze zmianą umów i potencjalnym wzrostem kosztów. Jednocześnie oczekujemy, że wyższy wydatki częściowo zostały skompensowane redukcją zatrudnienia. Mając powyższe na uwadze w całym 1Q'24 prognozujemy 4,2 mln PLN przychodów (-1,9% r/r), 1,1 mln PLN EBITDA (-51,2% r/r) oraz 0,9 mln PLN zysku netto (-49,9% r/r). **Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Aktualnie najważniejsze dla spółki będą dwa zbliżające się wydarzenia, czyli premiera dodatku „Sushi” do pierwszej części „CS” oraz playtesty „CS2” (oba planowane na 2Q'24).**

Oczekujemy, że **BoomBit** 1Q'24 wypracowała 61,5 mln PLN przychodów, 8,4 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 7,6 mln PLN a „PAE” za 0,8 mln PLN) oraz 4,4 mln PLN skoryg. zysku netto n.j.d. Pragniemy zauważyć, iż był to drugi kwartał, w którym segment PAE pozytywnie kontrybuował do wyników grupy. **Pod względem wynikowym obieramy okres 1Q'24 neutralnie. Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą nowych, dużych premier (rekordowy pipeline wydawniczy na 2024 r. – ok. 10 gier) oraz największej aktualizacji do najważniejszej gry BBT „Hunt Royale” (maj) przyniosą progresję wyników spółki.**

Po udanej końcówce 2023 r., 1Q'24 w **CD Projekcie** przyniósł znaczące pogorszenie sprzedaży zarówno podstawowej gry „Cyberpunk 2077”, wydanego w 2H'23 rozszerzenia „Phantom Liberty” oraz coraz bardziej starzejącego się „Wiedźmina 3”. Szacujemy, że na przestrzeni 1Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,9/ 1,0 mln kopii (ok. -61% q/q, - 57% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 145 mln PLN. W całym 1Q'24 prognozujemy 221,9 mln PLN przychodów (+27,0% r/r; -52% q/q), 100,5 mln PLN skoryg. EBITDA (+33,8% r/r, -64,3% q/q) oraz zysk netto w okolicach 77,3 mln PLN (+11% r/r i -58,6% q/q). **Znaczący spadek wyników może okazać się rozczarowaniem dla inwestorów, tym samym liczymy się z potencjalną negatywną reakcją na wyniki CDR. Dodatkowo informację o zaawansowaniu (faza pre-produkcyjna) „P.Polaris” (Wiedźmin 4) utwierdzają nas w przekonaniu, że gra zadebiutuje na rynku najszybciej w 2027 r., stąd uważamy, że spółce będzie ciężko przez kolejne 3 lata zbliżyć się do wyników z 4Q'23.**

1Q'24 dla **CI Games**. stał pod dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” wydaną w połowie października'23. Mimo licznych aktualizacji oceny tego tytułu pozostają na poziomie zaledwie 60% pozytywów, co nie pomagało w poprawie jego monetyzacji. Sytuacja ta w połączeniu z silną konkurencją panującą na rynku wymusiła na spółce sięgnięcie po głęboką obniżkę cennika (o 40% w zaledwie 4 msc. od premiery). W całym 1Q'24 prognozujemy 29,1 mln PLN przychodów (+196% r/r), 18,0 mln PLN EBITDA oraz 5,7 mln PLN zysku netto n.j.d. **Oceniamy miniony kwartał negatywnie. Mając powyższe na uwadze oczekujemy, że break-even gry zostanie osiągnięty dopiero w okolicach 2025 r.**

Początek roku dla **Creepy Jar** to okres, w którym spółka wydała nowy dodatek „Flamekeeper” do PCtovej wersji „Green Hell’a”, co wraz z wyprzedzami wspierało sprzedaż ilością tego tytułu. Z drugiej strony kontynuacja umocnienia PLN wraz z jeszcze głębszymi obniżkami cennika „GH”, spowodowały dalszy spadek średniej ceny q/q, co przełożyło się na niższy przychód z każdej sprzedanej kopii. Po stronie kosztowej w związku z trwającymi pracami nad wersją „GH” na nowe konsole zakładamy utrzymanie usług obcych na podwyższonym poziomie. W całym w 1Q'24 prognozujemy 3,0 mln PLN skoryg. EBITDA (-67,0% r/r) oraz 3,2 mln PLN skoryg. zysku netto (-65,5% r/r). **Regresja wyników spółki jest naturalnym efektem coraz bardziej**

starzejącego się produktu jakim jest „Green Hell”, stąd wyniki CRJ za 1Q'24 nie powinny stanowić większego zaskoczenia. W nadchodzącym czasie najważniejsze dla notowań dewelopera będą postępujące działania marketingowe dot. „StarRupture”, informacje o postępach nad tym projektem, jak i finalnie jego premiera (EA) w 1Q'25.

Początek 2024 r. dla Forever Entertainment był okresem bez większych premier. W związku z brakiem istotnych wydarzeń jak i dalszą regresją monetyzacji aktualnego portfela gier spółki oczekujemy spadku przychodów r/r. W omawianym kwartale postępowaly prace nad dużymi, niezapowiedzianymi tytułami (najwyższa półka gier AAA), co kolejny kwartał z rzędu przekładało się na zwiększenie udziału z tego segmentu w przychodach. W całym 1Q'24 prognozujemy, że spółce udało się wypracować 6,4 mln PLN (-36,5% r/r), -0,5 mln PLN EBITDA oraz 0,4 mln PLN straty netto. **Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy lekko negatywnie. Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę, że obecnie najważniejsze dla spółki będą premiery zapowiedzianych remaków („THotD2”, „Panzer Dragoon 2” czy „FM3”), odsłona dużych projektów, nad którymi aktualnie pracuje FOR oraz prezentacja zaktualizowanej strategii na kolejne lata.**

Na początku kwietnia'24 Huuuge Games opublikował szacunkowe przychody za 1Q'24, na poziomie których wypracował 66,9 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -6% r/r i q/q). Dzięki dodaniu efektywniejszych kanałów marketingowych, poprawie uległy oczekiwane poziomy zwrot z wydatków na UA (payback). W świetle tych zmian spółka podjęła decyzję o modyfikacji strategii, co przełożyło się w 1Q'24 na dalszy wzrost kosztów reklamowych do poziomu 11,7 mln USD (+12,4% q/q, +85,2% r/r). Mając powyższe na uwadze jak i oczekując utrzymania kosztów operacyjnych na zbliżonym poziomie q/q, prognozujemy spadek skoryg. EBITDA do ok. 22,2 mln USD oraz skoryg. zysku netto do 17,2 mln USD. **Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Spodziewamy się, że efekty zwiększonych nakładów na kampanie marketingowe oraz aktualizacji flagowych gier spółki będą wyraźnie zauważalne w progresji wyników w 2H'24.**

Początek roku dla PCF Group przyniósł kontynuację czarnej serii. Pierwszym ważnym wydarzeniem 1Q'24, które miało miejsce w połowie stycznia, była premiera „Bulletstorm VR”, która okazała się sporym rozczarowaniem. Pod koniec stycznia poinformowano o ograniczeniu zespołu deweloperskiego „P. Gemini”. Natomiast zaledwie kilka miesięcy później spółka zakomunikowała o zaniechaniu Projektu Dagger i utworzeniu opisu w wysokości 68,3 mln PLN. Wspomniane ograniczenie zespołu odpowiedzialnego za „P.Gemini”, negatywnie przełożyło się na generowane przez spółkę przychody w 1Q'24. Z drugiej strony 4Q'23/1Q'24 zespół pracujący nad „P.Maverick” osiągnął docelowy kształt, stąd w wynikach omawianego okresu będzie widoczny jego pełny efekt przychodowy. Pomimo iż premiera „Bulletstorm VR” okazała się dużym rozczarowaniem, spodziewamy się wpływu na wyniki grupy w 1Q'24. W całym 1Q'24 prognozujemy 42,0 mln PLN przychodów (+20,4% r/r), 8,5 mln PLN EBITDA (+181,4% r/r), oraz 0,4 mln PLN straty netto n.j.d. **Po 4 kwartałach, w których EBIT spółki znajdował się na minusie, wyniki 1Q'24 mogą pozytywnie zaskoczyć inwestorów. Pragniemy zauważyć jednak, że PCF zawdzięcza to głównie premierze „Bulletstorm VR”. Stąd też spodziewamy się powrotu do ujemnych wartości z działalności operacyjnej w kolejnych kwartałach 2024 r.**

1Q'24 dla grupy PlayWay był kwartałem kilku nowych premier jak i dobrej monetyzacji aktualnego portfela gier. Największym rozczarowaniem minionego okresu okazał się debiut długo wyczekiwanego „Robin Hood'a”, którego sprzedaż wyniosła 25 tys. kopii. Pragniemy zauważyć, że na przestrzeni 1Q'24 podniesiono cenę podstawową „Contraband Police” z 19,99 USD do 29,99 USD, co przełożyło się na istotny wzrost przychodów tego tytułu, jednocześnie bez negatywnych implikacji na sprzedaż ilościową. Ponadto jego przychody przekroczyły poziom 10 mln USD stąd obniżeniu uległa prowizja platformy Steam z 30% do 25%. W związku z sezonowo mniejszą ilością wyprzedazy oraz starzejącymi się produkcjami spółki, oczekujemy pogorszenia monetyzacji back catalogu (w tym przede wszystkim CMS21, HF1 czy TS). W całym 1Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 82,0 mln PLN przychodów, 43,1 mln PLN EBIT oraz 33,9 mln PLN zysk netto n.j.d. **Oczekując zbliżonych wartości r/r, spodziewamy się neutralnego odbioru wyników za 1Q'24.**

Również Ten Square Games podzielił się szacunkowymi przychodami za 1Q'24, które wyniosły 99,8 mln PLN, co stanowi regresję q/q i r/r odpowiednio o 7,7%/ 15,0%. W związku ze spadkiem kosztów pozyskiwania użytkowników (CPI) oraz powrotem do skalowania „Wings of Heroes” zakładamy wzrost budżetów marketingowych w tym okresie do poziomu ok. 19,7 mln PLN (+6% q/q, -27% r/r). Szacujemy, że poprawa w zakresie udziału TSG Store w płatnościach w dalszym ciągu przekładała się na obniżenie stosunku kosztu prowizji platform (ok. 18 mln PLN) do przychodów. Na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 27,5 mln PLN, co jest wynikiem r/r. Zakładamy zysk netto w okolicach 20,5 mln PLN. **Miniony kwartał odbieramy neutralnie. Mimo regresji przychodów i wzrostu wydatków na marketing spółce udało się utrzymać solidny poziom wyniku skoryg. EBITDA. Oczekujemy, że kolejne okresy za sprawą dużych zmian w flagowych tytułach spółki, które zadziały się w ostatnich tygodniach oraz dalszym skalowaniu „Wings of Heroes” przyniosą poprawę ścieżki wynikowe.**

Analityk:

Krzysztof Tkocz

tel. (+48) 516 086 705

e-mail:tkocz@bdm.pl

11 BIT STUDIOS**Kupuj, TP 808/akcję**

Rekomendacja z dnia 23 stycznia 2024 r.

| | | 2022 | | 2023 | |
|--------------|---------|----------------|------|-------|--|
| Kurs [PLN] | 530,0 | P/E adj. | 58,9 | - | |
| MC [mln PLN] | 1 281,1 | EV/EBITDA adj. | 43,8 | 130,7 | |
| | | EV/EBIT | 63,5 | 171,2 | |
| | | P/BV | 6,0 | 5,9 | |

Najważniejszym wydarzeniem minionego kwartału był premiera wydawniczej gry „The Thaumaturge” (4.03.2024). Mimo dobrych ocen i sprzyjającego okienka wydawniczego rozczarowała nas swoim potencjałem komercyjnym. Szacujemy, że na przestrzeni 1Q'24 sprzedaż tego tytułu wyniosła ok. 35 tys. sztuk co przełożyło się na ok. 3 mln PLN przychodów.

Postępująca kampania marketingowa „Frostpunka 2” wraz z licznymi wyprzedzami wspomagała monetyzację pierwszej części z tego uniwersum (ok. 6 mln PLN). Z drugiej strony coraz bardziej starzejące się gry z wydawnictwa („Moonlighter” i “Children of Morta”) zaliczyły widoczną regresję wyników q/q. Mając na uwadze stabilną sprzedaż „The Invincible” oraz premierę wspomnianego „The Thaumaturge” szacujemy przychody z tego segmentu na ok. 6,5 mln PLN. Jednakże dzięki stabilnej sprzedaży „The Invincible” oraz premierze wspomnianego „The Thaumaturge” oczekujemy poprawy przychodów z tego segmentu do poziomu 6,5 mln PLN.

Pragniemy przypomnieć, że w pierwszym kwartale nastąpił zwrot kosztów poniesionych przez 11b na ten projekt (ok. 5 mln PLN – ok. 80 tys. sprzedanych kopii), stąd od tego momentu spółka dzieli się z deweloperem wypracowanymi płatnościami (60% dla Starward Industries). Mając na uwadze intensyfikację działań reklamowych oczekujemy wzrostu kosztów marketingowych. Ponadto zwiększeniu uległ również poziom amortyzacji, co jest efektem premiery „The Thaumaturge”. Z drugiej strony zakładamy punktowe zmiany w zatrudnieniu, co przekłada się na stabilizację wynagrodzeń (spodziewamy się kosztu PM na poziomie 0,6 mln PLN). W całym 1Q'24 zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 3,3 mln PLN skoryg. EBITDA. Mając na uwadze dalszy spadek kursu akcji Starward Industries na przestrzeni omawianego kwartału szacujemy ok. 0,4 mln PLN kosztów finansowych z tego tytułu. Na poziomie zysku netto oczekujemy ok. 0,3 mln PLN.

Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki spółki za 1Q'24. Aktualnie najważniejsze dla 11b są nadchodzące dużymi krokami premiery własnych gier.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r |
|--------------------|-------|--------|------------|
| Przychody | 14,8 | 13,0 | -12,3% |
| EBITDA | 3,0 | 2,7 | -9,9% |
| EBITDA adj. | 3,8 | 3,3 | -12,8% |
| EBIT | 1,9 | 0,5 | -76,1% |
| Zysk/ strata netto | 2,5 | 0,3 | -88,3% |
| Marża EBITDA | 20,3% | 20,8% | |
| Marża EBITDA adj. | 25,6% | 25,5% | |
| Marża EBIT | 12,7% | 3,5% | |
| Marża zysku netto | 16,6% | 2,2% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *-adj. o wpływ PM

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

AGORA

(materiał na temat spółki został opublikowany już w dniu 2024-04-10, 14:59 CEST)

| | | | 2023 | 2024E |
|------------------------------------|------------|-----------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 11,20 | P/E | 8,0x | 27,8x |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 522 | EV/EBITDA | 5,1x | 5,3x |
| EV [mln PLN] | 1 164 | P/BV | 0,7x | 0,7x |
| EV [mln PLN] (bez MSSF16) | 533 | | | |
| Data publikacji raportu za Q1 2024 | 2024-05-24 | | | |

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: KUPUJ (cena docelowa: 14,5 PLN; data wydania: 2024-01-09)**Prognozy wyników na Q1 2024 [mln PLN]**

| | Q1 23 | Q1 24E | y/y | Q1 23 LTM | Q1 24E LTM | y/y |
|--|--------------|---------------|------------|----------------|----------------|------------|
| Przychody | 295,8 | 381,3 | 29% | 1 155,8 | 1 509,8 | 31% |
| Reklama | 124,3 | 161,6 | 30% | 531,7 | 741,0 | 39% |
| Bilety do kina | 62,0 | 73,9 | 19% | 207,0 | 256,0 | 24% |
| Sprzedaż wydawnictw | 33,5 | 33,3 | 0% | 137,4 | 139,8 | 2% |
| Bary kinowe | 33,9 | 41,2 | 22% | 115,0 | 143,9 | 25% |
| Sprzedaż gastronomiczna | 9,1 | 10,8 | 18% | 39,6 | 44,7 | 13% |
| Działalność filmowa | 5,5 | 28,9 | 426% | 20,8 | 52,9 | 154% |
| Pozostała sprzedaż | 27,6 | 31,7 | 15% | 104,4 | 131,6 | 26% |
| EBITDA skorygowana* | 35,7 | 45,7** | 28% | 157,4 | 234,6 | 49% |
| EBIT | -5,0 | 3,5** | --- | -47,1 | 53,0 | --- |
| Film i książka | 16,0 | 29,8 | 87% | 29,0 | 64,0 | 121% |
| Prasa | -5,5 | -12,4** | --- | -70,3 | -14,7 | --- |
| Reklama zewnętrzna | 0,1 | -0,8 | --- | 17,0 | 17,5 | 3% |
| Internet | -3,3 | -7,4** | --- | 7,5 | -18,7 | --- |
| Radio | 0,8 | 7,7 | 846% | 7,3 | 55,4 | 659% |
| Segmenty razem | 8,1 | 17,0 | 109% | -9,5 | 103,5 | --- |
| Pozycje uzgadniające | -13,1 | -13,5 | 3% | -37,6 | -50,5 | 34% |
| Saldo finansowe | 41,0 | -2,8 | --- | 7,0 | 17,6 | 153% |
| Wynik brutto | 32,7 | 0,5 | -98% | -36,0 | 69,4 | --- |
| Wynik netto | 34,7 | 0,4 | -99% | -37,8 | 50,7 | --- |
| akcjonariuszy jedn. dominującej | 32,6 | -5,7 | --- | -36,3 | 27,1 | --- |

*odczyt EBITDA skor. obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

** zakładany przez nas wynik został obciążony kosztami restrukturyzacji zatrudnienia (w segmencie prasa oraz internet łącznie 10 mln PLN w Q1 2024)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy, że początek 2024 roku był bardzo mocny dla segmentu film i książka. Na odczyty segmentu wpływ będzie miała wysoka frekwencja (spodziewamy się, iż Helios sprzedał ponad 24% biletów więcej niż w Q1 2023). Jednocześnie przygotowujemy się na scenariusz, że Q1 2024 może wskazać relatywnie niską średnią wartość biletu z uwagi na dużą frekwencję wygenerowaną przez grupy zorganizowane (szkoły). Dodatkowo zwracamy uwagę na podmiot Next Film, który miał wyjątkowo udany okres (odpowiadał za dystrybucję m.in. Akademia Pana Kleksa, Kogiel Mogel 5, czy Sami Swoi. Początek).

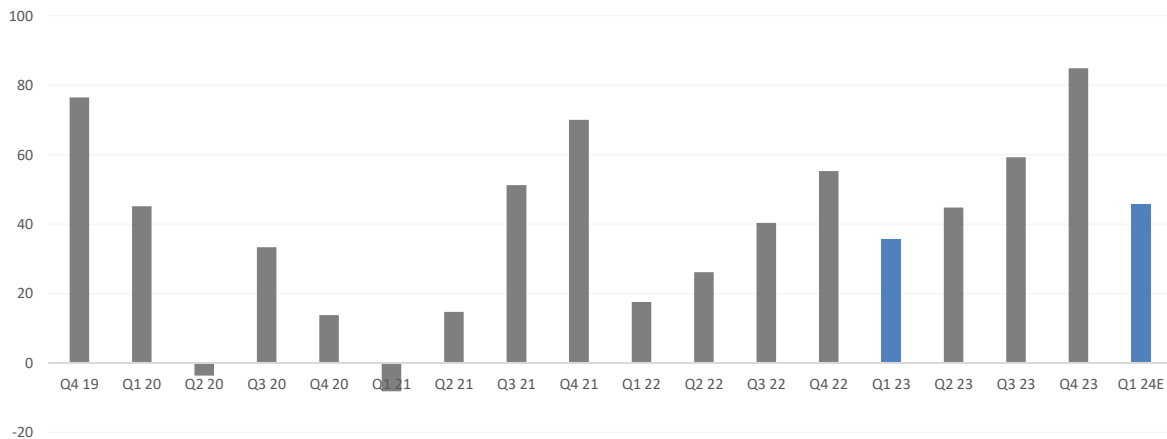
W modelu zakładamy, że wpływy reklamowe Agory w Q1 2024 wyniosły prawie 162 mln PLN (+30% r/r). Duży wpływ na dynamikę wzrostu przychodów reklamowych będzie miała wciąż konsolidacja Eurozet (pełna konsolidacja od marca 2023).

Ogółem w naszej symulacji zakładamy, że EBITDA skor. w Q1 2024 mogła wynieść 45,7 mln PLN (z uwzględnieniem 10 mln PLN kosztów na restrukturyzację zatrudnienia w segmencie prasa oraz internet). W ujęciu LTM odczyt EBITDA po Q1 2024 może wynieść 234,6 mln PLN.

Obecne założenia dla EBITDA skor. po oczyszczeniu o kwotę 10 mln PLN (koszt restrukturyzacji zatrudnienia) są wyższe niż wcześniejsze nasze projekcje zawarte w ostatnim raporcie analitycznym wydanym 2024-01-09. Zakładaliśmy wcześniej na Q1 2024 odczyt EBITDA skor. rzędu 49,2 mln PLN. Jednak przypominamy, że w tej wartości nie ujmowaliśmy zakomunikowanej przez spółkę w raporcie bieżącym kwoty dodatkowych kosztów związanych z restrukturyzacją zatrudnienia w kwocie 10 mln PLN.

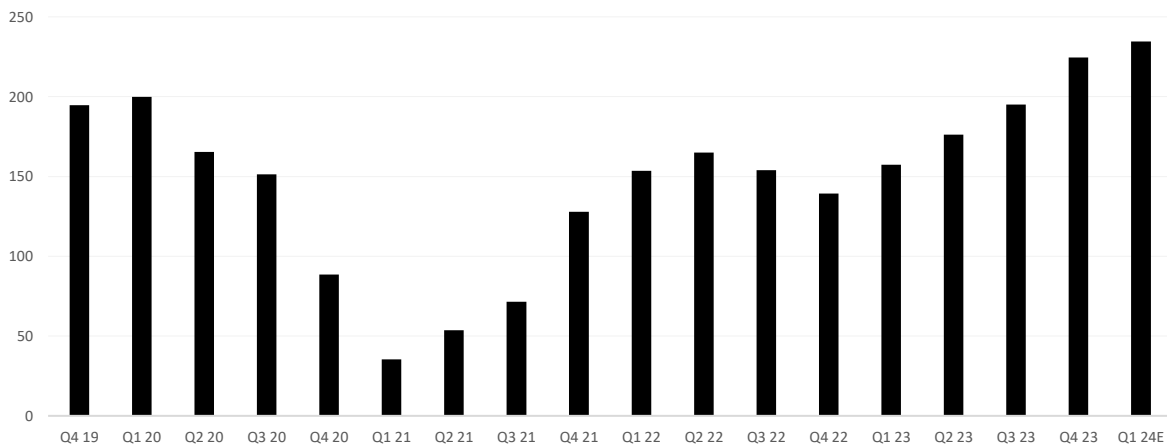
Przypominamy, że w Q1 2023 Agora ujęła na saldzie finansowym pozytywny efekt wyceny posiadanych udziałów w Eurozet. Tym, samym Q1 2024 prawdopodobnie wskaże na niższy odczyt r/r wyniku netto. W naszej prognozie spodziewamy się w Q1 2024 zysku netto w kwocie 0,4 mln PLN (a wynik przypisany akcjonariuszom może wynieść -5,7 mln PLN).

Historyczne odczyty EBITDA skor. w poszczególnych kwartałach oraz nasza prognoza na Q1 2024 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA skor. w ujęciu LTM oraz nasza prognoza na Q1 2024 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Frekwencja w kinach w Q1 2024

Nasza symulacja wskazuje, iż pierwszy kwartał 2024 był trzecim z rzędu kwartałem z wysoką dynamiką r/r wzrostu frekwencji w polskich kinach. Szacujemy, że w ujęciu LTM frekwencja na całym rynku przekroczyła 53,5 mln widzów.

Zwracamy uwagę, że w Q1 2024 względnie dużą widownię przyciągnęły do kin polskie produkcje. Jednym z głównych beneficjentów tego jest podmiot z grupy Agora, czyli Next Film. W Q1 2024 wpływ na Next Film miały m.in.: Akademia Pana Kleksa, Kogiel Mogel 5, czy Sami Swoi. Początek.

Wybrane tytuły, za których dystrybucję kinową odpowiada Next Film w Q1 2024



AKADEMIA PANA KLEKSA
Premiera 5.01.2024



BABY BOOM, CZYLI KOGEL MOGEL 5
premiera 26.01.2024



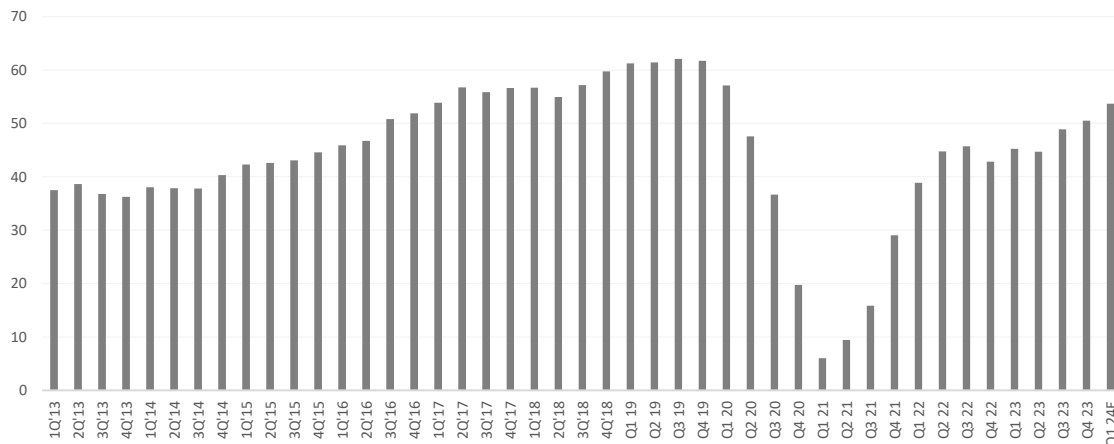
SAMI SWOI. POCZĄTEK
Premiera 16.02.2024



ZA DUŻY NA BAJKI 2
Premiera 15.03.2024

Źródło: Next Film

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce (ujęcie zannualizowane) [mln widzów]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

AILLERON

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 16,8 | P/E | 18,4 | 68,9 | 12,4 |
| MC [mln PLN] | 200,7 | EV/EBITDA | 3,9 | 4,5 | 2,5 |
| | | EV/EBIT | 5,0 | 7,0 | 3,1 |
| | | P/BV | 1,8 | 1,0 | 1,0 |

W związku z panującą sezonowością w biznesie spółki, pierwszy kwartał cechuje się niższymi dynamikami wzrostu wyników. Spodziewamy się, że znaczące umocnienie PLN względem 1Q'23 wraz z trudnym otoczeniem rynkowym, przełożyło się na regresję wyników r/r.

Szacujemy, że na przestrzeni 1Q'24 spółka wypracowała 113,9 mln PLN przychodów, co stanowi wzrost r/r o zaledwie 3,0%. Według naszych szacunków, za 85% odpowiadał segment Technology Services generując 96,8 mln PLN (+1,9% r/r). Delikatny wzrost to w głównej mierze efekt przejętej w drugiej połowie marca spółki Prosoft LLC. W obszarze Fintech, w związku z waloryzacją kontraktów oczekujemy progresji przychodów r/r o 11% do poziomu 16,5 mln PLN (15% całości).

Pomimo, iż 1Q'24 był pierwszym od dłuższego czasu, w którym koszty kontraktu Pekao nie obciążały wyników, sezonowość związana z działalnością ALL wpłynęła na brak znaczącej poprawy marży operacyjnej. Mając powyższe na uwadze oczekujemy 1,1 mln PLN starty EBIT (płasko r/r). Jednocześnie liczymy na delikatną poprawę marżowości względem 4Q'23 w obszarze Technology Services, co przekłada się na 30% spadek r/r wyniku EBIT tego segmentu do poziomu 9,2 mln PLN. Prognozujemy, że EBITDA spółki w tym okresie wyniosła 12,1 mln PLN (-22,7% r/r). Szacujemy poziom zysku netto n.j.d. równy 2,2 mln PLN (-20,8% r/r). Zwracamy uwagę, że już w wynikach 2Q'24 będzie widoczny pełny wpływ akwizycji dokonanej w połowie marca'24.

Inne:

- **Akwizycja** – w połowie marca'24 Software Mind przejął za ok. 40,6 mln USD amerykańską spółkę Prosoft LLC. Transakcja została sfinansowana ze środków własnych SM oraz kredytu bankowego udzielonego przez BNP Paribas w kwocie 150 mln PLN. Celem zrealizowanej akwizycji jest umocnienie pozycji Software Mind na rynku amerykańskim (zwiększa udział przychodów SM z tego rynku do 50%). Oprócz wyżej wspomnianej kwoty, sprzedającym będzie przysługiwał earn-out bazujący na wynikach wypracowanych w 2024 roku (do max kwoty 8,5 mln USD). Prosoft LLC specjalizuje się tworzeniu oprogramowania zwiększającego wydajność procesów i przyspieszającego czas wprowadzania produktów na rynek.

- **Outlook na 2024 r.** – zarząd spółki spodziewa się poprawy koniunktury w branży i jest optymistycznie nastawiony do 2024 r.

- **SM outlook** – w 2024 r. zakładany wzrost organiczny wzrost przychodów i dodatkowo przez akwizycję.

- **Porozumienie z Pekao** – w kwietniu'24 Ailleron zawarł z Bankiem Pekao porozumienia w przedmiocie uregulowania stosunków pomiędzy spółką a bankiem powstałych w związku ze złożeniem przez Ailleron oświadczenia o wypowiedzeniu umowy nr 388531 z dnia 17 września 2018 r. zawartej pomiędzy bankiem a spółką. Wartość brutto porozumienia wynosi około 9,6 mln PLN, z czego kwota brutto ok. 4,8 mln PLN podlegać będzie zapłacie na rzecz spółki w terminie 7 dni po zawarciu porozumienia.

Na zamianę naszych założeń vs poprzedni kwartalnik wpływają gorsze od naszych wcześniejszych oczekiwań wyniki spółki za 4Q'23 przy jednoczesnym uwzględnieniu akwizycji dokonanej w drugiej połowie marca'24.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|--------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|
| Przychody | 110,6 | 113,9 | 3,0% | 453,1 | 597,3 | 31,8% |
| Technology Services | 94,9 | 96,8 | 1,9% | 376,9 | 513,5 | 36,3% |
| Fintech | 14,9 | 16,5 | 11,0% | 73,7 | 81,2 | 10,2% |
| EBITDA | 15,6 | 12,1 | -22,7% | 56,2 | 80,7 | 43,8% |
| EBIT | 11,9 | 8,1 | -32,3% | 35,6 | 64,2 | 80,2% |
| Zysk netto n.j.d. | 2,8 | 2,2 | -20,8% | 3,5 | 19,7 | 457,4% |
| Marża EBITDA | 14,1% | 10,6% | | 12,4% | 13,5% | |
| Marża EBIT | 10,8% | 7,1% | | 7,9% | 10,7% | |
| Marża zysku netto n.j.d. | 2,6% | 2,0% | | 0,8% | 3,3% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

ARTIFEX MUNDI**Kupuj, TP 24,8/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 1 grudnia 2023 r.

| | | | 2022 | 2023 |
|--------------|-------|----------------|------|------|
| Kurs [PLN] | 29,5 | P/E adj. | 28,3 | 15,1 |
| MC [mln PLN] | 347,4 | EV/EBITDA adj. | 22,1 | 12,0 |
| | | EV/EBIT | 36,7 | 14,7 |
| | | P/BV | 7,0 | 4,8 |

Sezonowa poprawa otoczenia rynkowego (spadek CPI) umożliwiła spółce ponowne podniesienie budżetów marketingowych na „Unsolved” (13,9 mln PLN; +74% r/r, +47% q/q), co przełożyło się na dalszą progresję przychodów tej aplikacji w 1Q'24 do poziomu 24,7 mln PLN (+102% r/r; +19% q/q).

Całościowo na poziomie przychodów Artifex w omawianym kwartale wypracował 27,5 mln PLN (+72,7% r/r; +17,8% q/q), z czego za 90% odpowiadał segment F2P generując 24,7 mln PLN (+101,6% r/r, +19,5% q/q). Monetyzacja „Bladebound” ustabilizowała się na poziomie ok. 0,2 mln PLN (-57,2% r/r, +13,2% q/q). Dzięki systematycznemu portowaniu kolejnych gier, na zadawalającym poziomie utrzymywały się przychody z segmentu gier HOPA, które w 1Q'24 wyniosły 2,6 mln PLN (9,5% całości; +10% q/q). Obszar gier premium dołożył od siebie skromne 0,1 mln PLN (o 34,9% mniej r/r).

W omawianym okresie, poprawa generowanych wyników przez „Unsolved” przełożyła się na zwiększenie poziomu wypłacanych przez spółkę tantiem. Jednakże ponowne podniesienie nakładów na UA przyczyniło się do spadku poziomu tego kosztu w relacji do przychodów. W związku ze zwiększeniem zatrudnienia i waloryzacją wynagrodzeń (ok. 5-7%) podwyższeniu uległ poziom nakładów na produkcję gier oraz amortyzacja. Mając powyższe na uwadze, szacujemy, że spółce w 1Q'24 udało się osiągnąć znaczącą progresję wyników i wypracować rekordowy poziom skoryg. EBITDA równy 9,7 mln PLN (+70% r/r). W obszarze działalności finansowej oczekujemy, że wpływ z odsetek został skompensowany różnicami kursowymi. W naszych prognozach, zakładamy, że spółce w 1Q'24 udało się wypracować 7,2 mln PLN skoryg. zysku netto (+64% r/r).

29.04.2024 przed sesją, spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 1Q'24, które okazały się zbliżone do naszych szacunków.

Prowadzone projekty:

- „Unsolved” – zarząd oczekuje dalszych wzrostów przychodów w kolejnych kwartałach 2024 r. oraz wzrostu LTV aplikacji o 20-30% (od początku tego roku wzrost o niskie kilkanaście %).
- „Unsolved” metagra - zamknięto koncepcję metagry i wkroczone w produkcję. Na przełomie 2024/25 będą miały miejsce pierwsze testy z graczami. Pełna implementacja, optymalizacja i wdrożenie live-ops nastąpi w 2025 r. Zdaniem spółki metagra jest w stanie potencjalnie zapewnić wzrost LTV o ponad 100%.
- Nowa gra RPG – gra znajduje się w zaawansowanej produkcji. Pod koniec 2Q'24 ruszy kolejna runda testów z graczami. Pierwsze działania marketingowe rozpoczną się pod koniec 4Q'24.

