

**42/2024/GPW (105)** 27 listopada 2024

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

# Digital Network

Ostatnie wydarzenia . . . . .	2
Najbliższe wydarzenia . . . . .	2
Przewagi konkurencyjne . . . . .	3
Katalizatory . . . . .	3
Czynniki ryzyka . . . . .	3
1. Opinia inwestycyjna . . . . .	4
2. Wycena . . . . .	5
2.1. Wycena metodą DCF . . . . .	5
2.2. Wycena metodą porównawczą . . . . .	7
2.3. Podsumowanie wyceny . . . . .	7
3. Rynek <b>DOOH</b> . . . . .	7
4. Spółka . . . . .	12
4.1. Historia i struktura Grupy . . . . .	12
4.2. Akcjonariat . . . . .	12
4.3. Struktura grupy . . . . .	12
4.4. Model biznesowy . . . . .	13
5. Strategia . . . . .	15
6. Wyniki i prognozy finansowe . . . . .	15
7. Sprawozdania finansowe (skons. MSFF) . . . . .	18
Zastrzeżenia prawne . . . . .	21

42/2024/GPW (105) 27 listopada 2024

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

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

**Sektor:** TMT – media

**Bloomberg:** DIG PW

**Kurs:** 48,90 zł

**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 81,0 zł (-)

**Kapitalizacja:** 51 mln US\$

**Średni obrót dzienny:** 0,05 mln US\$

**12M przedział kursowy:** 20,20-59,60 zł

**Free float:** 36%

# Digital Network

**Rosnący rynek, z szeregiem przewag konkurencyjnych.** Posiadający szereg przewag (poczynając od możliwości precyzyjnego ukierunkowania kampanii i jej optymalizacji w czasie rzeczywistym, zwiększonego zaangażowania widzów dzięki dynamicznym wyświetlaczom i wysokiego współczynnika zapamiętywania, poprzez elastyczność, interaktywność, integrację z urządzeniami mobilnymi i Internetem rzeczy, aż po większą przyjazność dla środowiska i efektywność kosztową) nad tradycyjną reklamą zewnętrzną (*OOH*), segment cyfrowej reklamy zewnętrznej (*DOOH*) – w którym działa Digital Network – jest obecnie jednym z najszybciej rosnących segmentów rynku reklamowego na świecie – o dynamice wzrostu (w zależności od regionu świata) od kilkunastu do ponad 20% rocznie. W Polsce w ostatnich latach rynek *DOOH* rósł w tempie ok. 50% rocznie; w kolejnych latach oczekivalibyśmy jego wzrostu w tempie minimum kilkunastu procent. Udział reklamy cyfrowej w całym rynku reklamy zewnętrznej w Polsce wyniósł w ubiegłym roku ok. 24%; w przypadku globalnego rynku, *DOOH* stanowi ponad 40% rynku *OOH*, a w przypadku krajów rozwiniętych – między 60 a 70%. Należy oczekiwać dalszego (prawdopodobnie znacznego) wzrostu tego udziału w kolejnych latach.

Najistotniejsze **obszary ryzyk** związanych z *DOOH* dotyczą naruszeń prywatności i bezpieczeństwa zbieranych danych, rosnącej konkurencji o najlepsze lokalizacje ekspozycyjne, kwestii prawnych i regulacyjnych (np. sprawa uchwały krajobrazowej w Warszawie i innych miastach) oraz zarządzania treścią i kontroli jakości.

