



Dom Maklerski BDM S.A.

## ATM GRUPA

### RAPORT ANALITYCZNY

**Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie podnosimy naszą wycenę do 4,95 PLN/akcję, czyli 44% powyżej obecnego kursu rynkowego. Akcentujemy niskie bieżące mnożniki rynkowe, mocny bilans spółki oraz jednocześnie hojny strumień dywidend jakie ATM Grupa wypłaca akcjonariuszom. W raporcie wskazujemy też na dobre (naszym zdaniem) przygotowanie do poszerzenia portfela realizowanych produkcji o nowe projekty telewizyjne i filmowe, co powinno mieć pozytywny i odczuwalny wpływ na rezultaty w 2024-2025.**

Zwracamy uwagę, że bieżąca wycena nadal nie uwzględnia potencjału w szeregu inwestycjach kapitałowych, w jakich zaangażowana jest ATM Grupa. Nasze obecne podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Wyceniamy walory Boombit zgodnie z bieżącą wartością rynkową. Natomiast aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Living 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. W kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy zmiany naszego podejścia w stosunku do Lumina. Zwracamy bowiem uwagę, że w 2023 roku Lumina chce otworzyć dodatkowe 3 parki iluminacji (w sezonie świątecznym 2023/2024 będzie łącznie 10 parków). Jest to działalność, która zaskoczyła nas in plus w 2022 roku (mocne wyniki w 4Q'22) i zwracamy uwagę, że w całym 2022 roku Lumina zanotowała wynik netto rzędu 7,5 mln PLN (w 2021 było to 2,15 mln PLN).

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch segmentów (produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie) w 2023 roku będzie niższa o 1% r/r, a w roku 2024 i 2025 wejdzie w obszar dodatnich dynamik: odpowiednio +5% i +14% r/r/. Założona przez nas dynamika wzrostu przychodów i EBITDA w tych dwóch latach (2024-2025) w naszej ocenie jest konserwatywna. W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2022-11-28) zdecydowaliśmy się na bardziej optymistyczne podejście do projekcji na lata 2023-2025. EBITDA (z działalności audiowizualnej) dla najbliższych trzech lat w naszym obecnym scenariuszu bazowym rośnie odpowiednio o 9%/7%/2% względem listopadowych założeń. Zrewidowaliśmy in plus także założenia wobec wyniku przypisanego z posiadanego zaangażowania w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia. W szczególności wpływ na to ma sukces komercyjny parków iluminacji (Lumina). Tym samym na poziomie netto obecnie zakładamy wyższe wyniki odpowiednio o 22%/25%/10% względem tego co oczekiwaliśmy w listopadzie'22.

Zarząd spółki zarekomendował (RN przyjęła wniosek) wypłatę dywidendy za 2022 rok w łącznej kwocie 0,24 PLN/akcję. Przypominamy, że spółka już w grudniu'22 wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 2022 rok w wysokości 0,08 PLN/akcję. Drugi strumień dywidendy (za 2022 rok) może zatem wynieść 0,16 PLN/akcję. W modelu zakładamy, że spółka w kolejnych okresach będzie kontynuowała politykę wypłaty dywidendy zaliczkowej (podobnie jak to było w 2022 roku).

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	223,9	299,9	232,3	246,0	280,2	316,7
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>48,6</b>	<b>64,4</b>	<b>52,1</b>	<b>54,8</b>	<b>63,1</b>	<b>72,4</b>
EBIT [mln PLN]	26,8	46,2	28,4	33,9	41,1	49,1
Wynik netto [mln PLN]	24,6	43,8	31,0	36,0	42,2	49,1
<b>EPS [PLN]</b>	<b>0,29</b>	<b>0,52</b>	<b>0,37</b>	<b>0,43</b>	<b>0,50</b>	<b>0,58</b>
P/BV	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
P/E	11,8x	6,6x	9,4x	8,1x	6,9x	5,9x
EV/EBITDA	6,0x	4,1x	5,1x	5,0x	4,2x	3,6x
EV/EBIT	10,8x	5,7x	9,3x	8,0x	6,4x	5,3x
DPS [PLN]	0,15	0,29	0,24	0,26	0,30	0,35

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 4,95 PLN**

22 MAJ 2023, 11:23 CEST

Wycena końcowa [PLN]	4,95
Potencjał do wzrostu / spadku	+44%
Cena rynkowa [PLN]	3,45
Kapitalizacja [mln PLN]	291
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,60
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,98
Zmiana kursu za 3 mc	4%
Zmiana kursu za 6 mc	-2%
Zmiana kursu za 12 mc	9%
Zmiana kursu YTD	-15%
Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,0%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%
NN OFE PTE	9,9%
PKO TFI	7,6%

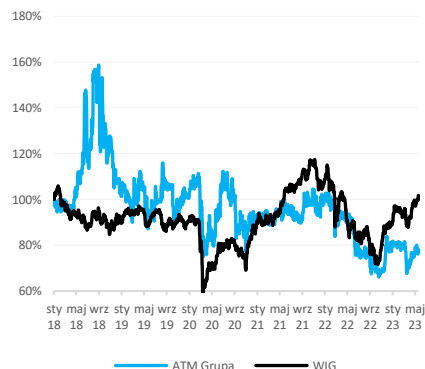
**Maciej Bobrowski**

maciej.bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO) .....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO) .....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 4Q'22 I CAŁY 2022 .....	7
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	14

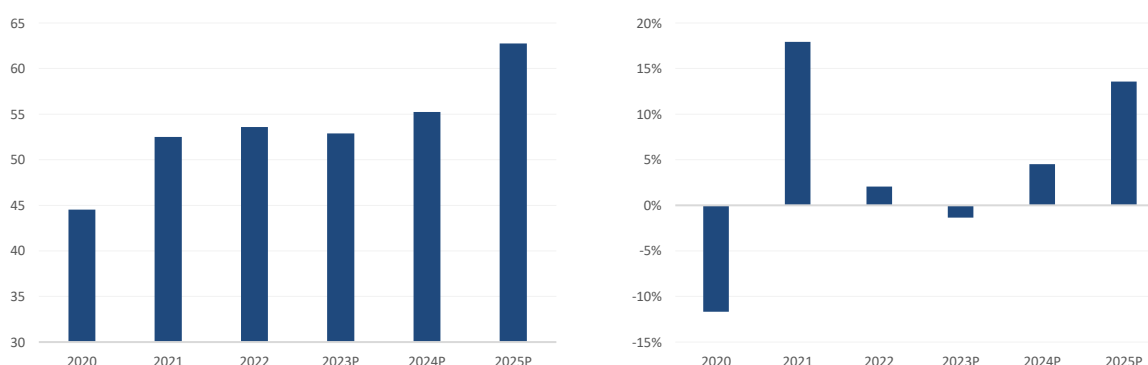
## WYCENA I PODSUMOWANIE

Przygotowujemy się na scenariusz, że rok 2023 pod względem wyników będzie płaski dla działalności audiowizualnej (suma dwóch segmentów: produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie). Nominalnie płaskie wyniki oceniamy jednak umiarkowanie pozytywnie zważywszy na obecne trudniejsze otoczenie na rynku reklamy tv i utratę w portfolio realizowanych projektów dwóch ważnych, historycznych pozycji (w trakcie 2022 r.).