Szacunkowe wyniki za 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24 | zmiana r/r | 1Q'24P BDM | odchyl. |
|---------------------------------|-------|-------|------------|------------|---------|
| Przychody | 15,9 | 27,5 | 72,7% | 27,5 | 0,0% |
| Unsolved | 12,3 | 24,7 | 101,6% | 24,7 | 0,0% |
| Gry HOPA | 3,0 | 2,5 | -18,2% | 2,6 | -4,6% |
| Koszty działalności operacyjnej | 11,4 | 19,2 | 68,2% | 19,6 | -2,1% |
| EBITDA | 5,3 | - | - | 9,5 | - |
| EBITDA skoryg.* | 5,7 | - | - | 9,7 | - |
| EBIT skoryg. | 4,5 | 8,3 | 83,9% | 8,1 | 3,1% |
| Działalność finansowa | 0,4 | 0,0 | -103,1% | -0,1 | - |
| Zysk brutto | 4,9 | 8,3 | 69,5% | 8,0 | 4,8% |
| Zysk netto | 4,0 | - | - | 7,0 | - |
| Zysk netto skoryg. | 4,4 | 7,6 | 72,5% | 7,2 | 5,7% |
| Marża brutto na sprzedaży | 86,1% | - | - | 87,9% | - |
| Marża EBITDA | 33,4% | - | - | 34,7% | - |
| Marża EBITDA skoryg.* | 36,0% | - | - | 35,4% | - |
| Marża EBIT skoryg.* | 28,5% | 30,4% | - | 29,4% | - |
| Marża zysku netto | 25,1% | - | - | 25,6% | - |
| Marża zysku netto skoryg.* | 27,6% | 27,6% | - | 26,1% | - |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka ;*-skoryg. o koszty programu motywacyjnego

Analityk:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

ATAL

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|---------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 60,8 | P/E | 6,4 | 7,7 | 9,3 |
| MC [mln PLN] | 2 627,4 | EV/EBITDA | 6,3 | 6,9 | 7,5 |
| | | EV/EBIT | 6,3 | 6,9 | 7,5 |
| | | P/BV | 1,8 | 1,5 | 1,5 |

- W 1Q'24 spółka sprzedała 730 lokali (289 w styczniu, 225 w lutym, 216 w marcu). Jest to odczyt wyższy o 329 lokali niż w 1Q'23, jednocześnie słabszy q/q (w 4Q'23 spółka była wyraźnym beneficjentem BK2% - m.in. ze względu na strukturę oferty pokrywającą także ośrodki o niższych cenach).
- Przekazania wyniosły 667 lokali (2x więcej r/r; najwięcej we Wrocławiu, Trójmieście i w Krakowie). Był to mix przekazania projektów, które zakończone były już w 2023 roku (na koniec roku „nawis” wynosił 630 lokali), jak i projektów już finalizowanych w 1Q'24 (np. Kraków, Warszawa).
- Spodziewamy się w 1Q'24 przychodów na poziomie 380 mln PLN (+101% r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 29,0% (vs 39,1% rok temu, kiedy była wysoka przez pojedynczy projekt), czyli zbliżonym do 4Q'23.
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie minimalnie wyższym r/r oraz neutralny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej oraz salda finansowego.
- EBIT prognozujemy na poziomie 99 mln PLN a wynik netto na 80 mln PLN.
- W 2024 roku pipeline implikuje niższą r/r liczbę przekazania (w 2023 roku spółka przekazała 2 806 lokali, plan na 2024 zakłada ukończenie w tym okresie blisko 2,2 tys lokali – zwracamy uwagę, że terminy zakładają, że stanie się do max końca 3Q'24, więc tylko niewielka część lokali przejdzie na 2025). Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Jednocześnie duża część przekazania dotyczy projektów startujących 2 lata temu w trudniejszym otoczeniu popytowym, więc oczekujemy lekkiej presji na wykazywaną marżowość (wyższe oczekiwania wiązać można z 2025 rokiem).
- Konsensusu Bloomberg na lata 2024/25 na poziomie netto to obecnie 279 / 341 mln PLN.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody | 189,5 | 380,0 | 100,5% | 1 500,5 | 1 447,2 | -3,6% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 74,1 | 110,2 | 48,8% | 448,6 | 398,3 | -11,2% |
| Zysk na sprzedaży | 63,4 | 99,0 | 56,1% | 402,6 | 350,1 | -13,1% |
| EBITDA | 65,3 | 99,8 | 52,9% | 405,1 | 353,5 | -12,7% |
| EBIT | 64,5 | 99,0 | 53,6% | 401,6 | 350,1 | -12,8% |
| Zysk brutto | 67,2 | 99,0 | 47,3% | 423,1 | 350,1 | -17,3% |
| Zysk netto | 54,1 | 80,2 | 48,1% | 341,2 | 283,5 | -16,9% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 39,1% | 29,0% | | 29,9% | 27,5% | |
| Marża na sprzedaży | 33,5% | 26,0% | | 26,8% | 24,2% | |
| marża EBITDA | 34,5% | 26,3% | | 27,0% | 24,4% | |
| marża EBIT | 34,0% | 26,0% | | 26,8% | 24,2% | |
| marża netto | 28,6% | 21,1% | | 22,7% | 19,6% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

| | 1Q'20 | 2Q'20 | 3Q'20 | 4Q'20 | 1Q'21 | 2Q'21 | 3Q'21 | 4Q'21 | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 3Q'23 | 4Q'23 | 1Q'24 |
|--------------------|------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
| Sprzedaż | 742 | 533 | 797 | 824 | 842 | 1 216 | 1 161 | 1 039 | 748 | 582 | 376 | 385 | 401 | 735 | 757 | 940 | 730 |
| Przekazania | 473 | 767 | 541 | 1 386 | 794 | 856 | 750 | 1 300 | 719 | 1 065 | 833 | 763 | 333 | 626 | 647 | 1 200 | 667 |
| Trójmiasto | 39 | 136 | 22 | 9 | 6 | 2 | 104 | 74 | 76 | 83 | 157 | 148 | 10 | 154 | 78 | 310 | 125 |
| Katowice | 1 | 0 | 178 | 300 | 140 | 39 | 17 | 406 | 86 | 89 | 152 | 30 | 31 | 138 | 26 | 233 | 98 |
| Kraków | 103 | 78 | 56 | 242 | 83 | 132 | 101 | 475 | 229 | 35 | 201 | 140 | 28 | 121 | 33 | 24 | 119 |
| Łódź | 116 | 211 | 120 | 151 | 167 | 115 | 144 | 90 | 57 | 69 | 203 | 88 | 32 | 4 | 66 | 119 | 83 |
| Poznań | 0 | 0 | 73 | 209 | 42 | 213 | 135 | 84 | 30 | 564 | 93 | 10 | 8 | 0 | 235 | 159 | 22 |
| Warszawa | 203 | 132 | 21 | 329 | 281 | 200 | 118 | 63 | 13 | 2 | 0 | 76 | 2 | 114 | 30 | 56 | 69 |
| Wrocław | 11 | 210 | 71 | 146 | 75 | 155 | 131 | 108 | 228 | 223 | 27 | 271 | 222 | 95 | 179 | 299 | 151 |

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ATM GRUPA

| | | | 2023E* | 2024E |
|------------------------------------|------------|-----------|--------|-------|
| Kurs [PLN] | 3,70 | P/E | 11,2x | 7,4x |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 312 | EV/EBITDA | 5,0x | 4,3x |
| EV [mln PLN] | 294 | P/BV | 1,0x | 0,9x |
| Data publikacji raportu za Q1 2024 | 2024-05-28 | DPS [PLN] | 0,26 | 0,22 |

*spółka opublikuje raport roczny za 2023 w dniu 2024-04-25

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: KUPUJ (cena docelowa: 4,91 PLN; data wydania: 2024-04-22)

Prognozy wyników na Q1 2024 [mln PLN]

| | Q1 23 | Q1 24E | y/y | Q1 23 LTM | Q1 24E LTM | y/y |
|--|------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 49,7 | 56,4 | 13% | 303,0 | 240,9 | -21% |
| produkcja tv i filmowa | 32,5 | 38,0 | 17% | 141,9 | 151,1 | 6% |
| zarządzanie aktywami trw. | 13,9 | 13,2 | -5% | 79,0 | 71,8 | -9% |
| działalność deweloperska | 3,1 | 4,8 | 56% | 81,3 | 16,7 | -79% |
| inne | 0,3 | 0,3 | 37% | 0,8 | 1,3 | 61% |
| EBITDA | 9,5 | 11,7 | 22% | 65,4 | 61,3 | -6% |
| produkcja tv i filmowa | 3,6 | 4,8 | 33% | 20,9 | 27,2 | 30% |
| zarządzanie aktywami trwałymi. | 6,2 | 5,8 | -5% | 33,4 | 32,1 | -4% |
| działalność deweloperska | 0,5 | 1,5 | 199% | 13,3 | 4,4 | -67% |
| inne | -0,8 | -0,5 | | -2,3 | -2,4 | |
| EBIT | 4,9 | 6,7 | 37% | 46,5 | 35,9 | -23% |
| Saldo finansowe | -0,3 | -0,3 | | -2,5 | -1,5 | |
| Udział w wyniku jedn. zależnych | 1,8 | 1,4 | -23% | 9,6 | 4,3 | -55% |
| Wynik brutto | 6,5 | 7,8 | 21% | 53,6 | 38,7 | -28% |
| Wynik netto przypisany akcjonariuszom | 5,4 | 6,0 | 12% | 44,9 | 28,5 | -37% |
| Marża EBITDA | 19,2% | 20,7% | | 21,6% | 25,4% | |
| Marża EBIT | 9,9% | 11,9% | | 15,3% | 14,9% | |
| Marża netto | 10,8% | 10,6% | | 14,8% | 11,8% | |
| Działalność audiowizualna: (segment produkcja tv + zarządzanie): | | | | | | |
| Przychody | 46,4 | 51,2 | 10,4% | 220,9 | 222,9 | 0,9% |
| EBITDA | 9,8 | 10,7 | 8,9% | 54,3 | 59,2 | 9,1% |

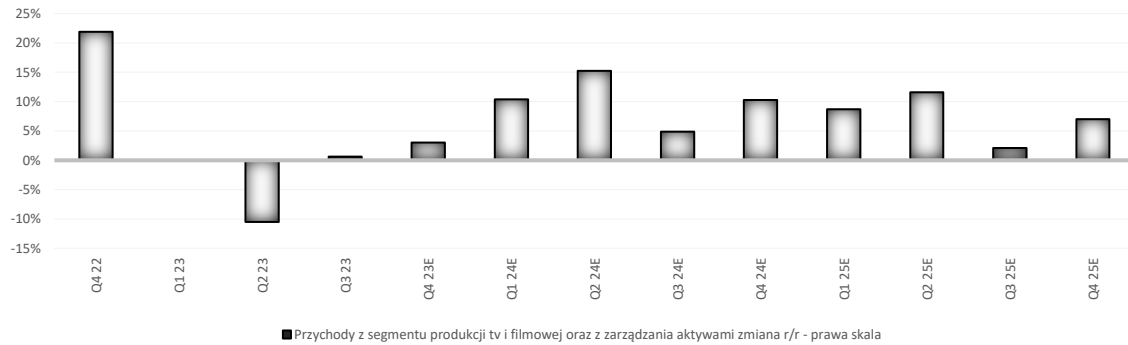
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Za Q1 2024 roku spodziewamy się wzrostu EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa do 4,8 mln PLN (+33% r/r) i EBITDA w segmencie zarządzania aktywami trwałymi ponad 5,8 mln PLN (-5% r/r). Nasza symulacja wskazuje zatem, iż łączny wynik z działalności audiowizualnej w Q1 2023 może wynieść 10,7 mln PLN (+8,9% r/r).

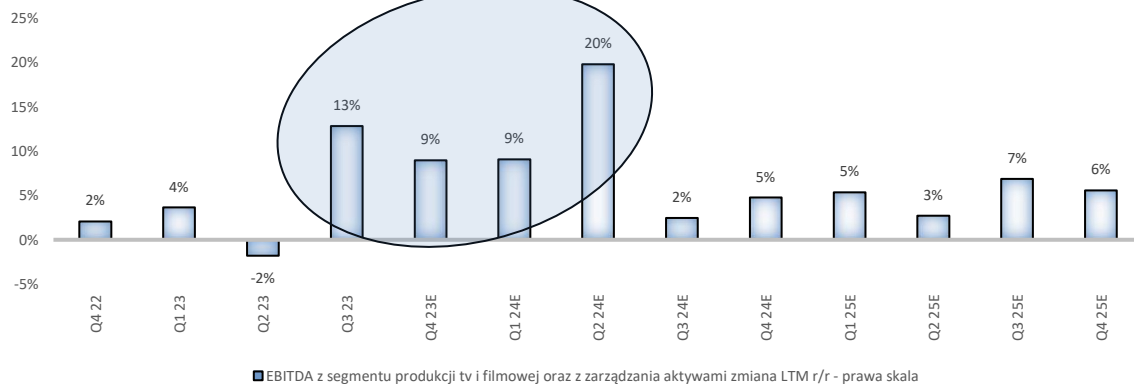
Tak jak wskazaliśmy w naszym ostatnim raporcie analitycznym na temat spółki, wzmacniamy nasz optymizm na nadchodzące okresy. ATM Grupa obecnie znajduje się w gronie podmiotów z grupy pokrywanych przez nas spółek z obszaru TMT notowanych na GPW, które mogą wykazać w bieżącym 2024 roku jedno z najlepszych dynamik wzrostu w ujęciu r/r. Nasz optymizm bazuje na perspektywach podstawowego obszaru biznesowego, czyli działalności audiowizualnej. Wzrostu wyników w 2024 roku w ujęciu r/r spodziewamy się także w segmencie deweloperskim w związku z harmonogramem realizowanych projektów.

Nasz scenariusz na okres 2024-2025 zakłada odczuwalny wzrost wyników z działalności audiowizualnej (suma dwóch segmentów: produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie aktywami trwałymi). Tak jak wskazywaliśmy wcześniej, według naszych symulacji spółka wraz z Q2 2023 zapoczątkowała okres odbudowy wyników w segmencie produkcji tv i filmowej, co będzie widoczne w kolejnych okresach. Spodziewamy się, że łączny wynik z działalności audiowizualnej w ujęciu LTM w kolejnych kwartałach 2024 roku może wskazywać odczyty EBITDA powyżej 60 mln PLN, co będzie oznaczać ustanowienie nowych maksimum dla ATM Grupa (dotychczas najwyższy odczyt EBITDA w ujęciu LTM był w Q3 2019 na poziomie 59,6 mln PLN).

Dynamika przychodów r/r z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy

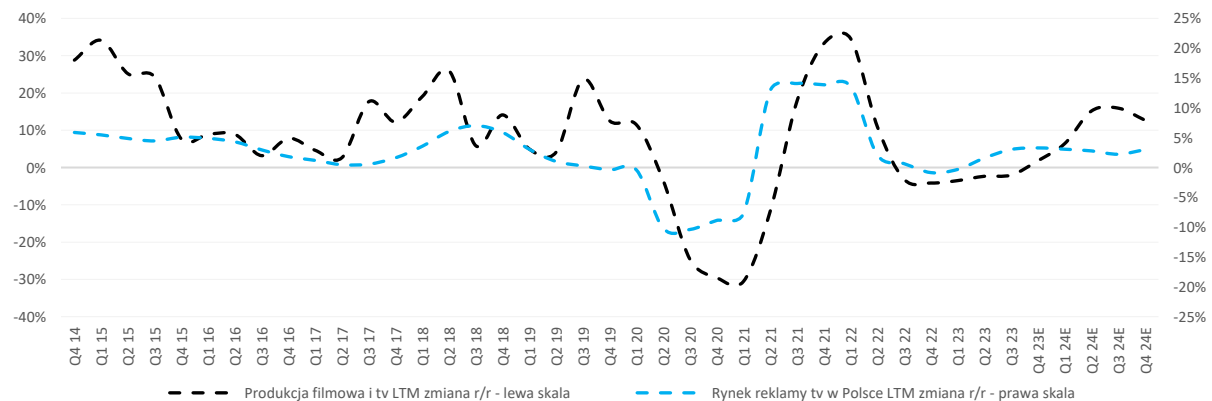


Dynamika r/r dla EBITDA LTM z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty przychodów segmentu produkcji tv i filmowej na tle dynamiki rynku reklamy telewizyjnej w Polsce oraz nasza projekcja na kolejne kwartały



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

BIG CHEESE STUDIO

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|------|---------------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 20,8 | P/E adj. | 5,8 | 18,8 | 27,6 |
| MC [mln PLN] | 86,0 | EV/EBITDA adj | 4,7 | 14,2 | 19,1 |
| | | EV/EBIT | 4,8 | 30,0 | 21,3 |
| | | P/BV | 3,2 | 4,6 | 3,6 |

Miniony kwartał dla spółki to okres wyjątkowych i sprawnych prac nad rozwojem „Cooking Simulator 2” oraz dodatkiem „Sushi” do pierwszej części z tego uniwersum. Pod kątem biznesowym spodziewamy się stabilizacji monetyzacji flagowej gry BCS. Oczekujemy, że w omawianym okresie spółka wypracowała 2,3 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-29% r/r). W związku kontrolą przeprowadzoną przez ZUS, w wyniku której zarzucono spółce nieprawidłowe naliczanie składek, liczymy się ze zmianą umów i potencjalnym wzrostem kosztów. Jednocześnie oczekujemy, że wyższe wydatki częściowo zostały skompensowane redukcją zatrudnienia. Mając powyższe na uwadze zakładamy zmianę stanu produktów na poziomie ok. 1,9 mln PLN. W całym 1Q'24 prognozujemy 4,2 mln PLN przychodów (-1,9% r/r), 1,1 mln PLN EBITDA (-51,2% r/r) oraz 0,9 mln PLN zysku netto (-49,9% r/r).

Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Aktualnie najważniejsze dla spółki będą dwa zbliżające się wydarzenia, czyli premiera dodatku „Sushi” do pierwszej części „CS” oraz playtesty „CS2” (oba planowane na 2Q'24). Oczekujemy, że wspomniane DLC przyczyni się do poprawy wyników BCS w kolejnych kwartałach, natomiast po przeprowadzeniu testów drugiej odsłony „Cooking Simulator”, spółka otrzyma realny obraz stanu gry i będzie mogła zacząć wyznaczać potencjalne okno wydawnicze dla tego projektu. W naszych prognozach przyjmujemy premierę „CS2” pod koniec 2024 r. Pragniemy jednak zaznaczyć, że sezonowo 4Q jest ciężkim okresem do wydawania nowych gier przez mniejsze studia, stąd też trzeba się liczyć z potencjalnym ryzykiem wydłużenia czasu potrzebnego do premiery tego tytułu.

„Sushi DLC” - planowana premiera w 2Q'24. Wishlista DLC przekracza 25 tys. zapisów. Po ukończeniu dodatku, pracujące nad nim osoby zasilą zespół CS2.

„Cooking Simulator 2” - trwają prace nad kolejnymi mechanikami i lokacjami do gry. Wishlista tego tytułu przekracza 100 tys. zapisów. Spółka nie planuje drugiego dema CS2, jednakże zastanawia się nad prologiem. Gra jest projektowana dla 4 graczy, nie jest to jednak jeszcze oficjalny tryb.

Wydawnictwo – spółka prowadzi kilka rozmów ale mają one niższy priorytet niż bieżące prace nad kluczowymi projektami.

W związku z oczekiwanym wyższym poziomem zmiany stanu produktów, delikatnej rewizji w górę ulegają nasze założenia na 2024 r.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2022 | 2023 | zmiana r/r | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 4,3 | 4,2 | -1,9% | 25,8 | 16,6 | -35,5% | 17,7 | 6,0% |
| EBITDA | 2,2 | 1,1 | -51,2% | 16,8 | 3,3 | -80,6% | 3,9 | 21,0% |
| EBITDA skoryg. | 2,2 | 1,1 | -51,2% | 16,8 | 5,9 | -65,1% | 3,9 | -33,3% |
| EBIT | 2,1 | 1,0 | -53,7% | 16,5 | 2,8 | -83,1% | 3,5 | 27,9% |
| Zysk brutto | 2,0 | 1,0 | -48,2% | 17,2 | 2,0 | -88,1% | 3,7 | 56,2% |
| Zysk netto | 1,9 | 0,9 | -49,9% | 16,2 | 2,4 | -85,3% | 3,4 | 27,2% |
| Zysk netto skoryg. | 1,9 | 0,9 | -49,9% | 16,2 | 5,0 | -69,3% | 3,4 | -36,1% |
| Marża EBITDA | 52,0% | 25,9% | | 67,4% | 19,7% | | 22,0% | |
| Marża EBITDA skoryg. | 52,0% | 25,9% | | 67,4% | 35,3% | | 22,0% | |
| Marża EBIT | 49,8% | 23,5% | | 66,0% | 16,7% | | 19,8% | |
| Marża zysku netto | 44,2% | 22,5% | | 64,9% | 14,3% | | 19,1% | |
| Marża zysku netto skoryg. | 44,2% | 22,5% | | 64,9% | 29,9% | | 19,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*-skoryg. o zdarzenia jednorazowe

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 26,4 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 15 września 2023 r.

| | | 2023 | | 2024P |
|--------------|------|-----------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 14,9 | P/E | 76,0 | 22,5 |
| MC [mln PLN] | 64,4 | EV/EBITDA | 17,8 | 9,0 |
| | | EV/EBIT | 51,8 | 16,2 |
| | | P/BV | 1,2 | 1,2 |

W 1Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów rzędu +9% r/r do 12,1 mln PLN. Początek roku był naznaczony zwiększoną liczbą zachorowań na infekcje górnych dróg oddechowych, dlatego spodziewamy się większego zainteresowania w tym okresie testami combo, które stały się już normą w diagnostyce SARS-CoV-2 i grypy w POZ. W związku z przedłużającym się procesem przyznania patentów, o które spółka ubiega się od listopada'22, spodziewamy się, że prognozowane przez nas wysokie dynamiki przychodów zaczną pojawiać się w 2H'24. Grupa, po uruchomieniu nowego zakładu produkcyjnego, jest gotowa do obsługi dużych przetargów, których dotąd nie była w stanie realizować, dlatego widzimy szansę na pojawienie się w kolejnych okresach istotnych zamówień.

W związku ze wzrostem minimalnego wynagrodzenia od stycznia'24, spodziewamy się wzrostu kosztów świadczeń pracowniczych do 3,1 mln PLN vs 2,9 mln PLN rok wcześniej. Wzrośnie także amortyzacja – wraz z włączeniem do użytkowania kolejnych urządzeń. Spodziewamy się, że pełny efekt widoczny będzie w 2Q'24 (ok. 0,9 mln PLN), natomiast w 1Q'24 prognozujemy amortyzację na poziomie 0,8 mln PLN (vs 0,5 mln PLN w 1Q'23). Implikuje to wzrost EBITDA z 1,0 mln PLN w 1Q'23 do 1,3 mln PLN w 1Q'24, przy podobnym poziomie EBIT (0,5 mln PLN).

Nie spodziewamy się istotnych przychodów finansowych, natomiast koszty szacujemy na poziomie ok. 0,2 mln PLN. Implikuje to zysk brutto na poziomie 0,3 mln PLN (-46% r/r) oraz zysk netto w wysokości 0,2 mln PLN (-54% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | r/r |
|------------------------|-------|--------|--------|
| Przychody ze sprzedaży | 11,1 | 12,1 | 9,0% |
| EBITDA | 1,0 | 1,3 | 28,4% |
| EBIT | 0,5 | 0,5 | 0,7% |
| Zysk brutto | 0,5 | 0,3 | -46,2% |
| Zysk netto | 0,5 | 0,2 | -54,1% |
| Marża EBITDA | 9,0% | 10,6% | |
| Marża EBIT | 4,2% | 3,8% | |
| Marża zysku netto | 4,3% | 1,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

BOOMBIT**Kupuj, TP 18,9/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 października 2023 r.

| | | | 2022 | 2023 |
|--------------|-------|----------------|------|------|
| Kurs [PLN] | 11,3 | P/E adj. | 9,6 | 19,4 |
| MC [mln PLN] | 152,3 | EV/EBITDA adj. | 4,6 | 7,0 |
| | | EV/EBIT | 10,5 | 30,7 |
| | | P/BV | 2,2 | 2,1 |

Spółka podała szacunki przychodów za 1Q'24, które wyniosły 61,5 mln PLN (-0,5% q/q; -6,0% r/r). Za ok. 95,4% przychodów odpowiadał segment gier mobilnych generując 58,7 mln PLN (+2,4% q/q; -9,7% r/r), a za 2,9 mln PLN segment PAE (vs 0,4 mln PLN w 1Q'23 i 4,5 mln PLN w 4Q'23).

Na przestrzeni omawianego kwartału zmniejszeniu uległ poziom wydatków na kampanie marketingowe do ok. 33,9 mln PLN (-4,8% q/q, -7,0% r/r). W związku z jednorazowym obniżeniem prowizji na Google Play Store, które miało miejsce w styczniu, regresji uległy również uległy koszty prowizji platform dystrybucyjnych, które wyniosły 4,1 mln PLN (-19,6% q/q, -44,1% r/r). Z drugiej strony mając na uwadze wzrost udziału gier HC oczekujemy wyższych kosztów q/q związanych z rev share. Liczymy się również ze wzrostem kosztów osobowych (m.in. efekt przejścia zespołu od Gamesture).

Mając powyższe na uwadze prognozujemy, że w całym 1Q'24 BoomBit osiągnął 8,4 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 7,6 mln PLN a „PAE” za 0,8 mln PLN). Pragniemy zauważyć, iż był to drugi kwartał, w którym segment PAE pozytywnie kontrybuował do wyników grupy. W omawianym okresie, szacujemy poziom skoryg. zysku netto na jednostkę dominującą na ok. 4,4 mln PLN.

Pod względem wynikowym obieramy okres 1Q'24 neutralnie. Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą nowych, dużych premier (rekordowy pipeline wydawniczy na 2024 r. – ok. 10 gier) oraz największej aktualizacji do najważniejszej gry BBT „Hunt Royale” (maj) przyniosą progresję wyników spółki. W obszarze projektów blockchain oczekujemy na kolejną rundę finansowania BoomLandu w wysokości 2,5 mln USD przeznaczoną na skalowanie „Hunters On-Chain” oraz IDO tokenów BOOM i EMBR.

- **Gry mid-core/ casual** - rekordowa ilość premier zaplanowana na 2024 r. (ok. 10).
- **„Hunt Royale”** - największy update „Dark Forest” zaplanowany na maj. Powinien zwiększyć dwukrotnie głęboką monetyzacyjną gry.
- **Gry Hyper Casual** - wzrosty w ostatnich miesiącach dotyczyły głównie starszych tytułów. Spółka testuje nowe sieci i kreacje reklamowe (playable ads), które mają poprawić monetyzację gier.
- **Segment PAE** – PlayEmber jest projektem samofinansującym się, a BoomLand jest bardzo bliski osiągnięcia tego poziomu. Przez 24 msc. spółka będzie rozpoznawała wpływ z umowy z Immutable. Dwie nowe gry mają trafić do BoomLandu w 2024 r. Planowana kolejna runda finansowania BoomLandu w wysokości 2,5 mln USD (przy wycenie BoomLandu na poziomie 30 mln USD). Powinna zostać zamknięta przed wylistowaniem tokenu \$BOOM. Po rozpoczęciu notowań tokenu, projekt ten nie będzie potrzebował kolejnych rund finansowania.
- **Mobile Esports** – platformie znajduje się w fazie SL. Zdaniem zarządu projekt ma duży potencjał monetyzacji. Global launch planowany w 2H'24. Jest to również nowe źródło pozyskiwania użytkowników.
- **Wydawnictwo** – spółka ma aktualnie podpisanych 8-9 umów.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r |
|-----------------------------------|-------|--------|------------|
| Przychody | 65,4 | 61,5 | -6,0% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 6,0 | 8,9 | 49,5% |
| EBITDA | 3,5 | 8,0 | 129,2% |
| EBITDA skoryg.* | 4,7 | 8,4 | 80,1% |
| Gry mobilne | 6,6 | 7,6 | 15,4% |
| Gry „Play-and-Earn” | -1,9 | 0,8 | - |
| EBIT | 0,7 | 4,6 | 523,9% |
| Zysk netto | 0,3 | 4,0 | 1088,6% |
| Zysk netto n.j.d. | 2,3 | 4,0 | 69,6% |
| Zysk netto n.j.d. skoryg.* | -1,0 | 4,4 | - |
| Marża brutto na sprzedaży | 9,1% | 14,5% | |
| Marża EBITDA | 5,4% | 13,1% | |
| Marża EBITDA skoryg.* | 7,2% | 13,7% | |
| Marża EBIT | 1,1% | 7,5% | |
| Marża zysku netto n.j.d. | 3,6% | 6,4% | |
| Marża zysku netto n.j.d.* | -1,5% | 7,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*-skoryg. o koszty PM22-24

Analitik:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

BUDIMEX**Redukuj, TP 530,8/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|----------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 683,0 | P/E | 23,6 | 20,8 | 19,0 | 22,1 |
| MC [mln PLN] | 17 437,1 | EV/EBITDA | 14,7 | 12,1 | 10,8 | 12,0 |
| | | EV/EBIT | 17,6 | 14,4 | 12,7 | 14,4 |
| | | P/BV | 11,4 | 12,0 | 11,1 | 11,7 |

- W segmencie budowlanym zakładamy w 1Q'23 1,43 mld PLN sprzedaży (-17% r/r, baza z 1Q'23 jest relatywnie wysoka, portfel zamówień był po 4Q'23 minimalnie niższy r/r, produkcja budowlana wyraźnie spadła w 1Q'24 r/r). W przypadku marży otoczenie jest sprzyjające (poza wyraźnym odbiciem dynamik na kosztach pracy w kubaturze), co powinno pozwolić na wyraźną poprawę r/r (zakładamy 11,2% vs 8,0% rok temu). Zakładamy, że segment budowlany będzie kontrybuował w wysokości 94,3 mln PLN na poziomie EBIT (przy założeniu +5 mln PLN na PPO/PKO) vs 80,8 mln PLN rok temu.
- W segmencie pozostałe (FB Serwis) zakładamy wzrost przychodów (+8% r/r) i porównywalną rentowność r/r. Spodziewamy się 23,4 mln PLN EBIT (vs 21,5 mln PLN rok temu).
- Na poziomie skonsolidowanym prognozujemy przychody w 1Q'24 na poziomie ok. 1,66 mld PLN, EBIT na 118,2 mln PLN a wynik netto na 119,2 mln PLN (silna kontrybucja przychodów finansowych).
- Sezonowo pozycja gotówkowa gotówka zwykle rośnie w ujęciu q/q w 1Q. Tym razem zwracamy jednak uwagę na jej bardzo mocny wpływ w 4Q'23 i zakładaną ujemną dynamikę przychodów w 1Q'24, co może nie sprzyjać budowie gotówki w tym okresie.
- Nasze aktualna prognoza na cały 2024 rok to 10,24 mld PLN przychodów oraz 839,5 mln PLN zysku netto. Obniżyliśmy nieco oczekiwania (o 4% na poziomie netto) względem poprzedniej rekomendacji (m.in. brak podpisania umowy na D11). Jednocześnie nasze założenia pozostają wyższe niż guidance zarządu z ostatniej konferencji wynikowej (zbliżone wyniki r/r), szczególnie na poziomie rentowności otoczenie (koszty materiałów) i portfel (brak problematycznych kontraktów) powinny łącznie sprzyjać w 2024 roku.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|---------|---------|------------|---------|----------|------------|----------|------------|
| Przychody | 1 939,4 | 1 663,7 | -14,2% | 9 801,5 | 10 240,2 | 4,5% | 10 855,4 | 6,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 174,2 | 199,9 | 14,8% | 1 124,6 | 1 330,6 | 18,3% | 1 435,6 | 7,9% |
| Zysk na sprzedaży | 94,1 | 115,2 | 22,4% | 739,7 | 917,1 | 24,0% | 1 001,8 | 9,2% |
| EBITDA | 141,3 | 160,2 | 13,4% | 938,4 | 1 086,3 | 15,8% | 1 169,9 | 7,7% |
| EBIT | 102,3 | 118,2 | 15,5% | 781,1 | 912,5 | 16,8% | 996,9 | 9,3% |
| Zysk brutto | 143,1 | 151,6 | 6,0% | 929,6 | 1 046,1 | 12,5% | 1 142,3 | 9,2% |
| Zysk netto | 106,3 | 119,2 | 12,1% | 738,2 | 839,5 | 13,7% | 917,4 | 9,3% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 9,0% | 12,0% | | 11,5% | 13,0% | | 13,2% | |
| Marża na sprzedaży | 4,9% | 6,9% | | 7,5% | 9,0% | | 9,2% | |
| marża EBITDA | 7,3% | 9,6% | | 9,6% | 10,6% | | 10,8% | |
| marża EBIT | 5,3% | 7,1% | | 8,0% | 8,9% | | 9,2% | |
| marża netto | 5,5% | 7,2% | | 7,5% | 8,2% | | 8,5% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

CD PROJEKT**Redukuj, TP 102/akcję**

Rekomendacja z dnia 12 lutego 2024 r.

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|----------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 115,8 | P/E | 33,6 | 24,0 | 55,1 |
| MC [mln PLN] | 11 589,6 | EV/EBITDA | 21,4 | 14,4 | 33,3 |
| | | EV/EBIT | 28,1 | 21,9 | 50,9 |
| | | P/BV | 5,7 | 4,8 | 4,4 |

Po udanej końcówce 2023 r., 1Q'24 przyniósł znaczące pogorszenie sprzedaży zarówno podstawowej gry „Cyberpunk 2077”, wydanego w 2H'23 rozszerzenia „Phantom Liberty” oraz coraz bardziej starzejącego się „Wiedźmina 3”. Szacujemy, że na przestrzeni 1Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,9/ 1,0 mln kopii (ok. -61% q/q, - 57% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 145 mln PLN. Według naszych kalkulacji „W3” zanotował regresję sprzedaży q/q do 0,7 mln/ ok. 26 mln PLN przychodów.

1Q'24 był pierwszym kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” spadła do poziomu 5% (ok. 23 mln PLN) z 20% w 2H'23. W związku z postępującymi pracami nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar), w dalszym ciągu rosną koszty prac badawczych, które według naszych szacunków sięgnęły 20 mln PLN (+8 mln PLN q/q). Po okresie wysokich nakładów na marketing, normalizacji uległ poziom kosztów sprzedaży (ok. 29 mln PLN). W omawianym okresie koszty związane z programem motywacyjnym sięgnęły ok. 3,1 mln PLN. Pragniemy przypomnieć, iż w wynikach 1Q'23 spółka ujęła w pozostałych przychodach operacyjnych 21,5 mln PLN z tyt. odwrócenia odpisów ujętych w 4Q'22 dotyczących P.Sirius.

W całym 1Q'24 prognozujemy 221,9 mln PLN przychodów (+27,0% r/r; -52% q/q), z czego CDR RED odpowiadał za 178 mln PLN, a GOG.com za 44 mln PLN. Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 100,5 mln PLN (+33,8% r/r, -64,3% q/q), EBIT równy 74,3 mln PLN (+3,9% r/r i -59,6% q/q; GOG = 0,5 mln PLN) oraz zysk netto w okolicach 77,3 mln PLN (+11% r/r i -58,6% q/q). W związku z postępowaniem prac nad „P.Polaris” zakładamy wzrost nakładów na nowe gry do poziomu ok. 54 mln PLN (+23% q/q).

Po dobrej końcówce 2023 r., początek 2024 r. przyniósł znaczące pogorszenie sprzedaży flagowych gier spółki. Szacujemy, że przychody spółki spadły q/q o 52%, co może rozczarować inwestorów, tym samym liczymy się z potencjalną negatywną reakcją na wyniki CDR. Dodatkowo informacje o zaawansowaniu (faza pre-produkcyjna) „P.Polaris” (Wiedźmin 4) utwierdzają nas w przekonaniu, że gra zadebiutuje na rynku najszybciej w 2027 r., stąd uważamy, że spółce będzie ciężko przez kolejne 3 lata zbliżyć się do wyników z 4Q'23.

