



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

W bieżącym raporcie analitycznym utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa. Obniżenie wyceny z 5,04 PLN (28,6% powyżej obecnego kursu rynkowego) do 4,95 PLN/akcję związane jest z korektą wartości posiadanej inwestycji w branży gry. Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 5,2x za rok 2024 i 3,8x na rok 2025. W modelu zakładamy, że łączny strumień dywidend wypłaconych w 2025 roku (2 transze) może wynieść 0,27 PLN/akcję, co wskazuje na rentowność dywidendy w okolicy 7%.

Przygotowujemy się na scenariusz, że Q1 2025 mógł być relatywnie niskim sezonem dla ATM Grupa w skali całego 2025 roku. Przychody z działalności audiowizualnej zakładamy na poziomie 56,8 mln PLN (+2,6% r/r). Odczyt skor. EBITDA według naszej symulacji za Q1 2025 może wynieść 10,4 mln PLN (-2,9% r/r). Po Q1 2025 w ujęciu LTM skor. EBITDA z działalności audiowizualnej powinna wynieść 56,6 mln PLN (+8% r/r). Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 25,9 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

Oceniamy, że ATM Grupa utrzymała moc wykazania dobrej ścieżki wzrostowej na poziomie skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025-2026. Nasza prognoza wskazuje, że skor. EBITDA z podstawowej działalności w latach 2025-2026 wzrośnie do odpowiednio 66,9 mln PLN i 69,3 mln PLN. Spodziewamy się, że trwale materialne przekroczenie pułapu 60 mln PLN w ujęciu LTM na poziomie skor. EBITDA (na działalności audiowizualnej) będzie miało odzwierciedlenie w sentymencie inwestycyjnym wokół ATM Grupa.

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody [PLN m]	300	236	248	306	310	328
EBITDA [PLN m]	64,4	61,3	61,6	100,6	74,0	78,1
skor. EBITDA [PLN m]	63,5	55,7	57,7	71,8	74,0	78,1
EBIT [PLN m]	46,2	36,8	36,6	51,6	53,5	56,4
Wynik netto [PLN m]	43,8	27,1	25,6	39,2	41,8	43,8
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,30	0,46	0,50	0,52
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
P/E	7,4	12,0	12,7	8,3	7,8	7,4
skor. EV/EBITDA	4,7	5,1	5,2	3,8	3,9	3,8
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,27	0,28	0,31
Rentowność dywidendy	7,3%	6,7%	6,7%	7,0%	7,3%	8,1%



KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,95 PLN

25 KWIECIEŃ 2025, 18:03 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	4,95
Potencjał do wzrostu / spadku	+28,6%

Cena rynkowa [PLN]	3,85
Kapitalizacja [PLN m]	325
Ilość akcji [m]	84,3

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-3,0	-19,6
6M stopa zwrotu	-7,6	-31,5
YTD stopa zwrotu	-0,5	-26,3
12M stopa zwrotu	6,0	-13,8

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

Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,0%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%
NN OFE PTE	9,7%
PKO TFI	7,6%

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

SPIIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO).....	6
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	8
PROGNOZA Q1 2025.....	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	10

WYCENA I PODSUMOWANIE

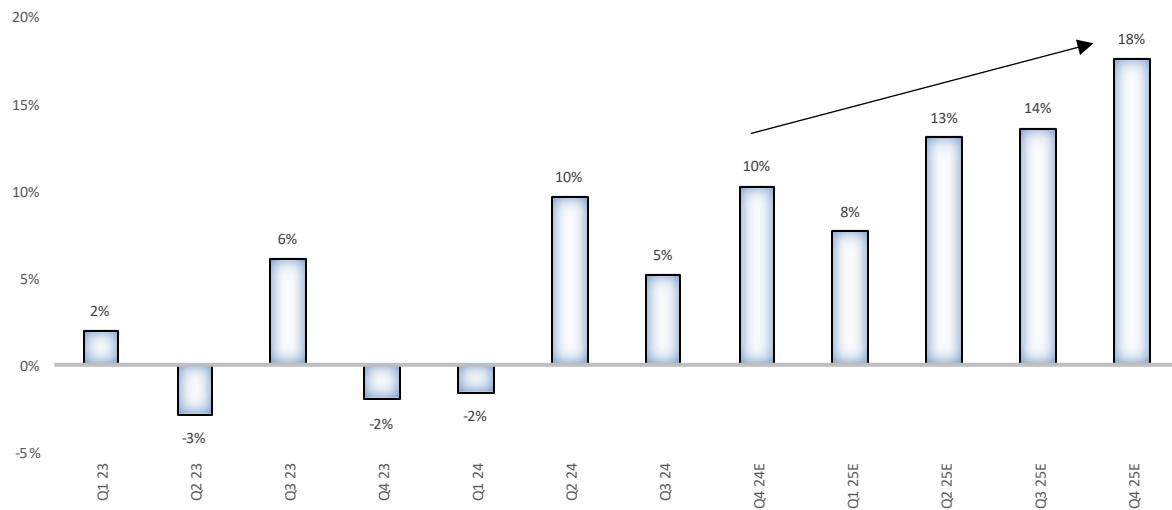
W bieżącym raporcie analitycznym utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa. Obniżenie wyceny z 5,04 PLN (28,6% powyżej obecnego kursu rynkowego) do 4,95 PLN/akcję związane jest z korektą wartości posiadanej inwestycji w branży gry. Zgodnie z naszą symulacją spółka jest obecnie handlowana na mnożniku skor. EV/EBITDA w pobliżu 5,2x za rok 2024 i 3,8x na rok 2025. W modelu zakładamy, że łączny strumień dywidend wypłaconych w 2025 roku (2 transze) może wynieść 0,27 PLN/akcję, co wskazuje na rentowność dywidendy w okolicy 7%.