Jednocześnie przyjęliśmy scenariusz, że ATM Grupa jest dobrze przygotowana pod względem możliwości poszerzenia o nowe projekty portfela zamówień, co powinno mieć pozytywny i odczuwalny wpływ na rezultaty w 2024-2025. Zwracamy też uwagę na fakt, że obecnie ATM Grupa ma bardzo niskie (na tle odczytów historycznych) budżetowanie w segmencie produkcji tv i filmowej dla anten TVP (odwrotnie niż w segmencie zarządzania aktywami trwałymi). Liczymy, że obecna baza projektów dla TVP jest tak niska, że w kolejnych okresach (po 2023 roku) ten obszar biznesowy powinien przynieść znacznie więcej pozytywnych informacji.

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch wymienionych segmentów w 2023 roku będzie niższa o 1% r/r, a w roku 2024 i 2025 wejdzie w obszar dodatnich dynamik: odpowiednio +5% i +14% r/r/. Założona przez nas dynamika wzrostu przychodów i EBITDA w tych dwóch latach (2024-2025) w naszej ocenie jest konserwatywna.

**Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2023-2025 (dla segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie podnosimy naszą wycenę do 4,95 PLN/akcję, czyli 44% powyżej obecnego kursu rynkowego.**

Przedstawiona wycena opiera się na metodzie SOTP. Sporządziliśmy wycenę DCF i mnożnikową segmentów produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi. Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto posiadanych aktywów związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też wartość rynkową posiadanego pakietu walorów w podmiocie Boombit.

**Podsumowanie wyceny ATM Grupa**

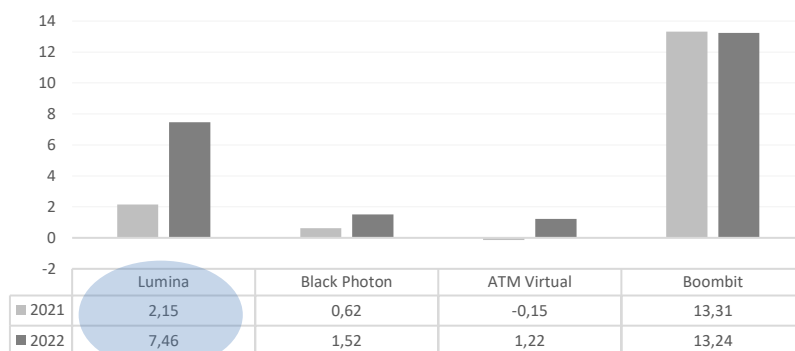
A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [mln PLN]	294,9
A1	Wycena DCF [mln PLN]	264,5
A2	Wycena mnożnikowa [mln PLN]	325,4
B	Wycena aktywów deweloperskich [mln PLN]	65,1
C	Pakiet akcji Boombit [mln PLN]	57,6
<b>D = A+B+C</b>	<b>Wycena końcowa spółki [mln PLN]</b>	<b>417,6</b>
	<b>Wycena na 1 akcję [PLN]</b>	<b>4,95</b>
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,45
	<b>Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego</b>	<b>44%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podjęta już wiele lat temu decyzja o zaangażowaniu kapitałowym w Boombit w naszej ocenie okazała się strzałem w dziesiątkę biorąc pod uwagę wartość zainwestowanych środków i sumę dywidend jakie otrzymała już ATM Grupa z tego podmiotu. Dlatego pomimo dotychczasowej nieudanej historii Boombit (pod względem zachowania kursu) na GPW, nadal mocno wierzymy, że w średnim/dłuższym terminie posiadane udziały w BBT będą istotną wartością dodaną dla akcjonariuszy ATM Grupa (scenariusz hojnych strumieni dywidend lub potencjalna sprzedaż pakietu). Obecnie ATM Grupa posiada w Boombit 4 mln akcji, a wartość rynkowa tego pakietu to 57,6 mln PLN (taka jest też kontrybucja tego pakietu do naszej wyceny SOTP; wartość pakietu w Boombit ujęta w bilansie spółki to 23 mln PLN).

Nasze obecne podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Tak jak wskazaliśmy, wyceniamy walory Boombit zgodnie z bieżącą wartością rynkową. Natomiast aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Living 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. W kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy zmiany naszego podejścia w stosunku do Lumina. Zwracamy bowiem uwagę, że w 2023 roku Lumina chce otworzyć dodatkowe 3 parki iluminacji (w sezonie świątecznym 2023/2024 będzie łącznie 10 parków). Jest to działalność, która zaskoczyła nas in plus w 2022 roku (mocne wyniki w 4Q'22) i zwracamy uwagę, że w całym 2022 roku Lumina zanotowała wynik netto rzędu 7,5 mln PLN (w 2021 było to 2,15 mln PLN).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zwracamy też uwagę, iż w raporcie rocznym ATM Grupa zwróciła uwagę, że w lutym 2023 roku podmiot FM Aldentro wraz z Międzynarodowymi Targami Poznańskimi złożyły pozew o zapłatę przeciwko Polskiej Agencji Inwestycji i Handlu (PAIH) kwoty 11,7 mln PLN plus odsetki (kwota przypadająca na dwa podmioty). Pozew dotyczy zobowiązań PAIH wobec wskazanych podmiotów wynikający z umowy związanej z targami EXPO 2020 w Dubaju (pawilon reprezentujący Polskę). Tym samym oceniamy, że zwiększyło się prawdopodobieństwo gotówkowego rozliczenia projektu i ATM Grupa może odzyskać znaczącą część wcześniej zaangażowanych środków finansowych (przypominamy, iż w 2021 roku ATM utworzyła odpis w kwocie prawie 6,3 mln PLN, którym objęte zostały pożyczki udzielone na rzecz FM Aldentro). W modelu aktualnie nie uwzględniamy odwrócenia odpisu.

Zarząd spółki zarekomendował (RN przyjęła wniosek) wypłatę dywidendy za 2022 rok w łącznej kwocie 0,24 PLN/akcję. Przypominamy, że spółka już w grudniu'22 wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 2022 rok w wysokości 0,08 PLN/akcję. Drugi strumień dywidendy (za 2022 rok) może zatem wynieść 0,16 PLN/akcję. W modelu zakładamy, że spółka w kolejnych okresach będzie kontynuowała politykę wypłaty dywidendy zaliczkowej (podobnie jak to było w 2022 roku).

## 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 0,68 PLN i 0,77 PLN na akcję). Ryzyko przeszacowania przez nas przyszłego potencjału dla działalności deweloperskiej może rzutować negatywnie na docelowej akceptowalnej przez rynek wycenie. Dodatkowo przyszła wycena pakietu Boombit w przyszłości może cechować się istotną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji i zarządzania są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizyjnych. Zatem ewentualne przyszłe osłabienie rynku reklamy tv może negatywnie wpłynąć na docelowe rezultaty ATM Grupa.

## 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 6,0%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest ATM Grupa.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 15,42%.

Dług netto na koniec 2022 roku uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych (zgodnie z wyceną bilansową). Finalnie metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 264,5 mln PLN, czyli 3,14 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2023-05-22.