Prowadzone projekty:

- Polaris – gra znajduje się w fazie pre-produkcji, pracuje nad nią zespół złożony z 403 osób, w 2H'24 projekt wejdzie do fazy produkcji (najbardziej zaawansowany projekt).
- Orion – nad grą pracuje 47 osób, znajduje się w fazie koncepcyjnej.
- Sirius – 37 osób czuwa nad tym projektem, znajduje się w pre-produkcji. Drugi najbardziej zaawansowany projekt.
- Hadar – zespół złożony z 20 osób, obecnie eksploruje kluczowe filary dla IP w fazie koncepcyjnej.
- Remake Wiedźmina – trwają prace koncepcyjne.
- Spółka rozważa udzielenie IP podmiotom trzecim na produkcję mobilnych wersji gier.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|-----------------------------------|-------|--------|------------|---------|-------|------------|
| Przychody | 174,8 | 221,9 | 27,0% | 1 230,2 | 859,3 | -30,1% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 120,5 | 166,4 | 38,1% | 849,6 | 634,3 | -25,3% |
| EBITDA | 96,6 | 100,5 | 4,0% | 714,1 | 351,1 | -50,8% |
| EBITDA skoryg.* | 75,1 | 100,5 | 33,8% | 692,6 | 351,1 | -49,3% |
| EBIT | 71,5 | 74,3 | 3,9% | 469,0 | 245,8 | -47,6% |
| Zysk brutto | 80,4 | 87,8 | 9,2% | 538,5 | 283,1 | -47,4% |
| Zysk netto | 69,7 | 77,3 | 11,0% | 481,1 | 249,4 | -48,2% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 69,0% | 75,0% | | 69,1% | 73,8% | |
| Marża EBITDA | 55,3% | 45,3% | | 58,0% | 40,9% | |
| Marża EBITDA skoryg.* | 43,0% | 45,3% | | 56,3% | 40,9% | |
| Marża EBIT | 40,9% | 33,5% | | 38,1% | 28,6% | |
| Marża zysku netto | 39,9% | 34,8% | | 39,1% | 29,0% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ; *skoryg. o odwrócenie odpisu dot. projektu „Sirius”

Analitik:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

CI GAMES

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 1,56 | P/E | 34,9 | 19,8 | 26,2 |
| MC [mln PLN] | 283,4 | EV/EBITDA | 17,4 | 2,6 | 4,1 |
| | | EV/EBIT | 35,8 | 8,1 | 13,6 |
| | | P/BV | 2,0 | 1,8 | 2,0 |

Pierwszy kwartał 2024 r. stał pod dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” wydaną w połowie października’23. Mimo licznych aktualizacji oceny tego tytułu pozostają na poziomie zaledwie 60% pozytywów, co nie pomagało w poprawie jego monetyzacji. Sytuacja ta w połączeniu z silną konkurencją panującą na rynku wymusiła na spółce sięgnięcie po głęboką obniżkę cennika (o 40% w zaledwie 4 msc. od premiery). Szacujemy, że w całym 1Q’24 sprzedaż „LotF” wyniosła ok. 160 tys. sztuk, co przełożyło się na ok. 19 mln PLN przychodów. Zakładamy, że backcatalogue dołożył od siebie ok. 10 mln PLN. Tym samym łącznie na poziomie przychodów prognozujemy 29,1 mln PLN (+196% r/r).

Przypominamy, że w połowie stycznia’24 spółka podjęła decyzję o zwolnieniu ok. 10% pracowników (ok. 19 osób), co już w 1Q’24 powinno przełożyć się na redukcję kosztów zatrudnienia. Oczekujemy również znaczącego ograniczenia wydatków marketingowych. Mając powyższe na uwadze szacujemy, że w 1Q’24 spółka wypracowała 18,0 mln PLN EBITDA oraz 5,7 mln PLN zysku netto n.j.d.

Oceniamy miniony kwartał negatywnie. Mimo licznych aktualizacji oceny „LotF” pozostają na niezadowolającym poziomie (zaledwie 60% pozytywów), co nie sprzyja poprawie ogona sprzedażowego tego tytułu. Wyżej wspomniany czynnik w połączeniu z silną konkurencją, wymuszają na spółce głębokie przeceny (40%) najnowszej produkcji studia. Mając powyższe na uwadze oczekujemy, że break-even gry zostanie osiągnięty dopiero w okolicach 2025 r.

- **Redukcja zatrudnienia** – w połowie stycznia’24 spółka podjęła decyzję o zwolnieniu ok. 10% pracowników w całej firmie (ok. 19 osób). Planowane jest prowadzenie dalszych optymalizacji biznesowych zarówno w pipeline i w procesach organizacji.

- **Emisja akcji** – NWZ CIG przyjęło uchwałę upoważniającą zarząd do emisji ok. 36 mln akcji zwykłych na okaziciela serii M z pozbawieniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, w celu podwyższenia kapitału zakładowego do maks. ok. 2,2 mln PLN.

- **Prowadzone projekty** - spółka podtrzymała terminy premier Projektu Survive i Projektu 3 odpowiednio w 2025 (EA) i 2026 roku. Budżet wersji 1.0 ma wynieść nieco ponad 20 mln EUR. Spółka szacuje również, że budżet P3 wyniesie ok. 30 mln EUR.

- **Potencjalna umowa wydawnicza** - spółka prowadzi rozmowy z dużymi wydawcami na temat potencjalnego partnerstwa. Nic nie zostało jeszcze sfinalizowane, a kwoty, o których firma rozmawia z tymi partnerami, są podobne do kwot, które stanowią budżety rozwojowe firmy.

Zmiana vs nasze ostatnie prognozy wynika w głównej mierze z gorszej od oczekiwań rentowności oraz podwyższenia szacunków dotyczących amortyzacji.

Prognozy wyników na 1Q’2024 [mln PLN]

| | 1Q’23 | 1Q’24P | zmiana r/r | 2022 | 2023 | zmiana r/r | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 9,8 | 29,1 | 196,3% | 56,7 | 245,0 | 332,1% | 90,2 | -63,2% |
| EBITDA | 1,2 | 18,0 | 1382,4% | 16,1 | 97,6 | 507,2% | 60,5 | -38,0% |
| EBIT | -0,6 | 7,5 | - | 7,8 | 31,5 | 302,7% | 18,4 | -41,5% |
| Zysk/ strata netto | -0,5 | 5,9 | - | 8,6 | 14,5 | 68,7% | 13,1 | -9,3% |
| Zysk/ strata netto n.j.d. | -0,7 | 5,7 | - | 8,2 | 13,0 | 59,2% | 12,3 | -5,5% |
| Marża EBITDA | 12,3% | 61,7% | | 28,4% | 39,8% | | 67,0% | |
| Marża EBIT | -6,0% | 25,7% | | 13,8% | 12,9% | | 20,4% | |
| Marża zysku netto | -5,5% | 20,1% | | 15,1% | 5,9% | | 14,5% | |
| Marża zysku netto n.j.d. | -7,5% | 19,4% | | 14,5% | 5,3% | | 13,7% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

CREEPY JAR**Kupuj, TP 760/akcję**

Rekomendacja z dnia 27 lutego 2024 r.

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|----------------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 575,0 | P/E adj. | 9,0 | 17,6 | 34,6 |
| MC [mln PLN] | 395,8 | EV/EBITDA adj. | 5,2 | 15,1 | 33,9 |
| | | EV/EBIT adj. | 5,4 | 16,0 | 38,6 |
| | | P/BV | 3,9 | 4,1 | 4,2 |

Początek roku dla CRJ to okres, w którym spółka wydała nowy dodatek „Flamekeeper” do PCtovej wersji „Green Hell’a”, co wraz z wyprzedzami wspierało sprzedaż ilością tego tytułu. Z drugiej strony kontynuacja umocnienia PLN wraz z jeszcze głębszymi obniżkami cennika „GH” (początkowo -50%, jednak pod koniec kwartału sięgnięto po -67%), spowodowały dalszy spadek średniej ceny q/q, co przełożyło się na niższy przychód z każdej sprzedanej kopii. Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 325 tys. kopii tej produkcji (brutto), z czego ponad 78% stanowiła wersja PC – ok. 255 tys./ 15% - ok. 50 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS)/ 6% - ok. 20 tys. wersja VR. Mając powyższe na uwadze prognozujemy przychody spółki w 1Q'24 na poziomie 7,2 mln PLN (-40,0% r/r).

Po stronie kosztowej w związku z trwającymi pracami nad wersją „GH” na nowe konsole zakładamy utrzymanie usług obcych na podwyższonym poziomie (2,6 mln PLN). Mając na uwadze niewielkie zmiany kadrowe (+2-3 osoby q/q) oczekujemy utrzymania poziomu wynagrodzeń na stabilnym poziomie ok. 2,3 mln PLN (z czego 1,1 mln PLN dotyczy programu motywacyjnego). Spodziewamy się, że przychody finansowe z tyt. odsetek oscylowały w omawianym okresie w okolicach 0,8 mln PLN. W całym w 1Q'24 prognozujemy 3,0 mln PLN skoryg. EBITDA (-67,0% r/r) oraz 3,2 mln PLN skoryg. zysku netto (-65,5% r/r).

Regresja wyników spółki jest naturalnym efektem coraz bardziej starzejącego się produktu jakim jest „Green Hell”, stąd wyniki CRJ za 1Q'24 nie powinny stanowić większego zaskoczenia. W nadchodzącym czasie najważniejsze dla notowań dewelopera będą postępujące działania marketingowe dot. „StarRupture”, informacje o postępach nad na tym projektem, jak i finalnie jego premiera (EA) w 1Q'25.

„StarRupture” - zespół działa w trybie „road to EA”, który podzielony jest na 4 milestone. CRJ jest po pierwszym z nich, trwają prace nad drugim. Spółka planuje osiągnięcie 4 późną jesienią. Dotychczasowe prace postępują bardzo dobrze. Spółka zadecyduje, czy po 2 milestone będzie można udostępnić gameplay (będzie zależało od jakości). CRJ planuje testy zewnętrzne na większej populacji graczy.

„Green Hell 2” - CRJ rozpoczął intensywne prace nad kierunkiem tego projektu. Planowane jest zamknięcie tego etapu do końca 2024 r. Po wydaniu „StarRupture” część zespołu zostanie oddelegowana do prac na GH2. Gra będzie tworzona na silniku UE5. Prace nad grą powinny przebiegać szybciej niż nad StarRupture. Sequel nie będzie bardzo odbiegał od pierwszej części. Będzie bardziej rozwiniętym, lepszym GH z nowymi mechanikami. Sporym ułatwieniem jest duża porcja contentu, którą CRJ posiada, gotowy zespół oraz doświadczenie z UE5.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|-----------------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|
| Przychody | 12,0 | 7,2 | -40,0% | 37,5 | 26,0 | -30,7% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 8,7 | 1,5 | -82,5% | 16,5 | 4,2 | -74,4% |
| EBITDA | 9,0 | 1,8 | -79,5% | 17,1 | 5,4 | -68,1% |
| EBITDA adj. | 9,0 | 3,0 | -67,0% | 24,4 | 9,9 | -59,2% |
| EBIT | 8,6 | 1,5 | -82,3% | 15,8 | 4,2 | -73,2% |
| EBIT adj. | 8,6 | 2,7 | -69,2% | 23,1 | 8,7 | -62,2% |
| Zysk brutto | 10,0 | 2,3 | -77,1% | 20,7 | 7,8 | -62,3% |
| Zysk netto | 9,3 | 2,1 | -77,5% | 18,3 | 7,1 | -61,2% |
| Zysk netto adj. | 9,3 | 3,2 | -65,5% | 25,7 | 11,6 | -54,8% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 72,8% | 21,3% | | 44,0% | 16,3% | |
| Marża EBITDA | 74,9% | 25,6% | | 45,5% | 21,0% | |
| Marża EBITDA adj. | 74,9% | 41,2% | | 65,1% | 38,3% | |
| Marża EBIT | 71,9% | 21,3% | | 42,0% | 16,3% | |
| Marża EBIT adj. | 71,9% | 36,9% | | 61,6% | 33,6% | |
| Marża zysku netto | 77,4% | 29,0% | | 48,9% | 27,4% | |
| Marża zysku netto adj. | 77,4% | 44,6% | | 68,4% | 44,7% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

CYFROWY POLSAT

| | | | 2023 | 2024E |
|------------------------------------|------------|-----------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 10,30 | P/E | 18,2x | --- |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 5 672 | EV/EBITDA | 5,0x | 6,4x |
| EV [mln PLN] | 15 101 | EV/EBIT | 11,5x | 16,1x |
| Data publikacji raportu za Q1 2024 | 2024-05-22 | | | |

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK (AKTUALIZACJA MODELU)

Zakładamy, że początek 2024 roku w CPS nadal upływał pod presją rosnących kosztów działalności, co było widać w erozji poprzednich odczytów EBITDA skor. w relacji r/r. Jednocześnie jednak w naszym modelu staramy się uwzględnić stopniową poprawę relacji dynamiki przychodów r/r i kosztów w kolejnych okresach bieżącego roku.

Zwracamy uwagę, że spółka w raporcie rocznym 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 749,5 mln PLN (-1,5% 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 438,6 mln PLN (z efektem zysku ze IPv4). Łączne saldo finansowe szacujemy na -263 mln PLN. Finalnie nasza symulacja wskazuje, że wynik netto za Q1 może wynieść 182,4 mln PLN.

Prognozy wyników na Q1 2024 [mln PLN]

| | Q1 23 | Q1 24E | y/y | Q1 23 LTM | Q1 24E LTM | y/y |
|---|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Przychody razem | 3 199,3 | 3 433,9 | 7,3% | 13 127,9 | 13 860,9 | 5,6% |
| 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 | 746,1 | -5,8% | 3 510,9 | 3 333,7 | -5,0% |
| 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 | -3 158,5 | 9,2% | -11 658,0 | -12 755,4 | 9,4% |
| amortyzacja, utrata wartości i likwidacja | -462,5 | -475,0 | 2,7% | -1 845,2 | -1 912,9 | 3,7% |
| wynagrodzenia i świadczenia pracownicze | -276,1 | -296,8 | 7,5% | -1 065,5 | -1 178,9 | 10,6% |
| inne koszty | -2 153,3 | -2 386,7 | 10,8% | -8 747,3 | -9 663,6 | 10,5% |
| Wynik ze sprzedaży jedn. zależnej i stow. | 0,0 | 10,0 | --- | 153,2 | 229,7 | 49,9% |
| Pozostałe przychody / koszty | -8,7 | 153,2* | --- | -2,5 | 116,3 | --- |
| EBITDA skorygowana | 761,2 | 749,5 | -1,5% | 3 312,6 | 2 999,9 | -9,4% |
| EBIT | 298,7 | 438,6 | 46,8% | 1 620,6 | 1 451,6 | -10,4% |
| Wynik działalności inwestycyjnej | 20,8 | 87,1 | 318,6% | 37,4 | 228,7 | 511,4% |
| Saldo finansowe netto | -255,7 | -263,1 | 2,9% | -828,8 | -1 089,3 | 31,4% |
| Wynik brutto | 84,1 | 263,6 | 213,4% | 929,3 | 601,3 | -35,3% |
| Wynik netto | 71,0 | 182,4 | 157,0% | 759,3 | 423,1 | -44,3% |

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

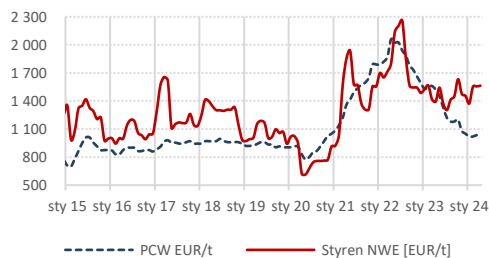
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DECORA

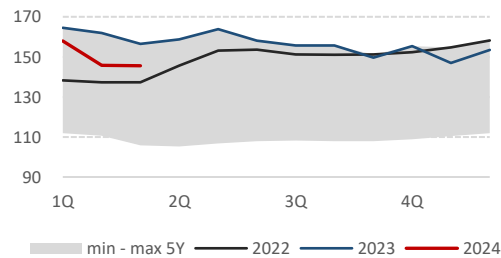
| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 58,6 | P/E | 9,2 | 9,3 | 8,3 | 8,0 |
| MC [mln PLN] | 618,1 | EV/EBITDA | 6,6 | 5,9 | 5,2 | 4,9 |
| | | EV/EBIT | 8,1 | 7,5 | 6,6 | 6,1 |
| | | P/BV | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,5 |

Oferta spółki skoncentrowana została w 2023 roku na grupie asortymentowej Flooring (+7% r/r, 77% przychodów ogółem). Decora w roku 2023 uruchomiła pełny cykl produkcyjny paneli winylowych z rdzeniem mineralnym (podłogi SPC). Według spółki jest ona obecnie jedynym w Europie podmiotem, który dostarcza jednocześnie podłogi SPC, podkłady podłogowe, listwy i profile przypodłogowe z własnej produkcji. Poprzedni rok był dla Decory bardzo dobry pod względem marżowości (każdy kwartał przyniósł istotną poprawę EBITDA w ujęciu r/r). Od 2H'22 ceny surowców (styren, poliuretan w przypadku podkładów/listew, PCV w przypadku podłóg SPC) były w trendzie spadkowym. Na początku 2024 roku ceny PCV nadal są wyraźnie niższe r/r (ok -30% r/r), natomiast ustabilizowały się ceny styrenu (w 2Q'24 delikatny wzrost q/q i r/r).

W 1Q'24 spodziewamy się raczej płaskiej sprzedaży (rynek popytowo nadal jest wymagający, indeks PSB wskazuje na spadki cen w indeksie „wykończenia”; spółka posiada także istotną ekspozycję na eksport - silny PLN nie sprzyja przy przeliczeniu sprzedaży z EUR i walut CEE). Natomiast widzimy przestrzeń do dalszej poprawy rentowności (dalsze spadki PCV, słaby USD sprzyja także marże na towarach handlowych). Baza z 1Q'23 na marży brutto ze sprzedaży nie jest jeszcze wymagająca (zakładamy, że dopiero 2H'24 może być większym wyzwaniem pod tym kątem). W 1Q'24 zakładamy 153 mln PLN przychodów, 29,4 mln PLN EBITDA (+20% r/r) oraz 19 mln PLN zysku netto (+15% r/r). Przy prognozie całorocznej zwracamy uwagę, że wynik netto 2023 był wsparty przez 6,2 mln PLN różnic kursowych, czego nie zakładamy w 2024 roku.

Ceny styrenu i PCW – Europa [EUR/t]


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cenowy PSB – wykończenia (podłogi)


Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 1'2017

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 152,2 | 153,0 | 0,5% | 570,9 | 590,1 | 3,4% | 634,3 | 7,5% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 52,8 | 58,1 | 10,1% | 209,6 | 218,6 | 4,3% | 234,4 | 7,2% |
| Zysk na sprzedaży | 21,0 | 25,6 | 21,9% | 84,2 | 88,3 | 4,8% | 95,4 | 8,0% |
| EBITDA | 24,6 | 29,5 | 20,2% | 103,2 | 110,8 | 7,4% | 117,9 | 6,4% |
| EBIT | 20,7 | 25,1 | 21,3% | 84,1 | 86,8 | 3,2% | 93,9 | 8,2% |
| Zysk brutto | 20,5 | 23,8 | 16,1% | 86,1 | 82,4 | -4,2% | 92,3 | 12,0% |
| Zysk netto | 16,6 | 19,3 | 15,9% | 66,9 | 66,8 | -0,3% | 74,8 | 12,0% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 34,7% | 38,0% | | 36,7% | 37,1% | | 37,0% | |
| Marża na sprzedaży | 13,8% | 16,7% | | 14,8% | 15,0% | | 15,0% | |
| marża EBITDA | 16,1% | 19,3% | | 18,1% | 18,8% | | 18,6% | |
| marża EBIT | 13,6% | 16,4% | | 14,7% | 14,7% | | 14,8% | |
| marża netto | 10,9% | 12,6% | | 11,7% | 11,3% | | 11,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DEKPOL

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 50,2 | P/E | 4,7 | 4,2 | 4,2 | 4,5 |
| MC [mln PLN] | 418,0 | EV/EBITDA | 3,6 | 2,6 | 2,4 | 2,1 |
| | | EV/EBIT | 4,1 | 2,9 | 2,7 | 2,4 |
| | | P/BV | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |

Budownictwo. Backlog po 4Q'23 w segmencie budowlanym wynosił 535 mln PLN (vs 824 mln PLN po 3Q'23 oraz 454 mln PLN rok temu). W 1Q'24 zakładamy, że spółka na bazie wyższego r/r portfela pokazała nieco wyższe przychody r/r. Zakładamy nieco wyższą rentowność r/r, ale niższą niż w 2H'23 - kontrakty spółki są relatywnie krótkie, wygasać powinien efekt przeszacowania marż w górę.

Deweloperka. W 1Q'24 sprzedano 115 lokali oraz przekazano 104 lokali (vs 108 rok temu). Przekazania przypadały głównie na segment popularny (tj w 1Q'23), zakładamy przy tym wyższą średnią cenę r/r i wyższą marżowość. W całym 2024 roku spółka planuje zrealizować przekazania 500 lokali, co ma przełożyć się na 400 mln PLN przychodów. Zakładana wysoka średnia cena lokalu, to efekt istotnych przekazania w inwestycjach segmentu premium.

Produkcja. Ostatnie kwartały to stabilizowanie się wyników na niskich poziomach. W 1Q'24 nie oczekujemy wyraźniejszej zmiany. Przy mniejszym popycie z segmentu budowlanego spółka chce rozwijać sprzedaż w segmencie offshore (OZE) czy dla wojska. Poprawy wyników oczekujemy najwcześniej w 2H'24.

Pozostałe. W tym obszarze spółka w ostatnich kwartałach prezentuje bardzo zróżnicowane wyniki i jego prognozowanie cechuje się dużą niepewnością. W 1Q'24 zakładamy stratę podobną na jak rok wcześniej (9-10 mln PLN).

Na telekonferencji po wstępnych wynikach 4Q'23 na początku roku zarząd podkreślił, że portfel zleceń w budowlance jest dobry i nie ma potrzeby walki o każde zlecenie. 2024 powinien być dobry dla deweloperki. Spółka zakłada wzrost liczby przekazania, a marże powinny być wspierane przez „tani” bank ziemi.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 270,8 | 301,0 | 11,2% | 1 568,8 | 1 608,0 | 2,5% | 1 560,2 | -3,0% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 34,2 | 40,2 | 17,4% | 225,8 | 229,1 | 1,5% | 219,9 | -4,0% |
| Zysk na sprzedaży | 12,2 | 15,7 | 28,6% | 127,8 | 127,1 | -0,6% | 119,5 | -5,9% |
| EBITDA | 14,4 | 19,3 | 33,8% | 132,1 | 141,4 | 7,0% | 134,9 | -4,6% |
| EBIT | 10,3 | 15,7 | 53,1% | 115,9 | 127,1 | 9,7% | 119,5 | -5,9% |
| Zysk brutto | 10,5 | 13,8 | 31,1% | 116,9 | 123,0 | 5,3% | 125,5 | 2,0% |
| Zysk netto | 9,6 | 11,0 | 15,0% | 89,3 | 98,4 | 10,2% | 100,4 | 2,0% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 12,6% | 13,3% | | 14,4% | 14,2% | | 14,1% | |
| Marża na sprzedaży | 4,5% | 5,2% | | 8,1% | 7,9% | | 7,7% | |
| marża EBITDA | 5,3% | 6,4% | | 8,4% | 8,8% | | 8,6% | |
| marża EBIT | 3,8% | 5,2% | | 7,4% | 7,9% | | 7,7% | |
| marża netto | 3,5% | 3,7% | | 5,7% | 6,1% | | 6,4% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

DIGITAL NETWORK

| | | | 2023 | 2024E |
|-------------------------|------|-----------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 48,0 | P/E | 9,5x | 9,7x |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 203 | EV/EBITDA | 5,7x | 4,5x |
| EV [mln PLN] | 189 | P/BV | 3,4x | 3,4x |

Data publikacji raportu za Q1 2024 2024-05-29

Analitik:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: BRAK

Zakładamy, że początek 2024 roku przyniósł dalsze wzrosty krajowego rynku reklamy OOH, w tym DOOH. Dlatego, w naszych założeniach na Q1 2024 uwzględniamy dynamikę wzrostu przychodów o ponad 30% r/r. Biorąc pod uwagę dyscyplinę kosztową spółki spodziewamy się wzrostu EBITDA do 6,2 mln PLN (+48% r/r). na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom w Q1 2024 spodziewamy się odczytu rzędu 2,5 mln PLN.

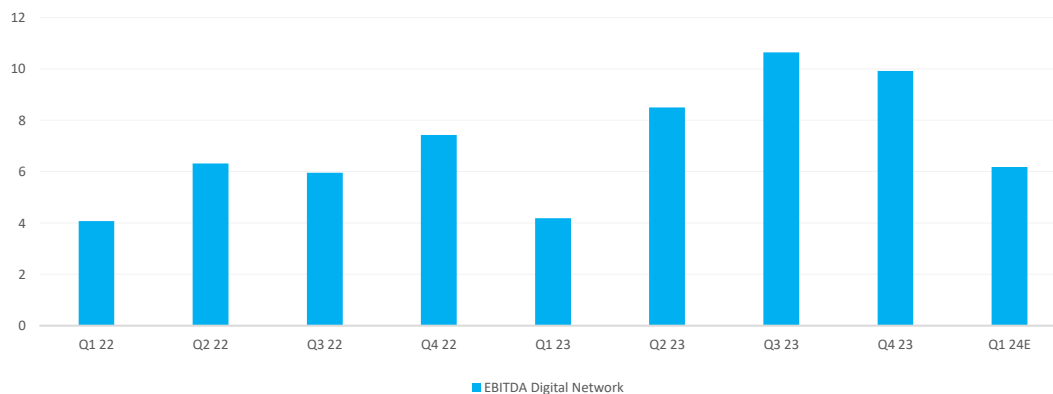
Po Q1 2024 odczyt EBITDA LTM według naszych założeń może wynosić 35,2 mln PLN. Kolejne kwartały 2024 roku (przy rosnącym dynamicznie rynku DOOH) według nas mogą wskazywać na dalsze dwucyfrowe wzrosty przychodów spółki.

Rekomendacja zarządu na WZA spółki dot. wypłaty dywidendy wskazuje na kwotę 4,1 PLN/akcję.

Prognozy wyników na Q1 2024 [mln PLN]

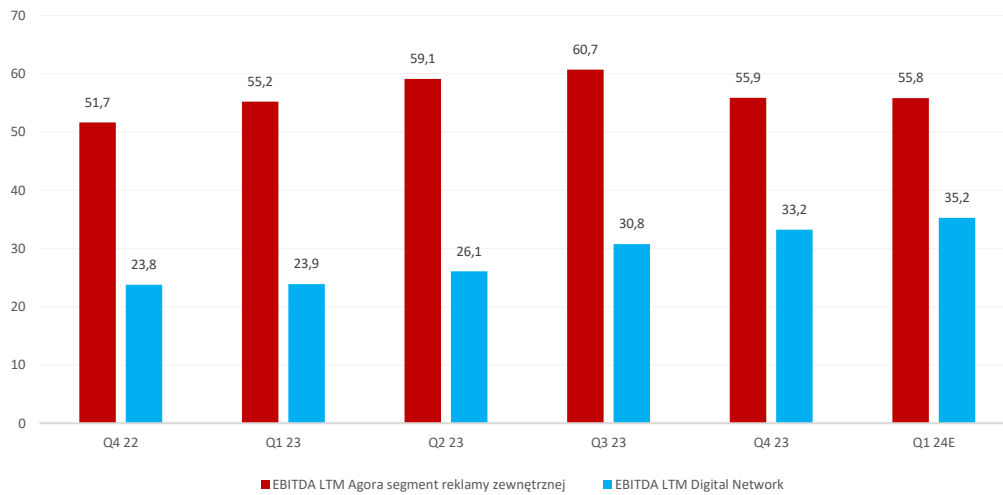
| | Q1 23 | Q1 24E | y/y | Q1 23 LTM | Q1 24E LTM | zmiana r/r |
|--------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 9,9 | 12,9 | 31% | 50,1 | 67,3 | 35% |
| EBITDA | 4,2 | 6,2 | 48% | 23,9 | 35,2 | 48% |
| EBIT | 1,7 | 3,3 | 99% | 14,3 | 24,4 | 71% |
| Saldo finansowe | -0,2 | 0,6 | --- | -1,0 | 1,5 | --- |
| Wynik brutto | 1,5 | 3,9 | 157% | 13,0 | 33,3 | 156% |
| Podatek | 0,6 | 0,9 | 52% | 3,5 | 7,2 | 105% |
| Wynik netto | 1,3 | 3,0 | 127% | 11,1 | 26,4 | 138% |
| dla akcjonariuszy | 0,9 | 2,5 | 178% | 8,6 | 23,0 | 168% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA oraz nasze założenia na Q1 2024 [mln PLN]

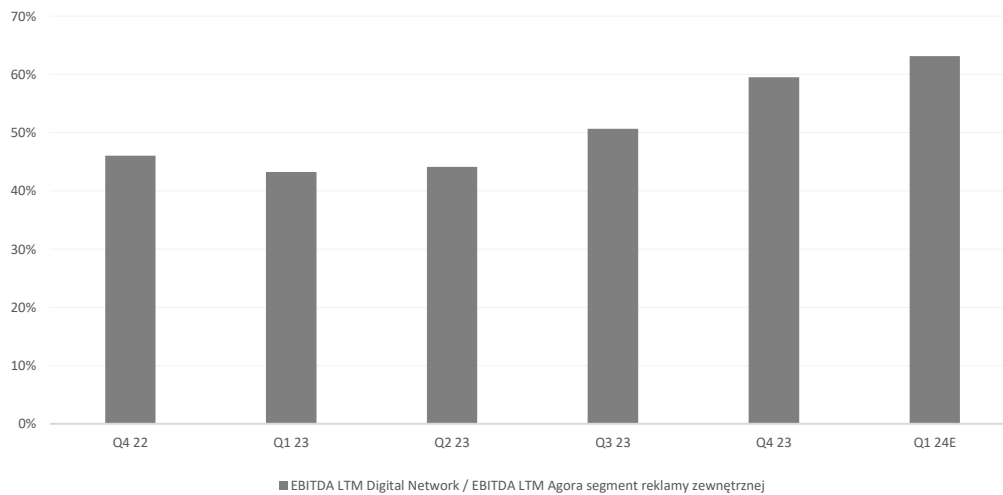
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDA LTM dla Digital Network oraz segmentu reklamy zewnętrznej Agory plus nasze założenia na Q1 2024 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty relacji EBITDA LTM Digital Network do odczytów segmentu reklamy zewnętrznej Agory plus nasze założenia na Q1 2024 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DOM DEVELOPMENT

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 176,6 | P/E | 11,0 | 9,9 | 8,3 |
| MC [mln PLN] | 4 538 | EV/EBITDA | 8,7 | 7,8 | 6,5 |
| | | EV/EBIT | 9,0 | 8,1 | 6,7 |
| | | P/BV | 3,2 | 3,1 | 2,9 |

- W 1Q'24 spółka sprzedała 1 011 lokali (422 w Warszawie, 267 w Trójmieście, 203 we Wrocławiu, 119 w Krakowie). Jest to odczyt wyższy o ok 100 lokali niż w 1Q'23, jednocześnie także lepszy q/q (czym spółka pozytywnie wyróżniła się na tle rynku – zwracamy uwagę m.in. na inny mix cenowy oferty niż u głównych konkurentów oraz różnice momentu rozpoznania sprzedaży).
- Przekazania wyniosły 921 lokali (-429 r/r; 526 Warszawa, 293 Trójmiasto, 45 Wrocław, 57 Kraków). Istotna część przypada na Metro Zachód (303 lokali, segment popularny). W Warszawie spółka przekazywała lokale także m.in. w projektach Apartamenty Solipska oraz Przystanek Międzylesie. W Trójmieście do klientów trafiły głównie lokale w projekcie Doki (255).
- Spodziewamy się w 1Q'24 przychodów na poziomie 691 mln PLN (-16% r/r, zwracamy uwagę na wyraźny wzrost średniej ceny r/r). Marżę brutto ze sprzedaży prognozujemy na poziomie 32,0% (vs 31,3% rok temu).
- Zakładamy koszty SG&A na poziomie minimalnie wyższym r/r oraz minimalnie ujemny wpływ salda pozostałej działalności operacyjnej.
- EBIT prognozujemy na poziomie 159 mln PLN a wynik netto na 129 mln PLN.
- W 2024 roku spodziewamy się uzyskania wyższej r/r liczby przekazania (w 2023 roku spółka przekazała 3 831 lokali, plan na 2024 zakłada ukończenie blisko 4,5 tys lokali – część standardowo może z 4Q'24 przesunąć się na początek kolejnego roku). Zwracamy uwagę na stabilną stronę kosztową. Zakładamy, że wspierać marżę w końcówce 2024 roku powinny lokale sprzedane w 2023 z wyższymi cenami (przy czym należy pamiętać o mixie sprzedażowym), jednak głównie ten efekt powinien pojawić się w 2025 roku.
- Konsensusu Bloomberg'a w ostatnich miesiącach wyraźnie się podniósł (obecnie na lata 2024/25 na poziomie netto 527 / 578 mln PLN vs 442 / 488 mln PLN w styczniu).