**Lider rynku DOOH w Polsce.** Digital Network sprzedaje czas reklamowy w największej w Polsce (obejmującej >20 tysięcy) sieci ekranów cyfrowych *LED* i *LCD* znajdujących się w 315 miastach w Polsce i docierających dziennie do ok. 6,5 mln odbiorców (13 mln kontaktów). Oczekiwany dalszy

## Skorygowane zyski

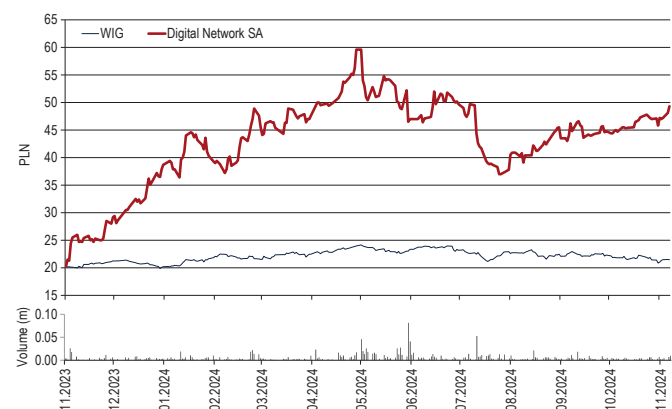
Skor. EBITDA, skor. EBITDA bez leasingu i skor. EBIT pomijają odpis wartości firmy. Skor. zysk netto pomija odpis wartości firmy oraz zysk na sprzedaży udziałów w jednostkach zależnych.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	64,3	71,4	79,8	88,4
EBITDA	mln zł	33,3	40,2	45,0	50,3
Skor. EBITDA	mln zł	35,1	40,2	45,0	50,3
EBITDA bez leasingu	mln zł	25,9	31,6	35,5	39,9
Skor. EBITDA bez leasingu	mln zł	27,7	31,6	35,5	39,9
EBIT	mln zł	22,7	28,1	32,1	36,4
Skor. EBIT	mln zł	24,5	28,1	32,1	36,4
Zysk netto	mln zł	21,3	22,0	23,9	27,0
Skor. zysk netto	mln zł	17,0	22,0	23,9	27,0
Skor. EPS	zł	4,02	5,18	5,64	6,37
Skor. EPS r/r	%	96	29	9	13
Dług netto bez leasingu	mln zł	-25,4	-10,4	-12,9	-16,5
Dług netto z leasingiem	mln zł	-1,2	17,1	17,1	16,3
P/E	x	12,2	9,4	8,7	7,7
P/CE*	x	11,1	8,3	7,7	6,9
EV/EBITDA*	x	8,1	7,1	6,0	5,2
EV/EBIT*	x	8,8	7,9	6,6	5,7
DPS	zł	0,73	4,10	4,85	5,16
Stopa dywidendy brutto	%	1,5	8,4	9,9	10,6
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

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Ostatnie wydarzenia

1. Wyniki za II kw. 2024 r. – 24 września
2. Wyniki za III kw. 2024 r. – 26 listopada

### Najbliższe wydarzenia

1. Dzień dywidendy zaliczkowej za 2024 rok (2,41 zł na akcję) – 28 listopada

wzrost Spółki opiera się na (i) spodziewanym dalszym wzroście pojemności sieci i (ii) akwizycji lokalizacji premium oraz (iii) systematycznym wzroście cen reklam i (iv) stopnia wyprzedania *inventory* (obecnie wykorzystanego (średniorocznie) w nieco powyżej 30%). Oprócz dobrych perspektyw wzrostu, model biznesowy Spółki charakteryzuje się wysoką rentownością, niskimi nakładami kapitałowymi oraz niewielkim zapotrzebowaniem

na kapitał obrotowy netto i – co za tym idzie – znaczną akumulacją gotówki (utyliżowaną, zgodnie z przyjętą polityką dywidendową, na dystrybucję do akcjonariuszy).

Nasza punktowa **wycena** akcji Digital Network w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 81 zł na akcję Spółki, przy przedziale wyceny od 68 zł/akcję do 102 zł/akcję.

**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**

7. Dalszy dynamiczny rozwój rynku *DOOH*
8. Wzrost wykorzystania *inventory*
9. Podwyżki cen
10. Wzrost skorygowanych zysków *r/r*
11. Poprawa marż *r/r*
12. 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

# 1. Opinia inwestycyjna

**Rewolucja cyfrowa**, jeden z „mega-trendów” w światowej gospodarce, jest coraz bardziej dostrzegalna w branży reklamy zewnętrznej w Polsce. Cyfrowa reklama zewnętrzna (*DOOH*) – obszar działalności Digital Network – to **jeden z najszybciej rosnących segmentów rynku reklamowego** (tak na świecie, jak w Polsce). Spółka była jednym z pionierów *DOOH* na polskim rynku, na którym posiada obecnie pozycję lidera.