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%	
10,9%	3,41	3,48	3,55	3,63	3,71	3,81	3,93	
12,4%	3,26	3,30	3,36	3,41	3,48	3,55	3,63	
13,9%	3,14	3,17	3,21	3,26	3,30	3,36	3,41	
<b>WACC</b>	<b>15,4%</b>	3,04	3,07	3,10	<b>3,14</b>	3,17	3,21	3,26
	16,9%	2,97	2,99	3,02	3,04	3,07	3,10	3,14
	18,4%	2,90	2,92	2,94	2,97	2,99	3,02	3,04
	19,9%	2,85	2,86	2,88	2,90	2,92	2,94	2,97

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	215,5	228,1	253,9	272,6	290,0	305,7	319,3	331,8	343,3	354,2
EBITDA [mln PLN]	52,9	55,3	62,8	68,7	73,0	76,4	79,2	82,3	85,1	87,5
EBIT [mln PLN]	29,3	34,5	41,0	45,5	49,0	52,3	54,7	56,8	58,8	60,4
NOPAT [mln PLN]	23,8	28,0	33,2	36,8	39,7	42,4	44,3	46,0	47,6	48,9
Amortyzacja [mln PLN]	23,5	20,7	21,8	23,2	24,0	24,1	24,5	25,5	26,3	27,1
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	1,6	-0,5	-1,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-21,6	-22,8	-25,4	-28,6	-30,5	-32,1	-33,5	-34,8	-36,0	-37,2
FCFF [mln PLN]	27,4	25,4	28,5	30,7	32,6	33,7	34,7	36,1	37,4	38,4
Suma PV FCFF [mln PLN]	161,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	77,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	238,6									
Dług netto 2022 eop [mln PLN]	-25,9									
Inne korekty (opcje put + udziały mniejszości) [mln PLN]	0,0									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%
Wartość kapitału [mln PLN]	264,5									
										WACC w okresie rezydualnym: 15,42%
Ilość akcji [mln szt.]	84,3									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>3,14</b>									

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ogółem zmiana r/r	-2,4%	5,8%	11,3%	7,4%	6,4%	5,4%	4,4%	3,9%	3,4%	3,2%
Marża EBITDA	25%	24%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Marża EBIT	14%	15%	16%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
CAPEX / Przychody	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
D / E	2,7%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%
E / (E+D)	97,3%	97,5%	97,6%	97,8%	97,9%	98,0%	98,0%	98,1%	98,2%	98,2%
D / (E+D)	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kosz kapitału własnego	15,7%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Kosz długu po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
WACC	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 5,5x (tak samo jak poprzednio). Naszym zdaniem jest to podejście konserwatywne, uwzględniające perspektywę niepewności dotyczącej przyszłego zachowania rynku reklamy tv w Polsce w okresie spadku aktywności gospodarczej. Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 325,4 mln PLN, czyli 3,86 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	3,0	4,0	5,0	5,5	6,0	7,0	8,0
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,2	2,9	3,5	3,86	4,2	4,8	5,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
M6-METROPOLE TELEVISION	8,2	8,0	7,9	3,4	3,2	3,1
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	7,8	6,6	5,8	6,1	5,2	4,7
RTL GROUP	9,9	8,9	8,3	4,9	4,5	4,4
VIVENDI	15,6	13,7	12,7	9,3	8,7	7,8
ITV	9,1	8,2	7,4	6,4	5,6	4,9
MODERN TIMES GROUP	17,1	15,0	13,2	5,8	4,9	4,1
WARNER BROS DISCOVERY	---	35,6	12,4	6,4	5,4	4,7
WARNER MUSIC GROUP	30,1	22,1	18,9	13,5	12,1	10,7
WALT DISNEY	24,3	17,4	14,5	13,2	11,0	9,3
PARAMOUNT GLOBAL	44,7	10,6	8,7	10,9	8,0	7,3
FOX CORP	8,5	9,8	8,5	6,0	6,6	5,8
NETFLIX	32,0	24,7	19,7	23,6	18,7	15,0
NEWS CORP	39,7	24,7	20,6	8,7	7,2	6,1
LIBERTY GLOBAL	---	---	---	6,2	5,9	5,8

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2023 rok dla podmiotów z UE wyniosła niespełna 6x, a z kolei mediana dla wybranych podmiotów z USA przekracza 9x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

## WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 4Q'22 i CAŁY 2022

W 4Q'22 w działalności produkcyjnej i filmowej sprzedaż spółki wzrosła o 8% r/r (w ujęciu LTM segment wykazał erozję wpływów o 4% r/r). Z kolei w obszarze zarządzania dynamika wzrostu przychodów w samym 4Q'22 to 44% r/r (LTM dynamika wzrostu to 51% r/r). Razem suma przychodów z dwóch segmentów, czyli z podstawowej działalności ATM Grupa jaką jest produkcja audiowizualna wyniosła 53,7 mln PLN (+22% r/r), a ujęciu całego 2022 roku było to niemal 221 mln PLN (+10% r/r). W ostatnim kwartale minionego roku EBITDA z omawianej działalności (suma dwóch segmentów) wyniosła 13,13 mln PLN (+17% r/r), a w całym 2022 roku było to 53,58 mln PLN (+2% r/r).

Analizując wyniki za 2022 rok należy mieć na uwadze, iż projekty deweloperskie miały istotną kontrybucję (powyżej średniej z poprzednich lat) do wyników skonsolidowanych. Największe strumienie przychodów z deweloperki to 2Q i 4Q ubiegłego roku. Ogółem rozpoznane przychody segmentu deweloperskiego w 2022 roku to ponad 78 mln PLN, a EBITDA z tej działalności wyniosła 13,1 mln PLN.

W 4Q'22 w pozycji rachunku wyników wskazujących na udziały w inwestycjach rozliczanych metoda praw własności rozpoznano prawie 5,6 mln PLN (w 2022 roku było to łącznie 8,7 mln PLN). Końcówka roku była szczególnie udana dla podmiotu Lumina (parki iluminacji), który w całym 2022 roku wypracował zysk netto w kwocie prawie 7,5 mln PLN (w 2021 roku było to 2,1 mln PLN). Na omawianą pozycję istotny dodatni wpływ miał też Boombit.

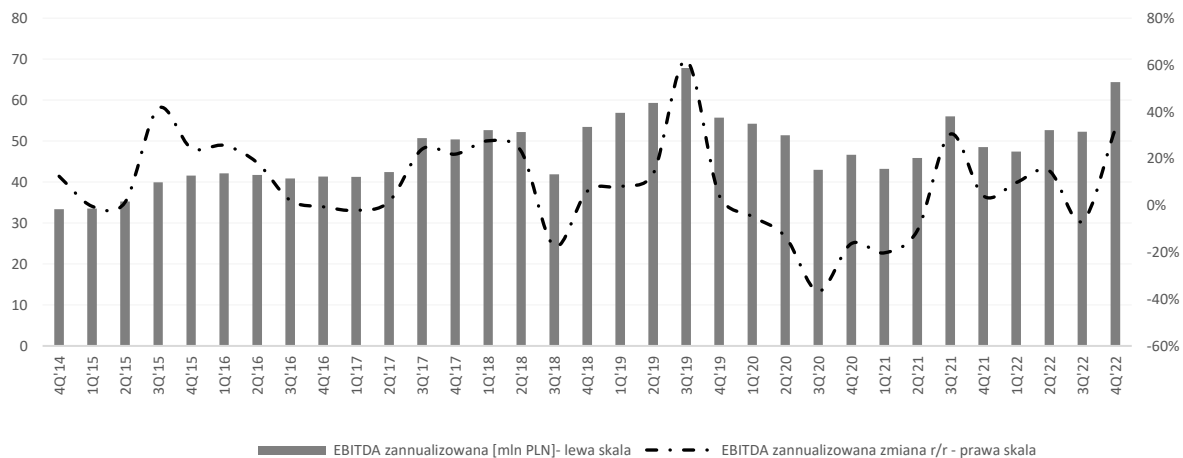
Tym samym na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom ATM Grupa w 4Q'22 wykazano prawie 14,4 mln PLN (a w całym roku 2022 ok 43,8 mln PLN).