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|
| Przychody | 822,0 | 690,6 | -16,0% | 2 550,3 | 2 990,7 | 17,3% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 257,4 | 220,9 | -14,2% | 815,1 | 944,2 | 15,8% |
| Zysk na sprzedaży | 198,7 | 160,6 | -19,1% | 570,4 | 688,8 | 20,8% |
| EBITDA | 201,7 | 164,1 | -18,6% | 578,9 | 703,1 | 21,5% |
| EBIT | 197,3 | 158,6 | -19,6% | 558,2 | 680,8 | 22,0% |
| Zysk brutto | 200,9 | 161,6 | -19,5% | 573,3 | 686,9 | 19,8% |
| Zysk netto | 158,8 | 129,3 | -18,6% | 460,2 | 549,5 | 19,4% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 31,3% | 32,0% | | 32,0% | 31,6% | |
| Marża na sprzedaży | 24,2% | 23,3% | | 22,4% | 23,0% | |
| marża EBITDA | 24,5% | 23,8% | | 22,7% | 23,5% | |
| marża EBIT | 24,0% | 23,0% | | 21,9% | 22,8% | |
| marża netto | 19,3% | 18,7% | | 18,0% | 18,4% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe dane operacyjne

| | 1Q'20 | 2Q'20 | 3Q'20 | 4Q'20 | 1Q'21 | 2Q'21 | 3Q'21 | 4Q'21 | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 3Q'23 | 4Q'23 | 1Q'24 |
|---------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Sprzedaż | 915 | 816 | 895 | 1 130 | 1 084 | 1 032 | 856 | 1 094 | 758 | 801 | 703 | 831 | 914 | 931 | 1 081 | 980 | 1 011 |
| Warszawa | 497 | 603 | 581 | 659 | 600 | 548 | 389 | 628 | 385 | 448 | 414 | 491 | 488 | 345 | 402 | 455 | 422 |
| Trójmiasto | 220 | 147 | 303 | 345 | 342 | 332 | 304 | 285 | 236 | 203 | 161 | 193 | 180 | 282 | 374 | 275 | 267 |
| Wrocław | 198 | 66 | 11 | 126 | 142 | 152 | 116 | 109 | 84 | 92 | 87 | 91 | 119 | 194 | 189 | 145 | 203 |
| Kraków | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 47 | 72 | 53 | 58 | 41 | 56 | 127 | 110 | 116 | 105 | 119 |
| Sprzedaż PRS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 397 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Warszawa | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 397 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Przekazania | 549 | 692 | 692 | 1 173 | 1 366 | 556 | 599 | 811 | 1 094 | 1 084 | 420 | 1 068 | 1 350 | 648 | 535 | 1 298 | 921 |
| Warszawa | 430 | 500 | 195 | 682 | 906 | 295 | 141 | 456 | 829 | 465 | 241 | 386 | 907 | 181 | 136 | 704 | 526 |
| Trójmiasto | 38 | 189 | 315 | 382 | 150 | 127 | 394 | 301 | 179 | 369 | 141 | 389 | 205 | 375 | 272 | 193 | 293 |
| Wrocław | 81 | 3 | 182 | 109 | 310 | 134 | 23 | 3 | 1 | 235 | 24 | 130 | 109 | 59 | 119 | 331 | 45 |
| Kraków | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 41 | 51 | 85 | 15 | 14 | 163 | 129 | 33 | 8 | 70 | 57 |

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Planowany po 4Q'23 harmonogram przekazania lokali w 2024

| PROJEKT | LOKALIZACJA | LICZBA LOKALI | START PRZEKAZAŃ | PROJEKT | LOKALIZACJA | LICZBA LOKALI | START PRZEKAZAŃ | |
|---------|----------------------------------|---------------|-----------------|-----------------------------------|---------------------------------------|---------------|-----------------|--------|
| I kw. | Apartamenty Solipska ph 2 | Warszawa | 91 | sty.24 | Osiedle Komedya ph 5 | Wrocław | 115 | paź.24 |
| | Przystanek Międzyzylesie ph 1 | Warszawa | 110 | sty.24 | Beauforta etap 2 ph 2 | Gdańsk | 87 | paź.24 |
| | Doki etap 1 ph 3 | Gdańsk | 311 | sty.24 | Perspektywa etap 1 ph 7 | Gdańsk | 204 | paź.24 |
| | Nowodworska | Wrocław | 36 | lut.24 | Braniborska 80 ph 1 | Wrocław | 187 | lis.24 |
| | Metro Zachód 4 ph 3 | Warszawa | 71 | mar.24 | Apartamenty Nad Rzeką | Wrocław | 152 | lis.24 |
| II kw. | Apartamenty Koło Parków (Ciotka) | Warszawa | 133 | kwi.24 | Osiedle Urbino 2 ph 1 | Warszawa | 139 | lis.24 |
| | Metro Zachód 4 ph 5 | Warszawa | 44 | kwi.24 | Osiedle Jagiellońska 55 ph 2 | Warszawa | 137 | lis.24 |
| | Konstelacja etap 1 ph 2 | Gdańsk | 31 | maj.24 | Osiedle Jagiellońska 55 ph 3 | Warszawa | 45 | lis.24 |
| | Metro Zachód 4 ph 4 | Warszawa | 85 | maj.24 | Osiedle Przy Alejach ph 1 | Warszawa | 122 | lis.24 |
| | Apartamenty Białe Koniczyny ph 1 | Warszawa | 129 | maj.24 | Osiedle Przystanek Międzyzylesie ph 2 | Warszawa | 108 | lis.24 |
| III kw. | Osiedle Przy Malborskiej ph 1 | Kraków | 90 | maj.24 | Osiedle Wilno VII ph 1 | Warszawa | 60 | lis.24 |
| | Osiedle Jagiellońska 55 ph 1 | Warszawa | 134 | cze.24 | Osiedle Wilno VII ph 2 | Warszawa | 126 | lis.24 |
| | Górka Narodowa 3 ph 2 | Kraków | 108 | lip.24 | Apartamenty Białe Koniczyny ph 2 | Warszawa | 71 | lis.24 |
| | Metro Zachód 4 ph 6 | Warszawa | 125 | lip.24 | Górka Narodowa 3 ph 3 | Kraków | 147 | lis.24 |
| | Osiedle Urbino 1 ph 2 | Warszawa | 180 | wrz.24 | 29. Aleja ph 1 | Kraków | 151 | lis.24 |
| IV kw. | Osiedle Zielna etap 3 ph 2 | Wrocław | 72 | wrz.24 | Dynamika etap 1 ph 3 | Gdańsk | 114 | lis.24 |
| | Widoki etap 1 ph 1 | Gdańsk | 92 | wrz.24 | Konstelacja etap 1 ph 3 | Gdańsk | 51 | lis.24 |
| | | | | | Osiedle Harmonia | Wrocław | 173 | gru.24 |
| | | | | | Apartamenty Literacka ph 1 | Warszawa | 100 | gru.24 |
| | | | | | Metro Zachód 11 ph 3 | Warszawa | 89 | gru.24 |
| | | | | Osiedle Zielna etap 3 ph 1 | Wrocław | 123 | gru.24 | |
| | | | | Osiedle Zielna etap 3 ph 3 | Wrocław | 7 | gru.24 | |
| | | | | Osiedle Przy Błoniach etap 3 ph 1 | Gdańsk | 124 | gru.24 | |

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Wyniki i prognozy według segmentów [mln PLN]

| | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 3Q'23 | 4Q'23 | 1Q'24P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 727,0 | 601,8 | 320,2 | 770,3 | 822,0 | 452,5 | 325,9 | 949,9 | 690,6 |
| Warszawa | 591,0 | 267,6 | 162,9 | 384,1 | 576,9 | 163,2 | 126,0 | 617,6 | 424,5 |
| Wrocław | 1,1 | 93,7 | 12,1 | 70,2 | 50,6 | 29,8 | 61,9 | 157,6 | 25,4 |
| Gdańsk | 82,3 | 162,8 | 58,3 | 227,5 | 123,4 | 241,5 | 134,0 | 130,6 | 205,1 |
| Kraków | 52,7 | 77,7 | 87,0 | 88,5 | 71,1 | 18,0 | 4,1 | 44,0 | 35,6 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 233,8 | 171,7 | 85,2 | 265,1 | 257,4 | 140,1 | 102,3 | 315,2 | 220,9 |
| Warszawa | 203,5 | 84,5 | 56,5 | 149,7 | 186,5 | 47,7 | 40,2 | 226,6 | 135,8 |
| Wrocław | 2,1 | 26,5 | 4,2 | 14,4 | 11,7 | 4,5 | 9,8 | 26,0 | 3,8 |
| Gdańsk | 29,3 | 59,8 | 21,6 | 92,7 | 52,3 | 84,7 | 52,9 | 52,5 | 75,9 |
| Kraków | -1,3 | 0,9 | 2,8 | 8,4 | 7,0 | 3,3 | -0,6 | 10,1 | 5,3 |
| SG&A | 50,2 | 60,8 | 56,6 | 66,2 | 58,8 | 60,0 | 60,5 | 65,3 | 60,2 |
| Zysk na sprzedaży | 183,5 | 110,9 | 28,6 | 198,9 | 198,7 | 80,1 | 41,8 | 249,9 | 160,6 |
| Saldo PPO/PKO | -9,7 | -2,2 | -1,1 | -7,4 | -1,4 | -6,4 | 2,5 | -6,9 | -2,0 |
| EBITDA | 178,0 | 113,0 | 31,5 | 195,5 | 201,7 | 79,5 | 49,2 | 248,5 | 164,1 |
| EBIT | 173,9 | 108,6 | 27,5 | 191,5 | 197,3 | 73,7 | 44,2 | 242,9 | 158,6 |
| Saldo finansowe | -4,1 | -6,5 | -2,4 | 1,9 | -3,6 | -7,2 | -3,6 | -0,7 | -3,0 |
| Zysk brutto | 178,0 | 115,1 | 29,9 | 189,7 | 200,9 | 81,0 | 47,8 | 243,6 | 161,6 |
| Zysk netto | 141,7 | 94,0 | 23,6 | 150,9 | 158,8 | 63,8 | 37,7 | 200,0 | 129,3 |
| CFO | 44,2 | 77,4 | 72,8 | 9,2 | 144,6 | 160,3 | -319,9 | 282,9 | 0,0 |
| Dług netto | -118,7 | -170,9 | 14,5 | 85,6 | -66,9 | -203,2 | 353,0 | 257,1 | 127,8 |
| Przekazania mieszkań | 1 094 | 1 084 | 420 | 1 068 | 1 350 | 648 | 535 | 1 298 | 921 |
| Sprzedaż mieszkań | 758 | 801 | 703 | 831 | 914 | 931 | 1 081 | 980 | 1 011 |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 32,2% | 28,5% | 26,6% | 34,4% | 31,3% | 31,0% | 31,4% | 33,2% | 32,0% |
| Warszawa | 34,4% | 31,6% | 34,7% | 39,0% | 32,3% | 29,2% | 31,9% | 36,7% | 32,0% |
| Wrocław | 197,9% | 28,3% | 35,0% | 20,4% | 23,1% | 14,9% | 15,9% | 16,5% | 15,0% |
| Gdańsk | 35,7% | 36,8% | 37,1% | 40,7% | 42,4% | 35,1% | 39,5% | 40,2% | 37,0% |
| Kraków | -2,4% | 1,1% | 3,3% | 9,5% | 9,9% | 18,1% | -15,0% | 23,1% | 15,0% |
| Marża zysku na sprzedaży | 25,2% | 18,4% | 8,9% | 25,8% | 24,2% | 17,7% | 12,8% | 26,3% | 23,3% |
| S&GA/przychody | 6,9% | 10,1% | 17,7% | 8,6% | 7,2% | 13,3% | 18,6% | 6,9% | 8,7% |
| Marża EBITDA | 24,5% | 18,8% | 9,8% | 25,4% | 24,5% | 17,6% | 15,1% | 26,2% | 23,8% |
| Marża EBIT | 23,9% | 18,1% | 8,6% | 24,9% | 24,0% | 16,3% | 13,6% | 25,6% | 23,0% |
| Marża zysku netto | 19,5% | 15,6% | 7,4% | 19,6% | 19,3% | 14,1% | 11,6% | 21,1% | 18,7% |

Źródło: DM BDM S.A, spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ELEKTROTIM**Akumuluj, TP 19,1 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 23,8 | P/E | 10,6 | 4,3 | 7,5 | 9,4 |
| MC [mln PLN] | 237,6 | EV/EBITDA | 5,4 | 2,9 | 4,8 | 5,4 |
| | | EV/EBIT | 6,2 | 3,1 | 5,5 | 6,2 |
| | | P/BV | 2,3 | 1,8 | 1,7 | 1,7 |

Po 4Q'23 backlog grupy wynosił 329 mln PLN (wyraźnie niżej q/q i r/r). Jednocześnie w samym 1Q'24 spółka dość mocno odbudowała portfel (wg samych raportów bieżących pozyskano >330 mln PLN nowych kontraktów, w tym perymetrię na rzece Bug za 227 mln PLN).

Prognozujemy, że ze względu na wysoką bazę (w 1Q'23 realizowano w dużym zakresie jeszcze perymetrię lądową na granicy z Białorusią) przychody w 1Q'24 spadną o 18% r/r do 80 mln PLN. Zakładamy także niższy poziom rentowności (ale nadal dwucyfrowy na poziomie brutto ze sprzedaży). Jednocześnie wynik na saldzie pozostałej działalności operacyjnej będzie wsparty przez 20,5 mln PLN księgowego zysku ze sprzedaży Zeusa (nadwyżka ceny nad ujemną wartością aktywów netto. Tym same wyniki raportowane będą wysokie (zakładamy 20 mln PLN zysku netto).

Spółka na koniec 4Q'23 miała 27 mln PLN gotówki netto. Wysoki poziom należności (przy niskiej wycenie aktywów kontraktowych) powinien sprzyjać spływowi gotówki w 1Q'24 (w kolejnych miesiącach spodziewamy się wyraźnego ruchu w drugą stronę).

Obecny portfel zleceń spółki zabezpieczą ją przychodowo do 1H'25. Jednocześnie sygnalizowana obecnie luka przetargowa dotyczy nie tylko infrastruktury transportowej, ale też innych obszarów jak energetyka. Może to przekładać się na ryzyko uczestniczenia w walce cenowej przy budowie portfela na 2H'25-2026 (przy czym pozycja spółki jest relatywnie dobra na tle części konkurencji ze względu na ekspozycję na segment wojskowy).

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 97,5 | 80,0 | -17,9% | 546,9 | 575,0 | 5,1% | 520,0 | -9,6% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 14,7 | 9,3 | -37,0% | 76,1 | 71,7 | -5,8% | 61,2 | -14,6% |
| Zysk na sprzedaży | 9,0 | 3,9 | -57,2% | 50,8 | 44,4 | -12,7% | 33,9 | -23,7% |
| EBITDA | 8,6 | 25,0 | 189,4% | 38,7 | 69,0 | 78,3% | 38,5 | -44,2% |
| EBIT | 7,5 | 23,9 | 216,3% | 34,2 | 64,4 | 88,0% | 33,9 | -47,4% |
| Zysk brutto | 7,9 | 24,9 | 215,7% | 32,3 | 68,3 | 111,6% | 39,3 | -42,4% |
| Zysk netto | 5,8 | 20,1 | 249,7% | 22,4 | 55,3 | 147,2% | 31,9 | -42,4% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 15,1% | 11,6% | | 13,9% | 12,5% | | 11,8% | |
| Marża na sprzedaży | 9,2% | 4,8% | | 9,3% | 7,7% | | 6,5% | |
| marża EBITDA | 8,9% | 31,3% | | 7,1% | 12,0% | | 7,4% | |
| marża EBIT | 7,7% | 29,8% | | 6,3% | 11,2% | | 6,5% | |
| marża netto | 5,9% | 25,2% | | 4,1% | 9,6% | | 6,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ENTER AIR**Kupuj, TP 59,8 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 29 sierpnia 2023 r.

| | | | 2022 | 2023 |
|--------------|-------|-----------|------|------|
| Kurs [PLN] | 67,6 | P/E | 7,1 | 16,7 |
| MC [mln PLN] | 1 186 | EV/EBITDA | 5,3 | 6,0 |
| | | EV/EBIT | 10,4 | 14,7 |
| | | P/BV | 7,4 | 3,3 |

W związku z występującą sezonowością pierwszy kwartał (niski sezon) jest zazwyczaj najsłabszym wynikowo okresem w roku dla spółki. Czas ten wykorzystywany jest przez ENT do przygotowań do wysokiego sezonu (przeład floty itp.) i inwestycji (np. pozyskanie dodatkowych maszyn co wiąże się z poniesieniem przedpłaty). W omawianym kwartale spółka częściowo wykorzystywała flotę 26 samolotów (21 samoloty Boeing 737-800 oraz 5 maszyny 737 MAX 8). Pomimo występującej sezonowości spodziewamy się, że 1Q'24 przyniesie dalszą poprawę popytu na usługi spółki przewoźnika, co w istotny sposób przełożyło się na wzrost r/r (ok. +30%) liczby wykonywanych lotów w tym okresie. Uwzględniając m.in. spadek r/r cen paliwa lotniczego i umocnienie PLN szacujemy, że w omawianym kwartale Enter Air wypracował 395,2 mln PLN przychodów (+25,9% r/r), z czego 96,2% stanowiły usługi lotnicze (380,3 mln PLN, +25,9% r/r), a za resztę odpowiadała sprzedaż pokładowa (14,9 mln PLN, +25,9% r/r).

Jak już wyżej wspominaliśmy na przestrzeni 4Q-1Q Enter dokonuje przeglądu swojej floty, co wiąże się z sezonowymi obciążeniami kosztowymi w tym okresie. W związku z komunikowanymi przez spółkę na ostatniej konferencji wynikowej przesunięciami przeglądów spodziewamy się wzrostu kosztów z tego tytułu r/r. Z drugiej strony pozytywnie na marżę r/r oddziaływał spadek cen paliwa lotniczego.

Według naszych kalkulacji, wynik brutto ze sprzedaży w minionym kwartale wyniósł -1,4 mln PLN (-6,1 mln PLN – usługi lotnicze, 4,7 mln PLN – sprzedaż pokładowa). Na poziomie EBITDA prognozujemy 42,9 mln PLN (+5,8% r/r). Pragniemy przypomnieć, że w zeszłym roku w związku z zdarzeniem jednorazowymi wyniki spółki zostały obciążone stratą szwajcarskiego przewoźnika (Chair) w wysokości 13,8 mln PLN. Mając na uwadze panującą sezonowością zakładamy delikatną stratę z JV 1Q24. Oczekujemy znikomego wpływu wykorzystywanego zabezpieczenia cen paliwa na wyniki spółki. W związku z negatywnym wpływem różnic kursowych (ok. 17,5 mln PLN), szacujemy że spółka w 1Q'24 wygenerowała 43,2 mln PLN straty netto. Po oczyszczeniu wyniku o różnice kursowe oczekujemy straty netto na poziomie ok. 25,7 mln PLN (vs 27,0 mln PLN straty skoryg. o różnice kursowe i wynik Chair w 1Q'23).

Neutralnie odbieramy wypracowane przez spółkę wyniki za 1Q'24. Mimo znaczącej progresji wykonanych lotów r/r, liczymy się ze spadkiem marżowości, spowodowanym m.in. większymi obciążeniami kosztowymi z tyt. przeglądu i serwisu floty, tym samym zakładamy jedynie symboliczny wzrost wyniku EBITDA. Jednocześnie jesteśmy optymistycznie nastawieni co do nadchodzącego wysokiego sezonu. Ponadto przypominamy o planach spółki dotyczącej wypłaty dywidendy. Pragniemy również zwrócić uwagę na potencjalne ryzyko przesunięć w dostawie zakontraktowanych samolotów. Zgodnie z zeszłorocznymi zapowiedziami, pierwsze dwie maszyny (Boeing 737 MAX) miały pojawić się w marcu, jednak wciąż nie dotarły do spółki. Niedotrzymanie harmonogramu dostaw (przed wysokim sezonem) może skutkować posiłkowaniem się przez Enter Air dodatkowymi samolotami w formule ACMI, co ponownie może negatywnie wpłynąć na rentowność przewoźnika.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 313,8 | 395,2 | 25,9% |
| Usługi lotnicze | 301,9 | 380,3 | 25,9% |
| Sprzedaż pokładowa | 11,9 | 14,9 | 25,9% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | -3,5 | -1,4 | - |
| Usługi lotnicze | -7,2 | -6,1 | - |
| Sprzedaż pokładowa | 3,7 | 4,7 | 25,9% |
| EBITDA | 40,5 | 42,9 | 5,8% |
| EBIT | -13,2 | -15,3 | - |
| Wynik netto | -16,5 | -43,2 | - |
| Wynik netto adj.* | -40,8 | -25,7 | - |
| Marża brutto ze sprzedaży | -1,1% | -0,4% | |
| Marża EBITDA | 12,9% | 10,8% | |
| Marża EBIT | -4,2% | -3,9% | |
| Marża zysku netto | -5,2% | -10,9% | |
| Marża zysku netto adj.* | -13,0% | -6,5% | |

Źródło: BDM S.A., spółka; *oczyszczone o wpływ różnic kursowych z wyceny bil.

Analizyk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

ERBUD**Trzymaj, TP 41,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 40,4 | P/E | 48,2 | 12,3 | 9,7 | 8,6 |
| MC [mln PLN] | 482,0 | EV/EBITDA | 8,0 | 3,7 | 3,2 | 2,8 |
| | | EV/EBIT | 22,8 | 5,6 | 4,9 | 4,1 |
| | | P/BV | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,8 |

Portfel Erbudu po 4Q'23 wynosił 2,40 mld PLN (rok temu 2,55 mld PLN a po 3Q'23 2,48 mld PLN). W 1Q'24 spodziewamy się, że spółka (piąty kwartał z rzędu) odnotuje spadek przychodów r/r do 599 mln PLN, (istotny spadek przede wszystkim w kubaturze, ale inne segmenty także niżej r/r).

Marżowo ostatnie kwartały były dla spółki wymagające, zakładamy, że w 1Q'24 przynajmniej w części obszarów sytuacja będzie relatywnie lepsza niż w 2H'23 ze względu na zakończenie nierentownych kontraktów. Spodziewamy się porównywalnych r/r (i lepszych niż w 2H'23) marż w kubaturze, co powinno pozwolić na wypracowanie wyniku w pobliżu break-even na poziomie EBIT (łącznie kraj i zagranica). Wynik obciążać będzie nadal istotnie segment modułowy (spodziewana poprawa w 2H'24). Wyżej niż rok temu do wyniku powinien w kontrybuować segment OZE (sprzedaż farm), natomiast niżej przemysł (wysoka baza na rentowności). Na poziomie EBIT spodziewamy się ok. 9,0 mln PLN (nie zakładamy żadnych istotnych one-off'ów; kubatura: 0 mln PLN, OZE: 16 mln PLN, drogi: -1 mln PLN, przemysł: 0 mln PLN, moduły: -6 mln PLN, inne: 0 mln PLN). Na poziomie netto spółka według naszych założeń wygeneruje ok 2 mln PLN zysku.

Rok 2024 nadal będzie nadal trudny dla kubatury w Polsce (aczkolwiek zakładamy dodatni wynik segmentu vs duża strata rozpoznana w 2023). W kolejnych latach pozytywnie na podaż projektów powinny wpłynąć środki unijne oraz obniżki stóp procentowych w Europie. Znakiem zapytania jest ścieżka dojścia do satysfakcjonujących wyników przez segment modułów. Spółka nadal pokłada duże nadzieje w tym obszarze, jednak w 2024 nadal trudno może być o break-even. W obszarze przemysłowym zakładamy nieco niższy wynik r/r w 2024 (w 2023 spółka miała dobrą marżę zagranicą, co może być trudne do powtórzenia). Lepszy w 2024 r/r wynik zakładamy w Ode, przy czym jest to konsekwencja wyniku na sprzedaży realizowanych projektów PV (wynik 1Q'24 i earn-out na jednym z projektów w 4Q'24).

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 720,6 | 599,3 | -16,8% | 3 234,4 | 3 223,0 | -0,3% | 3 601,9 | 11,8% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 43,6 | 54,6 | 25,2% | 209,1 | 273,8 | 30,9% | 303,1 | 10,7% |
| Zysk na sprzedaży | -8,5 | 9,0 | --- | -1,7 | 79,0 | --- | 90,7 | 14,7% |
| EBITDA | 1,0 | 18,6 | 1828,5% | 57,0 | 118,4 | 107,7% | 137,5 | 16,1% |
| EBIT | -7,8 | 9,0 | --- | 20,1 | 79,0 | 293,5% | 90,7 | 14,7% |
| Zysk brutto | -15,0 | 7,5 | --- | 50,5 | 72,0 | 42,6% | 84,5 | 17,4% |
| Zysk netto | -13,4 | 1,6 | --- | 10,0 | 39,2 | 291,6% | 49,8 | 27,1% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 6,1% | 9,1% | | 6,5% | 8,5% | | 8,4% | |
| Marża na sprzedaży | -1,2% | 1,5% | | -0,1% | 2,5% | | 2,5% | |
| marża EBITDA | 0,1% | 3,1% | | 1,8% | 3,7% | | 3,8% | |
| marża EBIT | -1,1% | 1,5% | | 0,6% | 2,5% | | 2,5% | |
| marża netto | -1,9% | 0,3% | | 0,3% | 1,2% | | 1,4% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ESOTIQ & HENDERSON**Kupuj, TP 39,2 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 maja 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P |
|--------------|------|-----------|------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 34,8 | P/E | 10,5 | 8,3 | 7,0 |
| MC [mln PLN] | 77,7 | EV/EBITDA | 3,1 | 3,0 | 2,8 |
| | | EV/EBIT | 6,1 | 6,3 | 5,6 |
| | | P/BV | 1,3 | 1,2 | 1,1 |

W ostatnim komunikacie na temat danych sprzedażowych spółka poinformowała, że szacunkowa sprzedaż w 1Q'24 wyniosła ok. 62,8 mln PLN. W poprzednich okresach finalne dane przebijały prognozy, dlatego szacujemy przychody w omawianym okresie na ok. 63,6 mln PLN. Marżę brutto na sprzedaży prognozujemy na poziomie 65,5%, stąd wynik brutto na sprzedaży kształtuje się na poziomie 41,7 mln PLN (+8,7% r/r).

Spółka cały czas prowadzi akcje promocyjne, podobnie jak konkurencja, jednak wydaje się, że wysokość udzielanych rabatów jest niższa niż w poprzednich okresach. Dzięki zmniejszeniu stanu zapasów, spółka może pozwolić sobie na niższą sprzedaż wolumenowo, jednak przy zachowaniu wyższej rentowności.

Dalsze wzrosty widać szczególnie w sklepach internetowych. W naszej ocenie istotną rolę we wzrostach kolejnych okresów będzie odgrywać aplikacja mobilna, która wzmacnia relacje ze stałymi klientami oraz pomaga w budowaniu relacji z nowymi. Nie spodziewamy się natomiast istotnych dynamik na platformie Vosedo. Oczekujemy, że w bieżącym roku spółka wypracuje strategię działania w tym obszarze, ale na razie nie widzimy istotnej aktywności w tym sklepie.

Spodziewamy się dalszego wzrostu kosztów operacyjnych, co w głównej mierze wynika ze wzrostu wynagrodzeń, jednak będzie on mitygowany spadkiem kosztów magazynowania zapasów. Szacujemy spadek wyniku EBIT do 1,3 mln PLN (-13% r/r). Na poziomie netto z kolei oczekujemy wzrostu zysku do 0,3 mln PLN (+58% r/r). Wynika to ze spadku kosztów finansowych, które powinny spaść po zmniejszeniu zadłużenia, które widoczne było w 4Q'23.

Rok 2024 będzie okresem dalszych zmian wprowadzanych przez nowy zarząd. Spółka zapowiedziała wprowadzenie nowego formatu sklepów Esotiq Micro, który ma być dedykowany dla mniejszych miast. Dodatkowo planowane jest wprowadzenie dwóch linii produktowych – dla młodzieży oraz bielizny premium. Planowane jest również wprowadzenie produktów, które będą dostępne tylko w kanale online.

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | r/r | 2023 | 2024P | r/r |
|---------------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Przychody | 61,1 | 63,6 | 4,1% | 275,5 | 291,5 | 5,8% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 38,3 | 41,7 | 8,7% | 178,0 | 189,4 | 6,4% |
| EBITDA | 5,4 | 5,3 | -1,4% | 31,6 | 30,6 | -3,0% |
| EBIT | 1,5 | 1,3 | -13,0% | 16,0 | 14,7 | -8,0% |
| Zysk brutto | 0,3 | 0,4 | 25,6% | 9,2 | 11,6 | 26,4% |
| Zysk netto | 0,2 | 0,3 | 58,0% | 7,4 | 9,4 | 27,0% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 62,7% | 65,5% | | 64,6% | 65,0% | |
| Marża EBITDA | 8,8% | 8,3% | | 11,5% | 10,5% | |
| Marża EBIT | 2,5% | 2,1% | | 5,8% | 5,0% | |
| Marża zysku netto | 0,4% | 0,5% | | 2,7% | 3,2% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

FERRO

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 35,0 | P/E | 11,1 | 10,0 | 8,6 | 8,4 |
| MC [mln PLN] | 743,5 | EV/EBITDA | 7,1 | 6,4 | 5,6 | 5,2 |
| | | EV/EBIT | 8,4 | 7,6 | 6,5 | 6,0 |
| | | P/BV | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,3 |

Okres 3Q'23 przyniósł pierwszą od dłuższego czasu pozytywną dynamikę EBITDA a 4Q'23 potwierdził ten trend. Spółka odczuwa nadal spadek popytu (m.in. ograniczenie wydatków konsumenckich w zakresie remontów), ale ogólnie bardziej sprzyjające otoczenie kosztowe w końcu znajduje odzwierciedlenie w marżowości (spółka ma relatywnie długi cykl rotacji zapasów w porównaniu do innych spółek z branży notowanych na GPW). Od strony kosztowej spółka odczuwa wzrost wynagrodzeń, ale presja ze strony surowców, walut oraz frachtu spadła.

Spodziewamy się, że w 1Q'24 nadal może być jeszcze ciężko dodatnią dynamikę przychodów (silny PLN nie jest korzystny przy dużej ekspozycji na eksport). Zakładamy o 3% r/r niższe przychody. Natomiast spodziewamy się wzrostu EBITDA do 25,9 mln PLN (z 24,9 mln PLN w 1Q'23 – poprawa może nie być tak wyraźna ze względu na sygnalizowaną przez spółkę optymalizację zapasów oraz wzrost kosztów powiązanych z kosztami wynagrodzeń). Na poziomie netto spodziewamy się 18,0 mln PLN (vs 17,5 mln PLN rok temu).

Ferro w drugiej połowie 2022 przedstawiło strategię do 2026 roku. Celem zarządu jest wypracowanie w 2026 roku 1,4 mld PLN przychodów oraz 193 mln PLN EBITDA. W tym roku będziemy na półmetku jej realizacji, co może skłaniać do ewentualnych weryfikacji w przypadku istotnego oddalenia od celów. W okresie 2021-2023 roku spółka miała po ok. 120 mln PLN EBITDA (przedział 118-121 mln PLN). W średnim terminie spółce może pomóc poprawa sytuacji konsumenta (wzrost dochodów realnych), Termet mógłby być także potencjalnym beneficjentem uruchomienia w Polsce środków z KPO. Wskazujemy, że inwestycje poczynione w logistykę powinny dawać spółce możliwość wzrostu w obszarze SEE.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|--------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 207,4 | 200,8 | -3,2% | 803,2 | 835,7 | 4,0% | 894,5 | 7,0% |
| EBITDA | 28,9 | 30,5 | 5,7% | 117,8 | 124,2 | 5,4% | 135,0 | 8,7% |
| EBIT | 24,9 | 25,9 | 3,9% | 100,1 | 105,5 | 5,3% | 116,2 | 10,2% |
| Zysk brutto | 22,0 | 23,1 | 5,1% | 82,8 | 95,2 | 15,0% | 110,3 | 15,9% |
| Zysk netto | 17,5 | 18,0 | 2,8% | 67,0 | 74,1 | 10,5% | 86,2 | 16,4% |
| marża EBITDA | 13,9% | 15,2% | | 14,7% | 14,9% | | 15,1% | |
| marża EBIT | 12,0% | 12,9% | | 12,5% | 12,6% | | 13,0% | |
| marża netto | 8,4% | 8,9% | | 8,3% | 8,9% | | 9,6% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

FOREVER ENTERTAINMENT

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|------|----------------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 2,92 | P/E adj. | 6,7 | 11,2 | 7,6 |
| MC [mln PLN] | 79,4 | EV/EBITDA adj. | 5,1 | 8,7 | 5,8 |
| | | EV/EBIT | 5,3 | 10,9 | 5,9 |
| | | P/BV | 2,0 | 1,9 | 1,5 |

Początek 2024 r. dla Forever Entertainment był okresem bez większych premier. W związku z brakiem istotnych wydarzeń jak i dalszą regresją monetyzacji aktualnego portfela gier spółki oczekujemy spadku przychodów r/r. W omawianym kwartale postępowały prace nad pracami nad dużymi, niezapowiedzianymi tytułami (najwyższa półka gier AAA), co kolejny kwartał z rzędu przekładało się na zwiększenie udziału z tego segmentu w przychodach. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, że spółce w omawianym okresie udało się wypracować 6,4 mln PLN (-36,5% r/r, z czego ok. 1,2 mln PLN to zmiana stanu produktów).

Mając na uwadze spadek przychodów oczekujemy, że obniżeniu uległ poziom wypacanych tantiem dla deweloperów i właścicieli IP, co przełożyło się na wyraźną regresję usług obcych r/r. Na poziomie wyniku EBITDA spodziewamy się straty w okolicach 0,5 mln PLN (vs 1,9 mln PLN w 1Q'23). Szacujemy, że strata netto w omawianym okresie wyniosła ok. 0,4 mln PLN (vs 1,3 mln PLN zysku w 1Q'23).

Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy lekko negatywnie. Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę, że obecnie najważniejsze dla spółki będą premiery zapowiedzianych remaków („THotD2”, „Panzer Dragoon 2” czy „FM3”), odsłona dużych projektów, nad którymi aktualnie pracuje FOR oraz prezentacja zaktualizowanej strategii na kolejne lata. Liczymy, że dzięki co najmniej 4-5 dużym premierom zaplanowanym na ten rok, spółka będzie w stanie na przestrzeni 2024 r. wypracować rekordowe wyniki.

Premiery planowane na 2024 r.

| | | | | |
|-------------|--|-----------------|-------------------|----------------------------|
| UNABLES | FRONT MISSION 1ST: Remake MOBILE / DLC | RISE ETERNA WAR | THIEF SIMULATOR 2 | HUNTED MEORIES: THE RETURN |
| HERO'S HOUR | FRONT MISSION 3: Remake | MAGICAL DROP 6 | REMAKE_1 | TYTUŁ_1 |
| OVERBOSS | NIGHT SLASHERS: Remake | SHADOWGATE II | REMAKE_2 | TYTUŁ_2 |

Źródło: spółka

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|
| Przychody | 10,1 | 6,4 | -36,5% | 36,7 | 50,5 | 37,4% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 1,8 | -0,6 | - | 8,8 | 12,7 | 43,7% |
| EBITDA | 1,9 | -0,5 | - | 7,5 | 12,9 | 71,8% |
| EBITDA adj. | 1,9 | -0,5 | - | 9,1 | 12,9 | 42,4% |
| EBIT | 1,9 | -0,6 | - | 7,2 | 12,7 | 75,1% |
| Zysk netto | 1,3 | -0,4 | - | 5,9 | 10,5 | 78,5% |
| Zysk netto adj. | 1,3 | -0,4 | - | 7,1 | 10,5 | 48,6% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 17,4% | -8,9% | | 24,0% | 25,1% | |
| Marża EBITDA | 19,3% | -7,9% | | 20,5% | 25,6% | |
| Marża EBITDA adj. | 19,3% | -7,9% | | 24,7% | 25,6% | |
| Marża EBIT | 18,6% | -8,9% | | 19,7% | 25,1% | |
| Marża zysku netto adj. | 12,5% | -6,5% | | 16,0% | 20,8% | |
| Marża zysku netto | 12,5% | -6,5% | | 19,3% | 20,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

HUUUGE GAMES**Kupuj, TP 35,2/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 kwietnia 2024 r.

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|---------|----------------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 25,4 | P/E adj. | 8,4 | 4,8 | 5,3 |
| MC [mln PLN] | 1 701,6 | EV/EBITDA adj. | 4,0 | 2,7 | 2,6 |
| | | EV/EBIT | 8,6 | 3,1 | 3,1 |
| | | P/BV | 2,2 | 2,4 | 2,1 |

Na początku kwietnia'24 spółka opublikowała szacunkowe przychody za 1Q'24, na poziomie których wypracowała 66,9 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -6% r/r i q/q). Według naszych szacunków przychody z flagowych gier Huuuge wyniosły 65,4 mln USD w 1Q'24, co oznacza spadek o 4% r/r i 6% q/q. Pozostałe gry wraz z „Traffic Puzzle” wygenerowały strumień płatności na poziomie ok. 1,5 mln USD (-52% r/r). Zakładamy, że udział kanału DTC (Webshop) w tym okresie wzrósł z ok. 8,3% w 4Q'23 do ok. 9%.

Dzięki dodaniu efektywniejszych kanałów marketingowych, poprawie uległy oczekiwane poziomy zwrotu z wydatków na UA (payback). W świetle tych zmian spółka podjęła decyzję o modyfikacji strategii, co przełożyło się w 1Q'24 na dalszy wzrost kosztów reklamowych do poziomu 11,7 mln USD (+12,4% q/q, +85,2% r/r). Na przestrzeni omawianego kwartału, poziom zatrudnienia utrzymywał się na poziomie tego z końcówki 2023 r. (ok. 450 pracowników), stąd też oczekujemy utrzymania kosztów operacyjnych na zbliżonym poziomie q/q. Zwiększenie skali kampanii marketingowych znacząco przewyższyło oszczędności osiągnięte w wyniku redukcji zatrudnienia na początku 2023 r., co przełożyło się na spadek marży mobilnego dewelopera. Mając powyższe na uwadze prognozujemy spadek q/q skoryg. EBITDA do poziomu 22,2 mln USD oraz skoryg. zysku netto do 17,2 mln USD.

Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Spodziewamy się, że efekty zwiększonych nakładów na kampanie marketingowe oraz aktualizacji flagowych gier spółki będą wyraźnie zauważalne w progresji wyników w 2H'24.

Pods – kilka projektów przejdzie do fazy testów w tym roku i jeśli któryś z nich wykaże potencjał komercyjny, to stopniowo zostaną zwiększone nakłady marketingowe na jego wsparcie.

Kanał DTC - spółka rozważa wykorzystanie narzędzi 3rd party w celu zwiększenia zasięgów kanału DTC. Webshop rozwijany jest poza środowiskiem iOS, stąd zmiany prawne w UE (Digital Market Act), nie powinny negatywnie wpłynąć na dalszy rozwój tego kanału.

