

**20/2025/GPW (38)** 13 maja 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

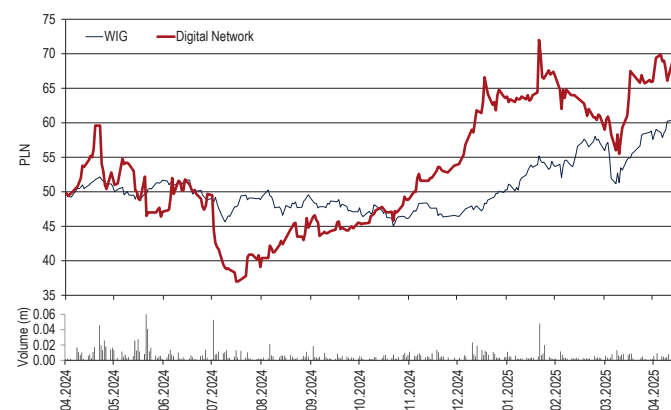
# Digital Network

|                                                             |   |
|-------------------------------------------------------------|---|
| Rekomendowane działanie . . . . .                           | 2 |
| Ostatnie wydarzenia . . . . .                               | 2 |
| Najbliższe wydarzenia . . . . .                             | 2 |
| Wyniki finansowe za IV kw. 2024 r. i całego 2024 r. . . . . | 3 |
| Prognoza na I kw. 2025 r. . . . .                           | 3 |
| Zmiany prognoz . . . . .                                    | 4 |
| Dywidenda . . . . .                                         | 4 |
| Wycena . . . . .                                            | 4 |
| Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) . . . . .      | 6 |
| Przewagi konkurencyjne . . . . .                            | 8 |
| Katalizatory . . . . .                                      | 8 |
| Czynniki ryzyka . . . . .                                   | 8 |
| Zastrzeżenia prawne . . . . .                               | 9 |

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

# Digital Network

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Rekomendowane działanie

Trend cyfryzacji rynku reklamy oraz rosnące zapotrzebowanie na interaktywne kampanie wspierają pozytywne perspektywy branży *DOOH*. Digital Network posiada największą ogólnopolską sieć ekranów cyfrowych w atrakcyjnych lokalizacjach, poziom wyprzedania *inventory* jest nadal stosunkowo niski (nieco ponad 30% średniorocznie), a bariery wejścia na rynek są wysokie (długie procedury administracyjne, technologie, ograniczony zasób atrakcyjnych lokalizacji).

Ubiegły rok przyniósł zarówno dynamiczny wzrost przychodów (+16% r/r), jak i poprawę rentowności (skorygowany EBIT +30% r/r). Opublikowane szacunkowe przychody za I kwartał 2025 r. wskazują na wzrost o 25% r/r, co – w naszej ocenie – powinno wspierać rentowność. W związku z lepszymi od oczekiwań wynikami za ubiegły rok, podnosimy nasze prognozy na rok bieżący oraz kolejne lata, zakładając niskie dwucyfrowe tempo wzrostu sprzedaży i stabilizację rentowności na obecnych, wysokich poziomach. Konsekwentnie podnosimy naszą wycenę o 16% do 94 zł na akcję.

20/2025/GPW (38) 13 maja 2025

**Analitycy:** Mikołaj Stępień,  
Sobiesław Pająk, CFA

**Sektor:** TMT – media

**Bloomberg:** DIG PW

**Kurs:** 69,00 zł

**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 94,0 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 77 mln US\$

**Średni obrót dzienny:** 0,09 mln US\$

**12M przedział kursowy:** 37,00-72,00 zł

**Free float:** 36%

## Skorygowane zyski

Skor. EBITDA, skor. EBITDA bez leasingu i skor. EBIT pomijają odpis wartości firmy.

Skor. zysk netto pomija odpis wartości firmy, odpisy wartości pożyczek (netto) oraz zysk na sprzedaży udziałów w jednostkach zależnych.

## Dane podstawowe

| MSSF skonsolidowane       |        | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|---------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Sprzedaż                  | mln zł | 74,7  | 83,2  | 91,4  | 100,4 |
| EBITDA                    | mln zł | 43,7  | 46,2  | 49,7  | 54,4  |
| Skor. EBITDA              | mln zł | 43,7  | 46,2  | 49,7  | 54,4  |
| EBITDA bez leasingu       | mln zł | 35,4  | 37,7  | 40,3  | 44,0  |
| Skor. EBITDA bez leasingu | mln zł | 35,4  | 37,7  | 40,3  | 44,0  |
| EBIT                      | mln zł | 31,7  | 34,2  | 36,6  | 40,2  |
| Skor. EBIT                | mln zł | 31,7  | 34,2  | 36,6  | 40,2  |
| Zysk netto                | mln zł | 25,2  | 25,8  | 27,5  | 30,1  |
| Skor. zysk netto          | mln zł | 24,2  | 25,8  | 27,5  | 30,1  |
| Skor. EPS                 | zł     | 5,71  | 6,08  | 6,49  | 7,10  |
| Skor. EPS r/r             | %      | 38    | 6     | 7     | 9     |
| Dług netto bez leasingu   | mln zł | -13,1 | -16,4 | -18,7 | -21,5 |
| Dług netto z leasingiem   | mln zł | 10,1  | 9,1   | 9,1   | 8,9   |
| P/E                       | x      | 12,1  | 11,4  | 10,6  | 9,7   |
| P/CE*                     | x      | 11,3  | 10,1  | 9,5   | 8,7   |
| EV/EBITDA*                | x      | 12,5  | 8,7   | 7,8   | 7,2   |
| EV/EBIT*                  | x      | 13,4  | 9,7   | 8,6   | 8,0   |
| DPS                       | zł     | 4,10  | 4,82  | 5,56  | 5,95  |
| Stopa dywidendy brutto    | %      | 5,9   | 7,0   | 8,1   | 8,6   |
| Liczba akcji              | mln    | 4,2   | 4,2   | 4,2   | 4,2   |