### Wyniki skonsolidowane za 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	2021	2022	zmiana r/r
Przychody	46,20	91,17	97%	223,87	299,90	34%
produkcja tv i filmowa	26,92	29,01	8%	149,11	142,91	-4%
zarządzanie aktywami trw.	17,14	24,71	44%	51,59	77,99	51%
działalność deweloperska	1,99	37,24	1773%	20,00	78,30	292%
inne	0,14	0,22	49%	3,18	0,70	-78%
<b>EBITDA</b>	<b>6,29</b>	<b>18,45</b>	<b>193%</b>	<b>48,56</b>	<b>64,42</b>	<b>33%</b>
produkcja tv i filmowa	2,86	3,38	18%	24,89	20,49	-18%
zarządzanie aktywami trw.	8,34	9,76	17%	27,62	33,10	20%
działalność deweloperska	0,62	5,52	798%	2,78	13,10	371%
inne	-5,52	-0,20		-6,72	-2,26	
EBIT	1,36	13,68	909%	26,84	46,25	72%
Saldo finansowe	-0,28	-1,17		-0,70	-2,53	
Udział w wyniku jedn. zależnych	2,73	5,56	104%	5,57	8,71	56%
Wynik brutto	3,80	18,08	375%	31,72	52,43	65%
Podatek	1,18	3,69	211%	6,45	7,84	22%
<b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b>	<b>2,54</b>	<b>14,38</b>	<b>467%</b>	<b>24,58</b>	<b>43,84</b>	<b>78%</b>
Marża EBITDA	13,6%	20,2%		21,7%	21,5%	
Marża EBIT	2,9%	15,0%		12,0%	15,4%	
Marża netto	5,5%	15,8%		11,0%	14,6%	
<b>Przychody: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>44,07</b>	<b>53,72</b>	<b>22%</b>	<b>200,70</b>	<b>220,90</b>	<b>10%</b>
<b>EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b>	<b>11,20</b>	<b>13,13</b>	<b>17%</b>	<b>52,50</b>	<b>53,58</b>	<b>2%</b>

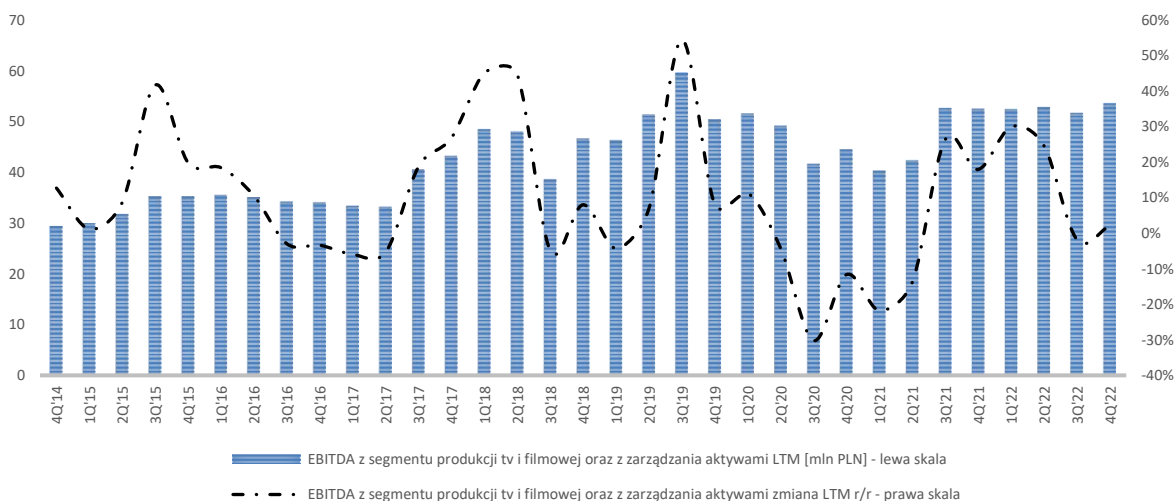
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Historyczne odczyty EBITDA dla spółki w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



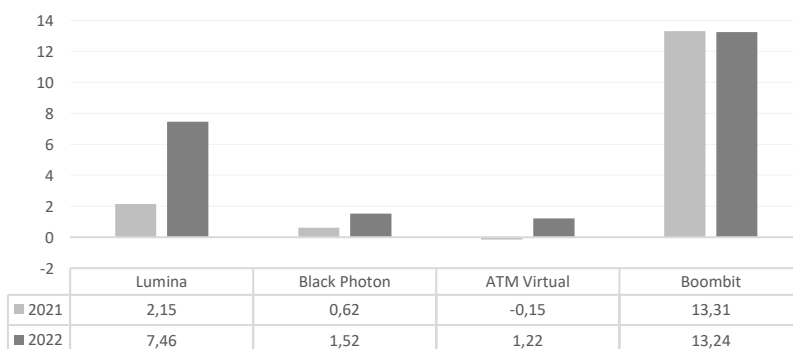
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

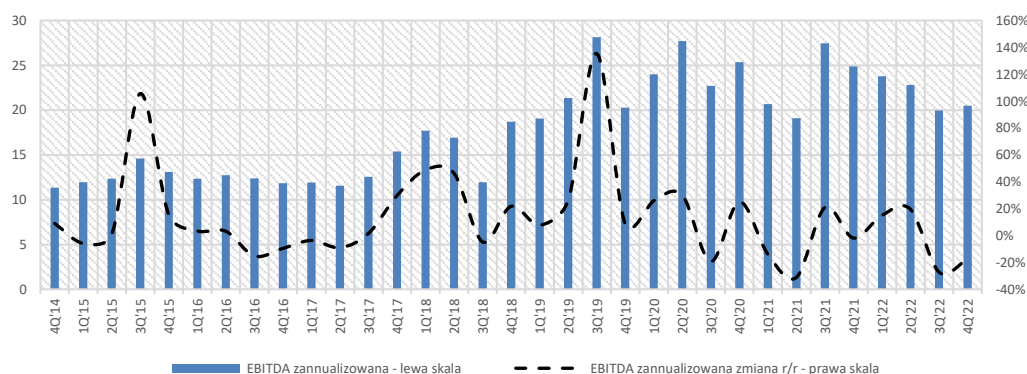
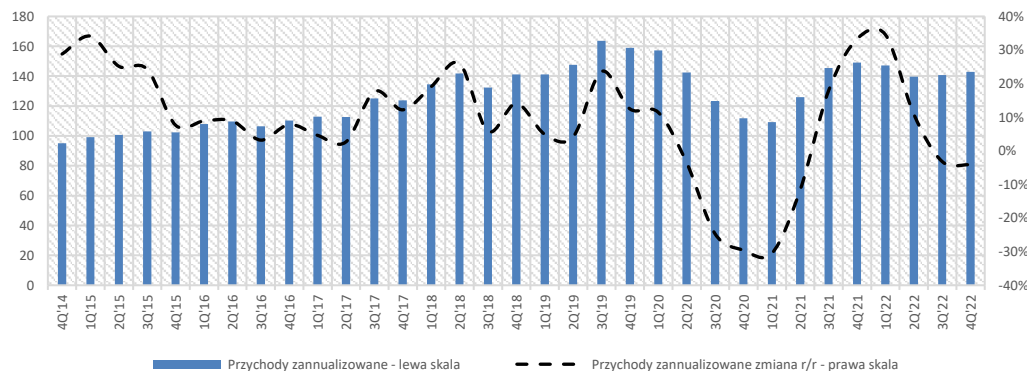
### Historyczne odczyty wyniku netto wybranych podmiotów, w których jest zaangażowana ATM Grupa [mln PLN] (jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane realizowane przez grupę projekty telewizyjne w 2022 roku:

**TV**

**Telewizja Polsat i TV4**

- „Pierwsza Miłość”
- „Policjantki i Policjanci”
- „Sprawiedliwi. Wydział Kryminalny”
- „Święty”

**Telewizja Polska**

- „Ojciec Mateusz”

**Telewizja Puls**

- „Lombard. Życie pod zastaw”
- „Dzielnica strachu”

**PLATFORMY STREAMINGOWE**

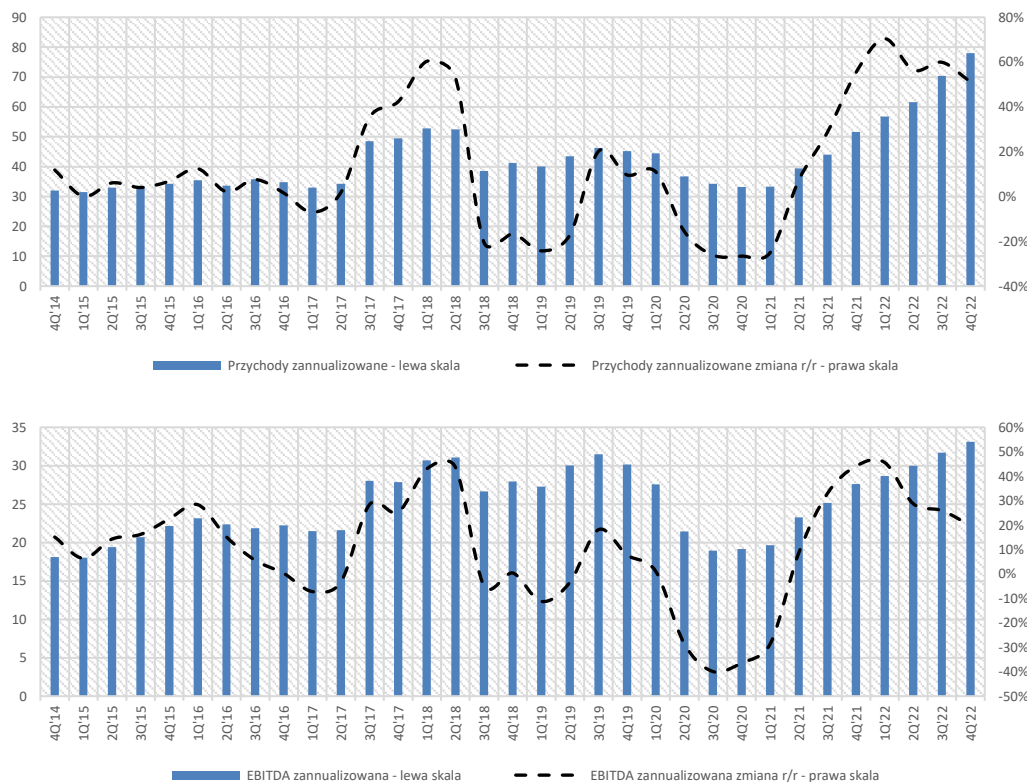
**Netflix**

- „Zachowaj spokój”
- „Absolutni debiutanci”
- (wcześniej robocza nazwa: „Lovzone”)

**PRODUKCJE KINOWE**

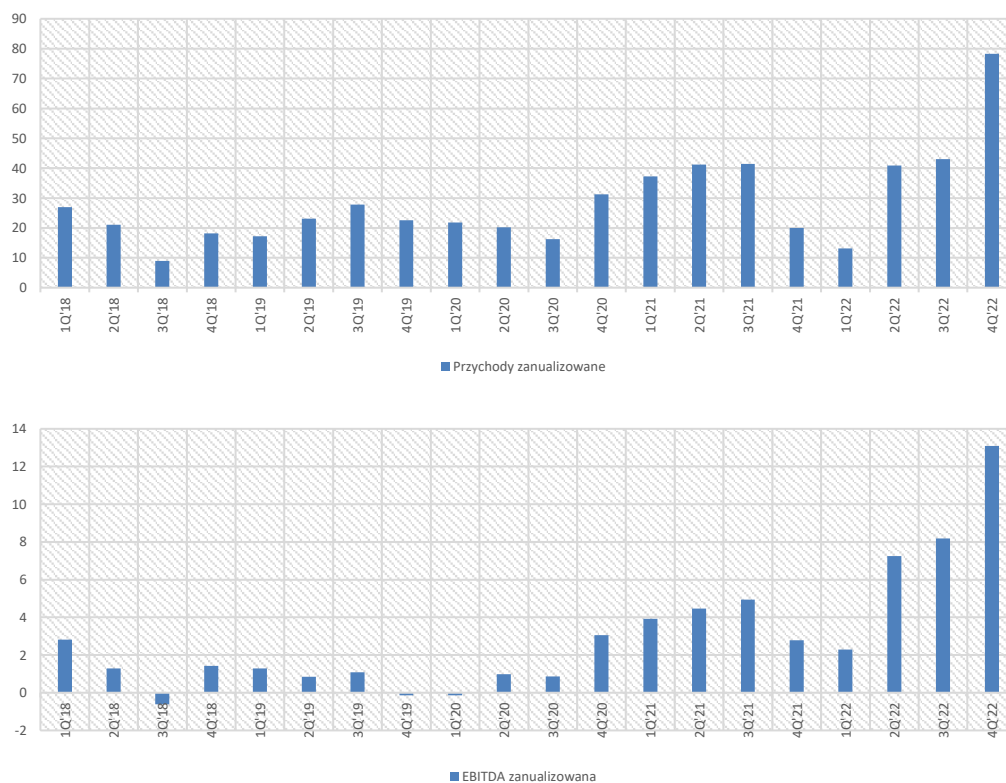
- „Skołowani”

**Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu zarządzanie aktywami trwałymi w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu deweloperskiego w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

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

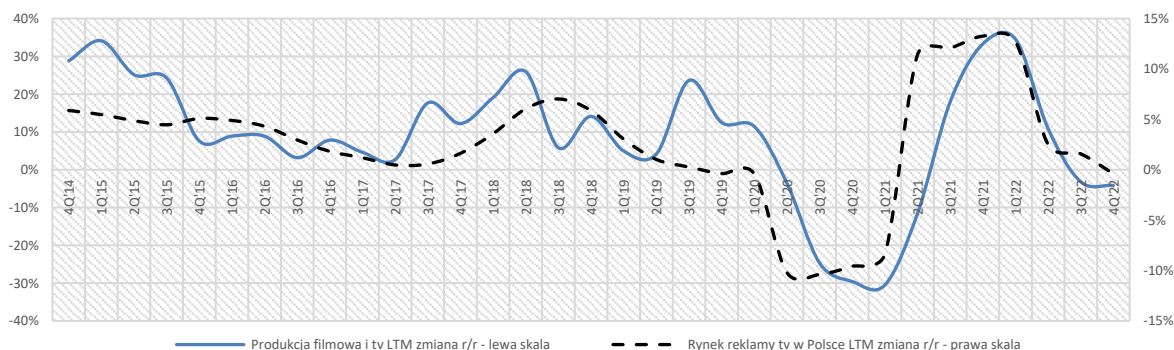
Przychody segmentu produkcji tv i filmowej za cały 2022 rok wykazały erozję o 4% r/r, a EBITDA o 17,7% r/r. Mamy na uwadze, że po wielu latach zaprzestano realizacji dwóch ważnych dla spółki projektów. W pierwszych trzech kwartałach 2022 roku EBITDA w tym obszarze wskazywała ujemne dynamiki r/r, natomiast ostatni kwartał 2022 roku wskazał na wzrost. Dlatego fakt, że w końcówce 2022 roku udało się powrócić do dodatnich odczytów (zarówno na przychodach jak i EBITDA w relacji r/r) oceniamy pozytywnie.