Zmiana polityki prywatności Google – zmiany będą wprowadzane stopniowo a ich efekt będzie najprawdopodobniej widoczny dopiero w 2025 r.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln USD]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|-----------------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|
| Przychody | 71,7 | 66,9 | -6,7% | 283,4 | 276,6 | -2,4% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 50,6 | 48,1 | -4,9% | 200,9 | 200,6 | -0,1% |
| EBITDA | 27,0 | 21,0 | -22,2% | 103,1 | 88,3 | -14,4% |
| EBITDA skoryg. | 27,6 | 22,2 | -19,5% | 108,2 | 93,2 | -13,9% |
| EBIT | 24,5 | 18,9 | -22,7% | 94,1 | 79,8 | -15,1% |
| Zysk brutto | 26,0 | 19,7 | -24,2% | 98,8 | 83,0 | -16,0% |
| Zysk netto | 22,4 | 16,0 | -28,7% | 82,2 | 67,2 | -18,2% |
| Zysk netto skoryg. | 23,0 | 17,2 | -25,2% | 89,6 | 72,1 | -19,6% |
| Marża EBITDA | 37,6% | 31,4% | | 36,4% | 31,9% | |
| Marża EBITDA skoryg. | 38,5% | 33,2% | | 38,2% | 33,7% | |
| Marża EBIT | 34,2% | 28,3% | | 33,2% | 28,9% | |
| Marża zysku netto | 31,2% | 23,9% | | 29,0% | 24,3% | |
| Marża zysku netto skoryg. | 32,1% | 25,7% | | 31,6% | 26,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

INSTAL KRAKÓW**Kupuj, TP 50,0 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 44,5 | P/E | 9,2 | 8,1 | 6,5 | 6,1 |
| MC [mln PLN] | 324,2 | EV/EBITDA | 5,4 | 5,1 | 3,8 | 3,3 |
| | | EV/EBIT | 6,1 | 5,8 | 4,1 | 3,6 |
| | | P/BV | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,8 |

Zakładamy, że wyniki 1Q'24 będą wsparte przez dalszą część przekazania mieszkań w II etapie Mierzei Wiślanej (projekt na 276 lokali, w 4Q'23 rozpoznano w wynikach 101 lokali). Także w kolejnych okresach nasze prognozy wyników są głównie pochodną wartości kreowanej przez segment deweloperski - z przewidzianych inwestycji w 2H'24 oddany będzie etap III Mierzei Wiślanej (200 lokali), na 2025 przewidziany jest etap IV (207 lokali). Spółka prowadzi także projekt w Zabrze (100 lokali), którego finał zaplanowany jest na 4Q'24. W raporcie rocznym wskazano także, że rozpoczęto pierwszą inwestycję w rejonie ul. Golikówka (projekt Albatrosów obejmujący 8 „bliźniaków” – 16 domów).

Rok 2023 był słaby pod względem podaży nowych kontraktów w obszarach, w których jest obecna w segmencie budowlanym. Spółka toczyła rozmowy o waloryzacjach, co częściowo wsparło wyniki 4Q'23 w segmencie budowlanym. W 2022, 2023 a także w tym roku spółka nie podpisywała znaczących umów (realizowane jest szereg mniejszych prac na ciepłowniach dla PGE i PGNiG miały planowo skończyć się w 2H'23), co będzie wpływać negatywnie na przychody w 2024 roku. W wynikach skonsolidowanych ujmowany jest także Frapol (2023 był słabszy niż poprzednie lata ze względu na spadek popytu z bud. jednorodzinne).

Zakładamy, że na poziomie skonsolidowanym Instal pokaże w 1Q'24 ok. 130 mln PLN przychodów (zakładamy przekazania 113 lokali, z czego zdecydowana większość w Mierzei Wiślanej II) i 12,6 mln PLN zysku netto. W 2024 liczba przekazanych mieszkań może być wyższa r/r (zakładamy 311 vs 226 rok temu), stąd też nasze estymacje zakładające wzrost wyników.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 99,2 | 130,0 | 31,1% | 418,3 | 437,1 | 4,5% | 475,8 | 8,8% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 18,4 | 27,8 | 51,2% | 87,2 | 98,1 | 12,6% | 111,4 | 13,5% |
| Zysk na sprzedaży | 7,1 | 15,8 | 122,0% | 38,7 | 47,8 | 23,6% | 59,5 | 24,4% |
| EBITDA | 8,4 | 17,3 | 105,3% | 48,1 | 53,9 | 12,0% | 65,3 | 21,2% |
| EBIT | 6,9 | 15,8 | 127,1% | 42,4 | 47,8 | 12,8% | 59,5 | 24,4% |
| Zysk brutto | 7,2 | 16,2 | 124,0% | 43,4 | 49,5 | 13,9% | 61,1 | 23,6% |
| Zysk netto | 5,4 | 12,6 | 132,9% | 35,3 | 40,0 | 13,3% | 49,6 | 24,1% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 18,5% | 21,4% | | 20,8% | 22,5% | | 23,4% | |
| Marża na sprzedaży | 7,2% | 12,1% | | 9,3% | 10,9% | | 12,5% | |
| marża EBITDA | 8,5% | 13,3% | | 11,5% | 12,3% | | 13,7% | |
| marża EBIT | 7,0% | 12,1% | | 10,1% | 10,9% | | 12,5% | |
| marża netto | 5,5% | 9,7% | | 8,4% | 9,1% | | 10,4% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KĘTY**Akumuluj, TP 569,3/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 28 marzec 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|---------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 851,0 | P/E | 15,2 | 14,3 | 13,2 | 12,3 |
| MC [mln PLN] | 8 212,3 | EV/EBITDA | 10,5 | 9,7 | 8,8 | 8,4 |
| | | EV/EBIT | 13,3 | 12,3 | 11,0 | 10,4 |
| | | P/BV | 4,3 | 4,3 | 4,0 | 3,7 |

Podsumowanie wyników 1Q'24

- Spółka w połowie kwietnia opublikowała finalne wyniki za 1Q'24 a szacunki pokazane były już w marcu.
- Finalnie na poziomie EBITDA spółka wypracowała 222,5 mln PLN vs 215,0 mln PLN w szacunkach. Wynik był o 11% wyższy r/r.
- EBITDA wg segmentów w 1Q'24 wyniosła - SSA: 111 mln PLN (vs 78 mln PLN rok temu) SWW: 51 mln PLN (vs 76 mln PLN), SOG: 64 mln PLN (vs 62 mln PLN).
- SSA pochwalił się mocną rentownością i rekordową EBITDA dla 1Q w historii, SWW wypadł słabiej od naszych wewnętrznych założeń (w prognozach rocznych spółka zakłada wzrost wyniku r/r) a SOG zgodnie z oczekiwaniami. Pomimo utrzymującej się słabej koniunktury, wszystkie segmenty zanotowały wzrost sprzedaży ilościowej: w SOG +4% r/r, w SWW +8% r/r, w SSA +9% r/r. Wykorzystanie mocy wyniosło 80-85%.
- Dług netto po 1Q'24 na poziomie 827 mln PLN (ponad 100 mln PLN niżej q/q) - zarząd zakłada dalszy spadek o ok. 120 mln PLN q/q w 2Q'24.
- Zarząd nie widzi istotnych oznak poprawy koniunktury w 2Q'24 i spodziewa się podobnego poziomu zamówień q/q w SSA i SWW oraz 10% spadku q/q w SOG (zmniejszeniem popytu po okresie świątecznym, na konferencji wynikowej zasygnalizowano jednak, że spadek popytu może nie być odczuwalny w segmencie, ze względu na dobry portfel zamówień)
- W SWW zakończono na początku roku montaż i przystąpiono do prób technologicznych prasy o nacisku 4MN. Jest do drugie urządzenie zainstalowane w ramach projektu budowy nowej linii produkcyjnej wraz z halą magazynową. W SSA kontynuowano prace montażowe wyposażenia nowej hali produkcyjnej w Złotowie (na 2Q'24 planowane jest uruchomienie poszczególnych procesów produkcyjnych)
- Wykonanie prognozy zarządu na 2024 rok wynosi 23,5% po 1Q'24. Spółka prognozuje 945 mln PLN EBITDA w 2024 roku, uważamy, że nie ma na ten moment podstaw, by nie wierzyć w tą prognozę. Okres 2H'24 powinien być nieco lepszy wynikowo od 1H'24 (wzmocniony także przez nowe moce przerobowe).
- Publikacja nowej strategii 5-letniej przewidywana jest obecnie na jesień'24. Zarząd zasygnalizował już, że istotny nacisk zostanie położony w niej na akwizycje (przy obecnej skali grupy kolejne inwestycje organiczne nie pozwalają zachować dotychczasowych dynamik wzrostu).

Wyniki za 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24 | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|--------------|---------|---------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 1 373,0 | 1 239,6 | -9,7% | 5 218,6 | 5 358,6 | 2,7% | 5 800,4 | 8,2% |
| EBITDA | 200,6 | 222,5 | 10,9% | 868,0 | 948,7 | 9,3% | 1 037,5 | 9,4% |
| EBIT | 156,8 | 174,2 | 11,1% | 687,4 | 746,6 | 8,6% | 827,1 | 10,8% |
| Zysk brutto | 140,2 | 161,7 | 15,3% | 622,2 | 675,3 | 8,5% | 771,2 | 14,2% |
| Zysk netto | 135,8 | 150,2 | 10,6% | 539,1 | 575,5 | 6,8% | 623,8 | 8,4% |
| marża EBITDA | 14,6% | 17,9% | | 16,6% | 17,7% | | 17,9% | |
| marża EBIT | 11,4% | 14,1% | | 13,2% | 13,9% | | 14,3% | |
| marża netto | 9,9% | 12,1% | | 10,3% | 10,7% | | 10,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

KINO POLSKA

| | | | 2023 | 2024E |
|------------------------------------|------------|-----------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 14,4 | P/E | 5,5x | 5,3x |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 285 | EV/EBITDA | 3,1x | 2,7x |
| EV [mln PLN] | 253 | EV/EBIT | 3,4x | 3,1x |
| Data publikacji raportu za Q1 2024 | 2024-05-16 | | | |

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: KUPUJ (cena docelowa: 18,4 PLN; data wydania: 2023-12-11)

Prognozy wyników na Q1 2024 [mln PLN]

| | Q1'23 | Q1'24E | y/y | Q1'23 LTM | Q1'24E LTM | y/y |
|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 70,7 | 69,7 | -1,5% | 289,1 | 293,2 | 1,4% |
| Emisja | 38,5 | 37,6 | -2,5% | 149,4 | 149,8 | 0,3% |
| Reklama | 24,1 | 24,8 | 3,0% | 107,1 | 107,7 | 0,6% |
| Sprzedaż licencji | 5,6 | 5,1 | -10,0% | 26,2 | 29,4 | 12,1% |
| Produkcja kanałów | 1,7 | 1,4 | -17,0% | 3,3 | 4,1 | 24,5% |
| Inne | 0,8 | 0,9 | 6,6% | 3,2 | 2,2 | -31,3% |
| Koszty operacyjne | -53,5 | -53,7 | 0,5% | -224,8 | -229,2 | 1,9% |
| Pozostałe saldo dz. operacyjnej | -0,1 | -0,2 | 5,6% | -1,5 | 1,2 | --- |
| EBITDA skor.* | 18,1 | 18,3 | 1,2% | 70,9 | 73,3 | 3,4% |
| EBIT | 17,1 | 15,8 | -7,6% | 62,8 | 65,2 | 3,8% |
| Saldo finansowe | -0,2 | 0,2 | --- | -0,7 | -0,4 | -39,2% |
| Wynik brutto | 16,9 | 16,1 | -4,9% | 62,1 | 64,8 | 4,3% |
| Podatek dochodowy | -3,4 | -3,1 | -11,4% | -13,7 | -13,4 | -2,4% |
| Wynik netto | 13,5 | 13,0 | -3,3% | 48,4 | 51,4 | 6,2% |

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

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

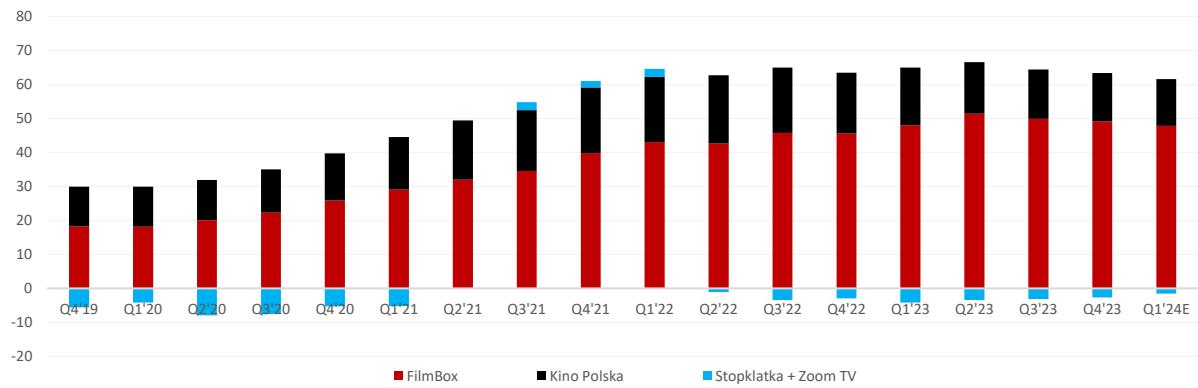
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W Q1 2024 spodziewamy się kolejnego kwartału z rzędu z erozją wpływów z emisji. Zwracamy uwagę, że spadek wpływów z emisji w ujęciu r/r w segmencie FilmBox widoczny był w Q4 2023 i spółka w komentarzach do wyników wskazywała m.in. na efekt rynku rumuńskiego i tureckiego. Liczymy, że kolejne kwartały 2024 roku będą wskazywały na poprawę odczytów z emisji i w skali 2024 roku spodziewamy się płaskiego odczytu r/r.

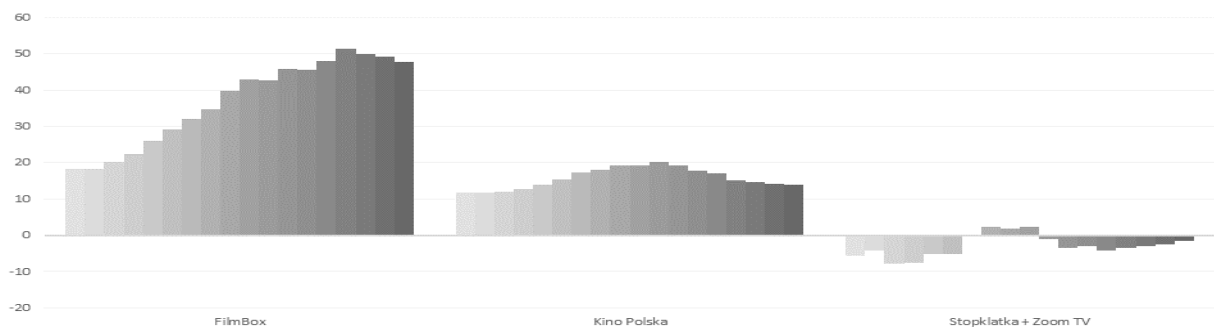
W modelu zakładamy, że w Q1 2024 spółka wskaże na wzrosty r/r przychodów z reklamy. Naszym zdaniem za wzrost w tej kategorii powinny odpowiadać lepsze dane o oglądalności kanałów spółki oraz lepsza monetyzacja bloków reklamowych.

Ogółem założyliśmy, że przychody KPL za Q1 2024 mogły wynieść 69,7 mln PLN (-1,5% r/r). Odczyt EBITDA skor. według naszej symulacji za Q1 2024 może wynieść 18,3 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 1,2%. Jednocześnie na poziomie EBIT nasza symulacja zakłada spadek wyników do 15,8 mln PLN (-7,6% r/r). W ujęciu LTM nasza symulacja wskazuje na odczyt EBITDA skor. rzędu 73,3 mln PLN (+3,4% r/r) i EBIT w okolicy 65,2 mln PLN (+3,8% r/r).

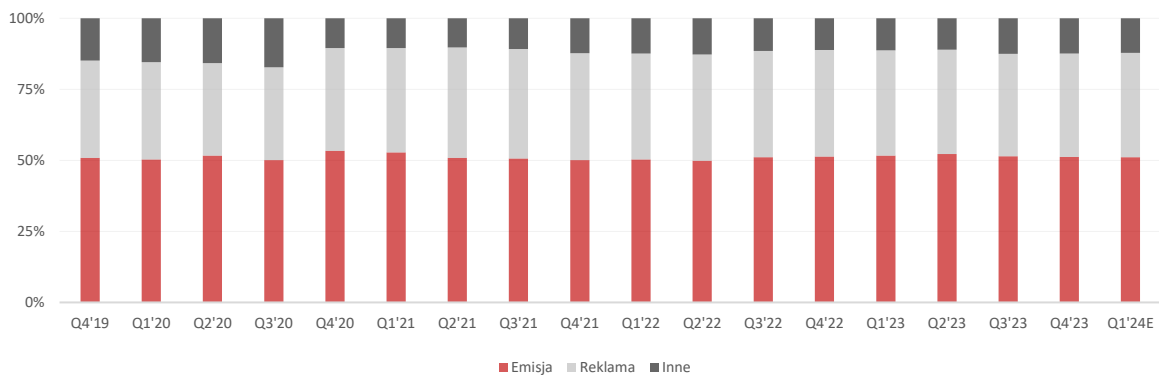
Na poziomie netto prognozujemy za Q1 2024 zysk w kwocie 13 mln PLN (-3,3% r/r), a w ujęciu LTM powinno przeżyć się na wartość 51,4 mln PLN (+6,2% r/r).

Historyczne odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w KPL w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q1 2024 [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odczyty wyniku przypisanego głównym segmentom w okresie Q4 2019-Q1 2024E w ujęciu LTM [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna struktura przychodów w KPL w ujęciu LTM oraz nasze założenia na Q1 2024 [% ogółu przychodów]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

MIRBUD
Akumuluj, TP 9,09/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 9,9 | P/E | 6,7 | 6,3 | 6,6 | 6,6 |
| MC [mln PLN] | 908,3 | EV/EBITDA | 3,8 | 3,8 | 3,9 | 3,3 |
| | | EV/EBIT | 4,1 | 4,1 | 4,3 | 3,7 |
| | | P/BV | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 |

- Backlog spółki po 1Q'24 wynosi 4,85 mld PLN vs 4,62 mld PLN po 4Q'23 oraz 5,25 mld PLN rok temu. W 1Q'24 spółka podpisała ok. 0,6 mld PLN nowych kontraktów (kubatura oraz drogi lokalne). Spółka oczekuje na zawarcie umów lub na wybór jej najkorzystniejszej oferty w przetargach o łącznej wartości niemal 5 mld PLN.
- Poziom backlogu i kontrakcja wskazują na ok. 0,4 mld PLN przychodów w segmencie budowlanym (zwracamy uwagę, że taka kalkulacja wiąże się z pewnym ryzykiem - historycznie nie zawsze się sprawdza ze względu na różnice w ujęciu przez spółkę kontraktu w portfelu a rzeczywistym terminem jego pozyskania).
- Na konferencji wynikowej po 4Q'23 zarząd wskazał, że marżowość segmentu budowlanego w 1H'24 może być nadal pod pozytywnym wpływem waloryzacji i dopłat na kontraktach (zakładamy 8,0% marży segmentu budowlanego vs 6,3% w 1Q'23).
- Sprzedaż lokali (umowy deweloperski i rezerwacyjne) w 1Q'24 wyniosła 111 szt (vs 169 w 4Q'23). Przekazania w 1Q'24 na poziomie 155 lokali (vs 18 rok temu), co powinno wyraźnie wesprzeć wyniki skonsolidowane (zakładamy blisko 80 mln PLN sprzedaży i 20 mln PLN zysku brutto z segmentu w 1Q'24 vs 11 / 4 mln PLN rok temu).
- W 1Q'24 spodziewamy się 525,5 mln PLN sprzedaży skonsolidowanej (+2% r/r). Na co składa się 450 mln PLN w segmencie budowlanym, 79 mln PLN w deweloperskim, 15 mln PLN w najmie, 7 mln PLN w pozostałych oraz -25 mln PLN wyłączeń konsolidacyjnych.
- Na poziomie marży brutto oczekujemy poprawy r/r z 8,4% do 12,1% - efekt m.in. wysokiej kontrybucji segmentu deweloperskiego i poprawy r/r marży w budownictwie (upside do poprawy marży stanowi stabilizacja strony kosztowej i waloryzacja kontraktów).
- Na poziomie salda PPO/PKO zakładamy neutralny wynik. Na EBIT oczekujemy 41 mln PLN, co implikuje 24 mln PLN zysku netto (przy 20% stopie podatku i -11 mln PLN na saldzie finansowym), Spodziewamy się ujemnego sezonowo CF operacyjnego.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 515,3 | 525,5 | 2,0% | 3 322,4 | 3 225,4 | -2,9% | 3 648,8 | 13,1% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 43,4 | 63,4 | 46,1% | 335,7 | 333,7 | -0,6% | 347,5 | 4,1% |
| Zysk na sprzedaży | 24,9 | 41,0 | 64,4% | 240,1 | 227,9 | -5,1% | 216,1 | -5,2% |
| EBITDA | 30,1 | 45,6 | 51,5% | 242,6 | 240,6 | -0,8% | 232,9 | -3,2% |
| EBIT | 25,6 | 41,0 | 60,0% | 223,9 | 222,9 | -0,5% | 211,1 | -5,3% |
| Zysk brutto | 16,6 | 30,4 | 83,5% | 170,2 | 180,5 | 6,0% | 171,6 | -4,9% |
| Zysk netto | 13,1 | 24,3 | 85,3% | 135,4 | 144,4 | 6,6% | 137,3 | -4,9% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 8,4% | 12,1% | | 10,1% | 10,3% | | 9,5% | |
| Marża na sprzedaży | 4,8% | 7,8% | | 7,2% | 7,1% | | 5,9% | |
| marża EBITDA | 5,8% | 8,7% | | 7,3% | 7,5% | | 6,4% | |
| marża EBIT | 5,0% | 7,8% | | 6,7% | 6,9% | | 5,8% | |
| marża netto | 2,5% | 4,6% | | 4,1% | 4,5% | | 3,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

MOSTOSTAL ZABRZE**Kupuj, TP 4,85/akcję**

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 4,6 | P/E | 4,6 | 11,0 | 11,0 | 13,6 |
| MC [mln PLN] | 344,5 | EV/EBITDA | 1,5 | 3,0 | 2,8 | 2,8 |
| | | EV/EBIT | 1,8 | 4,4 | 4,1 | 4,0 |
| | | P/BV | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |

Mostostal Zabrze ma za sobą serię bardzo mocnych wyników kwartałów (przy czym 4Q'23 przyniósł już spadek sprzedaży r/r, ale marże były jeszcze wspierane przez finalne rozliczenia starszych kontraktów i ugodę z KT). Od końcówki 2022 roku backlog spółki spadł poniżej 1,0 mld PLN (594 mln PLN po 4Q'23).

1Q'24 przyniesie naszym zdaniem spadek przychodów i EBIT r/r. Na poziomie netto erozja może być nieco mniej widoczna (rok temu spółka miała wysoką stawkę podatku oraz neutralne saldo finansowe – przy obecnym stanie nadpłynności powinno być dodatnie). Zakładamy, że przychody w 1Q'24 mogą wynieść ok 230-240 mln PLN, rentowność brutto ze sprzedaży powinna oscylować w okolicy 10-11%. Na poziomie EBIT zakładamy wynik w okolicy 10,9 mln PLN (vs 16,4 mln PLN rok temu). Wynik netto prognozujemy na poziomie 8,8 mln PLN. Nie zakładamy, że spółka rozpozna jakieś one-offy. Spodziewamy się dalszej lekkiej poprawy pozycji gotówkowej (po 4Q'23 spółka miała 173 mln PLN gotówki netto).

Portfel spółki (-38% r/r po 4Q'23) jest na poziomach poprzedni raz widzianych w 2020 roku, co będzie przekładać się w 2024 roku na spadek przychodów r/r. Liczymy, że relacje wypracowane w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi czy ekspozycji na rynek modernizacyjny (np. w hutnictwie), powinny stanowić wsparcie w odbudowie portfela w kolejnych miesiącach. Trudno w scenariuszu bazowym na razie oczekiwać przychodów w 2024 roku na poziomie przekraczającym 1 mld PLN, co naturalnie wpłynie też na niższe poziomy wyników (negatywny efekt kosztów stałych). Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 2024 rok spółka wchodzi z bardzo mocną pozycją gotówkową (zarząd rekomenduje przeznaczenie 34 mln PLN na skup akcji).

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 347,6 | 239,0 | -31,2% | 1 351,4 | 970,2 | -28,2% | 981,8 | 1,2% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 29,7 | 25,0 | -15,9% | 155,1 | 101,6 | -34,5% | 103,6 | 2,0% |
| Zysk na sprzedaży | 16,2 | 10,9 | -32,3% | 91,6 | 38,6 | -57,9% | 39,4 | 2,0% |
| EBITDA | 19,8 | 14,8 | -25,2% | 109,5 | 55,9 | -48,9% | 56,9 | 1,8% |
| EBIT | 16,4 | 10,9 | -33,2% | 93,0 | 38,6 | -58,5% | 39,4 | 2,0% |
| Zysk brutto | 16,4 | 12,3 | -24,9% | 100,6 | 43,6 | -56,6% | 43,5 | -0,2% |
| Zysk netto | 11,2 | 8,8 | -21,9% | 74,2 | 30,7 | -58,6% | 30,7 | -0,1% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 8,5% | 10,5% | | 11,5% | 10,5% | | 10,6% | |
| Marża na sprzedaży | 4,6% | 4,6% | | 6,8% | 4,0% | | 4,0% | |
| marża EBITDA | 5,7% | 6,2% | | 8,1% | 5,8% | | 5,8% | |
| marża EBIT | 4,7% | 4,6% | | 6,9% | 4,0% | | 4,0% | |
| marża netto | 3,2% | 3,7% | | 5,5% | 3,2% | | 3,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

NEUCA**Kupuj, TP 939 PLN/akcję (926 PLN po odciążeniu DIV)**

Rekomendacja z dnia 3 lipca 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P |
|--------------|---------|-----------|------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 911 | P/E | 25,2 | 24,3 | 21,8 |
| MC [mln PLN] | 4 017,3 | EV/EBITDA | 12,0 | 11,2 | 10,4 |
| | | EV/EBIT | 17,3 | 16,7 | 15,8 |
| | | P/BV | 4,1 | 4,0 | 3,9 |

Hurt apteczny

Według danych PEX, wartość obrotu aptecznego w 1Q'24 wzrosła +11% r/r. Zakładamy, że dynamiki wzrostu sprzedaży spółki w tym obszarze będą mniejsze. Wynika to z faktu, że Neuca większą wagę niż do wielkości sprzedaży, przywiązuje do rentowności biznesu, dlatego w 4Q'23 widoczny był lekki spadek udziałów rynkowych spółki. Spodziewamy się, że proces odbudowy pozycji potrwa kilka miesięcy, dlatego szacujemy, że wzrost sprzedaży segmentu w 1Q'23 wyniósł ok. 3% r/r.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji farmaceutyków spodziewamy się dalszego wzrostu sprzedaży, wynikającego z wprowadzania na rynek nowych produktów oraz umacniania pozycji obecnych już w sprzedaży leków, suplementów i wyrobów medycznych. W 1Q'24, podobnie jak w całym 2024 r., spodziewamy się wzrostu przychodów o +20% r/r. Uważamy, że baza 1Q'23 jest stosunkowo niska, dlatego nasze prognozy w tym zakresie mogą okazać się nawet konserwatywne.

Badania kliniczne

Spółka systematycznie zwiększa backlog w zakresie CRO i SMO, jednak ze względu na przejście OncoBay Clinical w 2023 r., baza 1Q'23 segmentu jest wysoka. Spodziewamy się, że przychody w 1Q'24 ukształtują się na poziomie podobnym r/r. Prognozy kwartalne dla tego segmentu obciążone są dużym ryzykiem ze względu na trudność w doprecyzowaniu zakończenia poszczególnych badań. W skali całego 2024 r. spodziewamy się wzrostu przychodów segmentu przewyższającego 20% r/r. Oczekujemy także stopniowej poprawy rentowności.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

Spodziewamy się systematycznego rozwoju obu segmentów. W 2024 r. spółka powinna pozyskiwać kolejnych pacjentów, poszerzając swój udział w rynku. Istotne będą tu inwestycje, szczególnie w narzędzia informatyczne, które będą ułatwiać korzystanie z nich zarówno pacjentom, jak i obsłudze. Spodziewamy się dwucyfrowych wzrostów sprzedaży w obu segmentach, choć wspomniane inwestycje mogą chwilowo negatywnie wpłynąć na rentowność.

Na poziomie grupy w 1Q'24 spodziewamy się ok. 4% wzrostu przychodów, przy wzroście marży brutto na sprzedaży z 11% w 1Q'23 do 11,4% w 1Q'24. Wynika to częściowo z podwyższenia marży hurtowej na leki refundowane, ale też ze stopniowej poprawy rentowności w pozostałych segmentach. Wynik będzie z kolei obciążony wzrostem kosztów operacyjnych, na co główny wpływ będą miały podwyżki wynagrodzeń (wzrost minimalnej płacy od stycznia'24). W wyniku złożenia tych czynników, szacujemy utrzymanie marży EBIT na poziomie podobnym r/r. W działalności finansowej w 1Q'23 wystąpiło zdarzenie jednorazowe, które podwyższyło wynik o +7,2 mln PLN (wygrane postępowanie VAT). W 1Q'24 nie spodziewamy się zdarzeń nadzwyczajnych, dlatego szacujemy spadek marży zysku netto do 1,5% (vs 1,7% w 1Q'23) i wynik netto na poziomie 46,3 mln PLN.

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r |
|------------------------------------|---------|---------|------------|----------|----------|------------|
| Przychody | 3 002,0 | 3 072,5 | 2,4% | 11 812,6 | 12 295,7 | 4,1% |
| <i>Hurt apteczny</i> | 2 802,9 | 2 895,7 | 3,3% | 10 972,6 | 11 346,4 | 3,4% |
| <i>Produkcja farmaceutyków</i> | 60,3 | 72,4 | 20,0% | 352,4 | 422,9 | 20,0% |
| <i>Badania kliniczne</i> | 107,8 | 108,3 | 0,5% | 403,8 | 493,1 | 22,1% |
| <i>Operator medyczny</i> | 81,4 | 93,6 | 15,0% | 361,8 | 416,1 | 15,0% |
| <i>Działalność ubezpieczeniowa</i> | 28,6 | 39,5 | 38,5% | 135,0 | 165,4 | 22,6% |
| <i>Wyłączenia</i> | -79,0 | -137,0 | | -412,9 | -548,3 | |
| Wynik brutto na sprzedaży | 330,2 | 351,4 | 6,4% | 1 307,4 | 1 398,9 | 7,0% |
| EBITDA | 98,3 | 104,4 | 6,2% | 379,7 | 406,1 | 7,0% |
| EBIT | 70,5 | 72,1 | 2,2% | 265,1 | 271,9 | 2,6% |
| Zysk brutto | 65,6 | 58,0 | -11,6% | 203,8 | 211,4 | 3,7% |
| Zysk netto | 52,1 | 46,3 | -11,0% | 159,5 | 165,2 | 3,6% |
| Marża zysku brutto na sprzedaży | 11,0% | 11,4% | | 11,1% | 11,4% | |
| Marża EBITDA | 3,3% | 3,4% | | 3,2% | 3,3% | |
| Marża EBIT | 2,3% | 2,3% | | 2,2% | 2,2% | |
| Marża zysku netto | 1,7% | 1,5% | | 1,3% | 1,3% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitk:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

ONDE

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 14,1 | P/E | 23,1 | 18,2 | 18,6 | 14,9 |
| MC [mln PLN] | 769,7 | EV/EBITDA | 12,4 | 10,0 | 10,4 | 9,2 |
| | | EV/EBIT | 14,7 | 11,6 | 12,2 | 10,5 |
| | | P/BV | 2,2 | 2,1 | 1,9 | 1,7 |

Portfel zleceń zewnętrznych po 4Q'23 wynosił 673 mln PLN (-25% r/r). Zakładamy, że 1Q'24 może być pod względem przychodów wyraźnie słabszy r/r, jednocześnie wyniki powinny być wsparty przez a) wyższą rentowność bieżącego portfela, b) sprzedaż projektów OZE (Czerwona Woda i Invest oraz Szybowice – łączny zysk z tych transakcji w 1Q'24 szacujemy na małe kilkanaście mln PLN + możliwe do rozpoznania earn-outy w kwocie 5,0 i 11,0 mln PLN).

W sumie spodziewamy się w 1Q'24 146 mln PLN sprzedaży, 15,0 mln PLN EBIT oraz 10,9 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że na przestrzeni 2-3Q'24 spółka wzmocni się backlog w segmencie OZE (głównie kontrakty na farmy PV, pod względem nowych farm wiatrowych rynek pozostanie jeszcze słaby przez kilka kwartałów). Nasza prognoza na 2024 to obecnie 1,0 mld PLN przychodów, 58,0 mln PLN EBIT (w 4Q'24 zakładamy jeden z earn-out'ów na poziomie 5 mln PLN) oraz 42,3 mln PLN zysku netto.