Utrzymujemy scenariusz bazowy wskazujący na możliwość schłodzenia dynamik wzrostu na rynku reklamy w Polsce w 2025 roku (względem roku 2024). W takim otoczeniu spodziewamy się, iż ATM Grupa może wyróżniać się in plus na tle analizowanych przez nas innych podmiotów z grupy TMT (obecnych na GPW) pod względem dynamik wzrostu wyników w ujęciu r/r. Zakładamy bowiem, że ATM Grupa utrzymała moc wykazania dobrej ścieżki wzrostowej na poziomie skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025-2026. Spodziewamy się też, iż trwałe materialne przekroczenie pułapu 60 mln PLN w ujęciu LTM na poziomie skor. EBITDA (na działalności audiowizualnej) będzie miało odzwierciedlenie w sentymencie inwestycyjnym wokół ATM Grupa.

W ubiegłorocznych projekcjach zakładaliśmy, że już w 2024 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej przekroczy 60 mln PLN. Choć finalnie na 2024 rok obniżyliśmy nasze oczekiwania do 56,9 mln PLN to jednak nie rezygnujemy z optymistycznych projekcji w średnim horyzoncie.

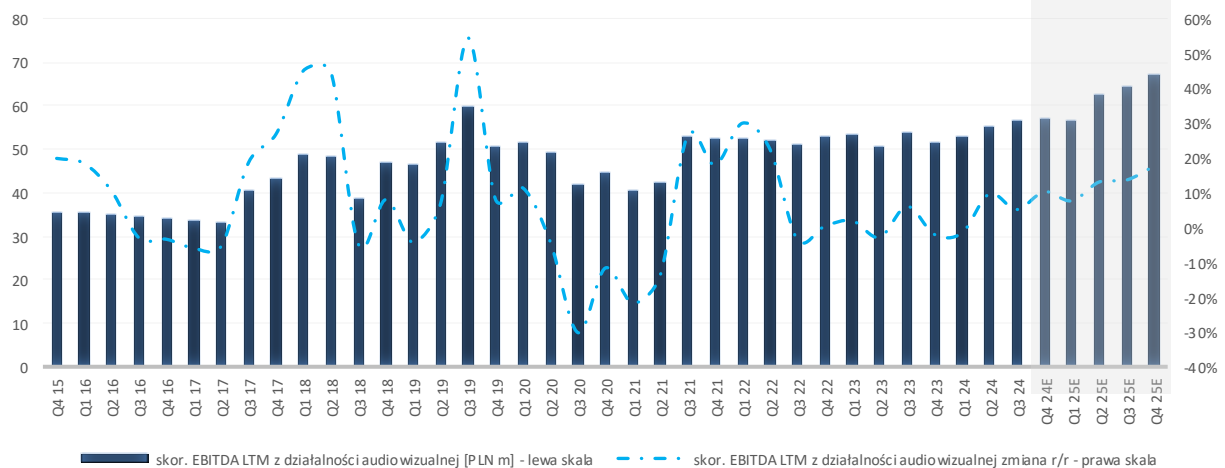
W naszym odczuciu spółka zakończyła 2024 rok z wysokim obłożeniem planów produkcyjnych. Obserwowany wzrost kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych w horyzoncie kolejnych kwartałów 2025 roku powinien być impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. W naszej ocenie sukcesem można także podsumować działania ATM Grupa na polu rywalizacji o wsparcie finansowe na realizację przyszłych projektów tv i filmowych ze środków, którymi rozporządza PISF. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych w naszym odczuciu mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy w okresie 2026/2027 roku (czekamy na wyniki oglądalności jednego z kluczowych projektów). Z bieżącej perspektywy prognozujemy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025-2026 wzrośnie do odpowiednio 66,9 mln PLN i 69,3 mln PLN.