Choć sam biznes *DOOH* nie wydaje się być szczególnie kapitałochłonny, istnieją istotne **bariery wejścia na rynek** dla potencjalnych nowych graczy; przede wszystkim, zasób atrakcyjnych lokalizacji dla ekranów cyfrowych jest ograniczony (dając swego rodzaju przewagę związaną z byciem pierwszym (*first-mover advantage*) podmiotom, które będąc pierwsze na rynku zdołają tego typu topowe lokalizacje zabezpieczyć), a sama procedura administracyjna uruchomienia nowego ekranu jest złożona i często czasochłonna. Co więcej, zarządzanie siecią ekranów cyfrowych wymaga zastosowania odpowiednich technologii i *know-how*.

Wśród głównych **czynników ryzyka** widzielibyśmy ewentualne **przyjęcie uchwały krajobrazowej w Warszawie** (i innych miastach), w formie, która ograniczałaby dalszy rozwój *DOOH* i Spółki. Nie jest pewne, że taka uchwała w ogóle zostanie przyjęta w przewidywalnej przyszłości – procedury administracyjne potrafią przeciągać się latami, a samo miasto posiada inne narzędzia walki z *clutterem* reklamowym, np. poprzez plany zagospodarowania przestrzennego. Co więcej, potencjalna uchwała miałaby być wymierzona przede wszystkim w reklamę tradycyjną (plakaty, banery), a nie w cyfrową. Innym potencjalnym czynnikiem ryzyka jest **duża koncentracja klientów** – 52% sprzedaży pochodziło w 2023 roku od Polsat Media Sp. z o.o. Warto jednak mieć na uwadze, że Polsat Media jest brokerem reklamowym, a portfel rzeczywistych klientów (reklamodawców) jest znacznie bardziej rozproszony. Co więcej, Spółka podejmuje działania w celu zwiększenia udziału (bardziej rentownej) sprzedaży bezpośredniej w przychodach.

Działalność Digital Network – podmiotu, który jako jeden z pierwszych wykorzystał fakt, iż globalna fala cyfryzacji unosi również krajowy rynek reklamy zewnętrznej – charakteryzuje **wysoka rentowność** (w ubiegłym roku skor. marża EBITDA/skor. marża EBIT wyniosła 55%/38%). Czynnikiem oddziałującym in plus, *ceteris paribus*, na poziom rentowności Digital Network powinny być: **wzrost wykorzystania inventory** Spółki (obecnie tylko nieco ponad 30% (średniorocznie); długoterminowy *target* to poziom ok. 80% w wysokim sezonie) oraz **wzrost udziału** w przychodach bardziej rentownej **sprzedaży bezpośredniej**. Z drugiej strony, **rosnąca konkurencja** będzie, *ceteris paribus*, oddziaływać in minus na rentowność Spółki.

**Dalszy wzrost przychodów i zysków spodziewany w kolejnych latach.** Mając na uwadze korzystne trendy działające na korzyść segmentu *DOOH* i mocną pozycję Spółki na polskim rynku, oczekujemy wzrostu przychodów Digital Network rzędu niskich kilkunastu procent w ciągu najbliższych trzech lat. Głównymi czynnikami wzrostu przychodów powinny być (i) rosnące zainteresowanie reklamą *DOOH*, (ii) dalsza rozbudowa sieci ekranów cyfrowych, (iii) wzrost wykorzystania istniejącego *inventory* oraz (iv) podwyżki cen. Marżowość Spółki powinna być wspierana przez rosnące wykorzystanie istniejącej sieci ekranów oraz postępującą wymianę ekranów na bardziej energooszczędne.