Projekty OZE w posiadaniu spółki

| | typ | MW | udział | status |
|------------------------------------|-----|------------|--------|--------|
| razem fotowoltaika | | 363 | | |
| PV Kadłubia 1 | PV | 9 | 100% | PnB |
| PV Kadłubia 2 | PV | 8 | 100% | PnB |
| PV Szczepanów | PV | 8 | 100% | PnB |
| PV Jankowa Żagańska | PV | 8 | 100% | WP |
| Park Słoneczny Ciechanów | PV | 7 | 100% | WP |
| Solar Serby | PV | 80 | 50% | PnB |
| FW Gumienice | PV | 10 | 100% | PnB |
| Park Lewańd | PV | 25 | 100% | PnB |
| Solar Kazimierz Biskupi (KWE) | PV | 150 | 50% | WP |
| Rejowiec | PV | 40 | 100% | PnB |
| Grenfield 1 | PV | 14 | 100% | WP |
| Grenfield 2 | PV | 4 | 100% | WP |
| razem farmy wiatrowe | | 34 | | |
| KWE | FW | 34 | 50% | WZ |
| razem (w toku) | | 397 | | |
| projekty greenfield | PV | 417 | 100% | WZ |
| razem (w toku + greenfield) | | 814 | | |

Źródło: DM BDM S.A., prezentacja Erbud za 4Q'23, raporty bieżące

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 182,7 | 145,8 | -20,2% | 1 083,8 | 1 023,8 | -5,5% | 1 172,5 | 14,5% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 8,8 | 27,1 | 208,9% | 107,0 | 113,0 | 5,6% | 111,4 | -1,4% |
| Zysk na sprzedaży | -2,9 | 15,0 | --- | 53,6 | 58,0 | 8,2% | 55,1 | -5,0% |
| EBITDA | -1,0 | 17,3 | --- | 57,3 | 67,2 | 17,1% | 64,3 | -4,3% |
| EBIT | -3,3 | 15,0 | --- | 48,3 | 58,0 | 20,1% | 55,1 | -5,0% |
| Zysk brutto | -6,2 | 13,5 | --- | 40,4 | 52,2 | 29,1% | 51,1 | -2,2% |
| Zysk netto | -4,9 | 10,9 | --- | 33,4 | 42,3 | 26,6% | 41,4 | -2,2% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 4,8% | 18,6% | | 9,9% | 11,0% | | 9,5% | |
| Marża na sprzedaży | -1,6% | 10,3% | | 4,9% | 5,7% | | 4,7% | |
| marża EBITDA | -0,6% | 11,8% | | 5,3% | 6,6% | | 5,5% | |
| marża EBIT | -1,8% | 10,3% | | 4,5% | 5,7% | | 4,7% | |
| marża netto | -2,7% | 7,5% | | 3,1% | 4,1% | | 3,5% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

ORANGE POLSKA

(materiał z prognozami dla Orange został opublikowany w dniu 2023-12-27, 13:58 CET)

| | | | 2023 | 2024E |
|------------------------------------|------------|-----------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 7,95 | P/E | 12,8x | 12,8x |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 10 433 | EV/EBITDA | 4,5x | 4,3x |
| EV [mln PLN] | 16 940 | P/BV | 0,8x | 0,8x |
| Data publikacji raportu za Q1 2024 | 2024-04-23 | DPS [PLN] | 0,35 | 0,48 |

Analityk:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: AKUMULUJ z ceną docelową 9,0 PLN/akcję (2024-04-03)**KOMENTARZ DO WYNIKÓW ORANGE POLSKA ZA Q1 2024****Wyniki Orange Polska za Q1 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań**

| | Q1 23 | Q1 24 | zmiana r/r | Q1 23 LTM | Q1 24 LTM | zmiana r/r | Q1 24E | realizacja |
|---|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-------------|
| Przychody razem | 3 139 | 3 081 | -1,8% | 12 696 | 12 912 | 1,7% | 3 110 | 99% |
| Usługi wyłącznie komórkowe | 710 | 719 | 1,3% | 2 836 | 2 900 | 2,3% | 727 | 99% |
| Usługi wyłącznie stacjonarne | 464 | 446 | -3,9% | 1 885 | 1 829 | -3,0% | 445 | 100% |
| Usługi konwergentne B2C | 564 | 620 | 9,9% | 2 192 | 2 393 | 9,2% | 614 | 101% |
| Sprzedaż sprzętu | 463 | 475 | 2,6% | 1 714 | 1 871 | 9,2% | 484 | 98% |
| Usługi IT i integracyjne | 348 | 327 | -6,0% | 1 528 | 1 680 | 9,9% | 351 | 93% |
| Usługi hurtowe | 427 | 391 | -8,4% | 1 861 | 1 752 | -5,9% | 365 | 107% |
| Pozostałe przychody | 163 | 103 | -36,8% | 680 | 487 | -28,4% | 123 | 84% |
| Przychody trzy linie biznesowe * | 1 496 | 1 559 | 4,2% | 5 921 | 6 182 | 4,4% | 1 561 | 100% |
| Koszty razem | 2 377 | 2 282 | -4,0% | 9 578 | 9 696 | 1,2% | 2 333 | 98% |
| Koszty świadczeń pracowniczych | 372 | 382 | 2,7% | 1 403 | 1 443 | 2,9% | 382 | 100% |
| Koszty zakupów zewnętrznych | 1 867 | 1 796 | -3,8% | 7 602 | 7 668 | 0,9% | 1 799 | 100% |
| EBITDAaL | 762 | 799 | 4,9% | 3 118 | 3 216 | 3,1% | 777 | 103% |
| EBIT | 392 | 349 | -11,0% | 1 309 | 1 178 | -10,0% | 305 | 114% |
| Koszty finansowe, netto | 62 | 69 | 11,3% | 268 | 220 | -17,9% | 58 | 119% |
| Skonsolidowany wynik netto | 270 | 227 | -15,9% | 869 | 775 | -10,8% | 199 | 114% |

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przygotowaliśmy się na scenariusz, iż początek 2024 roku (pierwsze półrocze) ma bardziej ambitną bazę porównawczą dla odczytów dynamiki wzrostu w ujęciu r/r. Orange wypracował EBITDAaL w Q1 2024 na poziomie 799 mln PLN, co oznacza wzrost o 4,9% r/r. Odczyt okazał się o 3% wyższy niż nasze wcześniejsze założenia. Zwracamy jednak uwagę, że koszty świadczeń pracowniczych są na poziomie naszych założeń. Koszty zakupów zewnętrznych również są bardzo bliskie naszym oczekiwaniom. Odchylenie in plus względem naszej prognozy w dużej mierze jest efektem wpływu salda pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych (w Q1 2024 na tej pozycji spółka wykazała +98 mln PLN vs +46 mln PLN w Q1 2023). Dlatego oceniamy wyniki neutralnie. Doceniamy jednocześnie dobre dynamiki ARPO dla kluczowych usług.

Spodziewaliśmy się dobrych odczytów przychodowych z kluczowych usług telekomunikacyjnych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu). Oczekiwaliśmy wpływów z tych kategorii na poziomie 1 561 mln PLN na tle opublikowanych 1 559 mln PLN. Łączne przychody tych trzech linii przychodowych wzrosły w Q1 2024 o 4,2% r/r (w całym 2023 roku było to ok +4,8% r/r, a w 2022 roku +6,3% r/r). Zauważamy, że wykazana dynamika wzrostu na poziomie +4,2% r/r była wyższa niż w Q4 2023 i jednocześnie słabsza niż odnotowano w Q3 2023. Spółka w poprzednich kwartałach konsekwentnie wprowadzała zmiany w swoich cennikach. Dlatego wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych w naszej prognozie na koniec 2024 roku oscylują w okolicy 6,415 mld PLN, czyli jest to wzrost o 4,8% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,8% i 4,5% r/r.

Po wynikach za Q1 2024 spółka utrzymała oczekiwania dla wzrostu przychodów i EBITDAaL na 2024 zgodnie z przesłaniem dotychczasowej strategii (niski jednocyfrowy wzrost r/r). Przewidywany na 2024 rok eCapex to przedział 1,7-1,9 mld PLN.

Finalnie na poziomie wyniku netto w Q1 2024 Orange wypracował 227 mln PLN (vs nasze oczekiwania 199 mln PLN). W ujęciu LTM wynik netto wyniósł 775 mln PLN (-10,8% r/r). W Q1 2024 eCapex wyniósł ok 291 mln PLN (w ujęciu LTM jest to 1,62 mld PLN). Organiczne przepływy pieniężne w Q1 wyniosły 22 mln PLN (w ujęciu LTM jest to 1,31 mld PLN).

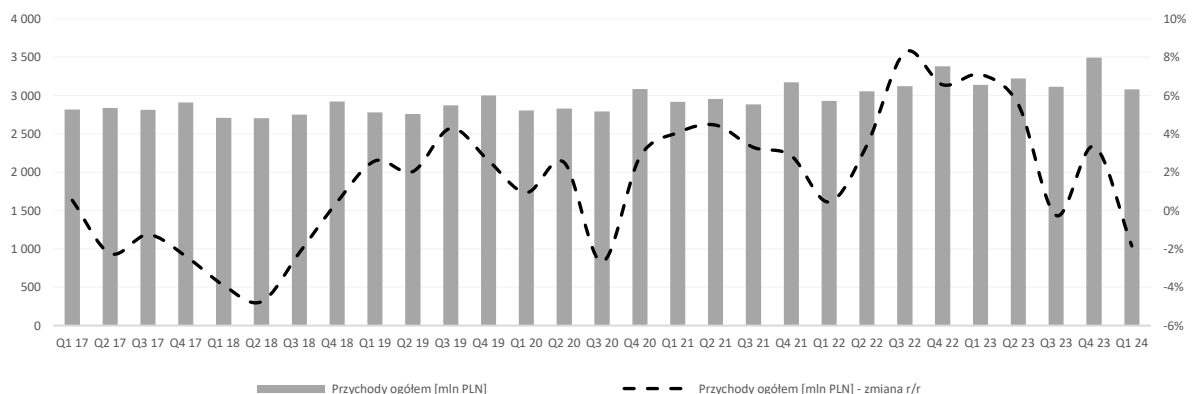
Na przełomie 2023/2024 Orange zawarł umowy z Centrum Projektów „Polska Cyfrowa” na współfinansowanie projektów inwestycyjnych w ramach: Krajowy Plan Odbudowy (KPO) oraz Fundusze Europejskie na Rozwój Cyfrowy (FERC). W ramach tych programów Orange ma wybudować w latach 2024-2026 sieć FTTH dla około 155 tys. gospodarstw domowych. Spółce przyznano 0,7 mld PLN środków (łączny wkład własny Orange ma wynieść 0,3 mld PLN). Zauważamy, że w Q1 2024 Orange otrzymał 210 mln PLN zaliczek na dotacje inwestycyjne w ramach tych programów.

Zannualizowany odczyt EBITDAaL dla Orange

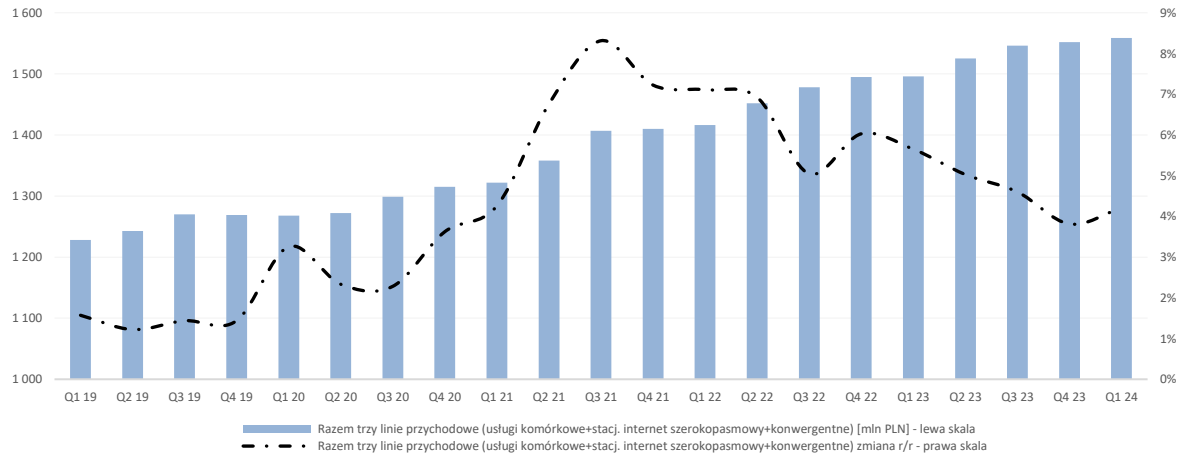


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów ogółem

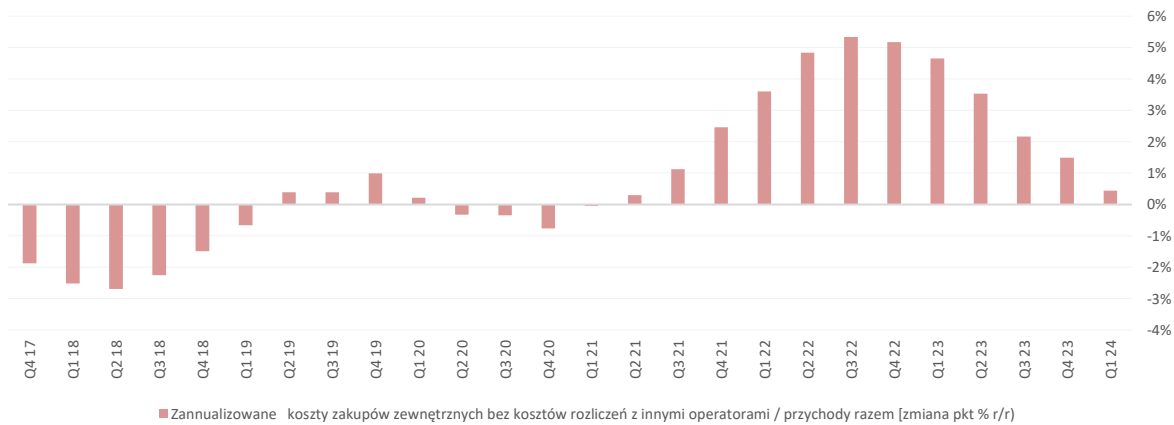


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

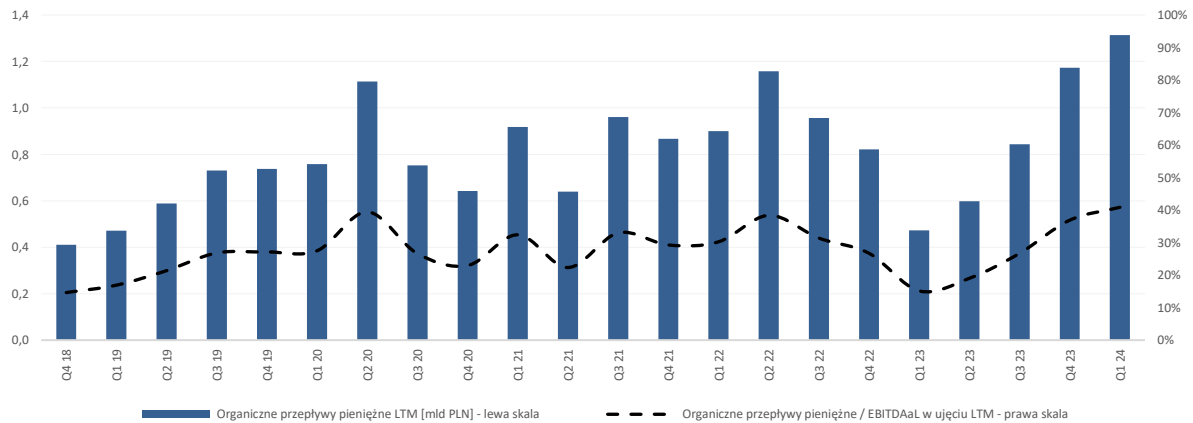
Przychody z kluczowych usług OPL


wpływy z usług konwergentnych, wyłącznie komórkowych i wyłącznie stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika r/r kosztów zakupów zewnętrznych (bez kosztów rozliczeń z innymi operatorami)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PCF GROUP

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 17,1 | P/E | 28,0 | - | - |
| MC [mln PLN] | 616,0 | EV/EBITDA | 12,0 | - | 47,6 |
| | | EV/EBIT | 18,8 | - | - |
| | | P/BV | 2,3 | 1,4 | 1,3 |

Początek roku dla PCF Group przyniósł kontynuację czarnej serii. Pierwszym ważnym wydarzeniem 1Q'24, które miało miejsce w połowie stycznia, była premiera „Bulletstorm VR”, która okazała się sporym rozczarowaniem (słabe oceny zarówno w sklepie Mety jak i na platformie Steam). Pod koniec stycznia poinformowano o ograniczeniu zespołu deweloperskiego „P. Gemini” (ok. 40 osób). Natomiast zaledwie kilka miesięcy później (na początku kwietnia) spółka poinformowała o zaniechaniu Projektu Dagger i utworzeniu opisu w wysokości 68,3 mln PLN.

Pragniemy zaważyć, iż kłopoty spółki z projektem „Dagger” zaczęły się od rozwiązania umowy produkcyjno-wydawniczej z Take-Two Interactive pod koniec 2022 r. Zapisy umowy zobowiązywały PCF do zwrotu TTWO 20 mln USD w przypadku wydania gry. Pod koniec listopada'23 spółka poinformowała o czasowym ograniczeniu tego projektu, zmniejszeniu zespołu, którego celem miało być ponowne przemysłenie wizji gry (znalezienie odpowiedniego game loop'a). Już po tych informacjach trzeba było się liczyć z potencjalnym ryzykiem zamknięcia tego projektu i odpisami, a które zmaterializowało się na początku kwietnia.

Wspomniane ograniczenie zespołu odpowiedzialnego za „P.Gemini”, negatywnie przełożyło się na generowane przez spółkę przychody w 1Q'24. Z drugiej strony 4Q'23/1Q'24 zespół pracujący nad „P.Maverick” osiągnął docelowy kształt, stąd w wynikach omawianego okresu będzie widoczny jego pełny efekt przychodowy. Mając powyższe na uwadze, szacujemy, że w obszarze produkcji gier spółka wypracowała w minionym okresie 35,5 mln PLN (+9% r/r). Pomimo iż premiera „Bulletstorm VR” okazała się dużym rozczarowaniem, spodziewamy się miała ona istotny wpływ na wyniki grupy w 1Q'24. Tym samym oczekujemy przychodów z sefl-publishingu w okolicach 6,3 mln PLN (+196% r/r). Pozostałą część stanowią prawa autorskie, które dodały od siebie ok. 0,2 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy 42,0 mln PLN (+20,4% r/r).

Spodziewamy się, że w efekcie wyżej wspomnianych wydarzeń, skład osobowy grupy nie uległ większym zmianom q/q. Ponadto w 1Q'24 trwały działania marketingowe związane z premierą „Bulletstorm VR”, co wiązało się z wyższymi kosztami w tym okresie. W całym 1Q'24 szacujemy wynik EBITDA na poziomie 8,5 mln PLN (+181,4% r/r), EBIT równy 1,5 mln PLN (vs -1,5 mln PLN w 1Q'23) oraz 0,4 mln PLN straty netto n.j.d.

Po 4 kwartałach, w których EBIT spółki znajdował się na minusie, wyniki 1Q'24 mogą pozytywnie zaskoczyć inwestorów. Pragniemy zauważyć jednak, że PCF zawdzięcza to głównie premierze „Bulletstorm VR”. Stąd też spodziewamy się powrotu do ujemnych wartości z działalności operacyjnej w kolejnych kwartałach 2024 r.

Premiera „Bulletstorm VR”:

- 18 stycznia'24 miała miejsce premiera „Bulletstorm VR”, która okazała się sporym rozczarowaniem. Aktualnie w sklepie Mety ocena gry kształtuje się na poziomie 3/5, natomiast na platformie Steam zaledwie 31% to oceny pozytywne.
- W połowie marca'24 spółka rozwiązała umowę produkcyjno-wydawniczą z Incuvo i obciążyla ją kwotą 0,9 mln PLN odpowiadającą kosztowi prac deweloperskich oraz związanych z QA zrealizowanych przez PCF. Wobec niesatysfakcjonującej premiery gry, pozbawiono Incuvo uprawnień do formie tantium ze sprzedaży gry.

Zaniechanie Projektu Dagger:

- Na początku kwietnia spółka zdecydowała o zaniechaniu prac nad Projektem Dagger. Odpis kosztów projektu obniży wynik finansowy grupy za rok 2023 oraz wartość aktywów trwałych o 68,3 mln PLN.
- Zaniechanie prac nad projektem jest wynikiem ponownego przeanalizowania planów rozwojowych projektów realizowanych przez Grupę PCF Group i wprowadzenia zmian do tych planów w związku z niesatysfakcjonującymi wynikami ewaluacji zakresu i potencjału komercyjnego projektu po zredefiniowaniu kierunku rozwoju gry.
- Dokonanie ww. odpisów wpłynęło także na obniżenie jednostkowego wyniku finansowego za rok 2023 oraz obniżenie wartości aktywów trwałych prezentowanych w jednostkowym bilansie Spółki na dzień 31 grudnia 2023 r. o kwotę 79,9 mln PLN.

Zawarcie krótkoterminowej umowy wykonawczej dot. „P.Gemini”:

- Spółka zawarła z wydawcą krótkoterminową umowę wykonawczą do umowy dotyczącą kontynuowania prac deweloperskich nad realizacją Projektu Gemini w celu umożliwienia stronom zakończenia strategicznych rozmów na temat kształtu tego projektu i warunków współpracy nad nim.
- Na dzień sporządzenia niniejszego raportu spółka wraz z wydawcą pracują nad planem dla Projektu Gemini, który wymaga modyfikacji w niektórych obszarach i ponownego ukierunkowania, co nie stanowi niespotykanej praktyki w procesie produkcji gier z segmentu AAA.
- W konsekwencji, zarząd zdecydował o ograniczeniu zespołu deweloperskiego dedykowanego produkcji Projektu Gemini poprzez: 1) zaoferowanie części członkom tego zespołu propozycji pracy nad innymi projektami realizowanymi przez grupę; 2) przeprowadzenie redukcji zatrudnienia w ramach zespołu deweloperskiego Projektu Gemini, która objęła ponad 30 osób.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2022 | 2023 | zmiana r/r | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------|--------|--------|------------|-------|--------|------------|-------|------------|
| Przychody | 34,9 | 42,0 | 20,4% | 171,5 | 150,1 | -12,5% | 153,7 | 2,4% |
| EBITDA | 3,0 | 8,5 | 181,4% | 49,0 | -66,8 | - | 13,7 | - |
| EBIT | -1,5 | 1,5 | - | 31,1 | -86,5 | - | -14,6 | - |
| Zysk/ strata netto | -4,3 | 0,8 | - | 22,0 | -75,6 | - | -12,2 | - |
| Zysk/ strata netto n.j.d. | -4,6 | -0,4 | - | 18,7 | -76,7 | - | -14,1 | - |
| Marża EBITDA | 8,6% | 20,1% | | 28,6% | -44,5% | | 8,9% | |
| Marża EBIT | -4,3% | 3,5% | | 18,1% | -57,6% | | -9,5% | |
| Marża zysku netto | -12,3% | 1,9% | | 12,8% | -50,3% | | -7,9% | |
| Marża zysku netto n.j.d. | -13,1% | -0,9% | | 10,9% | -51,1% | | -9,2% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

PEKABEX
Kupuj, TP 27,3/akcję

Rekomendacja z dnia 4 stycznia 2024 r

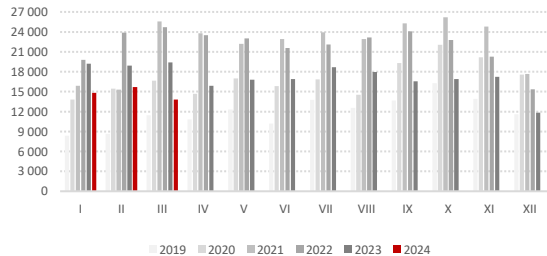
| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 25,4 | P/E | 9,1 | 9,4 | 6,5 | 6,7 |
| MC [mln PLN] | 630,6 | EV/EBITDA | 6,0 | 5,4 | 3,9 | 3,5 |
| | | EV/EBIT | 7,6 | 7,1 | 5,0 | 4,5 |
| | | P/BV | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |

Dane produkcyjne za 1Q'24 wskazują na 23% spadek r/r produkcji w zakładach grupy (do 44 tys m3). Po grudniu portfel na 2024 rok wynosił 1,14 mld PLN (+10% r/r, w tym 0,14 mld PLN to planowany przychód z deweloperki). Cały backlog po 4Q'23 wynosił 1,19 mld PLN (+14% r/r, w tym 0,27 mld PLN deweloperka). Dodatkowo do kwietnia spółka pozyskała nowe kontrakty budowlane za ok 0,6 mld PLN (vs 0,1 mld PLN w analogicznym okresie rok temu).

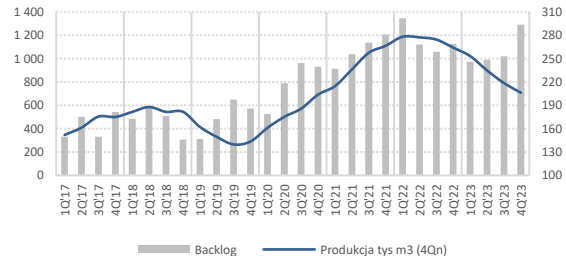
Wpływ segmentu deweloperskiego powinien w 1Q'24 większy niż w poprzednich kwartałach (w końcu grudnia spółka uzyskała PnU dla inwestycji Casa Baia na Helu, gdzie na koniec roku sprzedane było 30 z 68 lokali (cały projekt ma wartość ok 50 mln PLN potencjalnej sprzedaży). W 2024 roku spółka planuje zakończyć inwestycje w Mechelinach (uzyskano w lutym PnU na dwa budynki, oddanie dwóch kolejnych planowane jest w końcu roku), Częstochowie, Poznaniu oraz w Niemczech).

Okres 1Q'23 był mocny produkcyjnie i marżowo - zbliżenie się do tych wyników uznajemy za mało prawdopodobne (w 1Q'23 istotną kontrybucję miał także segment deweloperski). W 1Q'24 spodziewamy się 367 mln PLN przychodów (-5% r/r) oraz 21,4 mln PLN EBIT (-40% r/r). Na poziomie netto oczekujemy 13,8 mln PLN.

W 2024 roku w segmentach prefabrykacji i GW postępować może „normalizacja” marż po ponadprzeciętnym 2023. Wyniki powinny być wsparte natomiast przez segment deweloperski. Zakładamy, że na poziomie EBITDA czy zysku netto w 2024 roku wyniki będą zbliżone r/r. Istotnej poprawy przychodów z prefabrykacji i usług budowlanych oczekujemy w 2025 roku, co w połączeniu z nadal istotnym wkładem deweloperki, powinno pozwolić na wyraźną poprawę wyników.

Produkcja grupy [m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Backlog [mln PLN] vs produkcja [4Qn, tys m3]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 387,1 | 367,3 | -5,1% | 1 566,2 | 1 740,9 | 11,1% | 2 037,9 | 17,1% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 72,8 | 56,4 | -22,6% | 263,5 | 257,9 | -2,1% | 294,8 | 14,3% |
| Zysk na sprzedaży | 35,3 | 21,4 | -39,4% | 112,1 | 104,1 | -7,2% | 126,6 | 21,6% |
| EBITDA | 42,8 | 28,8 | -32,8% | 139,4 | 138,3 | -0,8% | 161,4 | 16,7% |
| EBIT | 35,8 | 21,4 | -40,3% | 110,4 | 104,1 | -5,7% | 126,6 | 21,6% |
| Zysk brutto | 31,8 | 17,0 | -46,5% | 81,8 | 87,5 | 6,9% | 120,1 | 37,3% |
| Zysk netto | 24,7 | 13,8 | -44,3% | 69,1 | 66,8 | -3,3% | 96,7 | 44,8% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 18,8% | 15,4% | | 16,8% | 14,8% | | 14,5% | |
| Marża na sprzedaży | 9,1% | 5,8% | | 7,2% | 6,0% | | 6,2% | |
| marża EBITDA | 11,1% | 7,8% | | 8,9% | 7,9% | | 7,9% | |
| marża EBIT | 9,3% | 5,8% | | 7,0% | 6,0% | | 6,2% | |
| marża netto | 6,4% | 3,7% | | 4,4% | 3,8% | | 4,7% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PKN ORLEN

Data publikacji raportu za 1Q'24 – 2024-05-23

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|--------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 68,1 | P/E | 3,9 | 6,7 | 5,4 | 5,3 |
| MC [mln PLN] | 79 083 | EV/EBITDA | 2,2 | 2,9 | 2,6 | 2,6 |
| | | EV/EBIT | 3,3 | 5,3 | 4,4 | 4,5 |
| | | P/BV | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |

- Otoczenie makro w segmencie rafinerijnej w 1Q'24 było mniej sprzyjające na poziomie marż modelowych r/r nieco lepsze natomiast q/q (spadek r/r marż wynika głównie z relatywnie słabszego początku roku na dieslu). Lepiej niż 4Q'23 wyglądał rynek polski z perspektywy premii łądowych. Marże w segmencie petrochemicznym pozostawały pod presją r/r (ale z każdym miesiącem coraz lepiej), aczkolwiek lekko się poprawiły q/q.
- W 1Q'24 spodziewamy się skonsolidowanej oczyszczonej EBITDA LIFO na poziomie 8,50 mld PLN (vs 17,14 mld PLN rok temu), na co składa się wg naszych estymacji: 2,56 mld PLN w rafinerii, 0,02 mld PLN w petrochemii (nieco lepsze q/q makro powinno pozwolić na uniknięcie straty), 0,56 mld PLN w detalu (lepsze r/r i q/q marże w PL), -4,56 mld PLN w upstreamie (istotny spadek cen gazu q/q, lekki spadek cen ropy, lepsze r/r wolumeny, wynik pomniejszony o ok. 7,75 mld PLN odpisu na Fundusz Różnicy Ceny), 7,86 mld PLN w segmencie gazu (dopłaty do klientów detalicznych na poziomie 2,0 mld PLN, nadal bardzo korzystne warunki w hurcie, wyższy r/r wolumen), zysk 2,51 mld PLN w energetyce (słabszy wynik r/r ze względu na jednorazowo dobry wynik Energi rok temu na rozliczeniu strat sieciowych, dobry w wynik w aktywach PKN, dobre sezonowo wyniki w PGNiG Termika) oraz -0,45 mld PLN kosztów korporacyjnych.
- Zakładamy, lekko negatywny wpływ na wyniki raportowane ze strony hedgingu w rafinerii. Neutralnie na wynik raportowany może wpływać efekt LIFO.
- Na saldzie finansowym spodziewamy się lekko negatywnego rezultatu na poziomie -0,1 mld PLN. Raportowany wynik netto naszym zdaniem wyniesie 3,09 mld PLN.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23** | 1Q'24P | 2023 | 2024P | 2025P |
|---------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Przychody ze sprzedaży | 110 270 | 73 815 | 372 767 | 283 368 | 275 333 |
| EBITDA | 15 453 | 8 249 | 41 813 | 32 493 | 36 889 |
| EBITDA LIFO | 16 624 | 8 249 | 42 712 | 32 354 | 37 656 |
| EBITDA LIFO skorg* | 17 135 | 8 499 | 44 831 | 32 604 | 37 656 |
| Rafineria | 5 757 | 2 564 | 10 602 | 6 753 | 7 605 |
| Petrochemia | 34 | 19 | -531 | 1 867 | 3 844 |
| Energetyka | 3 237 | 2 514 | 4 355 | 6 938 | 6 838 |
| Detal | 233 | 561 | 2 063 | 2 880 | 3 535 |
| Wydobycie | 2 287 | -4 564 | 2 740 | -2 321 | 13 786 |
| Gaz | 5 968 | 7 856 | 27 107 | 18 219 | 3 815 |
| Funkcje korporacyjne | -373 | -450 | -1 502 | -1 733 | -1 767 |
| Wyłączenia | -8 | 0 | -3 | 0 | 0 |
| EBIT | 12 575 | 4 547 | 27 613 | 17 996 | 21 803 |
| EBIT LIFO | 13 746 | 4 547 | 28 512 | 17 857 | 22 569 |
| EBIT LIFO skorg | 14 257 | 4 797 | 30 631 | 18 107 | 22 569 |
| Zysk (strata) brutto | 13 345 | 4 397 | 29 871 | 16 946 | 20 603 |
| Zysk (strata) netto | 9 006 | 3 088 | 20 237 | 11 886 | 14 537 |
| Marża EBITDA | 14,0% | 11,2% | 11,2% | 11,5% | 13,4% |
| Marża EBITDA LIFO | 15,1% | 11,2% | 11,5% | 11,4% | 13,7% |
| Marża EBITDA LIFO skoryg | 15,5% | 11,5% | 12,0% | 11,5% | 13,7% |
| Marża EBIT | 11,4% | 6,2% | 7,4% | 6,4% | 7,9% |
| Marża zysku netto | 8,2% | 4,2% | 5,4% | 4,2% | 5,3% |

Źródło: BDM S.A., *wynik oczyszczony o całe saldo PPO/PKO (w tym wpływ hedgingu) a także o komunikowane przez spółkę inne zdarzenia (NRV, rozpoznanie wyniku na „tańszych” warstwach ropy itp)

** wyniki wg dane opublikowanych przez spółkę w raportach kwartalnych – wyniki nie sumują się do danych za cały 2023 rok (spółka zmieniła audytora, dodatkowo w raporcie rocznym ujęto istotne korekty i rezerwy, których nie było w wcześniejszych raporcie za 4Q'23)

Analizyk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

PLAYWAY

| | | | 2022 | 2023 | 2024P |
|--------------|---------|-----------|------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 296,0 | P/E | 15,3 | 15,5 | 11,8 |
| MC [mln PLN] | 1 953,6 | EV/EBITDA | 10,9 | 14,4 | 8,9 |
| | | EV/EBIT | 11,0 | 14,6 | 9,0 |
| | | P/BV | 3,9 | 4,1 | 3,3 |

1Q'24 dla grupy PLW był kwartałem kilku nowych premier jak i dobrej monetyzacji aktualnego portfela gier. Największym rozczarowaniem minionego okresu okazał się debiut długo wyczekiwanego „Robin Hood’a” (29.02.2024), którego sprzedaż wyniosła 25 tys. kopii. W omawianym kwartale sprzedaż takich gier jak „House Flipper 2”, „Contraband Police” oraz „Thief Simulator 2” wyniosła odpowiednio 123 tys. (-49% q/q)/ 147 tys. (+13% q/q)/ 34 tys. (-77% q/q). Pragniemy zauważyć, że na przestrzeni 1Q'24 podniesiono cenę podstawową „Contraband Police” z 19,99 USD do 29,99 USD, co przełożyło się na istotny wzrost przychodów tego tytułu, jednocześnie bez negatywnych implikacji na sprzedaż ilościową. Ponadto jego przychody przekroczyły poziom 10 mln USD stąd obniżeniu uległa prowizja platformy Steam z 30% do 25%. W związku z sezonowo mniejszą ilością wyprzedaży oraz starzejącymi się produkcjami spółki, oczekujemy pogorszenia monetyzacji back catalogu (w tym przede wszystkim CMS21, HF1 czy TS). W całym 1Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 82,0 mln PLN przychodów (z czego ok. 11 mln PLN stanowiła zmiana stanu produktów).

W związku z mniejszymi wydatkami marketingowymi oczekujemy spadku q/q kosztów operacyjnych do okolic 39 mln PLN. Mając powyższe na uwadze w naszych analizach zakładamy EBIT w 1Q'24 w okolicach 43,1 mln PLN (+4,8% r/r) oraz zysk netto n.j.d. sięgający 33,9 mln PLN (+12,9% r/r).

Oczekując zbliżonych wartości r/r, spodziewamy się neutralnego odbioru wyników za 1Q'24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się przyszłych wyników spółki będzie dodanie trybu co-op „HF2” oraz konsolowe premiery istotnych tytułów (CP, TS2, Robin Hood). W związku z faktem znaczących zmian (ewolucja w serii CMS, oczekujemy kolejnej gry z tego IP dopiero w 2025 r.

Planowane premiery konsolowych wersji najważniejszych gier grupy PLW:

- „Contraband Police” – 3Q'24.
- „Robin Hood” – 2/3Q'24.
- „Thief Simulator 2” – 4Q'24.
- „SimRail” – 3/4Q'24.

Premiera konsolowa „House Flipper 2”:

- gra zadebiutowała na konsolach PS5 i XSX 10.04.2024 z ceną na poziomie 39,99 USD;
- łączna sprzedaż po 72 h wyniosła 31,3 tys. sztuk (przychód na poziomie 1,2 mln USD brutto).

Premiera „Infection Free Zone”:

- gra zadebiutowała na PC 11.04.2024 z ceną;
- sprzedaż w 72h wyniosła 175,3 tys. sztuk (154,5 tys. Steam, 14,8 tys. Heybox);
- łączne przychody z uwzględnieniem zaliczek od wydawców = 9,6 mln PLN (6,1 mln PLN Steam, 1,6 mln PLN Heybox, 1,1 mln PLN Ultimate Games - "minimum guarantee" z tytułu sprzedaży na konsole);
- łączny koszt wytworzenia i marketingu gry nie przekroczył 3,4 mln PLN;
- PLW posiada 36,4% udziału w akcjonariacie Games Operators.