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



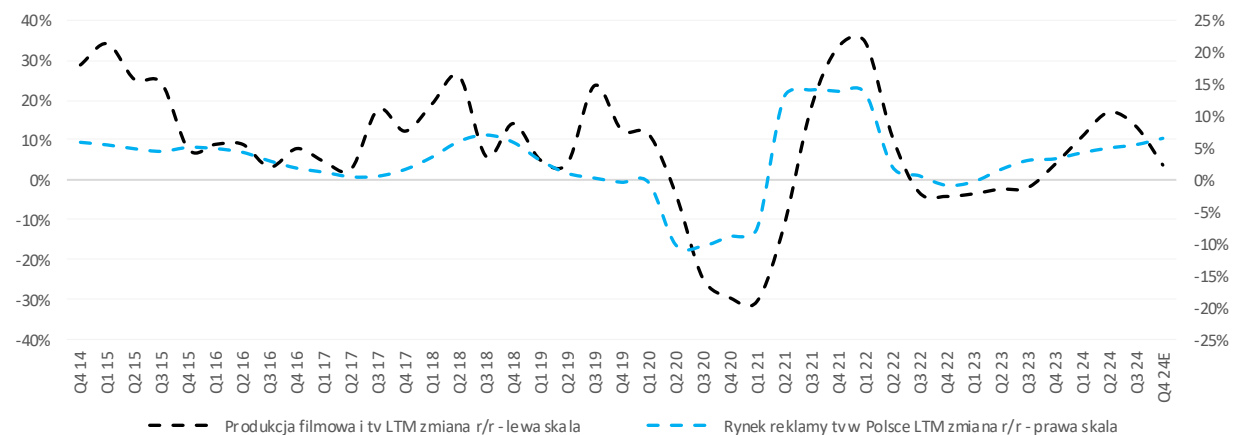
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

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

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [PLN m]	335,8
A1	Wycena DCF [PLN m]	326,4
A2	Wycena mnożnikowa [PLN m]	345,3
B	Wycena aktywów deweloperskich [PLN m]	60,0
C	Pakiet akcji Boombit [PLN m]	21,4
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [PLN m]	417,2
	Wycena na 1 akcję [PLN]	4,95
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,85
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	+28,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

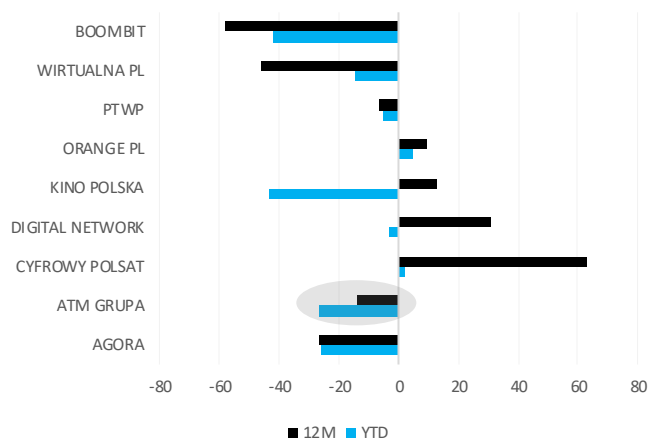
Nasze podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie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

Jednocześnie jednak zastosowaliśmy bardziej zachowawcze ujęcie wartości alokowanej w posiadanym pakiecie Boombit (BBT). W poprzednim raporcie analitycznym wartość BBT wyceniliśmy w oparciu o ówczesną cenę rynkową (było to 0,4 PLN/akcję ATM Grupa). W bieżącej aktualizacji wykorzystujemy kurs z zamknięcia 2025-04-24 i uwzględniamy dodatkowo 20% dyskonta do ceny rynkowej. Skutkuje to obniżeniem wartości pakietu BBT przypadającej na 1 akcję ATM Grupa do 0,25 PLN. Nasze podejście spowodowane jest zwiększonym ryzykiem inwestycyjnym (BBT dokonał szeregu odpisów aktualizujących; nie spodziewamy się w najbliższych 2 latach istotnego strumienia dywidend z BBT).