\* obliczone na podstawie szacunkowej proporcjonalnie konsolidowanej amortyzacji, EBIT i EBITDA.

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Ostatnie wydarzenia

1. Szacunkowe wyniki sprzedaży w I kw. 2025 r. – 11 kwietnia
2. Rekomendacja Zarządu dotycząca wypłaty dywidendy za 2024 r. – 23 kwietnia
3. Wyniki finansowe za 2024 r. – 30 kwietnia

## Najbliższe wydarzenia

1. Wyniki finansowe za I kw. 2025 r. – 20 maja
2. Wyniki finansowe za II kw. 2025 r. – 30 września
3. Wyniki finansowe za III kw. 2025 r. – 28 listopada

Solidna zdolność Spółki do generowania gotówki, w połączeniu ze wzrostowym profilem działalności, pozycjonuje Digital Network jako interesującą propozycję inwestycyjną, łączącą atrybuty spółki dywidendowej i wzrostowej.

## Wyniki finansowe za IV kw. 2024 r. i całego 2024 r.

Wyniki za IV kw. 2024 r., jak i za cały 2024 r. okazały się zgodne z publikowaną wcześniej prognozą Zarządu. W IV kw. 2024 r. sprzedaż wyniosła 27 mln zł (+20% r/r). Rentowność wzrosła r/r za sprawą dźwigni operacyjnej. Skoryg. EBITDA/ skoryg. EBIT/ skoryg. zysk netto wyniósł 17/ 14/ 10 mln zł, +46/ 57/ 55% r/r. W całym 2024 r. sprzedaż/ skoryg. EBITDA/ skoryg. EBIT/ skoryg. zysk netto wyniósł 75/ 44/ 32/ 24 mln zł, +16/ 25/ 30/ 38% r/r.

## Prognoza na I kw. 2025 r.

Pierwszy kwartał jest sezonowo słabszym okresem dla branży DOOH i charakteryzuje się zarówno niższymi przychodami, jak i niższą

rentownością względem pozostałych kwartałów. Spółka opublikowała już szacunkowe przychody za I kwartał 2025 r. na poziomie 15 mln zł (+25% r/r). Liczymy, że silny wzrost sprzedaży oraz efekt dźwigni operacyjnej przełożą się na poprawę rentowności rok do roku. Oczekujemy EBITDA/ EBIT na poziomie 8/ 5 mln zł, co oznacza wzrost o 32%/56% r/r. Spodziewamy się niższych przychodów odsetkowych z uwagi na spadek salda gotówki oraz udzielonych pożyczek w ujęciu r/r. Zysk netto prognozujemy na niecałe 4 mln zł (+35% r/r), przy czym jego poziom powinien być dodatkowo wspierany większym udziałem zysku przypadającego jednostce dominującej – Spółka w ostatnich kwartałach zwiększyła zaangażowanie kapitałowe w kluczowych spółkach zależnych z 85% do 93%.

Tabela 1. Digital Network; Wyniki za IV kw. 2024 i cały 2024 rok

| MSSF, skonsolidowane<br>(mln zł) | IV kw. 2023 | IV kw. 2024 | zmiana r/r | 2023  | 2024  | zmiana r/r | 2024<br>(Prognoza Zarządu) | Wyniki 2024 vs<br>Prognoza Zarządu |
|----------------------------------|-------------|-------------|------------|-------|-------|------------|----------------------------|------------------------------------|
| Sprzedaż                         | 22,7        | 27,3        | 20%        | 64,3  | 74,7  | 16%        | 74,7                       | →                                  |
| EBITDA                           | 9,9         | 16,7        | 68%        | 33,3  | 43,7  | 31%        | 43,7                       | →                                  |
| Marża EBITDA                     | 43,7%       | 61,3%       | +17,6 pp   | 51,9% | 58,6% | +6,7 pp    | 58,6%                      | -                                  |
| Skor. EBITDA                     | 11,5        | 16,7        | 46%        | 35,1  | 43,7  | 25%        | 43,7                       | →                                  |
| Skor. marża EBITDA               | 50,4%       | 61,3%       | +10,8 pp   | 54,6% | 58,6% | +4,0 pp    | 58,6%                      | -                                  |
| EBIT                             | 7,1         | 13,7        | 91%        | 22,7  | 31,7  | 39%        | 31,7                       | →                                  |
| Marża EBIT                       | 31,4%       | 50,1%       | +18,7 pp   | 35,4% | 42,5% | +7,1 pp    | 42,5%                      | -                                  |
| Skor. EBIT                       | 8,7         | 13,7        | 57%        | 24,5  | 31,7  | 30%        | 31,7                       | →                                  |
| Skor. marża EBIT                 | 38,2%       | 50,1%       | +11,9 pp   | 38,1% | 42,5% | +4,4 pp    | 42,5%                      | -                                  |
| Zysk netto*                      | 6,2         | 11,3        | 84%        | 24,7  | 28,2  | 14%        | 28,2                       | →                                  |
| Marża zysku netto*               | 27,1%       | 41,6%       | +14,5 pp   | 38,5% | 37,8% | -0,7 pp    | 37,8%                      | -                                  |
| Zysk netto**                     | 5,1         | 10,3        | 103%       | 21,3  | 25,2  | 18%        | -                          | -                                  |
| Marża zysku netto**              | 22,4%       | 37,9%       | +15,5 pp   | 33,2% | 33,7% | +0,5 pp    | -                          | -                                  |
| Skor. zysk netto**               | 6,6         | 10,3        | 55%        | 17,5  | 24,2  | 38%        | -                          | -                                  |
| Skor. marża zysku netto**        | 29,0%       | 37,6%       | +8,6 pp    | 27,2% | 32,4% | +5,2 pp    | -                          | -                                  |