Wysoka rentowność w połączeniu z niską kapitałochłonnością (sieć została już zbudowana) i brakiem istotnych potrzeb w zakresie finansowania majątku obrotowego netto skutkuje wysokimi wolnymi przepływami pieniężnymi i „odkładaniem się” gotówki w Spółce. Racjonalnym sposobem jej wykorzystania może być: (i) **akwizycja synergicznego biznesu** do prowadzonej działalności *DOOH*, (ii) **wykup udziałowców mniejszościowych w operacyjnych spółkach Grupy** (Screen Network SA, Screen Network sp. z o.o.), lub/ i (iii) **dystrybucja w formie dywidend** do akcjonariuszy. Spółka i jej akcjonariusz kontrolujący zdają się obecnie skłaniać ku tej trzeciej opcji (tegoroczna dywidenda na akcję równa 4,10 zł; przyjęta polityka dywidendy przewidująca dystrybucję większości zysku; uchwalona zaliczka na poczet dywidendy za 2024 rok w wysokości 2,41 zł na akcję z dniem nabycia praw 28.11.2024).

**Wycena.** Spółkę wyceniamy dwiema metodami – dochodową (DCF FCFF) i porównawczą. Nasza punktowa wycena w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, wynosi 81 zł na akcję Spółki (przy przedziale wyceny od 68 zł/akcję do 102 zł/akcję).

## 2. Wycena

Wyceny Spółki dokonujemy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą (bazując na medianach wskaźników P/E i EV/EBITDA na lata 2024-26 dla grupy zagranicznych spółek reprezentujących sektor reklamy zewnętrznej).

### 2.1. Wycena metodą DCF

Do konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,8% (tj. równą obecnej rentowności rynkowej 10YPOLGB) w okresie dokładnych prognoz (następna dekada) oraz 5,0% w okresie rezydualnym, (ii) premię za ryzyko rynku akcji w Polsce na poziomie 5,9% (tak w okresie dokładnych prognoz jak i rezydualnym), (iii) nielewarowaną betę Spółki na poziomie 1,4x, (iv) nominalny wzrost *FCFF* w okresie rezydualnym na poziomie 2,0% (w scenariuszu bazowym). Naszą wycenę akcji pomniejszamy o szacowaną wartość udziałów udziałowców mniejszościowych w kluczowych operacyjnych spółkach zależnych. Nasza wycena uwzględnia wartość nominalną pożyczek udzielonych podmiotom niepowiązanym (tj. spoza Grupy). W wyniku wyceny metodą DCF FCFF szacujemy, w zależności od przyjętej stopy rezydualnego nominalnego wzrostu wolnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym, wartość akcji Spółki w przedziale 68-75 zł z wartością centralną na poziomie 71 zł.