Licząc na koniec sesji 2025-04-24, w ujęciu YTD stopa zwrotu na walorach ATM Grupa wyniosła blisko 0%, w tym okresie indeks WIG zyskał aż 26%, z kolei indeks STOXX Europe 600 Media (liczone w EUR) stracił prawie 5%.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %] – stan na koniec sesji 2025-04-24

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-25,3	-25,2	-25,7	-26,3
ATM GRUPA	-19,6	-31,5	-26,3	-13,8
CYFROWY POLSAT	6,0	19,7	2,1	62,9
DIGITAL NETWORK	-14,5	31,4	-3,2	31,1
KINO POLSKA	-31,1	-22,8	-43,0	12,8
ORANGE PL	11,0	-2,4	5,2	9,4
PTWP	-7,1	-25,5	-4,9	-6,8
WIRTUALNA PL	-2,3	-14,8	-14,8	-46,0
BOOMBIT	-33,1	-56,1	-41,9	-58,0



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,25 PLN i 0,71 PLN na akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Dodatkowo przyszła cena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

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

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

WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3% (poprzednio było 5,8%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest ATM Grupa.

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

Szacowany przez nas dług netto na koniec 2024 roku uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na ponad 326 mln PLN, czyli 3,87 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit; poprzednio nasza wycena sugerowała wartość 3,79 PLN/akcję). Wycena została sporządzona na dzień 2025-06-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	10,0%	4,30	4,40	4,52	4,65	4,79	4,97	5,17
	11,5%	4,06	4,13	4,21	4,30	4,40	4,52	4,65
	13,0%	3,87	3,93	3,99	4,06	4,13	4,21	4,30
	14,5%	3,73	3,77	3,82	3,87	3,93	3,99	4,06
	16,0%	3,61	3,65	3,69	3,73	3,77	3,82	3,87
	17,5%	3,52	3,55	3,58	3,61	3,65	3,69	3,73
	19,0%	3,44	3,47	3,49	3,52	3,55	3,58	3,61

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	280,2	279,6	293,6	310,5	322,5	333,7	344,6	355,8	367,3	379,0
NOPAT [PLN m]	37,9	39,6	41,3	42,1	43,7	45,2	46,8	48,4	50,1	51,7
Amortyzacja [PLN m]	20,1	20,3	21,5	24,9	25,2	25,4	25,7	26,0	26,2	26,5
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	3,9	1,6	-1,1	-1,4	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-28,0	-41,9	-37,4	-25,6	-26,6	-27,5	-28,4	-29,4	-30,3	-31,3
FCFF [PLN m]	34,0	19,6	24,3	40,1	41,3	42,2	43,2	44,1	45,1	46,0
Suma PV FCFF [PLN m]	191,5									
Zdyskontowana wart. rezidualna [PLN m]	108,2									
Wartość firmy EV [PLN m]	299,8									
Dług netto [PLN m]	-26,6									
Inne korekty [PLN m]	0,0		wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%							
Wartość kapitału [PLN m]	326,4			WACC w okresie rezydualnym: 14,5%						
Ilość akcji [m]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,87									

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT y/y	30,0%	4,5%	4,3%	2,0%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%
Marża NOPAT	13,5%	14,2%	14,1%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,7%
CAPEX / Przychody	10%	15%	13%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
D / E	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
E / (E+D)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
D / (E+D)	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
WACC	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik skor. EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom skor. EV/EBITDA na lata 2024-2025 w wysokości 5,0x (poprzednio było również 5,0x). Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 4,1 PLN/akcję (nie uwzględniamy wyników segmentu deweloperskiego).

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	2,5	3,5	4,5	5,0	5,5	6,5	7,5
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,3	3,0	3,7	4,10	4,5	5,2	5,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

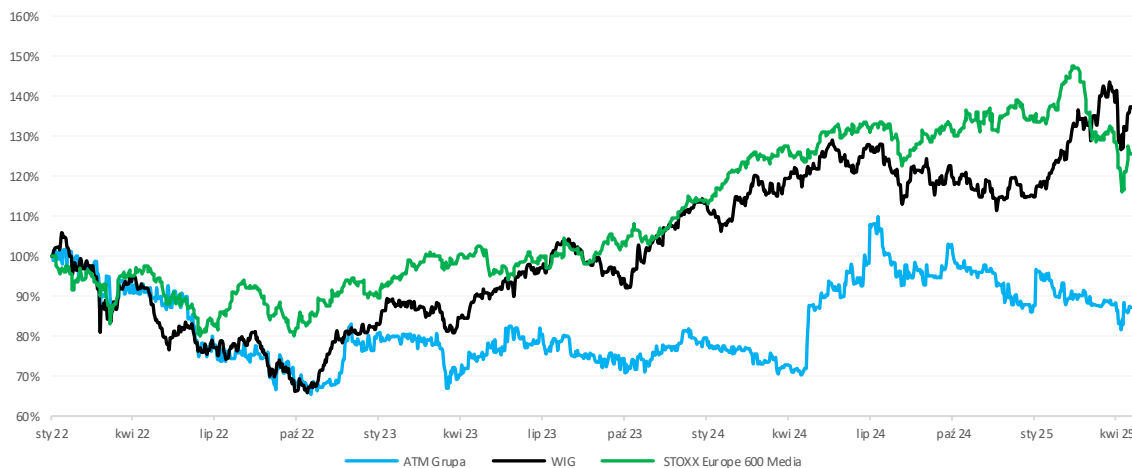
Z uwagi na specyfikę działania spółki, dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	EV/EBITDA		
	2025E	2026E	
M6-METROPOLE TELEVISION	4,8	5,2	Mediana mnożnika EV/EBITDA na rok 2025 dla wybranych podmiotów wynosi 7,3x.
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	6,1	5,7	
RTL GROUP	7,0	6,6	
CANAL PLUS	3,6	3,4	
ITV	6,3	6,2	
MODERN TIMES GROUP	3,9	3,6	
WARNER BROS DISCOVERY	6,6	6,5	
WARNER MUSIC GROUP	13,2	12,1	
WALT DISNEY	10,7	9,8	
PARAMOUNT GLOBAL	7,6	7,2	
FOX CORP	7,8	8,6	
NETFLIX	34,6	29,1	
NEWS CORP	12,6	11,6	
LIBERTY GLOBAL	9,3	9,1	
LIONSGATE	14,1	12,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROGNOZA Q1 2025