\* Zysk netto przed udziałami mniejszości

\*\* Zysk netto po udziałach mniejszości

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. Digital Network; Prognoza na I kw. 2025 roku

| MSSF, skonsolidowane<br>(mln zł) | I kw. 2024 | I kw. 2025P | zmiana r/r | Realizacja wyniku rocznego w I kw. |       |
|----------------------------------|------------|-------------|------------|------------------------------------|-------|
|                                  |            |             |            | 2024                               | 2025P |
| Sprzedaż                         | 12,3       | 15,4        | 25%        | 17%                                | 19%   |
| EBITDA                           | 6,0        | 7,9         | 32%        | 14%                                | 17%   |
| Marża EBITDA                     | 48,7%      | 51,6%       | +2,9 pp    | -                                  | -     |
| Skor. EBITDA                     | 6,0        | 7,9         | 32%        | 14%                                | 17%   |
| Skor. marża EBITDA               | 48,7%      | 51,6%       | +2,9 pp    | -                                  | -     |
| EBIT                             | 3,2        | 4,9         | 56%        | 10%                                | 14%   |
| Marża EBIT                       | 25,6%      | 32,0%       | +6,4 pp    | -                                  | -     |
| Skor. EBIT                       | 3,2        | 4,9         | 56%        | 10%                                | 14%   |
| Skor. marża EBIT                 | 25,6%      | 32,0%       | +6,4 pp    | -                                  | -     |
| Zysk netto*                      | 3,3        | 4,1         | 24%        | 12%                                | 15%   |
| Marża zysku netto*               | 26,7%      | 26,4%       | -0,3 pp    | -                                  | -     |
| Zysk netto**                     | 2,9        | 3,8         | 33%        | 11%                                | 15%   |
| Marża zysku netto**              | 23,1%      | 24,6%       | +1,5 pp    | -                                  | -     |
| Skor. zysk netto**               | 2,8        | 3,8         | 35%        | 12%                                | 15%   |
| Skor. marża zysku netto**        | 22,7%      | 24,6%       | +1,8 pp    | -                                  | -     |

\* Zysk netto przed udziałami mniejszości

\*\* Zysk netto po udziałach mniejszości

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

## Zmiany prognoz

Wyniki 2024 r. okazały się lepsze od naszych pierwotnych prognoz zarówno na poziomie przychodów, jak i rentowności. W szczególności pozytywnie zaskoczył wyraźny wzrost i tak już bardzo wysokiej rentowności<sup>1</sup>. Opublikowany szacunkowy wzrost przychodów w I kw. 2025 r. również był dla nas pozytywnym zaskoczeniem. Konsekwentnie podnosimy nasze prognozy na przyszłe lata, zakładając stabilizację marż na obecnych, bardzo satysfakcjonujących poziomach.

## Dywidenda

W tym roku oczekujemy wypłaty pozostałej części dywidendy za ubiegły rok w wysokości 2,41 zł na akcję (zaliczka w tej samej wysokości została wypłacona pod koniec ubiegłego roku;

łącznie 4,82 zł na akcję), a także zaliczki na poczet dywidendy z zysków tegorocznych. Szacujemy, że zaliczka z zysków za 2025 rok wyniesie 2,78 zł na akcję, a łączną dywidendę z zysków za bieżący rok szacujemy na 5,56 zł na akcję.

## Wycena

Na naszą wycenę metodą DCF pozytywnie wpływa (i) przesunięcie się wyceny w czasie, (ii) wzrost naszych prognoz oraz (iii) spadek stopy wolnej od ryzyka. Tym samym nasza wycena metodą DCF wzrasta o 11% do 79 zł na akcję. Nasza wycena porównawcza rośnie natomiast pod wpływem (i) wzrostu naszych prognoz oraz (ii) wzrostu mnożników spółek porównywalnych. Tym samym nasza wycena metodą porównawczą rośnie o 21% do 110 zł na akcję. Podsumowując, nasza 12-miesięczna wycena 1 akcji Digital Network – będąca złożeniem wyceny metodą DCF i metodą porównawczą w stosunku 50/50 – wzrasta o 16% do 94 zł.