**Tabela 1. Digital Network; Wycena metodą porównawczą**

(mln zł)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	>2034P
Sprzedaż	71,4	79,8	88,4	97,1	105,7	114,1	122,0	129,2	135,6	140,9	145,1	
<i>r/r</i>	11%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	
Skor. EBIT	28,1	32,1	36,4	40,0	43,6	47,1	50,3	53,3	56,0	58,2	59,9	
<i>r/r</i>	15%	14%	14%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	
Stawka CIT	19%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPLAT	22,9	25,3	28,8	31,6	34,4	37,2	39,8	42,1	44,2	46,0	47,3	
<i>r/r</i>	21%	11%	14%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	3%	
Amortyzacja	12,1	12,9	13,9	15,0	16,2	17,6	19,1	20,5	21,6	22,4	22,9	
RAT + WNiP	3,5	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,3	4,4	
Aktywa leasingowe	8,6	9,5	10,4	11,5	12,6	13,9	15,2	16,5	17,5	18,2	18,5	
Zmiana kapitału pracującego netto	-1,3	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	
Wydatki inwestycyjne (razem z kupnem udziałów w spółkach zależnych)	-12,9	-3,3	-3,6	-3,9	-4,1	-4,3	-4,5	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8	
Splata leasingu	-10,1	-11,3	-12,4	-13,6	-15,0	-16,5	-18,1	-19,6	-20,7	-21,6	-22,0	
<b>FCFF</b>	<b>10,7</b>	<b>22,7</b>	<b>25,7</b>	<b>28,2</b>	<b>30,7</b>	<b>33,1</b>	<b>35,5</b>	<b>37,7</b>	<b>39,7</b>	<b>41,5</b>	<b>43,0</b>	
<i>r/r</i>	-37%	113%	13%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	2%
<b>Koszt kapitału własnego</b>												
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	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%	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	1,4
Koszt kapitału własnego	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,3%
<b>Koszt długu</b>												
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,0%
Efektywna stopa podatkowa	18,6%	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	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,5%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>												
Waga kapitału akcyjnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Waga długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału akcyjnego	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,3%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,3%
Mnożnik dyskonta	1,00	1,01	1,15	1,32	1,50	1,71	1,95	2,23	2,54	2,90	3,30	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,99	0,87	0,76	0,67	0,58	0,51	0,45	0,39	0,35	0,30	
<b>Wartość bieżąca FCFF</b>	<b>-</b>	<b>22,5</b>	<b>22,3</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>19,4</b>	<b>18,2</b>	<b>16,9</b>	<b>15,6</b>	<b>14,3</b>	<b>13,0</b>	
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym												2,0%
WACC w okresie rezydualnym												13,3%
Wartość rezydualna												389,1
Bieżąca wartość wartości rezydualnej												117,8
Bieżąca wartość FCFF												184,1
Wartość udziałów udziałowców mniejszościowych w operacyjnych spółkach zależnych												24,2
Zadłużenie (gotówka) netto, bez leasingów												-10,4
Udzielone pożyczki												13,4
Dywidenda płatna między chwilą obecną a końcem roku												0,0
Wartość kapitału akcyjnego												301,5
Liczba akcji (mln)												4,2
<b>Wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy (zł)</b>												<b>71</b>

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 2. Digital Network; Wrażliwość wyceny DCF (zł/akcję) na wzrost w okresie rezydualnym i koszt kapitału w okresie rezydualnym**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	12,9%	13,1%	13,3%	13,5%	13,7%
1,0%	69	69	69	68	68
1,5%	71	70	70	69	69
2,0%	72	72	71	71	70
2,5%	74	73	73	72	72
3,0%	75	75	74	74	73

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

## 2.2. Wycena metodą porównawczą

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektor reklamy zewnętrznej. W naszej wycenie posługujemy się medianami wskaźników P/E i EV/EBITDA dla grupy porównawczej na lata 2024, 2025, 2026. Naszą wycenę opieramy o szacowany (przez nas) **proporcjonalnie konsolidowany** wynik EBITDA (z uwagi na udział udziałowców mniejszościowych w kluczowych operacyjnych spółkach Grupy). Oszacowana metodą porównawczą wartość akcji Spółki, mieści się w przedziale 75-102 zł, z wartością średnią na poziomie 91 zł na akcję.

Tabela 3. Digital Network; Wycena metodą porównawczą

Spółka	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Ströer SE SE & CO KGAA	GERMANY	15,6	12,2	10,0	6,8	6,1	5,6
APG SGA SA	SWITZERLAND	19,6	17,2	16,2	11,8	10,6	10,1
ELETROMIDIA SA	BRAZIL	24,5	18,0	14,5	10,5	9,0	7,9
CLEAR CHANNEL OUTDOOR	UNITED STATES	n/a	n/a	n/a	10,9	10,3	9,7
OUTFRONT MEDIA INC	UNITED STATES	13,0	22,2	19,2	12,6	12,0	11,4
ARABIAN CONTRACTING SERVICES	SAUDI ARABIA	22,2	22,1	16,3	11,1	8,6	7,1
JCDECAUX SE	FRANCE	12,9	11,3	10,4	8,5	7,9	7,4
LAMAR ADVERTISING CO-A	UNITED STATES	26,0	23,1	21,2	16,0	15,1	14,3
FOCUS MEDIA INFORMATION TE-A	CHINA	18,9	17,4	15,9	13,6	12,6	11,6
<b>Mediana</b>		<b>19,2</b>	<b>17,7</b>	<b>16,0</b>	<b>11,1</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>
Implikowana wartość akcji Digital Network (zł)		100	100	102	75	82	88
<b>Średnia implikowana wartość akcji Digital Network (zł)</b>		<b>91</b>					

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ SA

## 2.3. Podsumowanie wyceny

Nasza punktowa wycena w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, wynosi 81 zł na akcję Spółki (przy przedziale wyceny od 68 zł/akcję do 102 zł/akcję).