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

Pomimo zakładanego przez nas braku impulsu wzrostu skor. EBITDA w Q1 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na mocny odczyt wynikowy w całym pierwszym półroczu 2025. Skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w naszej prognozie na H1 2025 wynosi 25,9 mln PLN (versus 20,4 mln PLN z H1 2024).

Prognoza wyników na Q1 2025 [PLN m]

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

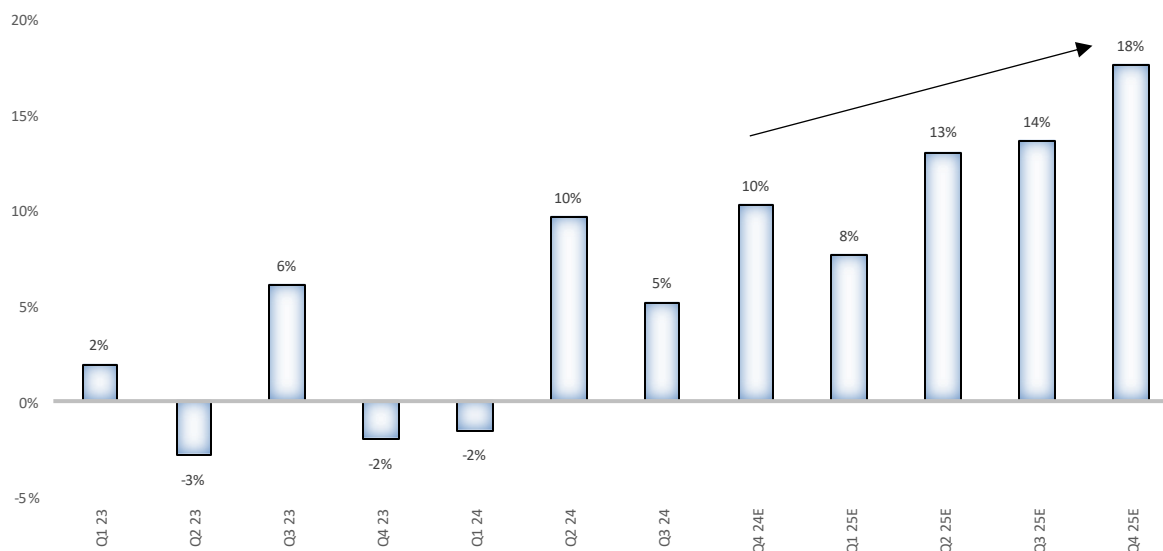
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

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

W ubiegłorocznych projekcjach spodziewaliśmy się, że już w 2024 roku skor. EBITDA z działalności audiowizualnej przekroczy 60 mln PLN. Choć finalnie na 2024 rok obniżyliśmy nasze oczekiwania do 56,9 mln PLN to jednak nie rezygnujemy z optymistycznych projekcji w średnim horyzoncie.