<sup>1</sup> W 2024 r. marża skoryg. EBITDA i marża skoryg. EBIT wyniosły odpowiednio 59% i 43%; w obu przypadkach był to wzrost o 4 pp r/r.

Tabela 3. Digital Network; Zmiany prognoz DM BOŚ

|            | 2025P  |            |        | 2026P  |            |        | 2027P  |            |        |
|------------|--------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|--------|
|            | obecna | poprzednia | zmiana | obecna | poprzednia | zmiana | obecna | poprzednia | zmiana |
| Sprzedaż   | 83,2   | 79,8       | 4%     | 91,4   | 88,4       | 3%     | 100,4  | 97,1       | 3%     |
| EBITDA     | 46,2   | 45,0       | 3%     | 49,7   | 50,3       | -1%    | 54,4   | 55,0       | -1%    |
| EBIT       | 34,2   | 32,1       | 7%     | 36,6   | 36,4       | 1%     | 40,2   | 40,0       | 0%     |
| Zysk netto | 25,8   | 23,9       | 8%     | 27,5   | 27,0       | 2%     | 30,1   | 29,6       | 2%     |
| Dług netto | -16,4  | -12,9      | 27%    | -18,7  | -16,5      | 13%    | -21,5  | -19,9      | 8%     |

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Digital Network; Wycena metodą porównawczą

| Spółka                                                        | Kraj              | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |             |
|---------------------------------------------------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                               |                   | 2025P       | 2026P       | 2027P       | 2025P       | 2026P       | 2027P       |
| Ströer SE SE & CO KGAA                                        | Niemcy            | 14,8        | 12,4        | 10,8        | 6,8         | 6,3         | 5,8         |
| APG SGA SA                                                    | Szwajcaria        | 21,7        | 19,8        | 18,2        | 12,9        | 12,0        | 11,3        |
| Eletromidia SA                                                | Brazylia          | 21,2        | 19,5        | b.d.        | 10,9        | 9,9         | b.d.        |
| Clear Channel Outdoor                                         | Stany Zjednoczone | 26,7        | b.d.        | b.d.        | 11,4        | 11,0        | 10,5        |
| Outfront Media INC                                            | Stany Zjednoczone | 22,1        | 19,8        | 17,1        | 11,4        | 11,0        | 10,3        |
| Arabian Contracting Services                                  | Arabia Saudyjska  | 26,3        | 20,2        | 41,7        | 10,0        | 8,4         | b.d.        |
| Jcdecoux SE                                                   | Francja           | 13,8        | 12,3        | 10,7        | 8,4         | 7,9         | 7,5         |
| Lamar Advertising CO-A                                        | Stany Zjednoczone | 20,7        | 19,5        | 19,8        | 14,6        | 14,1        | 13,8        |
| Focus Media Information TE-A                                  | Chiny             | 18,7        | 17,2        | 16,2        | 13,7        | 12,7        | 11,8        |
| <b>Mediana</b>                                                |                   | <b>21,2</b> | <b>19,5</b> | <b>17,1</b> | <b>11,4</b> | <b>11,0</b> | <b>10,5</b> |
| Implikowana wartość akcji Digital Network (zł)                |                   | 129         | 127         | 121         | 88          | 95          | 98          |
| <b>Średnia implikowana wartość akcji Digital Network (zł)</b> |                   |             |             | <b>110</b>  |             |             |             |

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 5. Digital Network; Model DCF**