Inne:

- 2024 r. - w planie premier spółki widnieje ok. 51 pozycji.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2022 | 2023 | zmiana r/r | 2024P | zmiana r/r |
|----------------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 71,8 | 82,0 | 14,3% | 289,6 | 310,8 | 7,3% | 371,7 | 17,5% |
| EBITDA | 41,5 | 43,6 | 5,1% | 174,1 | 160,8 | -7,6% | 216,0 | 25,0% |
| EBIT | 41,1 | 43,1 | 4,8% | 172,6 | 159,2 | -7,8% | 213,6 | 24,9% |
| Zysk netto | 36,9 | 42,4 | 14,9% | 137,1 | 126,3 | -7,9% | 204,5 | 30,2% |
| Zysk netto n.j.d. | 30,0 | 33,9 | 12,9% | 127,7 | 106,7 | -16,4% | 165,7 | 27,6% |
| Zysk netto n.j.d. skoryg. | 30,0 | 33,9 | 12,9% | 136,1 | 144,6 | 6,3% | 165,7 | 26,1% |
| Marża EBITDA | 57,8% | 53,2% | | 60,1% | 54,6% | | 58,1% | |
| Marża EBIT | 57,3% | 52,6% | | 59,6% | 54,1% | | 57,5% | |
| Zysk netto | 51,3% | 51,7% | | 47,3% | 49,7% | | 55,0% | |
| Marża zysku netto n.j.d. | 41,8% | 41,3% | | 44,1% | 41,1% | | 44,6% | |
| Marża zysku netto n.j.d. skoryg. | 41,8% | 41,3% | | 47,0% | 41,5% | | 44,6% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

POLIMEX

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 3,4 | P/E | --- | 10,3 | 6,7 | 6,5 |
| MC [mln PLN] | 825,1 | EV/EBITDA | --- | 3,4 | 1,7 | 1,0 |
| | | EV/EBIT | --- | 4,9 | 2,3 | 1,3 |
| | | P/BV | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |

Portfel grupy po 4Q'23 wynosił 9,0 mld PLN vs 4,7 mld PLN rok temu. Po pozyskaniu zlecenia z Orlenu na jeden z pakietów prac na Olefinach (obecnie projektowanie, rozpoczęcie prac budowlanych w połowie roku, wartość umowy 3,4 mld PLN), największy udział w backlogu ma obecnie segment petrochemii (łącznie 4,1 mld PLN). Kolejny jest segment energetyki (3,4 mld PLN), a następnie przemysł (0,69 mld PLN), produkcji (0,57 mld PLN) i infrastruktura (0,30 mld PLN).

Wyniki 4Q'23 (-205 mln PLN straty EBIT) były obciążone przez obniżenie marż budżetowych na kontraktach Dolna Odra (PGE; -124,3 mln PLN; spółka w dalszym ciągu proceduje wniosek o waloryzację ceny, którego zakładane skutki nie były uwzględnione w wycenie na koniec 2023) oraz EC Czechnica (Kogeneracja; -101,8 mln PLN, spółka jest po wstępnych uzgodnieniach w zakresie ugody w kwestii terminu i waloryzacji).

Ogólnie baza wynikowa za 1Q'23 nie jest zbyt wymagająca, ale biorąc pod uwagę skalę odpisów w 4Q'23, uważamy, że do wyników należy podchodzić ostrożnie (część portfela może być rozpoznawana na zerowej marży). Zwracamy uwagę na ograniczoną komunikację spółki z rynkiem oraz duże kontrakty, których realizacja nie przebiega zgodnie z wcześniejszymi planami. Nadal ciągnie się sprawa ukończenia kontraktu dla EC Puławy (awarie turbiny i kotła) –termin zakończenia przesunięto obecnie na 4Q'24, Puławy nabyły prawa do naliczenia potencjalnych kar (max 30%, kontrakt wart 1,2 mld PLN, na chwilę obecna nie wystawiono żadnych not obciążeniowych). W grudniu'23 konsorcjum Mitsubishi-Polimex otrzymało notę obciążeniową na 244 mln PLN od PGNiG Termika za kontrakt EC Żerań (zdaniem PXM przyczyną naliczenia kary jest awaria w zakresie realizowanym przez partnera).

Nasza prognoza na 1Q'24/2024 nie uwzględnia ewentualnego ujęcia dodatkowych istotnych ryzyk związanych z obecnym portfelem lub szans na uzyskanie dopłat na kontraktach, na których zawieszono rezerwy, aczkolwiek nie można wykluczyć takiego scenariusza. Zwracamy uwagę, że obecny akcjonariat spółki (Orlen – 32%, PGE i Enea po 16%), trudno uznać za docelowy. Nie można wykluczyć zmian na tym polu po roszadach kadrowych w spółkach Skarbu Państwa. W samej spółce w kwietniu doszło do zmian w RN. Jeśli dojdzie do zmian także w zarządzie, nie można wykluczyć chęci do „nowego otwarcia” bilansu.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 825,5 | 791,6 | -4,1% | 3 013,6 | 3 445,3 | 14,3% | 3 736,0 | 8,4% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 58,5 | 44,9 | -23,3% | -26,5 | 212,6 | --- | 268,2 | 26,2% |
| Zysk na sprzedaży | 29,2 | 15,6 | -46,6% | -139,4 | 95,3 | --- | 148,8 | 56,1% |
| EBITDA | 39,6 | 26,5 | -33,2% | -72,9 | 138,8 | --- | 193,8 | 39,6% |
| EBIT | 29,0 | 15,6 | -46,3% | -116,6 | 95,3 | --- | 148,8 | 56,1% |
| Zysk brutto | 28,2 | 16,6 | -41,3% | -138,9 | 99,3 | --- | 152,8 | 53,9% |
| Zysk netto | 22,9 | 13,6 | -40,6% | -123,2 | 81,2 | --- | 124,6 | 53,3% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 7,1% | 5,7% | | -0,9% | 6,2% | | 7,2% | |
| Marża na sprzedaży | 3,5% | 2,0% | | -4,6% | 2,8% | | 4,0% | |
| marża EBITDA | 4,8% | 3,3% | | -2,4% | 4,0% | | 5,2% | |
| marża EBIT | 3,5% | 2,0% | | -3,9% | 2,8% | | 4,0% | |
| marża netto | 2,8% | 1,7% | | -4,1% | 2,4% | | 3,3% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

RELPOL**Trzymaj, TP 7,42 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 5 lutego 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 6,6 | P/E | 7,4 | 34,4 | 8,1 | 5,7 |
| MC [mln PLN] | 63,6 | EV/EBITDA | 5,1 | 7,4 | 4,1 | 3,5 |
| | | EV/EBIT | 7,9 | 20,8 | 6,8 | 5,2 |
| | | P/BV | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 |

Spółka wskazała w raporcie rocznym, że w 1Q'24 przychody mogą być o 40% niższe r/r, czyli na poziomie ok 32 mln PLN (poziom zbliżony do 1Q'21). Negatywnie na dynamikę wpływa wysoka baza, utrzymująca się słaba koniunktura od 2H'23, wpływ sankcji na Rosję na portfele zamówień części klientów spółki). Zakładamy, że przy takim poziomie sprzedaży i obecnej bazie kosztowej (zwracamy uwagę, że spółka jest dość wrażliwa na poziom płacy minimalnej), Relpolowi może być ciężko o break-even na poziomie operacyjnym (prognozujemy stratę EBIT na -0,3 mln PLN vs 7,4 mln PLN zysku rok temu). Stratę netto estymujemy na poziomie -0,5 mln PLN.

W marcu 2024 roku spółka zakończyła inwestycję w stworzenie nowego przekaźnika bistabilnego oraz prototypowej linii automatycznego montażu (linia zapewnia możliwość produkcji zarówno przekaźników bistabilnych jak i zwiększy potencjał produkcji przekaźników przemysłowych monostabilnych). W 2024 roku produkty z tej linii będą włączane do sprzedaży.

Według zarządu bieżący rok będzie stanowił dla spółki wyzwanie związane przede wszystkim z okresem niższego portfela zamówień i utrzymującym się spowolnieniem gospodarczym. Najważniejszym zadaniem przed spółką w 2024 roku będzie pozyskanie nowych klientów i projektów na dotychczasowych rynkach oraz rozszerzenie zasięgu sprzedaży o nowe rynki dla zbudowanego potencjału produkcyjnego. Zarząd wskazuje, że w ostatnim czasie udało się pozyskać nowe projekty z obszaru Bliskiego Wschodu (Arabia Saudyjska, ZEA). Spółka liczy na ożywienie gospodarcze w 2H'24 w Europie oraz wpływ środków z KPO na rynku polskim. Jednocześnie zarząd wskazuje, że od 2H'23 nasilać zaczęła się presja cenowa konkurencji.

W 2024 pierwsza połowa roku może być pod wyraźną presją wynikową (bardzo wysoka baza z 1H'23, kiedy spółka notowała rekordowe przychody i bardzo wysokie marże). Odbicia oczekujemy w 2H'24 i dalszej poprawy w 2025 roku (min efekt zagospodarowania nowych mocy produkcyjnych).

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 53,3 | 31,9 | -40,2% | 159,5 | 134,7 | -15,5% | 154,2 | 14,4% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 12,4 | 4,6 | -62,5% | 32,4 | 23,4 | -27,7% | 31,2 | 33,1% |
| Zysk na sprzedaży | 7,4 | -0,3 | --- | 12,9 | 3,8 | -70,4% | 11,0 | 188,5% |
| EBITDA | 9,0 | 1,4 | -84,1% | 17,2 | 10,8 | -37,2% | 18,1 | 67,7% |
| EBIT | 7,4 | -0,3 | --- | 11,1 | 3,8 | -65,7% | 11,0 | 188,5% |
| Zysk brutto | 7,1 | -0,7 | --- | 10,0 | 2,3 | -76,9% | 9,8 | 322,9% |
| Zysk netto | 5,7 | -0,5 | --- | 8,6 | 1,8 | -78,5% | 7,8 | 322,9% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 23,2% | 14,5% | | 20,3% | 17,4% | | 20,2% | |
| marża EBITDA | 17,0% | 4,5% | | 10,8% | 8,0% | | 11,7% | |
| marża EBIT | 13,9% | -0,8% | | 7,0% | 2,8% | | 7,1% | |
| marża netto | 10,7% | -1,7% | | 5,4% | 1,4% | | 5,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SELENA FM
Akumuluj, TP 28,8/akcję (rekomendacja zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 8 maja 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|---------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 34,4 | P/E | 14,9 | 10,0 | 8,4 | 7,3 |
| MC [mln PLN]* | 744,4 | EV/EBITDA | 6,1 | 6,0 | 5,0 | 4,3 |
| | | EV/EBIT | 8,4 | 8,3 | 6,6 | 5,6 |
| | | P/BV | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,9 |

*po skorygowaniu o akcje własne

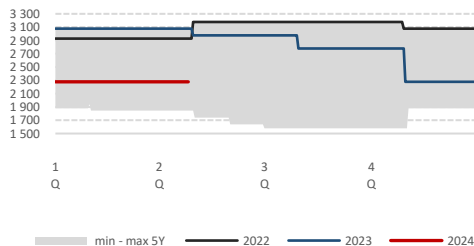
Wyniki Seleny FM w 2023 roku były pod presją spadających wolumenów. Natomiast rentowność brutto ze sprzedaży w ostatnich kwartałach była bardzo zmienna (spadek r/r w 1Q'23, wzrost w 2Q'23, rekordowy poziom w 3Q'23 i bardzo słaby 4Q'23 – uważamy, że ostatni kwartał to nie tylko kwestia sezonowości, ale także jednorazowego „wyczyszczenia magazynu” – zwracamy uwagę na bardzo słaby wynik w tym okresie segmentu Ameryki). Trudniejsze otoczenie rynkowe spółka w 2023 wykorzystwała do akwizycji (spółka w Portugalii oraz projekt budowy fabryki wełny szklanej w JV na Węgrzech).

Indeks cenowy kategorii chemia budowlana publikowany przez PSB w 1Q'24 wzrósł o 4% q/q i 1% r/r. W 2023 roku ceny głównych surowców używanych przez spółkę stopniowo spadały. Od początku obserwowana jest stabilizacja cen MDI (piany) oraz nieznaczne wzrosty silikonów.

Baza z 1Q'23 nie jest wymagająca. Wolumeny startują z niskiej bazy, rok temu nie była konsolidowana jeszcze spółka portugalska (po drugiej stronie mamy mocny kurs PLN, który ogranicza przychody z rynków eksportowych). Ceny surowców powinny sprzyjać budowie marży. Nasza prognoza zakłada wypracowanie 422 mln PLN przychodów (+2% r/r) oraz 26,7 mln PLN EBITDA. Nie zakładamy większego wpływu różnic kursowych netto. Na poziomie zysku netto prognozujemy 9,2 mln PLN.

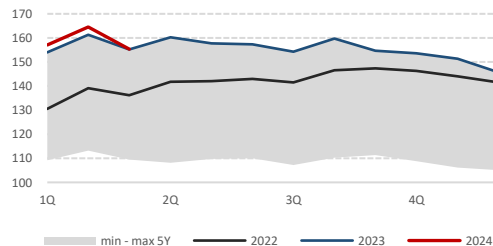
Spodziewamy się, że w 2024 powinno nastąpić lekkie odbicie wolumenów. Zakładamy nadal pozytywny wpływ strony surowcowej na marżowość. Po likwidacji fabryki w Chinach, największą niepewność rodzi ekspozycja spółki na utrzymywaną dystrybucję na rynku rosyjski (trudno jednoznacznie obecnie stwierdzić poziom przychodów z tego rynku - ekspozycji walutowa należności w RUB na koniec roku była 2x wyższa niż w odniesieniu do USD).

Ceny MDI [EUR/t]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Indeks cen chemii budowlanej na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 412,2 | 421,5 | 2,2% | 1 778,4 | 1 824,4 | 2,6% | 1 985,5 | 8,8% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 119,3 | 133,4 | 11,8% | 550,1 | 580,4 | 5,5% | 636,6 | 9,7% |
| Zysk na sprzedaży | 1,9 | 16,9 | 771,3% | 89,9 | 113,3 | 25,9% | 128,3 | 13,2% |
| EBITDA | 9,9 | 26,7 | 168,7% | 148,5 | 149,7 | 0,8% | 163,7 | 9,4% |
| EBIT | 0,4 | 15,9 | 3729,4% | 108,1 | 108,3 | 0,1% | 123,3 | 13,9% |
| Zysk brutto | -4,2 | 11,5 | --- | 55,3 | 93,3 | 68,8% | 111,2 | 19,1% |
| Zysk netto | -5,1 | 9,2 | --- | 50,1 | 74,4 | 48,5% | 88,7 | 19,2% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 28,9% | 31,7% | | 30,9% | 31,8% | | 32,1% | |
| Marża na sprzedaży | 0,5% | 4,0% | | 5,1% | 6,2% | | 6,5% | |
| marża EBITDA | 2,4% | 6,3% | | 8,4% | 8,2% | | 8,2% | |
| marża EBIT | 0,1% | 3,8% | | 6,1% | 5,9% | | 6,2% | |
| marża netto | -1,2% | 2,2% | | 2,8% | 4,1% | | 4,5% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,7 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 13 września 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 5,0 | P/E | 73,7 | 78,1 |
| MC [mln PLN] | 349,2 | EV/EBITDA | 27,4 | 27,2 |
| | | EV/EBIT | 48,4 | 65,4 |
| | | P/BV | 3,1 | 3,0 |

Segment BCG

W 1Q'24 spodziewamy się wzrostu sprzedaży zarówno szczepionki, jak i Onko BCG. Zakład Zamówień Publicznych Przy Ministrze Zdrowia nadal nie ogłosił przetargu na szczepionkę przeciwgruźliczą, dlatego zakładamy, że dostawy szczepionki na krajowym rynku są wstrzymane, natomiast szacujemy, że sprzedaż eksportowa przyniesie ok 2,5 mln PLN. W ostatnich latach spółka informowała o zamówieniach z Rumunii, Węgrych i Ukrainy, dlatego spodziewamy się, że w bieżącym roku pokryje zapotrzebowanie na tych rynkach.

W **Onko BCG** oczekujemy wzrostu wolumenów przy spadku ceny jednostkowej opakowania. Szacujemy wzrost przychodów do 4,5 mln PLN vs 2,4 mln PLN w 1Q'23. Mimo tak dużego skoku w 1Q'24, w całym 2024 r. oczekujemy ok. 16% wzrostu przychodów. Wynika to z nierównomiernego rozłożenia dużych partii zamówień na poszczególne rynki, przez co występują istotne wahania pomiędzy poszczególnymi kwartałami.

Segment tradycyjny

Spodziewamy się wzrostu sprzedaży **Distreptazy** w 1Q'24 do 5,4 mln PLN (vs 4,8 mln PLN rok wcześniej). W związku z zerwaniem umowy z dystrybutorem Symphar, szacujemy spadek sprzedaży w kolejnym okresie i stopniową odbudowę pozycji rynkowej przez nowy zespół sprzedażowy.

Gamma Anty D w naszej ocenie powinna wykazywać stabilną sprzedaż z możliwym odchyleniem w dół. Lek stosowany jest głównie w profilaktyce konfliktu maczyno-płodowego, dlatego spadek liczby urodzeń może powodować spadek zapotrzebowania na takie leki. W 1Q'24 spodziewamy się sprzedaży na poziomie 1,1 mln PLN (-1,7% r/r).

W zakresie produkcji kontraktowej (**Lakcid**) nie widać na razie szans na wznowienie sprzedaży. Nadal nie pojawiły się informacje o zakończeniu negocjacji z Polpharmą, dlatego szacujemy, że pierwsze przychody po przerwie pojawią się najwcześniej w 3Q'24.

Ze względu na strukturę sprzedaży (wzrost w Onko BCG) szacujemy wzrost marży brutto na sprzedaży z 50,3% w 1Q'23 do 53,0% w 1Q'24. Z drugiej strony od 2H'23 obserwujemy zwiększone koszty SG&A i oczekujemy, że utrzymają się one na podobnym poziomie k/k, co oznacza wzrost o ok. 46% r/r. Dodatkowo w pozostałych kosztach operacyjnych, w związku z dalszym brakiem sprzedaży Lakcid, powinny być odnotowywane koszty niewykorzystanych mocy, które szacujemy na ok. 1 mln PLN (podobnie jak w 3Q'23 i 4Q'23). Implikuje to spadek EBITDA do 1,8 mln PLN (-37,3% r/r) oraz EBIT do 0,1 mln PLN (vs 1,3 mln PLN rok wcześniej). Powoduje to wystąpienie straty netto na poziomie -0,02 mln PLN wobec 0,7 mln PLN zysku w 1Q'23.

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | r/r | 2023 | 2024P | r/r |
|---------------------------------|-------|--------|---------|-------|-------|--------|
| Przychody ze sprzedaży | 12,0 | 13,8 | 14,7% | 58,6 | 58,4 | -0,3% |
| <i>Szczepionka BCG 10</i> | 1,4 | 2,5 | 76,5% | 9,2 | 8,4 | -8,6% |
| <i>Onko BCG</i> | 2,4 | 4,5 | 85,9% | 17,0 | 19,8 | 15,9% |
| <i>Distreptaza</i> | 4,8 | 5,4 | 12,7% | 22,5 | 20,0 | -11,3% |
| <i>Gamma Anty D</i> | 1,1 | 1,1 | -1,7% | 4,8 | 4,8 | 0,9% |
| <i>Lakcid</i> | 2,0 | 0,0 | -100,0% | 2,0 | 2,0 | -3,4% |
| <i>Inne</i> | 0,3 | 0,3 | 5,0% | 3,0 | 3,0 | 1,8% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 6,0 | 7,3 | 21,0% | 35,2 | 35,4 | 0,6% |
| EBIT | 1,3 | 0,1 | -92,5% | 8,6 | 6,4 | -25,5% |
| EBITDA | 2,9 | 1,8 | -37,3% | 15,3 | 15,5 | 1,4% |
| Zysk netto | 0,7 | -0,02 | - | 4,8 | 4,5 | -4,7% |
| Marża zysku brutto na sprzedaży | 50,3% | 53,0% | | 60,0% | 60,5% | |
| Marża EBIT | 10,9% | 0,7% | | 14,8% | 11,0% | |
| Marża EBITDA | 24,0% | 13,1% | | 26,1% | 26,5% | |
| Marża zysku netto | 6,2% | -0,2% | | 8,1% | 7,8% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

ŚNIEŻKA

Kupuj, TP 93,1/akcję

Rekomendacja z dnia 1 marca 2024 r.

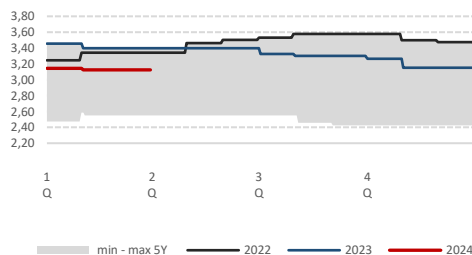
| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|---------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 86,4 | P/E | 14,0 | 11,8 | 10,5 | 9,7 |
| MC [mln PLN] | 1 090,2 | EV/EBITDA | 8,4 | 7,6 | 6,9 | 6,5 |
| | | EV/EBIT | 11,1 | 9,8 | 8,6 | 8,0 |
| | | P/BV | 3,1 | 2,7 | 2,4 | 2,3 |

W 1Q'24 oczekujemy 5% wzrostu przychodów r/r. Zwracamy uwagę, że baza w Ukrainie nie jest już niska, a rynek polski jest pewną niewiadomą ze względu na zmianę podejścia spółki do rynku hurtowego (sprzedaż bezpośrednia do największych sklepów detalicznych). Ceny farb na rynku polskim w 1Q'24 według szacunków na bazie indeksu PSB spadły symbolicznie o -1% q/q i wzrosły o 5% r/r. Spodziewamy się podtrzymanie trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży (podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach na bazie korzystniejszych cen surowców oraz umocnienia PLN vs EUR). Na poziomie EBITDA szacujemy, że wynik może wynieść 40,8 mln PLN (vs 37,5 mln PLN rok temu), część wzrostu I marży jest konsumowana przez presję na koszty SG&A. Na poziomie netto 21,7 mln PLN (+33% r/r).

Zakładamy, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2024 roku wypracuje 909 mln PLN przychodów (+6% r/r), 169 mln PLN EBITDA oraz 93 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że efekt przychodowy działań pricingowych będzie już niewielki, natomiast liczymy na początek odbudowy wolumenów. Po trzech latach spadków wolumenów na rynku farb (-20% od 2020 roku wg danych PZPFiK) oceniamy, że obecnie wchodzimy w kolejny okres cyklicznego wzrostu popytu na rynku farb, dodatkowo wzmacniany przez poprawę nastrojów konsumentów oraz prawdopodobny napływ nowych środków unijnych.

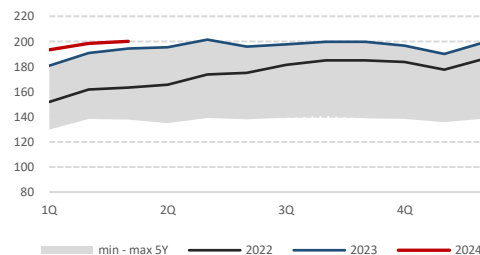
W marcu spółka przedstawiła cele strategiczne na rok 2028, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN oraz marży EBITDA na poziomie 18%. W naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy w 2028 roku 1,15 mld PLN sprzedaży o 17,9% marży EBITDA.

Biel tytanowa [EUR/kg]



Źródło: DM BDM S.A., Grupa Azoty

Indeks cen farb na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., PSB, 100 = 12'2010

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 201,4 | 210,6 | 4,6% | 857,8 | 908,8 | 6,0% | 980,7 | 7,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 84,9 | 94,5 | 11,3% | 384,2 | 417,1 | 8,6% | 447,2 | 7,2% |
| Zysk na sprzedaży | 27,1 | 31,9 | 18,0% | 120,1 | 133,1 | 10,9% | 143,3 | 7,6% |
| EBITDA | 37,5 | 40,8 | 8,8% | 159,4 | 168,9 | 5,9% | 178,2 | 5,5% |
| EBIT | 27,5 | 31,3 | 13,8% | 121,0 | 131,3 | 8,5% | 141,5 | 7,8% |
| Zysk brutto | 21,3 | 27,5 | 29,1% | 101,0 | 117,4 | 16,2% | 131,1 | 11,7% |
| Zysk netto | 16,3 | 21,7 | 32,8% | 77,6 | 92,6 | 19,3% | 103,6 | 11,9% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 42,2% | 44,9% | | 44,8% | 45,9% | | 45,6% | |
| Marża na sprzedaży | 13,4% | 15,2% | | 14,0% | 14,6% | | 14,6% | |
| marża EBITDA | 18,6% | 19,4% | | 18,6% | 18,6% | | 18,2% | |
| marża EBIT | 13,7% | 14,9% | | 14,1% | 14,5% | | 14,4% | |
| marża netto | 8,1% | 10,3% | | 9,1% | 10,2% | | 10,6% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

TEN SQUARE GAMES

Kupuj, TP 138/akcję

Rekomendacja z dnia 23 listopada 2023 r.

| | | | 2022 | 2023 |
|--------------|-------|----------------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 88,6 | P/E adj. | 6,3 | 6,0 |
| MC [mln PLN] | 648,4 | EV/EBITDA adj. | 3,9 | 4,5 |
| | | EV/EBIT | 7,6 | 152,8 |
| | | P/BV | 1,9 | 2,3 |

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 1Q'24 (bez uwzględnienia przychodów odroczonej w czasie), które wyniosły 99,8 mln PLN, co stanowi spadek q/q i r/r odpowiednio o 7,7%/ 15,0%. Kwota 61,3 mln PLN (-10,8% q/q, -15,5% r/r) odnosi się do płatności wygenerowanych przez grę „FC”, co stanowi ok. 61% skonsolidowanych przychodów. Kolejne 23,7 mln PLN (-10,2% q/q, -26,8% r/r) dotyczy płatności w grze „HC” (24%). Szacujemy, że tytuły Rortos'u wygenerowały w 1Q'24 ok. 10 mln PLN (z czego ok. 2,8 mln PLN „WoH”), natomiast za resztę przychodów odpowiadały „LF” i „WH” oraz pozostałe gry.

W związku ze spadkiem kosztów pozyskiwania użytkowników (CPI) oraz powrotem do skalowania „Wings of Heroes” zakładamy wzrost budżetów marketingowych w tym okresie do poziomu ok. 19,7 mln PLN (+6% q/q, -27% r/r). Szacujemy, że poprawa w zakresie udziału TSG Store w płatnościach w dalszym ciągu przekładała się na obniżenie stosunku kosztu prowizji platform (ok. 18 mln PLN) do przychodów. W naszych prognozach zakładamy koszt programu motywacyjnego na poziomie ok. 0,3 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 1Q'23 na poziomie pozostałych kosztów spółka uwzględniła odpis dot. gier „Fishing Masters” i „Undead Clash” w wysokości 26,6 mln PLN.

Mimo regresji przychodów i wzrostu wydatków na marketing zakładamy utrzymanie wyniku skoryg. EBITDA na solidnym poziomie równym 27,5 mln PLN (-0,4% r/r). W związku ze zmianami dot. Gamesture, które miały miejsce na przestrzeni ostatnich tygodni spodziewamy się, że TEN zanotuje w 1Q'24 znacznie niższą q/q stratę z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (ok. -0,3 mln PLN). Mając powyższe na uwadze prognozujemy zysk netto spółki równy 20,5 mln PLN.

Miniony kwartał odbieramy neutralnie. Mimo regresji przychodów i wzrostu wydatków na marketing spółce udało się utrzymać solidny poziom wyniku skoryg. EBITDA. Oczekujemy, że kolejne okresy za sprawą dużych zmian w flagowych tytułach spółki, które zadziały się w ostatnich tygodniach oraz dalszemu skalowaniu „Wings of Heroes” przyniosą poprawę ścieżki wynikowej.

Główne produkty:

- „Fishing Clash” – dalszym kierunkiem rozwoju gry będzie urozmaicenie rozgrywki, co otworzy drogę do wzrostu przychodów.
- „Hunting Clash” – w lutym wdrożono bardzo ważną zmianę (systemu walki). Spółka wiąże duże nadzieje z tą modyfikacją. Liczy, że jej efekty będą dostrzegalne na przestrzeni kolejnych 1-3 miesięcy, a zmiana ta pozwoli na lepsze skalowanie gry na przestrzeni 2024 r.
- „Wings of Heroes” – w 1Q'24 podniesiono budżety UA o 50%. Jeżeli wyniki gry będą zmierzały we właściwym kierunku, to spółka będzie dalej podnosiła nakłady na marketing. LTV tego tytułu na iOS w ostatnich msc. urosło o ponad 40%.

Inne:

- **TSG Store** – aktualnie 10% płatności przechodzi przez sklep. Spółka uważa, że jest jeszcze dużo miejsca na poprawę płatności z tego kanału.
- **Gamesture** – jeżeli spółka kupi się na grach social wars, to ma szansę osiągnąć rentowność na przestrzeni najbliższych miesięcy.
- **Nowe projekty** – u sterów nowych projektów będą stały bardzo doświadczone osoby. Spółka stawia na szybkość dowieżenia gier na rynek. Gry będą tworzone małymi zespołami. Spółka jest zainteresowana grami hobbystycznymi.

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r |
|-----------------------------------|--------|--------|------------|
| Przychody | 117,4 | 99,8 | -15,0% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 98,1 | 83,4 | -15,0% |
| EBITDA | 17,1 | 27,2 | 58,7% |
| EBITDA adj.* | 27,6 | 27,5 | -0,4% |
| EBIT | -14,4 | 22,5 | - |
| Zysk brutto | -16,0 | 22,7 | - |
| Zysk netto | -12,8 | 20,5 | - |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 83,5% | 83,6% | |
| Marża EBITDA | 14,6% | 27,2% | |
| Marża EBITDA adj. | 23,5% | 27,6% | |
| Marża EBIT | -12,3% | 22,5% | |
| Marża zysku netto | -10,9% | 20,5% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *skoryg. o wydarzenia jednorazowe i koszty PM

Analitik:

Krzysztof Tkocz
krzysztof.tkocz@bdm.pl
tel.: (+48) 516 086 705

TORPOL**Akumuluj, TP 35,6/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 32,7 | P/E | 7,4 | 15,7 | 12,4 | 11,1 |
| MC [mln PLN] | 751,1 | EV/EBITDA | 2,3 | 5,1 | 3,8 | 3,2 |
| | | EV/EBIT | 2,8 | 7,9 | 5,6 | 4,4 |
| | | P/BV | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,3 |

- Spółka ma za sobą rekordowe kwartały pod kątem marżowości, a harmonogramy zakończenia kontraktów portowych rozciągnęły się ostatecznie w czasie (obecnie nie ma już ich w portfolio spółki).
- Po 4Q'23 portfel Torpolu wynosił 2,44 mld PLN (vs 1,0 mld PLN na koniec 2022 roku). Dodatkowo na początku 2Q'24 pozyskano finalnie kontrakt w Katowicach (2,4 mld PLN dla spółki) z trzeciego miejsca. W 2Q'24 spółka może wejść więc z rekordowym portfelem na poziomie ok 4,5 mld PLN (3,9x szacowane przychody za ostatnie 4Q; w rekordowym dotychczas 2Q'19 backlog wynosił 4,2 mld PLN). Obecnie wskazywana przez spółkę rentowność portfela to 6%.
- Spodziewamy się w 1Q'24 wyższych przychodów r/r, przy niższych marżach. Zakładamy, że 1Q'24 będzie przychodowo ok 27% wyższy r/r (270 mln PLN), EBIT spadnie do 9,1 mln PLN a zysk netto do 9,4 mln PLN (wynik powinien być wspierany przez dodatnie saldo finansowe – odsetki od lokat).
- Oczekujemy nieco niższej pozycji gotówkowej vs 4Q'23 (spółka miała wtedy 433 mln PLN gotówki netto).
- Zakładamy w całym 2024 roku 1,34 mld PLN przychodów (+23% r/r, przy normalizacji marży brutto do 7%) oraz 48 mln PLN zysku netto (-53% r/r). W 2025 zakładamy wzrost przychodów do 1,55 mld PLN oraz wzrost zysku netto do 60 mln PLN. Powyższe założenia przyjęte są przy konsolidacji TOG.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 212,4 | 270,0 | 27,1% | 1 091,8 | 1 340,0 | 22,7% | 1 545,0 | 15,3% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 21,5 | 19,5 | -9,2% | 158,0 | 93,3 | -41,0% | 110,1 | 18,0% |
| Zysk na sprzedaży | 11,9 | 9,6 | -19,4% | 113,8 | 47,9 | -57,9% | 62,4 | 30,3% |
| EBITDA | 18,8 | 15,4 | -18,3% | 138,7 | 71,7 | -48,3% | 88,8 | 23,9% |
| EBIT | 12,3 | 9,1 | -26,5% | 113,9 | 46,4 | -59,3% | 60,9 | 31,3% |
| Zysk brutto | 18,3 | 11,6 | -36,8% | 129,2 | 59,2 | -54,2% | 74,6 | 26,1% |
| Zysk netto | 14,4 | 9,4 | -35,1% | 101,9 | 47,9 | -53,0% | 60,4 | 26,1% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 10,1% | 7,2% | | 14,5% | 7,0% | | 7,1% | |
| Marża na sprzedaży | 5,6% | 3,5% | | 10,4% | 3,6% | | 4,0% | |
| marża EBITDA | 8,8% | 5,7% | | 12,7% | 5,3% | | 5,8% | |
| marża EBIT | 5,8% | 3,4% | | 10,4% | 3,5% | | 3,9% | |
| marża netto | 6,8% | 3,5% | | 9,3% | 3,6% | | 3,9% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIBEP

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 9,3 | P/E | --- | 9,7 | 4,1 | 4,4 |
| MC [mln PLN] | 326,2 | EV/EBITDA | --- | 2,4 | 2,6 | 2,3 |
| | | EV/EBIT | --- | 2,9 | 3,2 | 2,8 |
| | | P/BV | 2,4 | 1,9 | 1,4 | 1,2 |

W 4Q'23 spółka dokonała drastycznej weryfikacji budżetów realizowanych kontraktów, co przełożyło się na -166 mln PLN straty netto w całym 2023 roku (w tym -135 mln PLN w 4Q'23). Spółka miała dość dobrą pozycję gotówkową na koniec roku („tylko” 17 mln PLN długu netto, ale w 1Q'24 ulegnie ona wyraźnemu pogorszeniu (spłata zobowiązań handlowych, realizacja kontraktów na gotówkowej stracie).

Kubatūra. Segment jest jeszcze pod presją „starych” kontraktów rozpoznawanych z zerową marżą, spodziewamy się także konserwatywnego podejścia do nowych zleceń w portfelu. Spodziewamy się „zerowej” marży w 1Q'24, natomiast pod względem przychodów kwartał może być nieco słabszy r/r (niższy portfel). W kolejnych latach uważamy, że nowy prezes będzie kładł nacisk raczej na rozwój innych obszarów a w kubaturze priorytetem będzie rentowność.

Infrastruktura. Spodziewamy się wyższych przychodów r/r i lepszej marży w 1Q'24 (rok temu była ujemna). Na rozwój tego segment w kolejnych latach może zostać postawiony duży nacisk (wyjście poza obszar Polski pń-wsch.).

Budownictwo modułowe. 2023 rok był dla segmentu nadal bardzo wymagający (niskie obłożenie mocy, słabe kontrakty na rynku polskim). Obecnie spółka stara się skoncentrować na rynku polskim i maksymalnie ciąć koszty. Segment jest mocno poturbowany i w kolejnych latach obarczony dużym znakiem zapytania (nie można wykluczyć wejścia zewnętrznego inwestora). W 1Q'24 zakładamy lekką stratę brutto ze sprzedaży.

Budownictwo przemysłowo-energetyczne. Segment szybko zbudował przychody w ostatnich kwartałach, ale jak często to w takich przypadkach bywa, odbyło się to kosztem poniesienia dużych strat. W 2024 kluczowe dla spółki jest dokończenie kontraktu na fabrykę pomp ciepła, który niesie w skali grupy potencjalnie obecnie największe ryzyko. Zakładamy zerową marżowość w 1Q'24.