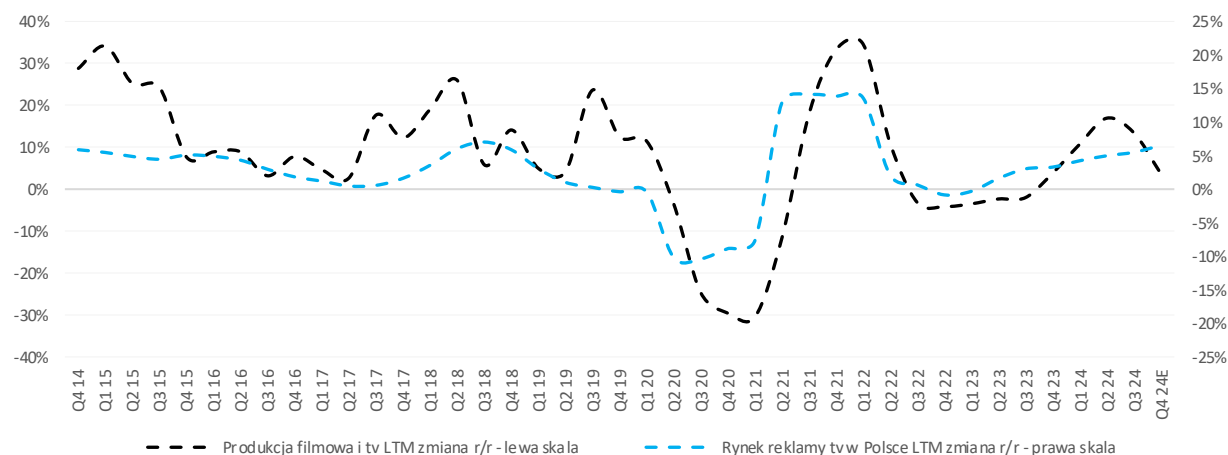
W naszym odczuciu spółka zakończyła 2024 rok z wysokim obłożeniem planów produkcyjnych. Obserwowany wzrost kontraktacji produkcji dla telewizji linearnych w horyzoncie kolejnych kwartałów 2025 roku powinien być impulsem dla dalszej budowy skor. EBITDA LTM w działalności audiowizualnej. W naszej ocenie sukcesem można także podsumować działania ATM Grupa na polu rywalizacji o wsparcie finansowe na realizację przyszłych projektów tv i filmowych ze środków, którymi rozporządza PISF. Z kolei projekty realizowane na rzecz platform streamingowych w naszym odczuciu mogą wykazać kolejny impuls wzrostowy w okresie 2026/2027 roku (czekamy na wyniki oglądalności jednego z kluczowych projektów). Z bieżącej perspektywy prognozujemy, że skor. EBITDA z działalności audiowizualnej w latach 2025-2026 wzrośnie do odpowiednio 66,9 mln PLN i 69,3 mln PLN.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dłuższym horyzoncie odczuwalny wpływ na kształt i kondycję branży producentów filmowych i telewizyjnych mogą mieć zmiany legislacyjne skutkujące wzmocnieniem pozycji konkurencyjnej Polski na tle innych krajów regionu CEE.

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

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

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

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

W marcu 2025 roku w Senacie przedstawiono pierwsze założenia inicjatywy: „Plan działań na rzecz rozwoju polskiej kinematografii”. W ramach postulowanych zmian duży akcent został położony na rozwiązania ulg podatkowych, które już z powodzeniem funkcjonują w wybranych krajach CEE (PISF wskazuje że to powszechny za granicą model wsparcia finansowego produkcji audiowizualnych). Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, iż proces legislacyjny potrwa do 2026 roku i w takim scenariuszu potencjalnie nowy ekosystem dla branży producentów filmowych i telewizyjnych ma szansę zacząć funkcjonować od roku 2027.

Zmiany w prognozie w porównaniu do poprzedniego modelu

W naszych założeniach na Q4 2024 obniżyliśmy wynik na pozycji udział w inwestycjach rozliczanych metodą praw własności. Bezpośrednim impulsem do rewizji była publikacja wstępnych wyników finansowych za 2024 rok przez Boombit (przypominamy, że BBT dokonał odpisów na łączną kwotę 14,128 mln PLN). Finalnie nasze bieżące oczekiwania dla wyniku netto przypisanego akcjonariuszom za rok 2024 to kwota 25,6 mln PLN (w poprzednim materiale analitycznym z 2025-01-03 zakładaliśmy 32,7 mln PLN).

W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2025-01-03) zdecydowaliśmy się na utrzymanie średnioterminowej ścieżki wynikowej dla działalności audiowizualnej. Przypominamy, że w Q2 2025 staramy się uwzględnić rozpoznanie przez rachunek wyników jednego z głównych realizowanych projektów w 2024 roku. Dlatego, w naszej symulacji w Q2 widoczny jest istotny wzrost przychodów jak i wyników w segmencie produkcja tv i filmowa.

Prognozujemy, że w 2025 roku skor. EBITDA dla segmentu produkcja tv i filmowa może wynieść 33,2 mln PLN i jest to odczyt o 3% wyższy niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Na rok 2026 bieżąca prognoza jest wyższa względem poprzedniej symulacji o blisko 4%.