| (mln zł)                                                                        | 2025P       | 2026P       | 2027P       | 2028P       | 2029P       | 2030P       | 2031P       | 2032P       | 2033P       | 2034P       | >2034P    |
|---------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| Sprzedaż                                                                        | 83,2        | 91,4        | 100,4       | 109,2       | 117,8       | 126,0       | 133,4       | 140,0       | 145,6       | 149,9       |           |
| r/r                                                                             | 11%         | 10%         | 10%         | 9%          | 8%          | 7%          | 6%          | 5%          | 4%          | 3%          |           |
| Skor. EBIT                                                                      | 34,2        | 36,6        | 40,2        | 43,8        | 47,2        | 50,5        | 53,5        | 56,1        | 58,4        | 60,1        |           |
| r/r                                                                             | 8%          | 7%          | 10%         | 9%          | 8%          | 7%          | 6%          | 5%          | 4%          | 3%          |           |
| Stawka CIT                                                                      | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%         |           |
| NOPLAT                                                                          | 27,0        | 28,9        | 31,8        | 34,6        | 37,3        | 39,9        | 42,3        | 44,4        | 46,1        | 47,5        |           |
| r/r                                                                             | 4%          | 7%          | 10%         | 9%          | 8%          | 7%          | 6%          | 5%          | 4%          | 3%          |           |
| Amortyzacja                                                                     | 12,0        | 13,0        | 14,2        | 15,4        | 16,8        | 18,2        | 19,5        | 20,6        | 21,4        | 21,9        |           |
| RAT + WNiP                                                                      | 3,5         | 3,6         | 3,8         | 4,0         | 4,2         | 4,4         | 4,7         | 4,9         | 5,0         | 5,2         |           |
| Aktywa leasingowe                                                               | 8,6         | 9,4         | 10,4        | 11,4        | 12,5        | 13,8        | 14,9        | 15,8        | 16,4        | 16,7        |           |
| Zmiana kapitału pracującego netto                                               | -0,9        | -0,9        | -1,0        | -0,9        | -0,9        | -0,9        | -0,8        | -0,7        | -0,6        | -0,5        |           |
| Wydatki inwestycyjne (razem z kupnem udziałów w spółkach zależnych)             | -4,0        | -4,3        | -4,6        | -4,9        | -5,2        | -5,4        | -5,6        | -5,8        | -5,8        | -5,9        |           |
| Splata leasingu                                                                 | -10,1       | -11,1       | -12,2       | -13,4       | -14,7       | -16,2       | -17,5       | -18,6       | -19,3       | -19,8       |           |
| <b>FCFF</b>                                                                     | <b>24,1</b> | <b>25,7</b> | <b>28,2</b> | <b>30,7</b> | <b>33,3</b> | <b>35,7</b> | <b>37,9</b> | <b>40,0</b> | <b>41,8</b> | <b>43,3</b> |           |
| r/r                                                                             | 101%        | 7%          | 10%         | 9%          | 8%          | 7%          | 6%          | 5%          | 5%          | 4%          | 2%        |
| <b>Koszt kapitału własnego</b>                                                  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |           |
| Stopa wolna od ryzyka                                                           | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,4%        | 5,0%      |
| Premia za ryzyko na rynku akcji                                                 | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%        | 5,9%      |
| Nielewarowana beta                                                              | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4       |
| Koszt kapitału własnego                                                         | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,3%     |
| <b>Koszt długu</b>                                                              |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |           |
| Koszt długu przed opodatkowaniem                                                | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,4%        | 7,0%      |
| Efektywna stopa podatkowa                                                       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%       | 21,0%     |
| Koszt długu po opodatkowaniu                                                    | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,5%      |
| <b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>                                      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |           |
| Waga kapitału akcyjnego                                                         | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%        | 100%      |
| Waga długu                                                                      | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 0%        |
| Koszt kapitału akcyjnego                                                        | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,3%     |
| Koszt długu po opodatkowaniu                                                    | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,8%        | 5,5%      |
| Średni ważony koszt kapitału (WACC)                                             | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,7%       | 13,3%     |
| Mnożnik dyskonta                                                                | 1,00        | 1,08        | 1,22        | 1,39        | 1,58        | 1,80        | 2,04        | 2,32        | 2,64        | 3,00        |           |
| Współczynnik dyskonta                                                           | 1,00        | 0,93        | 0,82        | 0,72        | 0,63        | 0,56        | 0,49        | 0,43        | 0,38        | 0,33        |           |
| <b>Wartość bieżąca FCFF</b>                                                     | <b>-</b>    | <b>23,9</b> | <b>23,0</b> | <b>22,1</b> | <b>21,0</b> | <b>19,8</b> | <b>18,5</b> | <b>17,2</b> | <b>15,8</b> | <b>14,4</b> |           |
| Wzrost FCFF w okresie rezydualnym                                               |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 2,0%      |
| WACC w okresie rezydualnym                                                      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 13,3%     |
| Wartość rezydualna                                                              |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 392,3     |
| Bieżąca wartość wartości rezydualnej                                            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 130,7     |
| Bieżąca wartość FCFF                                                            |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 175,8     |
| Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych w operacyjnych spółkach zależnych |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 21,5      |
| Zadłużenie (gotówka) netto, bez leasingów                                       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | -16,4     |
| Udzielone pożyczki                                                              |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 11,3      |
| Dywidenda płatna między chwilą obecną a końcem roku                             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 21,6      |
| Wartość kapitału akcyjnego                                                      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 334,4     |
| Liczba akcji (mln)                                                              |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | 4,2       |
| <b>Wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy (zł)</b>                               |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             | <b>79</b> |

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 6. Digital Network; Podsumowanie wyceny**

|                                                     |           |
|-----------------------------------------------------|-----------|
| Wycena DCF (50%)                                    | 79        |
| Wycena porównawcza (50%)                            | 110       |
| <b>Ważona wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy</b> | <b>94</b> |