Tabela 4. Digital Network; Podsumowanie wyceny

Wycena DCF (50%)	71
Wycena porównawcza (50%)	91
<b>Ważona wycena akcji w horyzoncie 12 miesięcy</b>	<b>81</b>

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

## 3. Rynek DOOH

Cyfrowa reklama *Out-of-Home* (DOOH) to dynamiczne i oparte na technologii podejście do reklamy zewnętrznej. DOOH wykorzystuje cyfrowe ekrany i interaktywne wyświetlacze w celu dostarczania komunikatów reklamowych szerokiemu gronu odbiorców. W przeciwieństwie do tradycyjnych statycznych billboardów, DOOH umożliwia reklamodawcom **prezentowanie dynamicznych treści, filmów i elementów interaktywnych**, przekształcając powierzchnię reklamową w angażujące i wciągające platformy reklamowe.

Kluczowym elementem DOOH jest jego zdolność do wykorzystania technologii cyfrowej w celu dostarczania odpowiednich i **kontekstowych** treści. DOOH stał się integralną częścią szerszego krajobrazu marketingu cyfrowego, oferując reklamodawcom możliwość dotarcia do docelowych odbiorców w bardziej

spersonalizowany i wywierający wpływ sposób. Niezależnie od tego, czy jest to wielki billboard *LED* w ikonicznym punkcie miasta (np. na *Times Square* w Nowym Jorku, *Picadilly Circus* w Londynie lub dzielnicy *Shinjuku* w Tokio), czy cyfrowy kiosk w centrum handlowym, reklama *DOOH* opiera się na wykorzystaniu technologii, aby **przyciągnąć uwagę konsumentów będących w ruchu**.

**Reklama zewnętrzna** (w różnych formach – od ręcznie malowanych szyldów po drukowane plakaty) **istnieje od wieków**. Punktem zwrotnym dla niej było **przejście na technologię cyfrową**, zwiększając znacząco elastyczność i kreatywność w treści reklamowej. W ostatnich dekadach **postęp w technologii *LED*, analizie danych i łączności** wyniósł *DOOH* na nowy poziom; na początku obecnego wieku pojawiły się cyfrowe billboardy i od tego czasu branża przyspieszyła wzrost. **Integracja urządzeń mobilnych, danych w czasie rzeczywistym i interaktywności** jeszcze bardziej przekształciła reklamę *DOOH* w wszechstronne i wysoce skuteczne narzędzie marketingowe.

W dzisiejszej, charakteryzującej się szybkością zmian, erze cyfrowej, przyciągnięcie uwagi konsumentów jest większym wyzwaniem niż kiedykolwiek wcześniej. Reklama *DOOH* stała się kluczowym elementem nowoczesnych strategii marketingowych ze względu na jej **zdolność do przebijania się przez hałas i dostarczania komunikatów w obszarach o dużym natężeniu ruchu**. Istotność znaczenia *DOOH* wiąże się z jego możliwościami **adaptacji i skalowalności**. Reklamodawcy mogą kierować reklamy na określone grupy demograficzne, na bieżąco dostosowywać treść, a nawet integrować dane (takie jak aktualizacje pogody lub ruchu) w czasie rzeczywistym, aby zwiększyć trafność swoich komunikatów. Co więcej, *DOOH* stanowi „platformę kreatywności”, umożliwiając markom **eksperymentowanie z funkcjami interaktywnymi i treściami generowanymi przez użytkowników**. W miarę ciągłego postępu technologicznego **rola *DOOH* we współczesnym marketingu będzie prawdopodobnie dalej wzrastała**.