W segmencie zarządzanie aktywami trwałymi zdecydowaliśmy się na niewielkie zrewidowanie w dół oczekiwań wynikowych na lata 2025-2026 (odpowiednio o 4% i 2% względem poprzedniej publikacji). Dla segmentu zarządzanie aktywami trwałymi przyszłym impulsem wzrostowym może być zakończenie projektu inwestycyjnego związanego z budową nowych powierzchni produkcyjnych w Warszawie (przewidujemy, że będzie to okres 2027-2028).

Łącznie nasze założenia dla obszarów związanych z działalnością audiowizualną (suma wspomnianych dwóch segmentów) wskazują na możliwy wzrost skor. EBITDA w 2025 roku do 66,9 mln PLN względem odczytu 56,9 mln PLN z 2024 roku. Na rok 2026 spodziewamy się, iż skor. EBITDA wyniesie 69,3 mln PLN. W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego oznacza to utrzymanie założeń na 2025 rok i symboliczne podwyższenie o 1% na rok 2026.

W obecnej aktualizacji dokonaliśmy kolejnego obniżenia oczekiwań wobec wyniku związanego z zaangażowaniem w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia. Jest to efekt utrzymania konserwatywnej projekcji dla Lumina oraz bardziej zachowawczego podejścia do Boombit.

Finalnie na poziomie wyniku netto (przypisanego akcjonariuszom) na rok 2025 zakładamy wzrost odczytu z 25,6 mln PLN z 2024 roku do 39,2 mln PLN. Na rok 2026 zakładamy wynik netto w okolicy 41,8 mln PLN. Na lata 2025 i 2026 obecna rewizja względem poprzedniej analizy (2025-01-03) wynosi odpowiednio -15% i -12%.

Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-01-03 [PLN m]