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

## Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

**Tabela 7. Digital Network; Rachunek zysków i strat**

| (mln zł)                                                    | 2022        | 2023        | 2024        | 2025P       | 2026P       | 2027P        |
|-------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Sprzedaż</b>                                             | <b>48,4</b> | <b>64,3</b> | <b>74,7</b> | <b>83,2</b> | <b>91,4</b> | <b>100,4</b> |
| Koszt własny sprzedaży                                      | -23,9       | -26,8       | -31,3       | -34,9       | -39,2       | -43,1        |
| <b>Zysk brutto na sprzedaży</b>                             | <b>24,5</b> | <b>37,5</b> | <b>43,4</b> | <b>48,3</b> | <b>52,1</b> | <b>57,3</b>  |
| Koszty sprzedaży                                            | -1,6        | -3,8        | -3,7        | -5,0        | -5,5        | -6,1         |
| Koszty ogólnego zarządu                                     | -7,6        | -8,5        | -8,1        | -9,1        | -10,0       | -11,0        |
| Pozostałe przychody operacyjne                              | 0,2         | 0,2         | 0,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Pozostałe koszty operacyjne                                 | -0,8        | -0,9        | -0,4        | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Odpis wartości firmy                                        | -0,2        | -1,7        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| EBITDA                                                      | 23,9        | 33,3        | 43,7        | 46,2        | 49,7        | 54,4         |
| <b>Skor. EBITDA</b>                                         | <b>24,0</b> | <b>35,1</b> | <b>43,7</b> | <b>46,2</b> | <b>49,7</b> | <b>54,4</b>  |
| EBITDA bez leasingu                                         | 17,8        | 25,9        | 35,4        | 37,7        | 40,3        | 44,0         |
| <b>Skor. EBITDA bez leasingu</b>                            | <b>18,0</b> | <b>27,7</b> | <b>35,4</b> | <b>37,7</b> | <b>40,3</b> | <b>44,0</b>  |
| EBIT                                                        | 14,6        | 22,7        | 31,7        | 34,2        | 36,6        | 40,2         |
| <b>Skor. EBIT</b>                                           | <b>14,8</b> | <b>24,5</b> | <b>31,7</b> | <b>34,2</b> | <b>36,6</b> | <b>40,2</b>  |
| Przychody finansowe                                         | 0,7         | 2,6         | 4,5         | 2,4         | 2,5         | 2,6          |
| Koszty finansowe                                            | -1,8        | -1,9        | -1,8        | -1,5        | -1,7        | -1,8         |
| Wynik na sprzedaży jednostek zależnych                      | -0,4        | 7,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Zysk przed opodatkowaniem                                   | 13,1        | 31,0        | 34,5        | 35,1        | 37,5        | 41,0         |
| <b>Skor. zysk przed opodatkowaniem</b>                      | <b>13,3</b> | <b>25,2</b> | <b>34,5</b> | <b>35,1</b> | <b>37,5</b> | <b>41,0</b>  |
| Podatek dochodowy                                           | -3,5        | -6,9        | -6,3        | -7,4        | -7,9        | -8,6         |
| Działalność zaniechana                                      | 1,3         | 0,7         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Udział mniejszości                                          | 2,4         | 3,4         | 3,0         | 1,9         | 2,1         | 2,3          |
| Zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej              | 8,5         | 21,3        | 25,2        | 25,8        | 27,5        | 30,1         |
| <b>Skor. zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej</b> | <b>8,7</b>  | <b>17,5</b> | <b>24,2</b> | <b>25,8</b> | <b>27,5</b> | <b>30,1</b>  |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. Digital Network; Bilans**

| (mln zł)                             | 2022        | 2023         | 2024        | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|--------------------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Majątek trwały                       | 23,0        | 21,3         | 21,8        | 22,3         | 23,0         | 23,8         |
| Aktywa z tytułu prawa do użytkowania | 17,1        | 22,0         | 21,6        | 23,8         | 26,1         | 28,8         |
| Majątek finansowy                    | 1,9         | 13,4         | 11,3        | 11,3         | 11,3         | 11,3         |
| Zapasy                               | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Należności handlowe                  | 13,6        | 13,7         | 17,2        | 19,1         | 21,0         | 23,1         |
| Środki pieniężne                     | 12,5        | 25,4         | 13,1        | 16,4         | 18,7         | 21,5         |
| Pozostałe                            | 10,1        | 5,7          | 7,2         | 7,5          | 7,9          | 8,3          |
| <b>Aktywa</b>                        | <b>78,3</b> | <b>101,5</b> | <b>92,2</b> | <b>100,3</b> | <b>107,9</b> | <b>116,6</b> |
| Kapitały własne                      | 39,0        | 57,3         | 48,1        | 52,6         | 56,5         | 61,1         |
| Kapitał mniejszości                  | 3,2         | 3,0          | 2,0         | 2,4          | 2,7          | 3,1          |
| Zobowiązania leasingowe              | 19,8        | 24,2         | 23,3        | 25,4         | 27,8         | 30,4         |
| Zadłużenie odsetkowe                 | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zobowiązania handlowe                | 8,6         | 7,9          | 9,2         | 10,3         | 11,3         | 12,4         |
| Pozostałe                            | 7,6         | 9,1          | 9,7         | 9,7          | 9,7          | 9,7          |
| <b>Pasywa</b>                        | <b>78,3</b> | <b>101,5</b> | <b>92,2</b> | <b>100,3</b> | <b>107,9</b> | <b>116,6</b> |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 9. Digital Network; Przepływy pieniężne**