*DOOH* posiada **szereg zalet (przewag)** w porównaniu tak z (nad) „tradycyjną” reklamą *Out-of-Home* (*OOH*) jak i innymi tradycyjnymi formami reklamy:

- **Zwiększone zaangażowanie widzów dzięki dynamicznym wyświetlaczom.** Reklamy *DOOH* przyciągają widzów dynamicznymi wyświetlaczami, które są bardziej wciągające niż obrazy statyczne (np., wg. badań *GFKPolonia*, ruchoma reklama przyciąga uwagę 11x bardziej, niż reklama statyczna). W przeciwieństwie do statycznych billboardów, które wyświetlają tę samą treść przez dłuższy czas, *DOOH* umożliwia aktualizacje w czasie rzeczywistym i treści interaktywne; dynamiczne wyświetlacze mogą dostosowywać się do pory dnia, warunków pogodowych, a nawet treści generowanych przez użytkowników, dzięki czemu przekaz pozostaje aktualny i przyciąga wzrok (ten poziom zaangażowania wykracza poza zwykłą atrakcyjność wizualną; umożliwia reklamodawcom tworzenie wciągających doświadczeń, które na głębszym poziomie oddziałują na odbiorców, co ostatecznie prowadzi do lepszej świadomości marki i zaangażowania klientów).
- **Reklama ukierunkowana.** Reklama *DOOH* stanowi platformę dla precyzyjnie ukierunkowanych kampanii; dzięki analizie danych i technologii geolokalizacji, reklamodawcy mogą wskazać określone dane demograficzne i lokalizacje, dostarczając dostosowane komunikaty właściwym odbiorcom we właściwym czasie. Taki poziom *targetowania* nie tylko zwiększa skuteczność kampanii, ale



także minimalizuje zmarnowane wyświetlenia. Co więcej, *DOOH* umożliwia gromadzenie danych w czasie rzeczywistym, umożliwiając reklamodawcom mierzenie wpływu ich kampanii i wprowadzanie zmian na bieżąco.

- **Optymalizacja kampanii w czasie rzeczywistym.** *DOOH* umożliwia optymalizację kampanii w czasie rzeczywistym, umożliwiając reklamodawcom dostosowywanie kampanii w odpowiedzi na bieżące wydarzenia, opinie konsumentów lub poziomy zapasów.
- **Wysoki współczynnik zapamiętywania.** Reklamy *DOOH* charakteryzują się wysokim współczynnikiem zapamiętywania – z reguły 4 na 5 konsumentów przypomina sobie reklamy *DOOH*, które widzieli.
- **Elastyczność.** Dzięki *DOOH* reklamodawcy nie są zamknięci w jednym komunikacie przez dłuższy czas.
- **Interaktywność.** Reklama *DOOH* oferuje interaktywność (punkty kontaktu, doświadczenia rzeczywistości rozszerzonej), których tradycyjne *OOH* nie jest w stanie zapewnić. Wrażliwe na dotyk wyświetlacze umożliwiają odbiorcom reklam *DOOH* aktywną interakcję z treścią, zamieniając biernych widzów w aktywne uczestników; w centrach handlowych, na lotniskach i w innych obszarach o dużym natężeniu ruchu, interaktywne ekrany dotykowe umożliwiają użytkownikom przeglądanie katalogów produktów, dostęp do informacji lub dokonywanie zakupów bezpośrednio z wyświetlacza.
- **Integracja z urządzeniami mobilnymi.** Kody *QR*, technologia *NFC* (*Near Field Communication*) i aplikacje mobilne umożliwiają widzom interakcję z reklamami za pośrednictwem smartfonów, poprawiającą ogólne doświadczenie klienta (na przykład, przechodzień może zeskanować kod *QR* na wyświetlaczu *DOOH*, aby natychmiast uzyskać dostęp do dodatkowych informacji o produkcie lub otrzymać ekskluzywne rabaty – takie interaktywne funkcje nie tylko angażują odbiorców, ale także dostarczają reklamodawcom danych o użytkownikach na potrzeby przyszłych kampanii).
- **Usługi oparte na lokalizacji.** Usługi oparte na lokalizacji mają kluczowe znaczenie dla zdolności reklamy *DOOH* do dostarczania treści odpowiednich kontekstowo. Technologie *GPS* i *geofencing* umożliwiają reklamodawcom dostosowywanie komunikatów na podstawie lokalizacji widza. Na przykład sieć *fast foodów* może promować swoje pobliskie lokale wśród osób dojeżdżających do pracy autostradami.
- **Większa przyjazność dla środowiska.** Ekrany cyfrowe są bardziej przyjazne dla środowiska w porównaniu do drukowanych billboardów.
- **Efektywność kosztowa** z porównaniu z mediami tradycyjnymi. Możliwość zdalnego aktualizowania treści i docierania do określonych odbiorców oznacza, że reklamodawcy *DOOH* mogą w pełni wykorzystać swoje budżety, ograniczając straty i zapewniając, że ich komunikaty dotrą do właściwych osób, a operatorzy sieci *DOOH* ponoszą niskie koszty zarządzania kampaniami reklamowymi. Ponadto długoterminowa trwałość wyświetlaczy cyfrowych może skutkować niższymi kosztami konserwacji w porównaniu z tradycyjnymi billboardami.