Rok 2022 był bardzo mocny dla segmentu zarządzania. Każdy kwartał ubiegłego roku wskazywał na wysokie dynamiki wzrostu przychodów jak i EBITDA r/r. W skali całego 2022 wpływy z tego obszaru wzrosły o ponad 51%, a EBITDA była wyższa o niemal 20% r/r.

Suma danych ze wskazanych dwóch segmentów pokazała wzrost przychodów do 220,9 mln PLN (+10,1% r/r) przy symbolicznie wyższym odczycie EBITDA o 2,1% r/r (do poziomu 53,6 mln PLN). Zwracamy uwagę, że od ponad 7 kwartałów z rzędu odczyt LTM EBITDA (suma dwóch omawianych segmentów związanych z działalnością audiowizualną) porusza się w wąskim paśmie 51,7-53,6 mln PLN.

Historycznie przychody segmentu produkcji tv i filmowej były skorelowane z dynamiką rynku reklamy tv w Polsce. Perspektywa spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce spowodowała znaczące ochłodzenie koniunktury na rynku reklamowym. W 2023 roku, wg naszych, założeń dynamika rynku reklamy (w ujęciu nominalnym) może być symbolicznie na plusie i prawdopodobnie będzie to kolejny okres z odczytami istotnie poniżej inflacji w Polsce.

#### Historyczne odczyty przychodów segmentu produkcji tv i filmowej na tle dynamiki rynku reklamy telewizyjnej w Polsce



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

Przygotowujemy się na scenariusz, że rok 2023 pod względem wyników będzie płaski dla działalności audiowizualnej (suma dwóch segmentów: produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie). Nominalnie płaskie wyniki oceniamy jednak umiarkowanie pozytywnie zważywszy na obecne trudniejsze otoczenie na rynku reklamy tv i utratę w portfolio realizowanych projektów dwóch ważnych, historycznych pozycji (w trakcie 2022 r.).

Jednocześnie przyjęliśmy scenariusz, że ATM Grupa jest dobrze przygotowana pod względem możliwości poszerzenia o nowe projekty portfela zamówień, co powinno mieć pozytywny i odczuwalny wpływ na rezultaty w 2024-2025. Zwracamy też uwagę na fakt, że obecnie ATM Grupa ma bardzo niskie (na tle odczytów historycznych) budżetowanie w segmencie produkcji tv i filmowej dla anten TVP (odwrotnie niż w segmencie zarządzania aktywami trwałymi). Liczymy, że obecna baza projektów dla TVP jest tak niska, że w kolejnych okresach (po 2023 roku) ten obszar biznesowy powinien przynieść znacznie więcej pozytywnych informacji.

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch wymienionych segmentów w 2023 roku będzie niższa o 1% r/r, a w roku 2024 i 2025 wejdzie w obszar dodatnich dynamik: odpowiednio +5% i +14% r/r/. Założona przez nas dynamika wzrostu przychodów i EBITDA w tych dwóch latach (2024-2025) w naszej ocenie jest konserwatywna.

Przypominamy też, że w 2023 roku w wynikach będzie widać rozliczenie filmu fabularnego „Skołowani” (spółka otrzymała na ten film wsparcie z PISF). Tym samym w 2Q i 3Q spodziewać się można ujęcia efektów monetyzacji w kinach oraz ewentualnie z kolejnych etapów „cyklu życia” filmu. Na koniec 4Q'22 w pozycji aktywa programowe spółka wykazywała niemal 7,5 mln PLN i zakładamy, że istotna część tej kwoty jest związana ze wskazanym filmem.

Zwracamy dodatkowo uwagę, że spółka wskazała w raporcie rocznym, iż przewidywane nakłady inwestycyjne w najbliższych 2 latach (2023-2024) w kategorii produkcje oraz koprodukcje filmowe i telewizyjne mogą wynieść ok 15-25 mln PLN (jest to istotna zmiana względem poprzedniego wskazania). W naszym modelu na chwilę obecną nie uwzględniamy realizacji istotnego projektu do własnej biblioteki i sygnalizujemy, iż w kolejnych aktualizacjach może to być jeden z powodów zmian w projekcjach. Realizacja scenariusza polegającego na wytworzeniu projektu (serialu) na własne ryzyko może być istotnie innym modelem aniżeli dotychczasowe realizowane projekty (z odpowiednio wyższym profilem risk/return).

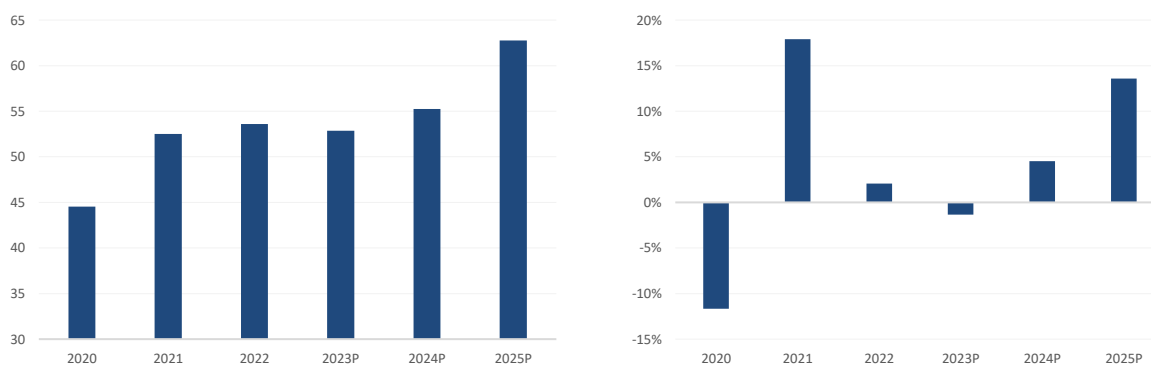
### Segment związany z działalnością deweloperską

Segment związany z działalnością deweloperską obejmuje realizację projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków mieszkalnych (głównie domki jednorodzinne). Podmioty, w których ATM Grupa jest zaangażowana z tego segmentu to m.in.: ATM Inwestycje, ATM Golf Estate, ATM Baltic oraz ATM Living. Nasz szacunek wyceny aktywów netto tego segmentu to ok 65 mln PLN, czyli 0,77 PLN/akcję ATM Grupa.

Szacujemy, że zapasy wykazane w bilansie na koniec 2022 roku związane z przedsięwzięciami deweloperskimi wyniosły ok 31,5 mln PLN. Na koniec 2021 roku zapasy powiązane z działalnością deweloperską według naszych szacunków mogły być wyceniane na ponad 66 mln PLN. Spadek poziomu zapasów r/r na koniec 2022 roku związany był przede wszystkim z zakończonymi projektami deweloperskimi w ATM Inwestycje i ATM Living.