|                                                                | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|----------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>                                    | <b>19,7</b>  | <b>31,4</b>  | <b>34,0</b>  | <b>38,1</b>  | <b>40,9</b>  | <b>44,8</b>  |
| Zysk netto (łącznie z udziałowcami mniejszościowymi)           | 10,9         | 24,7         | 28,2         | 27,7         | 29,6         | 32,4         |
| Amortyzacja                                                    | 9,3          | 10,6         | 12,0         | 12,0         | 13,0         | 14,2         |
| Zmiana majątku obrotowego                                      | -4,2         | -0,7         | -2,1         | -0,9         | -0,9         | -1,0         |
| Pozostałe                                                      | 3,7          | -3,3         | -4,1         | -0,8         | -0,9         | -0,8         |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b>                                  | <b>-3,9</b>  | <b>-4,4</b>  | <b>-7,0</b>  | <b>-1,6</b>  | <b>-1,8</b>  | <b>-2,0</b>  |
| Nakłady inwestycyjne (bez kupna udziałów w spółkach zależnych) | -3,4         | -3,5         | -4,7         | -4,0         | -4,3         | -4,6         |
| Odsetki otrzymane                                              | 0,3          | 1,2          | 2,3          | 2,4          | 2,5          | 2,6          |
| Pozostałe (w tym kupno udziałów w spółkach zależnych)          | -0,9         | -2,1         | -4,5         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Przepływy finansowe</b>                                     | <b>-11,1</b> | <b>-14,9</b> | <b>-39,2</b> | <b>-33,2</b> | <b>-36,8</b> | <b>-40,0</b> |
| Emisja akcji                                                   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Skup akcji                                                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zmiana długu odsetkowego                                       | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Płatności leasingu (kapitał)                                   | -7,8         | -7,5         | -8,4         | -8,6         | -9,4         | -10,4        |
| Wypłata dywidend akcjonariuszom Digital Network                | 0,0          | -3,0         | -27,1        | -21,6        | -24,0        | -25,9        |
| Wypłata dywidend udziałowcom mniejszościowym                   | -2,5         | -2,9         | -2,4         | -1,5         | -1,7         | -1,9         |
| Odsetki od leasingów i inne                                    | -0,9         | -1,4         | -1,4         | -1,5         | -1,7         | -1,8         |
| <b>Zmiana środków pieniężnych za rok</b>                       | <b>4,6</b>   | <b>12,1</b>  | <b>-12,2</b> | <b>3,2</b>   | <b>2,3</b>   | <b>2,8</b>   |

*Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA*
**Tabela 10. Digital Network; Wskaźniki finansowe**

|                                        | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Zadłużenie/ Kapitały własne            | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| Kapitał pracujący netto/ Aktywa ogółem | 6%    | 6%    | 9%    | 9%    | 9%    | 9%    |
| Wskaźnik bieżący                       | 1,7   | 2,3   | 2,0   | 2,2   | 2,2   | 2,4   |
| Wskaźnik szybki                        | 1,7   | 2,3   | 2,0   | 2,2   | 2,2   | 2,4   |
| Sprzedaż/ Aktywa ogółem                | 0,6   | 0,6   | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,9   |
| Capex / Sprzedaż                       | 9%    | 7%    | 7%    | 5%    | 5%    | 5%    |
| Kapitał pracujący netto/ Sprzedaż      | 10%   | 9%    | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   |
| Rotacja zapasów w dniach               | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Rotacja należności w dniach            | 103   | 78    | 84    | 84    | 84    | 84    |
| Rotacja zobowiązań handlowych w dniach | 131   | 107   | 108   | 107   | 105   | 105   |
| Cykl obrotu gotówki w dniach           | -29   | -29   | -24   | -23   | -21   | -21   |
| Skor. ROA                              | 11,1% | 19,5% | 25,0% | 26,8% | 26,4% | 26,8% |
| Skor. ROE                              | 22,2% | 36,3% | 45,9% | 51,2% | 50,5% | 51,2% |
| <b>Marże:</b>                          |       |       |       |       |       |       |
| Skor. EBITDA                           | 49,7% | 54,6% | 58,6% | 55,6% | 54,4% | 54,2% |
| Skor. EBITDA bez leasingu              | 37,2% | 43,0% | 47,4% | 45,3% | 44,1% | 43,9% |
| Skor. EBIT                             | 30,5% | 38,1% | 42,5% | 41,1% | 40,1% | 40,1% |
| Skor. zysk netto                       | 17,9% | 27,2% | 32,4% | 30,9% | 30,1% | 30,0% |
| <b>Nominalny wzrost</b>                |       |       |       |       |       |       |
| Sprzedaż                               | 51%   | 33%   | 16%   | 11%   | 10%   | 10%   |
| Skor. EBITDA                           | 71%   | 46%   | 25%   | 6%    | 7%    | 9%    |
| Skor. EBITDA bez leasingu              | 88%   | 54%   | 28%   | 7%    | 7%    | 9%    |
| Skor. EBIT                             | 131%  | 66%   | 30%   | 8%    | 7%    | 10%   |
| Skor. zysk netto                       | 53%   | 102%  | 38%   | 6%    | 7%    | 9%    |

*Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA*

**Tabela 11. Digital Network; Wskaźniki**

|                                     | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Skor. EPS (zł)                      | 2,05  | 4,13  | 5,71  | 6,08  | 6,49  | 7,10  |
| Sprzedaż (mln zł)                   | 48,4  | 64,3  | 74,7  | 83,2  | 91,4  | 100,4 |
| Marża zysku brutto na sprzedaży (%) | 51%   | 58%   | 58%   | 58%   | 57%   | 57%   |
| EBIT (mln zł)                       | 14,6  | 22,7  | 31,7  | 34,2  | 36,6  | 40,2  |
| EBITDA (mln zł)                     | 23,9  | 33,3  | 43,7  | 46,2  | 49,7  | 54,4  |
| Skor. zysk netto (mln zł)           | 8,7   | 17,5  | 24,2  | 25,8  | 27,5  | 30,1  |
| Dług netto (mln zł)                 | -12,5 | -25,4 | -13,1 | -16,4 | -18,7 | -21,5 |
| Wartość księgowa na 1 akcję (zł)    | 9,37  | 13,77 | 11,54 | 12,63 | 13,56 | 14,66 |
| Dywidenda na 1 akcję (zł)           | 0,00  | 0,73  | 4,10  | 4,82  | 5,56  | 5,95  |
| ROE                                 | 25%   | 44%   | 48%   | 51%   | 50%   | 51%   |
| ROA                                 | 12%   | 24%   | 26%   | 27%   | 26%   | 27%   |
| Amortyzacja (mln zł)                | 9,3   | 10,6  | 12,0  | 12,0  | 13,0  | 14,2  |
| FCF (mln zł)                        | 7,6   | 19,0  | 10,3  | 24,1  | 25,7  | 28,2  |
| CAPEX (mln zł)                      | 3,4   | 3,5   | 13,8  | 4,0   | 4,3   | 4,6   |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Przewagi konkurencyjne

1. Osiągnięty efekt skali (największa sieć *DOOH* w Polsce)
2. Wysokie bariery wejścia (długie procedury administracyjne, technologie, ograniczony zasób atrakcyjnych lokalizacji)
3. Duża pojemność pętli emisyjnej w stosunku do obecnego poziomu wykorzystania inventory
4. Rozwinięta infrastruktura techniczna (cała Polska)
5. Liczne lokalizacje premium
6. Stałe unowocześnianie infrastruktury technicznej

### Katalizatory

1. Dalszy dynamiczny rozwój rynku *DOOH*
2. Wzrost wykorzystania *inventory*
3. Podwyżki cen
4. Wzrost skorygowanych zysków r/r
5. Dalsza ekspansja infrastruktury technicznej

### Czynniki ryzyka

1. Przyjęcie uchwały krajobrazowej w Warszawie (i/lub innych miastach), która ograniczałaby dalszy rozwój *DOOH* i Spółki
2. Nasilenie presji konkurencyjnej
3. Niska dywersyfikacja klientów
4. Odejście kluczowych pracowników
5. Zmiana technologii
6. Awaria technologii
7. Naruszenia prywatności i wycieki danych
8. Niespłacenie pożyczek przez podmioty spoza Grupy
9. Potencjalny nawis podaży akcji

**PODSTAWOWE POJĘCIA**

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBIT** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stopa dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonych.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

**SYSTEM REKOMENDACYJNY**

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

**Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA**

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaż | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 40    | 30      | 6        | 5          | 0                      | 5                |
| Procenty | 47%   | 35%     | 7%       | 6%         | 0%                     | 6%               |

**Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA**

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 27        | 37         | 12         | 5          | 0                      | 5                |
| Procenty | 31%       | 43%        | 14%        | 6%         | 0%                     | 6%               |

**Banki**

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

**Odpisy na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Recommendation tracker

| Analitik                         | Rekomendacja fundamentalna | Rekomendacja relatywna | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wycena w horyzoncie 12M |
|----------------------------------|----------------------------|------------------------|--------------|--------------------|------------------|---------------------------------------|-------------------------|
| Digital Network                  |                            |                        |              |                    |                  |                                       |                         |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | Bez rekomendacji           | Bez rekomendacji       | 27.11.2024   | -                  | 27.11.2024       | 48,90                                 | 81,00 —                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 01.12.2024         | 02.12.2024       | 49,00                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 06.01.2025         | 07.01.2025       | 56,80                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 29.01.2025         | 29.01.2025       | 63,80                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 18.02.2025         | 18.02.2025       | 72,00                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 19.02.2025         | 19.02.2025       | 69,80                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 14.03.2025         | 14.03.2025       | 63,60                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 10.04.2025         | 10.04.2025       | 57,60                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 11.04.2025         | 11.04.2025       | 59,30                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 05.05.2025         | 05.05.2025       | 69,90                                 | 81,00 →                 |
| Mikotaj Stępień/ Sobiestaw Pająk | -                          | -                      | -            | 13.05.2025         | 13.05.2025       | 69,00                                 | 94,00 ↑                 |

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 13 maja 2025 r., godz. 18:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 13 maja 2025 r., godz. 18:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#digitanet>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#digitanet>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

DM BOŚ S.A. świadczy usługi maklerskie na rzecz Digital Network S.A. i otrzymuje wynagrodzenie z tego tytułu.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

#### Maklerzy

**Piotr Kalbarczyk**  
tel.: +48 (22) 504 32 43  
[p.kalbarczyk@bossa.pl](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumpcyjne,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**  
(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja,  
dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
dystrybutorzy IT)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stępień**  
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
media & rozrywka)

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
[bossa.pl](https://bossa.pl)  
Informacja: (+48) 0 801 104 104