	obecnie	obecnie	było	było	zmiana %	zmiana %
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Przychody	305,9	309,7	325,8	329,3	-6%	-6%
produkcja tv i filmowa	200,1	195,1	197,7	189,8	1%	3%
zarządzanie aktywami trw.	80,2	84,6	81,5	84,7	-2%	0%
działalność deweloperska	24,3	28,6	45,2	53,3	-46%	-46%
inne	1,4	1,4	1,4	1,4	0%	2%
skor. EBITDA	71,8	74,0	76,8	78,3	-6%	-6%
produkcja tv i filmowa	33,2	33,6	32,1	32,5	3%	4%
zarządzanie aktywami trw.	33,7	35,6	35,0	36,4	-4%	-2%
działalność deweloperska	5,7	5,4	10,6	10,1	-46%	-46%
inne	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-4%	1%
EBIT	51,6	53,5	56,6	57,8	-9%	-7%
Saldo finansowe	-0,9	-1,0	-1,3	-1,1	-31%	-8%
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,4	2,0	4,6	5,2	-90%	-62%
Wynik brutto	51,1	54,5	59,8	61,9	-15%	-12%
Wynik netto dla akcjonariuszy	39,2	41,8	45,9	47,5	-15%	-12%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	280,2	279,6	279,2	274,5	0%	2%
skor. EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	66,9	69,3	67,1	68,9	0%	1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	300	236	248	306	310	328	330	342	353
EBITDA	64,4	61,3	61,6	100,6	74,0	78,1	79,4	81,6	83,7
skor. EBITDA	63,5	55,7	57,7	71,8	74,0	78,1	79,4	81,6	83,7
segment produkcja tv	19,6	19,8	23,6	33,2	33,6	34,8	36,4	37,6	38,8
segment zarządzanie	33,1	31,8	33,3	33,7	35,6	37,8	40,6	41,5	42,5
segment nadawanie	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	13,1	4,4	1,2	5,7	5,4	6,3	3,2	3,2	3,2
inne/wyłączenia	-2,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
EBIT	46,2	36,8	36,6	51,6	53,5	56,4	54,3	56,2	58,1
Saldo finansowe	-2,5	-2,3	-1,4	-0,9	-1,0	-1,3	-1,3	-1,2	-1,0
Udział w zyskach jedn. zal.	8,7	2,5	-2,0	0,4	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4
Wynik brutto	52,4	37,0	33,2	51,1	54,5	57,2	55,2	57,4	59,5
Wynik netto	44,6	28,1	26,6	41,4	44,1	46,3	44,7	46,5	48,2
Wynik netto dla akcjonariuszy	43,8	27,1	25,6	39,2	41,8	43,8	42,3	44,0	45,6
Przychody y/y	34,0%	-21,5%	5,3%	23,3%	1,2%	5,9%	0,6%	3,6%	3,3%
EBITDA / Przychody	21,5%	26,0%	24,8%	32,9%	23,9%	23,8%	24,0%	23,8%	23,7%
skor. EBITDA / Przychody	21,2%	23,7%	23,3%	23,5%	23,9%	23,8%	24,0%	23,8%	23,7%
EBIT / Przychody	15,4%	15,6%	14,8%	16,9%	17,3%	17,2%	16,5%	16,4%	16,4%
Wynik netto / Przychody	14,9%	11,9%	10,7%	13,5%	14,2%	14,1%	13,5%	13,6%	13,6%
Działalność audiowizualna	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody [PLN m]	220,9	219,0	233,9	280,2	279,6	293,6	310,5	322,5	333,7
Skor. EBITDA [PLN m]	52,7	51,6	56,9	66,9	69,3	72,6	77,0	79,1	81,3
Skor. EBITDA y/y	0,4%	-2,0%	10,3%	17,6%	3,5%	4,8%	6,0%	2,8%	2,7%
Skor. EBITDA / Przychody	23,9%	23,6%	24,3%	23,9%	24,8%	24,7%	24,8%	24,5%	24,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	258	258	251	232	256	272	274	277	280
Rzeczowe aktywa trwałe	176	168	164	143	164	180	181	182	184
WNIPI	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	24	34	30	30	30	30	30	30	30
Inwestycje w jedn. stow.	46	43	40	42	44	45	46	47	49
Pozostałe aktywa trwałe	11	12	15	15	15	15	15	15	15
Aktywa obrotowe	133	128	177	175	184	195	206	220	232
Aktywa programowe	7	6	31	17	15	16	17	18	18
Zapasy	32	17	18	29	42	52	52	52	53
Należności handlowe	30	32	65	40	55	58	59	61	63
Pozostałe aktywa finansowe	7	42	43	43	38	38	38	38	38
Środki pieniężne i ekwiwalenty	44	19	11	36	24	21	31	41	50
Inne aktywa obrotowe	13	12	9	9	9	9	9	9	9
Aktywa	391	386	428	407	440	467	480	496	512
Kapitał własny razem	301	307	309	326	344	361	375	389	404
Razem zobowiązania	90	79	119	81	96	106	106	107	108
Zobowiązania długoterminowe	39	40	42	31	31	31	31	31	31
Zobowiązania krótkoterminowe	51	39	77	50	65	75	75	76	77
Kapitał własny + Zobowiązania	391	386	428	407	440	467	480	496	512
Zobowiązania % [PLN m]	29	25	30	30	30	30	30	30	30
Środki pieniężne i inne netto [PLN m]	54	64	56	81	64	61	72	82	90
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-27	-51	-35	-31	-42	-52	-61
Dług % / Kapitał własny	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe / Przychody	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Aktywa trwałe / Przychody	0,9	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa / Przychody	1,3	1,6	1,7	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,4
Zobowiązania kr. / Przychody	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania dł. / Przychody	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania / Pasywa	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kapitał własny / Pasywa	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF operacyjny	94,4	43,5	26,9	75,6	48,9	60,9	65,0	65,6	67,6
CF inwestycyjny	-44,4	-36,7	-12,5	-28,0	-41,9	-37,4	-25,6	-26,6	-27,5
Cf finansowy	-39,4	-31,7	-24,7	-22,8	-18,8	-26,5	-29,0	-29,1	-31,4
CF netto	10,6	-25,0	-10,3	24,8	-11,9	-3,0	10,4	10,0	8,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Cena akcji [PLN]	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85
Liczba akcji [m]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [PLN m]	325	325	325	325	325	325	325	325	325
Dług netto [PLN m]	-26	-39	-27	-51	-35	-31	-42	-52	-61
EV [PLN m]	300	287	299	274	291	294	284	274	265
EPS [PLN]	0,52	0,32	0,30	0,46	0,50	0,52	0,50	0,52	0,54
BVPS [PLN]	3,56	3,63	3,66	3,85	4,07	4,27	4,43	4,61	4,78
DPS [PLN]	0,28	0,26	0,26	0,27	0,28	0,31	0,34	0,34	0,37
Rentowność dywidendy	7,3%	6,7%	6,7%	7,0%	7,3%	8,1%	8,9%	8,9%	9,6%
P/E	7,4	12,0	12,7	8,3	7,8	7,4	7,7	7,4	7,1
EV/EBITDA	4,7	4,7	4,9	2,7	3,9	3,8	3,6	3,4	3,2
skor. EV/EBITDA	4,7	5,1	5,2	3,8	3,9	3,8	3,6	3,4	3,2
EV/EBIT	6,5	7,8	8,2	5,3	5,4	5,2	5,2	4,9	4,6
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
ROA	11%	7%	6%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
ROE	15%	9%	9%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
ROIC	16%	13%	14%	18%	20%	18%	16%	17%	17%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q2 2025*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	75%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	25%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-04-25

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-04-25 (18:03 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-04-25 (18:03 CET/CEST).

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

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

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

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

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

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane 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 w 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.

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

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

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

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

Na dzień 2025-04-25:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.