Na rok 2023 zakładamy istotne ograniczenie wyników tej części biznesowej i stopniowo od drugiej połowy 2024 roku zakładamy wejście na nową ścieżkę wzrostu wraz ze stopniem zaawansowania kolejnych dużych projektów w Polsce oraz Szwecji.

**Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2023-2025 (dla segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Prognozy wyników na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty)**

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	46,6	83,7	78,4	91,2	51,9	54,8	72,1	53,5	223,9	299,9	232,3	246,0	280,2
produkcja tv i filmowa	33,5	30,9	49,6	29,0	31,6	32,4	50,5	30,7	149,1	142,9	145,2	153,2	173,1
zarządzanie aktywami trw.	12,9	15,7	24,7	24,7	13,1	18,5	18,8	20,0	51,6	78,0	70,3	74,9	80,7
działalność deweloperska	0,0	37,0	4,1	37,2	6,9	3,7	2,6	2,6	20,0	78,3	15,8	16,9	25,3
inne	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	3,2	0,7	1,0	1,0	1,0
<b>EBITDA</b>	8,6	16,1	21,3	18,5	9,1	12,5	18,7	11,8	48,6	64,4	52,1	54,8	63,1
produkcja tv i filmowa	3,2	3,8	10,1	3,4	3,1	4,2	11,1	3,7	24,9	20,5	22,2	22,7	26,8
zarządzanie aktywami trw.	5,9	7,1	10,4	9,8	5,9	8,5	7,9	8,4	27,6	33,1	30,7	32,6	35,9
działalność deweloperska	0,3	5,9	1,4	5,5	0,6	0,4	0,3	0,3	2,8	13,1	1,5	1,7	2,5
inne	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-6,7	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2
<b>EBIT</b>	4,7	11,2	16,7	13,7	4,3	6,1	11,2	6,9	26,8	46,2	28,4	33,9	41,1
<b>Saldo finansowe</b>	-0,3	-1,0	0,0	-1,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,7	-2,5	-1,0	-1,0	-1,1
<b>Udział w wyniku jedn. zależnych</b>	0,9	0,7	1,6	5,6	1,3	0,9	1,7	6,8	5,6	8,7	10,8	11,6	12,1
<b>Wynik brutto</b>	5,3	10,8	18,3	18,1	5,3	6,7	12,7	13,5	31,7	52,4	38,3	44,5	52,1
<b>Podatek</b>	0,8	1,0	2,4	3,7	1,0	1,3	2,4	2,6	6,5	7,8	7,3	8,5	9,9
<b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b>	4,3	9,8	15,3	14,4	4,3	5,5	10,3	10,9	24,6	43,8	31,0	36,0	42,2
<b>Działalność audiowizualna:</b>	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody (segment produkcja tv + zarządzanie)</b>	46,4	46,6	74,2	53,7	44,8	50,9	69,3	50,7	200,7	220,9	215,5	228,1	253,9
<b>EBITDA (segment produkcja tv + zarządzanie)</b>	9,1	10,9	20,5	13,1	9,0	12,7	19,0	12,1	52,5	53,6	52,9	55,3	62,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wskazanie na zmiany w prognozach na kolejne okresy**

	obecnie	obecnie	obecnie	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana	zmiana	zmiana	zmiana
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	%	%	%	mln PLN	mln PLN	mln PLN
Przychody	232,3	246,0	280,2	209,8	220,4	263,6	11%	12%	6%	22,5	25,6	16,6
produkcja tv i filmowa	145,2	153,2	173,1	131,3	137,2	164,6	11%	12%	5%	13,9	16,0	8,5
zarządzanie aktywami trw.	70,3	74,9	80,7	64,1	66,7	74,7	10%	12%	8%	6,2	8,2	6,0
działalność deweloperska	15,8	16,9	25,3	13,5	15,5	23,2	17%	9%	9%	2,3	1,4	2,1
inne	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2%	2%	2%	0,0	0,0	0,0
EBITDA	52,1	54,8	63,1	47,6	50,9	61,9	9%	8%	2%	4,5	3,8	1,2
produkcja tv i filmowa	22,2	22,7	26,8	18,1	19,9	26,3	22%	14%	2%	4,1	2,8	0,5
zarządzanie aktywami trw.	30,7	32,6	35,9	30,5	31,7	35,5	1%	3%	1%	0,2	0,9	0,4
działalność deweloperska	1,5	1,7	2,5	1,3	1,5	2,3	12%	9%	9%	0,2	0,1	0,2
inne	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,2	-2,2	-1%	-1%	-1%	0,0	0,0	0,0
EBIT	28,4	33,9	41,1	26,9	30,2	41,2	6%	12%	0%	1,6	3,7	-0,1
Udział w wyniku jedn. zależnych	10,8	11,6	12,1	7,4	8,3	8,9	47%	40%	37%	3,4	3,3	3,3
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	31,0	36,0	42,2	25,5	28,9	38,2	22%	25%	10%	5,5	7,1	3,9
<b>Działalność audiowizualna:</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
<b>Przychody</b>	<b>215,5</b>	<b>228,1</b>	<b>253,9</b>	<b>195,4</b>	<b>203,9</b>	<b>239,4</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>6%</b>	<b>20,1</b>	<b>24,2</b>	<b>14,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>52,9</b>	<b>55,3</b>	<b>62,8</b>	<b>48,6</b>	<b>51,6</b>	<b>61,8</b>	<b>9%</b>	<b>7%</b>	<b>2%</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2022-11-28) zdecydowaliśmy się na bardziej optymistyczne podejście do projekcji na lata 2023-2025. Dotyczy to w szczególności podstawowej działalności audiowizualnej (segment produkcji filmowej i tv oraz segment zarządzania).

Nasze poprzednie podejście oceniamy za zbyt konserwatywne. Wynikało to z obaw o przyszły portfel zamówień (przypominamy, że odpadły dwa ważne dla ATM projekty, które były realizowane przez długie lata). Aktualnie oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana na trwające słabsze otoczenia makro (m.in. rynek reklamy) i liczymy na stopniowy wzrost realizowanych projektów w nadchodzących kwartałach (z akcentem na odczuwalną poprawę EBITDA na przełomie 2024/2025).

Przedstawiona obecna ścieżka przychodów na wskazanych dwóch segmentach jest wyższa o 10%/12%/6% w latach 2023/2024/2025 (w porównaniu z poprzednim modelem). EBITDA dla najbliższych trzech lat w naszym obecnym scenariuszu bazowym rośnie odpowiednio o 9%/7%/2% względem listopadowych założeń.

Zrewidowaliśmy in plus także założenia wobec wyniku przypisanego z posiadanego zaangażowania w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia. W szczególności wpływ na to ma sukces komercyjny parków iluminacji (Lumina).