Deweloper. W 1Q'24 spółka przekazała 42 lokale (vs 144 rok temu) – spodziewamy się podobnej marżowości jak rok temu, ale niska liczba przekazania negatywnie wpłynie na kontrybucję segmentu do wyników skonsolidowanych (ukończenie największego w tym roku projektu Fama Jeżyce III przewidziane jest na 2Q'24). Jednocześnie segment wygeneruje duży, 100 mln PLN, one-off w postaci przeksięgowania dwóch gruntów (Jeżyce i jeden z gruntów w Warszawie) z zapasów do nieruchomości inwestycyjnych.

Podsumowując spodziewamy się w 1Q'24 422 mln PLN przychodów (-19% r/r). Na marży brutto ze sprzedaży zakładamy okolice 1,5% (vs 5,6% rok temu). Na poziomie EBIT szacujemy wynik na 89 mln PLN (w tym 100 mln PLN z przeklasyfikowania gruntów) a zysk netto na 21 mln PLN (wysokie wyłączenia zysków mniejszości). Zakładamy, że w kolejnych kwartałach spółka będzie „walczyć” o dodatnią rentowność obszaru budowlanego, ale główną część wyniku w 2024 dostarczy segment deweloperski. Większych efektów „pracy” nad rentownością oczekujemy w latach 2025+, kiedy większość portfela powinna już być zbudowana pod sterami nowego prezesa.

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 523,7 | 422,2 | -19,4% | 2 429,8 | 2 412,1 | -0,7% | 2 866,9 | 18,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 29,3 | 6,3 | -78,5% | -37,8 | 121,8 | --- | 207,5 | 70,4% |
| Zysk na sprzedaży | 13,0 | -11,2 | --- | -124,6 | 43,0 | --- | 112,9 | 162,5% |
| EBITDA | 19,7 | 95,7 | 385,6% | -109,4 | 170,6 | --- | 140,5 | -17,7% |
| EBIT | 12,9 | 88,8 | 588,0% | -137,8 | 143,0 | --- | 112,9 | -21,0% |
| Zysk brutto | 6,5 | 81,2 | 1144,6% | -177,3 | 117,0 | --- | 103,4 | -11,7% |
| Zysk netto | 4,3 | 20,5 | 380,1% | -165,9 | 33,6 | --- | 78,8 | 134,9% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 5,6% | 1,5% | | -1,6% | 5,0% | | 7,2% | |
| Marża na sprzedaży | 2,5% | -2,7% | | -5,1% | 1,8% | | 3,9% | |
| marża EBITDA | 3,8% | 22,7% | | -4,5% | 7,1% | | 4,9% | |
| marża EBIT | 2,5% | 21,0% | | -5,7% | 5,9% | | 3,9% | |
| marża netto | 0,8% | 4,9% | | -6,8% | 1,4% | | 2,7% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analityk:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

UNIMOT

Data publikacji raportu za 1Q'24 – 2024-05-28

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|--------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 133,0 | P/E | 2,2 | 9,0 | 5,8 | 0,0 |
| MC [mln PLN] | 1090,3 | EV/EBITDA | 7,0 | 5,7 | 4,2 | 0,0 |
| | | EV/EBIT | 2,5 | 5,7 | 4,2 | 0,0 |
| | | P/BV | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,0 |

- ON+Bio. W 1Q'24 premie lądowe (liczone dla wyrobów ARA) wróciły do mniej więcej poziomów z 1H'23, po załamaniu kulminującym przed wyborami parlamentarnymi jesienią'23 (należy pamiętać, że w 1Q'23 dodatkową premię generował jeszcze produkt rosyjski przed wprowadzeniem sankcji). Spodziewamy się w tym otoczeniu spółka wygeneruje dodatnią EBITDA, ale nie będzie ona imponująca. Zakładamy ok 13 mln PLN skorygowanej EBITDA (vs +105 mln PLN w 1Q'24).
- LPG. Spodziewamy się spadku EBITDA do ok. 8-9 mln PLN, biorąc pod uwagę postępujący spadek marż. W końcu 2024 mają wejść w życie sankcje na import LPG z Rosji, co może istotnie wpłynąć na realizowane marże (perspektywa zawężanie spreadu vs benzyna) i wolumeny (ograniczone moce na import z kierunków inne niż wschodni) w 2025 roku. Do tego czasu marże mogą być pod presją ze względu na podaż.
- Stacje paliw. W 1Q'24 marżowość działalności paliwowej powinna być na lepszym poziomie r/r (w 1Q'23 negatywnie ciążył efekt drogiego zapasu na stacjach). Spodziewamy się ok 1 mln PLN EBITDA vs strata rok temu.
- Bitumeny. Spodziewamy się sezonowo słabego wyniku (niski popyt w okresie zimowym) i straty EBITDA na poziomie kilku mln PLN.
- Infrastruktura. Segment tworzą obecnie Olavion (logistyka kolejowa) oraz terminale paliwowe o 2Q'23. Rok temu w 1Q'23 segment miał jeszcze nikłą kontrybucję do wyników. Spodziewamy się 11 mln PLN EBITDA (nie liczymy na powtórzenie wyniku z 4Q'23, kiedy pozytywny wpływ miały rozliczenia z klientami z zakontraktowanych mocy)
- Pozostałe segmenty. Dla segmentu gazu ziemnego 1Q'24 według naszych szacunków powinien być lepszy r/r. W przypadku innych segmentów (energia elektryczna, PV, paliwa stałe) w 1Q'24 nie spodziewamy się większej kontrybucji. Przyjmujemy ok 17 mln PLN kosztów korporacyjnych.
- Podsumowując spodziewamy się ok 28 mln PLN EBITDA skoryg. Na poziomie netto estymujemy stratę 7-8 mln PLN.
- Outlook. W 2024 spodziewamy się wyraźnie wyższego wyniku w segmencie ON+Bio (normalizacja premii lądowych oraz rozwój spółki także w innych kategoriach paliw). Pozytywnie do wyniku powinien kontrybuować segment Infrastruktury, który w 2023 nie obsługiwał docelowych wolumenów. Liczymy na lepszy wynik Bitumenów, natomiast słabiej może wypaść LPG (które z kolei w 2025 roku może skorzystać na sankcjach nałożonych na Rosję).

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r | 2026P | zmiana r/r |
|---------------------------|--------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Przychody | 3 272 | 2 737 | -16,4% | 12 913 | 12 081 | -6,4% | 12 086 | 0,0% | 12 411 | 2,7% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 248,9 | 127,1 | -48,9% | 723,6 | 728,7 | 0,7% | 807,8 | 10,9% | 851,6 | 5,4% |
| Zysk na sprzedaży | 110,9 | -10,3 | --- | 127,3 | 145,4 | 14,2% | 226,0 | 55,5% | 231,4 | 2,4% |
| EBITDA skoryg | 104,9 | 28,3 | -73,0% | 242,5 | 300,3 | 23,8% | 381,7 | 27,1% | 387,8 | 1,6% |
| ON+BIO | 87,1 | 13,1 | -85,0% | 43,1 | 105,1 | 144,2% | 124,7 | 18,7% | 155,1 | 24,3% |
| LPG | 18,0 | 8,6 | -52,4% | 50,0 | 36,5 | -26,9% | 90,5 | 147,9% | 69,1 | -23,6% |
| Stacje paliw | -0,5 | 1,1 | --- | 6,8 | 6,9 | 1,8% | 7,0 | 1,6% | 6,8 | -3,0% |
| Bitumeny | 0,3 | -3,8 | --- | 73,3 | 109,3 | 49,1% | 106,2 | -2,8% | 102,8 | -3,2% |
| Infrastruktura | 2,5 | 11,0 | 344,0% | 49,9 | 69,2 | 38,6% | 87,9 | 27,1% | 88,6 | 0,8% |
| pozostałe | -2,5 | -1,7 | --- | 19,4 | -26,8 | --- | -34,8 | --- | -34,8 | --- |
| EBITDA | 114,6 | 28,3 | -75,3% | 669,0 | 300,3 | -55,1% | 381,7 | 27,1% | 387,8 | 1,6% |
| EBIT | 109,0 | 4,7 | -95,7% | 574,9 | 205,3 | -64,3% | 286,0 | 39,3% | 291,3 | 1,9% |
| Zysk brutto | 104,3 | -9,5 | --- | 508,7 | 150,1 | -70,5% | 233,6 | 55,6% | 245,4 | 5,1% |
| Zysk netto | 81,8 | -7,7 | --- | 487,2 | 121,6 | -75,1% | 189,2 | 55,6% | 198,8 | 5,1% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 7,6% | 4,6% | | 5,6% | 6,0% | | 6,7% | | 6,9% | |
| Marża na sprzedaży | 3,4% | -0,4% | | 1,0% | 1,2% | | 1,9% | | 1,9% | |
| marża EBITDA | 3,2% | 1,0% | | 1,9% | 2,5% | | 3,2% | | 3,1% | |
| marża EBIT | 3,3% | 0,2% | | 4,5% | 1,7% | | 2,4% | | 2,3% | |
| marża netto | 2,5% | -0,3% | | 3,8% | 1,0% | | 1,6% | | 1,6% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników wg segmentów [mln PLN]

| | 1Q'21 | 2Q'21 | 3Q'21 | 4Q'21 | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 3Q'23 | 4Q'23 | 1Q'24P |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody | 1 579,1 | 1 685,8 | 2 088,2 | 2 839,8 | 2 325,0 | 3 587,3 | 3 797,5 | 3 659,5 | 3 272,2 | 3 228,1 | 3 387,6 | 3 025,3 | 2 736,5 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 90,7 | 83,0 | 68,9 | 123,6 | 210,6 | 180,5 | 178,2 | 384,9 | 248,9 | 201,7 | 156,2 | 116,8 | 127,1 |
| Zysk na sprzedaży | 39,3 | 23,3 | 8,2 | 34,8 | 146,0 | 60,0 | 59,7 | 223,7 | 110,9 | 61,0 | -2,7 | -41,9 | -10,3 |
| EBITDA skoryg. | 28,3 | 17,2 | 12,0 | 13,1 | 85,1 | 74,3 | 120,7 | 233,5 | 104,9 | 61,9 | 29,2 | 46,6 | 28,3 |
| ON+BIO | 22,1 | 24,5 | 13,9 | 22,8 | 48,3 | 61,9 | 115,8 | 209,9 | 87,1 | 32,3 | -32,0 | -44,3 | 13,1 |
| LPG | 3,3 | 1,4 | 7,1 | 5,0 | 17,4 | 24,0 | 16,1 | 11,7 | 18,0 | 11,5 | 11,7 | 8,7 | 8,6 |
| Gaz ziemny | 5,4 | -0,1 | -0,3 | -2,7 | 4,2 | 6,6 | 1,4 | 18,2 | 5,1 | 8,7 | 4,2 | 21,8 | 12,6 |
| Energia | 1,4 | 0,3 | -2,8 | -6,4 | 24,2 | 0,8 | 4,8 | 17,1 | 8,3 | 2,0 | 0,2 | 0,8 | 2,5 |
| PV | -1,8 | -4,2 | -0,8 | -2,0 | -0,5 | 5,0 | -0,4 | -2,7 | -0,7 | -0,9 | -3,0 | -2,5 | -0,2 |
| Stacje paliw | -0,3 | 1,2 | 1,4 | -0,9 | 1,4 | 0,4 | 1,1 | 1,5 | -0,5 | 2,0 | 1,7 | 3,6 | 1,1 |
| Bitumeny | -0,2 | -0,3 | -0,9 | 0,1 | 0,2 | 0,9 | 0,8 | 0,1 | 0,3 | 29,4 | 35,9 | 7,7 | -3,8 |
| Infrastruktura | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,5 | 8,3 | 3,0 | 36,1 | 11,0 |
| Paliwa stałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 0,1 | 8,9 | -1,6 | -0,2 |
| Pozostałe | -1,6 | -5,7 | -5,6 | -2,7 | -10,2 | -25,3 | -18,8 | -22,3 | -15,7 | -31,5 | -1,6 | 16,2 | -16,5 |
| EBITDA | 42,6 | 27,1 | 11,3 | 36,1 | 147,3 | 68,1 | 62,0 | 224,4 | 114,6 | 82,2 | 11,7 | 460,5 | 28,3 |
| ON+BIO | 36,4 | 35,9 | 12,2 | 27,7 | 128,7 | 57,0 | 57,9 | 195,1 | 97,6 | 52,5 | -62,9 | -50,1 | 13,1 |
| LPG | 3,3 | 1,4 | 7,6 | 4,5 | 17,5 | 24,0 | 16,5 | 11,2 | 18,4 | 11,5 | 11,7 | 8,7 | 8,6 |
| Gaz ziemny | 5,4 | -2,2 | -0,1 | -4,0 | 4,2 | 2,5 | 5,0 | 10,4 | 5,2 | 8,7 | -2,1 | 28,1 | 12,6 |
| Energia | 1,8 | 0,8 | -3,7 | 17,6 | 2,9 | 0,9 | 5,7 | 14,6 | 8,2 | 2,0 | 0,2 | 0,8 | 2,5 |
| PV | -1,7 | -3,9 | -0,7 | -0,8 | -0,4 | 5,9 | -1,5 | -5,6 | -0,7 | -0,9 | -3,0 | -2,5 | -0,2 |
| Stacje paliw | -0,3 | 0,3 | 1,9 | -1,9 | 1,4 | 0,5 | 0,8 | 1,1 | -1,6 | 1,2 | 1,1 | 2,5 | 1,1 |
| Bitumeny | -0,4 | -0,1 | -0,9 | 0,0 | 0,3 | 2,5 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 29,4 | 59,3 | 194,2 | -3,8 |
| Infrastruktura | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,5 | 8,3 | 0,0 | 264,1 | 11,0 |
| Paliwa stałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 0,0 | 8,9 | -1,4 | -0,2 |
| Pozostałe | -1,9 | -5,1 | -5,0 | -7,0 | -7,1 | -25,2 | -22,8 | -2,5 | -15,7 | -30,5 | -1,6 | 16,1 | -16,5 |
| EBIT | 39,4 | 23,6 | 8,3 | 33,1 | 144,2 | 64,6 | 58,4 | 218,3 | 109,0 | 63,8 | -9,6 | 411,7 | 4,7 |
| Zysk brutto | 38,0 | 22,1 | 6,1 | 30,1 | 140,3 | 59,3 | 51,3 | 213,3 | 104,3 | 43,4 | -25,7 | 386,8 | -9,5 |
| Zysk netto | 30,1 | 16,9 | 4,0 | 25,3 | 114,7 | 45,0 | 41,1 | 173,1 | 81,8 | 31,9 | -22,2 | 395,8 | -7,7 |
| Dług netto | 175,1 | 223,7 | 336,5 | 331,4 | 302,0 | 245,4 | 228,2 | 1,9 | 149,0 | 538,1 | 556,3 | 607,5 | 617,0 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

VOXEL**Kupuj, TP 90,3 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 21 grudnia 2023 r.

| | | | 2023 | 2024P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|
| Kurs [PLN] | 92,0 | P/E | 11,8 | 10,5 |
| MC [mln PLN] | 966,2 | EV/EBITDA | 7,0 | 5,9 |
| | | EV/EBIT | 9,1 | 7,9 |
| | | P/BV | 3,3 | 2,8 |

Diagnostyka

W 1Q'24 zakładamy płaskie r/r wolumeny TK, czyli 28,8 tys. w Voxelu i 4,2 tys. w Scanix i Rezonansie Powiśle. Szacujemy, że liczba wykonanych w grupie badań MR wzrośnie z 61,2 tys. w 1Q'23 do 68,1 tys. w 1Q'24 (+11,4% r/r). W PET i SPECT szacujemy odpowiednio 4,5 tys. i 4,4 tys. badań w 1Q'24 vs 4,3 tys. i 3,8 tys. w 1Q'23. Dodatkowo, w naszych prognozach uwzględniamy rozliczenie nadwykonań z 2023 r., co wpłynie pozytywnie na EBITDA – 0,5 mln PLN w PET i 1,0 mln PLN w SPECT (w 1Q'23 nadwykonania wniosły +1,7 mln PLN w SPECT).

W 1Q'24 szacujemy wzrost EBITDA segmentu o +11,7% r/r do 40,7 mln PLN. Wynika on z jednej strony ze wzrostu wolumenów, rozliczenia nadwykonań w PET i SPECT oraz podwyżki wycen badań refundowanych, jakie wystąpiły w lipcu'23. Z drugiej strony jest ograniczony przez wzrost wynagrodzeń personelu (od listopada'23 wzrost kosztów

o 1 mln PLN miesięcznie).

IT i wyposażenie pracowni

Backlog Alterisa na 2024 r. spółka szacuje na 85 mln PLN. W związku z regularnym przewyższaniem szacowanych przychodów, także w bieżącym roku oczekujemy przewyższenia tej wartości. Aktualnie zakładamy 90 mln PLN sprzedaży na zewnątrz w całym roku, w tym 9,8 mln PLN w 1Q'24. Zakładamy zachowanie sezonowości działalności (mocniejsza wynikowo druga połowa roku).

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. Zakładamy wykonanie 137 badań w 1Q'24 i wzrost przychodów z 3,0 mln PLN w 1Q'23 do 3,2 mln PLN w 1Q'24. Lekki spadek EBITDA wynika ze wzrostu kosztów, głównie wynagrodzeń, od 3Q'23.

W 1Q'24 spółka musiała zmierzyć się ze wzrostem czynszów, co bezpośrednio obniża potencjał wzrostu EBITDA. Zwracamy uwagę na niską bazę w 1Q'23 ze względu na uwzględnienie likwidacji towarów wykorzystywanych do badań laboratoryjnych w kierunku SARS-CoV-2 w kwocie 4,9 mln PLN. Dodatkowo z danych porównawczych nie jest wyłączona działalność spółki Vito-Med, która od października'23 nie wchodzi w skład grupy kapitałowej.

W 1Q'24 nie spodziewamy się istotnych zdarzeń jednorazowych. Na poziomie grupy w 1Q'24 szacujemy 38,0 mln PLN EBITDA (+33,7% r/r) oraz 28,2 mln PLN EBIT (+49,1% r/r). Zysk netto szacujemy na poziomie 19,8 mln PLN (+64,5% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

| | 1Q23* | 1Q24P | r/r | 2023 | 2024P | r/r |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 96,8 | 104,9 | 8,4% | 424,2 | 495,9 | 16,9% |
| Wynik brutto na sprzedaży | 29,2 | 34,6 | 18,3% | 140,3 | 153,1 | 9,1% |
| EBITDA | 28,4 | 38,0 | 33,7% | 147,1 | 168,1 | 14,2% |
| Diagnostyka | 36,4 | 40,7 | 11,7% | 154,0 | 172,1 | 11,8% |
| Neurochirurgia | 1,7 | 1,6 | -4,3% | 6,4 | 6,6 | 2,7% |
| IT i wyposażenie pracowni | 1,7 | 1,9 | 11,1% | 14,1 | 13,7 | -2,8% |
| Szpitalnictwo | -1,3 | - | - | -1,2 | - | - |
| Wyłączenia | -10,1 | -6,1 | - | -26,1 | -24,3 | - |
| EBIT | 18,9 | 28,2 | 49,1% | 112,7 | 126,2 | 12,0% |
| Zysk brutto | 15,9 | 26,2 | 64,5% | 102,2 | 119,2 | 16,6% |
| Zysk netto z dział. kont. | 12,0 | 19,8 | 64,5% | 82,2 | 91,9 | 11,8% |
| Strata netto z dział. zan. | - | - | - | -6,7 | - | - |
| Zysk netto | 12,0 | 19,8 | 64,5% | 75,5 | 91,9 | 21,7% |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 30,2% | 33,0% | | 33,1% | 30,9% | |
| Marża EBITDA | 29,4% | 36,2% | | 34,7% | 33,9% | |
| Marża EBIT | 19,5% | 26,8% | | 26,6% | 25,4% | |
| Marża zysku netto | 12,4% | 18,9% | | 19,4% | 18,5% | |

* W 1Q'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

Analitik:

Anna Tobiasz
anna.tobiasz@bdm.pl
tel.: (+48) 666 073 972

WIRTUALNA POLSKA

| | | | 2023 | 2024E |
|-------------------------------|------------|-----------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 120,0 | P/E | 22,7x | 19,1x |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 3 535 | EV/EBITDA | 9,6x | 8,5x |
| EV [mln PLN] | 4 096 | EV/EBIT | 14,6x | 12,7x |
| Data publikacji raportu za Q4 | 2024-05-21 | | | |

Analitik:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

AKTUALNE ZALECENIE: REDUKUJ (cena docelowa: 102,8 PLN; data wydania: 2024-01-04)

Nasze bieżące podejście dotyczące ścieżki wynikowej dla kluczowego segmentu reklama i subskrypcje jest chłodniejsze niż projekcje przedstawione w ostatnim raporcie analitycznym (Redukuj z 2024-01-04). Na Q1 2024 staramy się uwzględnić lekki wzrost przychodów z tego segmentu. Jednocześnie jednak liczymy się, że będzie to kolejny kwartał z odczuwalną erozją wyników r/r. Na Q1 2024 spodziewamy się EBITDA skor. w segmencie na poziomie 54,1 mln PLN (-9,7% r/r).

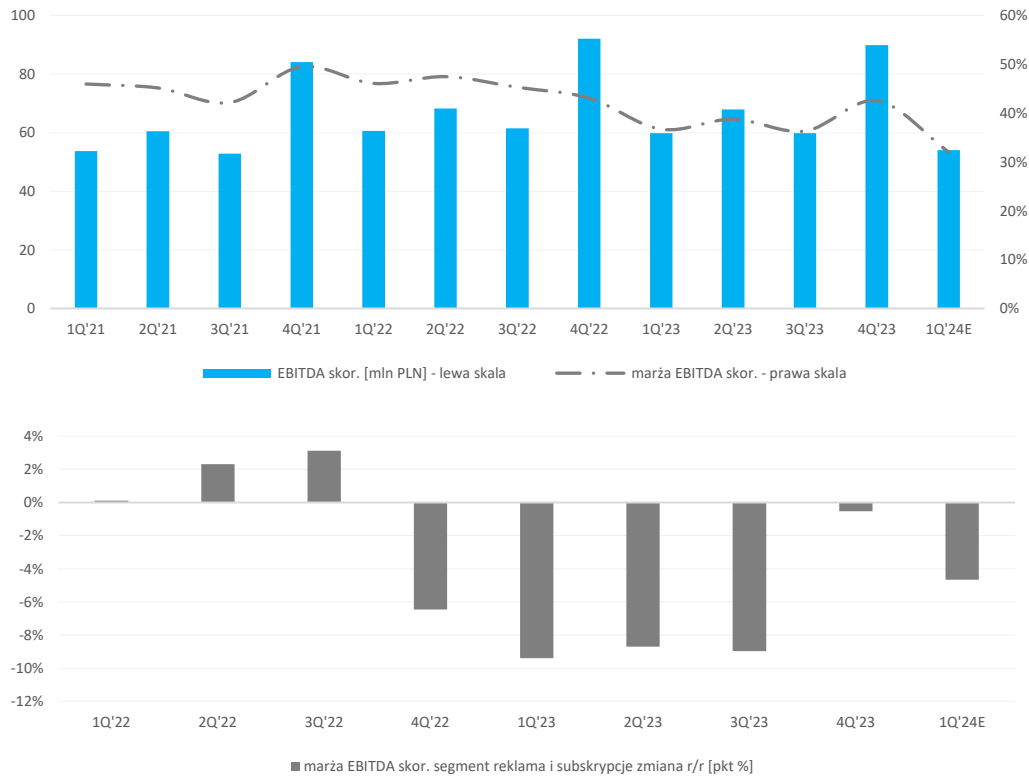
Jednocześnie w naszej prognozie uwzględniamy optymistyczne odczyty płynące z rynku turystycznego. Zakładamy, że segment turystyka jest również beneficjentem bardzo mocnego rynku. Dlatego w modelu zakładamy ok 36% wzrost przychodów i jednocześnie wzrost EBITDA skor. do 19,6 mln PLN (+95,4% r/r).

Ogółem dla WPL na Q1 2024 prognozujemy przychody na poziomie niemal 351,5 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 13,2% r/r. EBITDA skor. spółki w omawianym okresie może wynieść 81,1 mln PLN, co będzie oznaczało poprawę w relacji r/r o 6,7%. Odczyt EBIT wg naszej symulacji może wynieść 42,5 mln PLN. Po uwzględnieniu salda finansowego i podatku prognozowany przez nas zysk netto (przypisany akcjonariuszom) wynosi 16 mln PLN (+11% r/r).

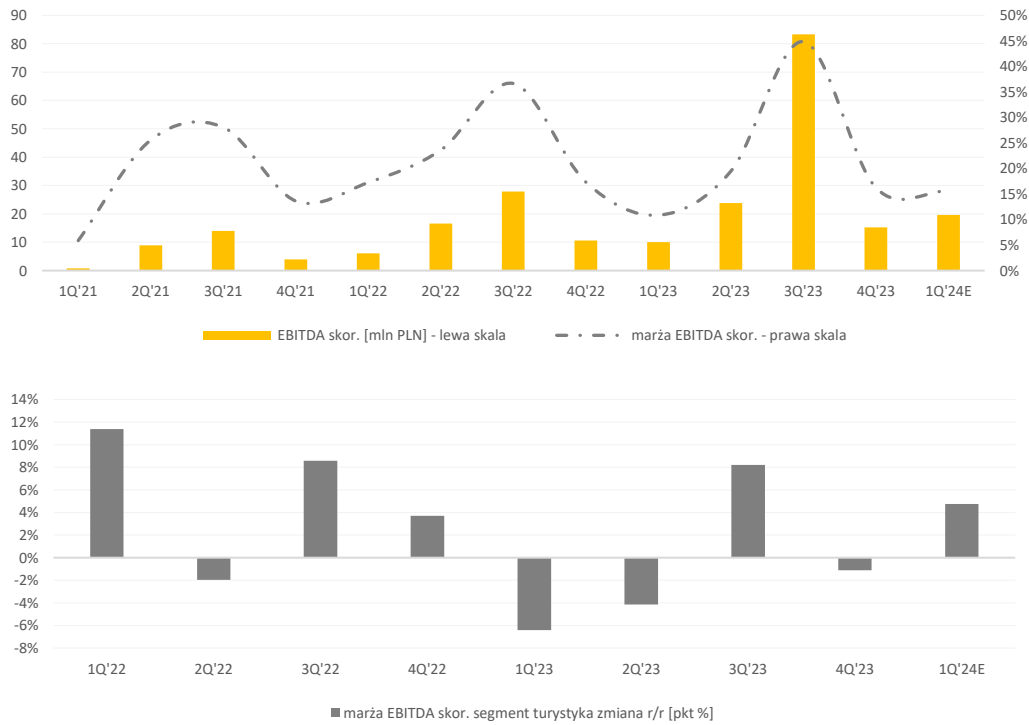
Prognozy wyników na Q1 2024 [mln PLN]

| | Q1'23 | Q1'24E | y/y | Q1'23 LTM | Q1'24E LTM | y/y |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 310,5 | 351,5 | 13,2% | 1 175,0 | 1 477,9 | 25,8% |
| Reklama i subskrypcje | 158,3 | 162,3 | 2,5% | 626,9 | 690,8 | 10,2% |
| Turystyka | 92,5 | 125,7 | 35,9% | 299,9 | 527,9 | 76,0% |
| Finanse konsumenckie | 49,1 | 48,1 | -2,0% | 188,0 | 198,5 | 5,6% |
| EBITDA skor. | 76,0 | 81,1 | 6,7% | 375,0 | 444,1 | 18,4% |
| Reklama i subskrypcje | 59,9 | 54,1 | -9,7% | 281,7 | 271,7 | -3,5% |
| Turystyka | 10,0 | 19,6 | 95,4% | 65,1 | 142,1 | 118,2% |
| Finanse konsumenckie | 6,2 | 6,7 | 8,4% | 30,6 | 27,0 | -11,6% |
| EBITDA | 75,6 | 79,6 | 5,3% | 348,4 | 431,1 | 23,8% |
| Amortyzacja | 37,0 | 37,1 | 0,3% | 115,6 | 146,1 | 26,3% |
| EBIT | 38,6 | 42,5 | 10,1% | 232,7 | 285,1 | 22,5% |
| Saldo finansowe | -13,9 | -15,4 | --- | -28,4 | -62,9 | --- |
| Wynik brutto | 26,1 | 26,6 | 1,8% | 203,2 | 219,2 | 7,8% |
| Wynik netto | 16,3 | 18,3 | 12,1% | 149,5 | 165,9 | 11,0% |
| wynik przypisany akcjonariuszom | 14,4 | 16,0 | 11,0% | 141,5 | 157,3 | 11,2% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym (dane historyczne i nasza prognoza na Q1 2024)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym (dane historyczne i nasza prognoza na Q1 2024)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZUE**Trzymaj, TP 11,1/akcję**

Rekomendacja z dnia 22 kwietnia 2024 r

| | | | 2023 | 2024P | 2025P | 2026P |
|--------------|-------|-----------|------|-------|-------|-------|
| Kurs [PLN] | 11,0 | P/E | 12,0 | 15,8 | 13,7 | 12,2 |
| MC [mln PLN] | 252,2 | EV/EBITDA | 2,6 | 5,7 | 4,9 | 4,4 |
| | | EV/EBIT | 3,9 | 9,8 | 8,0 | 6,8 |
| | | P/BV | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |

Portfel ZUE wyniósł po 4Q'23 1,73 mld PLN (vs 1,83 mld PLN rok wcześniej). W portfelu znajdują się nadal pojedyncze kontrakty dla PKP PLK podpisane w 2017 roku (szacujemy, że wartość prac na tych kontraktach może wynosić jeszcze nadal małe kilkadziesiąt mln PLN).

ZUE ma za sobą rekordowy przychodowo 2023 rok (zysk netto był minimalnie niższy niż w 2011 roku, uwzględnia też 5 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności). Jednocześnie relacja portfela do przychodów za ostatnie 4Q jest najniższa od przełomu 2015/16 a perspektywy jego wzrostu w najbliższych miesiącach są ograniczone (nowych przetargów z PKP PLK oczekujemy najwcześniej jesienią, podobnie może wyglądać rynek tramwajowy).

Sezonowo 1Q'24 może być naturalnie słabe na tle mocnego 4Q'23. W 1Q'24 zakładamy ok. 10% spadek przychodów r/r (efekt niższego portfela, dynamika produkcji w segmencie inżynieryjnym wskazuje na spadki w 1Q'24) oraz nieco lepszy r/r EBIT na poziomie 3,2 mln PLN. Należy brać pod uwagę, że 2024 rok przychodowo może być słabszy r/r. Natomiast dostrzegamy szanse na poprawę po stronie rentowności, ze względu na ograniczenie znaczenia problematycznych kontraktów (część najgorszych kontraktów z 2017 zakończyła się w ubiegłym roku). czy potencjalne waloryzacje i dopłaty.

Marża brutto ze sprzedaży w ostatnich latach oscyluje w okolicy 4% (wyłączając dużą stratę w 2018 roku, średnia ważona marża za ostatnie 10 lat to 4,3%). W tym roku zakładamy odbudowę marży w kierunku 5% (mniej niskomargowych kontraktów w portfelu). Zaznaczamy, że spółka docelowo chciałaby osiągnąć 5-6% rentowności brutto ze sprzedaży

Prognozy wyników na 1Q'2024

| | 1Q'23 | 1Q'24P | zmiana r/r | 2023 | 2024P | zmiana r/r | 2025P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|---------|------------|---------|------------|
| Przychody | 249,3 | 224,9 | -9,8% | 1 484,1 | 1 017,2 | -31,5% | 1 070,1 | 5,2% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 8,5 | 10,0 | 17,7% | 55,9 | 49,7 | -11,1% | 53,6 | 7,8% |
| Zysk na sprzedaży | 1,7 | 3,2 | 87,5% | 25,6 | 20,4 | -20,0% | 23,6 | 15,3% |
| EBITDA | 5,5 | 6,9 | 25,8% | 45,2 | 35,1 | -22,3% | 38,4 | 9,4% |
| EBIT | 1,9 | 3,2 | 68,8% | 30,4 | 20,4 | -32,8% | 23,6 | 15,3% |
| Zysk brutto | 2,0 | 3,1 | 55,6% | 28,9 | 20,0 | -30,7% | 23,2 | 15,6% |
| Zysk netto | 1,1 | 2,4 | 118,0% | 21,0 | 15,9 | -24,2% | 18,4 | 15,7% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 3,4% | 4,5% | | 3,8% | 4,9% | | 5,0% | |
| Marża na sprzedaży | 0,7% | 1,4% | | 1,7% | 2,0% | | 2,2% | |
| marża EBITDA | 2,2% | 3,1% | | 3,0% | 3,5% | | 3,6% | |
| marża EBIT | 0,8% | 1,4% | | 2,0% | 2,0% | | 2,2% | |
| marża netto | 0,4% | 1,1% | | 1,4% | 1,6% | | 1,7% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analitik:

Krzysztof Pado

pado@bdm.pl

tel.: 032 208 14 32

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysl, 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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

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: 2024-04-30.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-30 (12:10 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-06-01.

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 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 wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfela 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 portfela 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 nie trafne. 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 dokończyć 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.”

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 30.04.2024 roku:

| | 11 BIT STUDIOS | ARTIFEX MUNDI | BIG CHEESE STUDIO | BOOMBIT | CD PROJEKT | CI GAMES | CREEPEJAR | FOREVER ENTERTAINMENT | HUUUGE GAMES | PGF GROUP | PLAYWAY | TEN SQUARE GAMES | ENTERAIR | AILLERON | UNIMOT | BUDIMEX | DECORA | DEPOL | ELEKTROTIM | ERBUD | FERRO | INSTAL KRAKÓW | KETRY |
|---|----------------|---------------|-------------------|---------|------------|----------|-----------|-----------------------|--------------|-----------|---------|------------------|----------|----------|--------|---------|--------|-------|------------|-------|-------|---------------|-------|
| Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. | TAK | NI | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | NI | NI | TAK | NI | NI | NI | NI | NI | TAK | TAK | NI | TAK | NI | NI |
| Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | TAK | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | TAK | NI | NI | NI | NI |
| Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy BDM 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 | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy BDM 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) | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane* | NI | TAK | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | TAK | NI | NI | NI | NI | NI | TAK | NI | NI | NI | NI |
| Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych** | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | TAK |
| Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji. | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |
| Czy 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. | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK | TAK |
| Czy 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 | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI | NI |

| | MIRBUD | MOSTOSTAL ZABRZE | ONDE | PEKABEK | POLIMEXMS | SELENA FM | ŚNIEŻKA | TORPOL | UNIBEP | ZUE | RKN ORLEN | RELEJO | DOM DEVELOPMENT | ATAJ | AGORA | ATM GRUPA | CYFROWY POLSAT | KINO POLSKA | ORANGE POLSKA | WIRTUALNA POLSKA | DIGITAL NETWORK | BIOMAXIMA | ESOTLO&HENRIKSON | NELCA | SYNTHAVRSE | VOXEL |
|---|--------|------------------|------|---------|-----------|-----------|---------|--------|--------|-----|-----------|--------|-----------------|------|-------|-----------|----------------|-------------|---------------|------------------|-----------------|-----------|------------------|-------|------------|-------|
| Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. | N | T | T | T | T | T | T | T | N | T | T | T | T | N | T | T | T | T | T | T | N | T | T | T | N | T |
| Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta | N | N | N | N | N | N | N | T | N | N | N | N | N | N | T | N | N | N | N | N | N | T | T | N | T | T |
| Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy BDM 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 | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy BDM 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) | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane* | N | N | N | N | N | N | N | N | T | N | T | N | N | N | T | T | N | T | N | N | N | T | T | N | T | N |
| Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych** | N | T | N | N | N | N | N | N | T | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | T |
| Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji. | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |
| Czy 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. | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T | T |
| Czy 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 | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N | N |

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki ELEKTROTIM, ZUE, KĘTY, MOSTOSTAL ZABRZE, VOXEL