Tym samym na poziomie netto obecnie zakładamy wyższe wyniki odpowiednio o 22%/25%/10% względem tego co oczekiwaliśmy w listopadzie'22.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	223,8	249,0	193,5	223,9	299,9	232,3	246,0	280,2	316,7	340,6
EBITDA	53,5	55,7	46,6	48,6	64,4	52,1	54,8	63,1	72,4	78,1
segment produkcja tv	18,7	20,3	25,4	24,9	20,5	22,2	22,7	26,8	29,8	31,7
segment zarządzanie	28,0	30,1	19,2	27,6	33,1	30,7	32,6	35,9	38,9	41,3
segment nadawanie	5,2	6,0	0,1	0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	1,4	-0,1	3,0	2,8	13,1	1,5	1,7	2,5	6,0	7,4
inne/wyłączenia	0,1	-0,5	-1,0	-7,6	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
EBIT	30,6	34,9	18,1	26,8	46,2	28,4	33,9	41,1	49,1	53,9
Saldo finansowe	-0,8	-0,9	0,4	-0,7	-2,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9
Udział w zyskach jedn. zal.	3,5	3,0	3,8	5,6	8,7	10,8	11,6	12,1	12,6	13,0
Wynik brutto	33,3	37,0	22,3	31,7	52,4	38,3	44,5	52,1	60,7	66,0
Wynik netto	27,6	30,7	18,8	25,3	44,6	31,0	36,0	42,2	49,1	53,5
dla akcjonariuszy Grupy	27,8	30,1	18,4	24,6	43,8	31,0	36,0	42,2	49,1	53,4
<hr/>										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	210,6	209,2	211,5	215,7	258,4	265,7	274,9	284,5	294,6	306,1
Rzeczowe aktywa trwałe	156,9	157,4	149,4	155,4	175,9	175,3	178,3	181,6	185,1	189,8
Aktywa programowe dl term	2,7	2,0	2,5	2,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
WNIP	4,8	3,2	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Wartość firmy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	46,0	46,3	57,4	55,9	79,3	87,1	93,2	99,6	106,1	112,8
Aktywa obrotowe	136,2	148,5	140,6	158,4	133,1	130,5	150,8	164,3	180,2	192,0
Aktywa programowe	1,7	14,0	5,2	1,4	7,5	3,0	2,7	3,1	3,5	3,7
Zapasy	41,0	46,8	49,5	67,1	32,2	36,9	43,8	47,6	53,8	57,9
Należności handlowe	44,4	36,3	30,4	31,6	29,9	25,5	47,2	49,9	56,4	60,7
Środki pieniężne	34,7	23,6	39,2	33,3	43,9	48,5	40,5	47,0	49,9	53,1
Pozostałe aktywa obrotowe	14,5	27,8	16,3	25,1	19,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Razem Aktywa	346,8	357,6	352,2	376,6	391,4	396,3	425,7	448,8	474,8	498,1
<hr/>										
Kapitał własny razem	246,4	257,0	268,8	280,8	301,4	312,2	326,5	343,4	363,0	382,0
Razem zobowiązania	92,5	100,6	83,4	95,9	90,0	84,1	99,3	105,4	111,9	116,1
Zobowiązania długoterminowe	45,1	42,7	34,1	40,2	39,1	39,1	39,1	39,1	39,1	39,1
Zobowiązania krótkoterminowe	47,3	57,9	49,3	55,1	50,9	45,0	60,1	66,2	72,7	77,0
Razem Pasywa	338,8	357,6	352,2	376,6	391,4	396,3	425,7	448,8	474,8	498,1
<hr/>										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF Operacyjny	35,5	24,8	46,7	27,8	94,4	45,1	37,5	57,0	59,3	66,5
CF Inwestycyjny	-18,4	-9,9	-15,7	-10,2	-44,4	-23,2	-23,9	-25,2	-26,9	-29,0
CF Finansowy	-15,7	-26,0	-15,4	-23,5	-39,4	-17,2	-21,7	-25,2	-29,6	-34,4
Przepływy netto razem	1,4	-11,1	15,6	-5,9	10,6	4,6	-8,0	6,5	2,8	3,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Cena akcji [PLN]	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Liczba akcji [mln szt.]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [mln PLN]	291	291	291	291	291	291	291	291	291	291
Dług netto [mln PLN]	-17	4	-25	-1	-26	-27	-20	-26	-29	-32
EV [mln PLN]	274	295	266	289	265	264	271	265	262	259
EPS [PLN]	0,33	0,36	0,22	0,30	0,53	0,37	0,43	0,50	0,58	0,63
BVPS [PLN]	2,92	3,04	3,18	3,32	3,56	3,69	3,86	4,06	4,29	4,52
DPS [PLN]	0,22	0,24	0,09	0,15	0,29	0,24	0,26	0,30	0,35	0,41
Rentowność dywidendy	6,5%	6,9%	2,5%	4,5%	8,3%	7,0%	7,5%	8,7%	10,2%	11,8%
P/E	10,5x	9,5x	15,4x	11,5x	6,5x	9,4x	8,1x	6,9x	5,9x	5,4x
EV/EBITDA	5,1x	5,3x	5,7x	6,0x	4,1x	5,1x	5,0x	4,2x	3,6x	3,3x
EV/EBIT	8,9x	8,5x	14,7x	10,8x	5,7x	9,3x	8,0x	6,4x	5,3x	4,8x
P/BV	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
Przychody r/r	-0,3%	11,3%	-22,3%	15,7%	34,0%	-22,5%	5,9%	13,9%	13,0%	7,6%
Marża EBITDA	23,9%	22,4%	24,1%	21,7%	21,5%	22,4%	22,3%	22,5%	22,9%	22,9%
Marża EBIT	13,7%	14,0%	9,3%	12,0%	15,4%	12,2%	13,8%	14,7%	15,5%	15,8%
Marża netto	12,3%	12,3%	9,7%	11,3%	14,9%	13,3%	14,7%	15,1%	15,5%	15,7%
ROE	11,2%	12,0%	7,0%	9,0%	14,8%	10,0%	11,1%	12,3%	13,6%	14,0%
ROA	8,0%	8,6%	5,3%	6,7%	11,4%	7,8%	8,5%	9,4%	10,3%	10,7%
Aktywa obrotowe / Przychody	61%	60%	73%	71%	44%	56%	61%	59%	57%	56%
Aktywa trwałe / Przychody	94%	84%	109%	96%	86%	114%	112%	102%	93%	90%
Aktywa / Przychody	155%	144%	182%	168%	131%	171%	173%	160%	150%	146%
Zobowiązania krótkoterminowe / Przychody	21%	23%	25%	25%	17%	19%	24%	24%	23%	23%
Zobowiązania długoterminowe / Przychody	20%	17%	18%	18%	13%	17%	16%	14%	12%	11%
Zobowiązania / Pasywa	9%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
Kapitał własny / Pasywa	71%	72%	76%	75%	77%	79%	77%	77%	76%	77%
Dług % [mln PLN]	30	33	28	28	29	29	29	29	29	29
Dług netto [mln PLN]	-17	4	-25	-1	-26	-27	-20	-26	-29	-32
Dług % / Kapitał własny	12,2%	12,9%	10,6%	9,9%	9,5%	9,2%	8,8%	8,4%	7,9%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciej Bobrowski**  
Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**  
Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**  
Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**Anna Tobiasz**  
Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**  
Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Tomasz Ilczyszyn**  
tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**  
tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**  
tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto: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	4,58	2023-05-22	11:23 CEST	3,45	65 398
kupuj	4,58	wznowienie	---	2022-11-28	16:35 CEST	3,51	56 008
trzymaj	4,00	kupuj	4,75	16.10.2017	09:25 CEST	4,10	65 601
kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	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

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

#### System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23*:	, 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	7	64%	0	0%
Akumuluj	1	9%	0	0%
Trzymaj	3	27%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

## INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2023-05-22.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-05-22 (11:23 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-05-26.**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

#### **Na dzień 2023-05-22:**

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.