- **Integracja z Internetem rzeczy (IoT; Internet of Things).** Internet rzeczy przeniknął świat *DOOH*, tworząc możliwości gromadzenia danych w czasie rzeczywistym i dynamicznego dostarczania treści. Billboardy i wyświetlacze obsługujące *IoT* mogą gromadzić dane na temat demografii odbiorców, poziomu zaangażowania i warunków środowiskowych. Dane te można następnie wykorzystać do dostosowywania treści w czasie rzeczywistym, zapewniając, że reklamy pozostaną trafne i angażujące. Co więcej, integracja *IoT* umożliwia zdalne monitorowanie i konserwację wyświetlaczy, redukując przestoje i poprawiając ogólną efektywność kampanii.
- **Zaawansowane pomiary i analityka.** *DOOH* zapewnia więcej różnorodnej analityki niż „tradycyjny” *OOH*, (wyświetlenia, wskaźniki zaangażowania konsumentów, itp.).

Najistotniejsze **obszary ryzyk** związanych z *DOOH* dotyczą:

- **naruszeń prywatności** (cienka granica między personalizacją a naruszeniem prywatności) i **bezpieczeństwa zbieranych danych**;
- **rosnącej konkurencji o najlepsze lokalizacje ekspozycyjne** (w obszarach o dużym natężeniu ruchu);
- **kwestii prawnych i regulacyjnych** (np. sprawa uchwały krajobrazowej w Warszawie i innych miastach)<sup>1</sup>;
- **zarządzania treścią i kontroli jakości**<sup>2</sup>.

Przyszłe tendencje w *DOOH* będą prawdopodobnie obejmować:

- **sztuczną inteligencję i uczenie maszynowe** (umożliwienie reklamodawcom tworzenia wysoce spersonalizowanych treści, dostosowanych do preferencji i zachowań poszczególnych widzów; analizując dane w czasie rzeczywistym, ekrany *DOOH* będą mogły dostosowywać treść, obrazy i komunikaty, aby zapewnić bardziej wciągające i trafne wrażenia<sup>3</sup>),
- **łącność 5G i transmisję danych w czasie rzeczywistym**,
- **integrację z inteligentnymi miastami**<sup>4</sup>,
- **obecność w pojazdach autonomicznych**,
- **powstanie i rozwój nowych formatów *DOOH***.

1 Potencjalnie istotnym ryzykiem dla Spółki mogą okazać się tzw. uchwały krajobrazowe mające w zamierzeniu uporządkować prawo reklamowe w przestrzeniach miejskich. Wejście w życie uchwały krajobrazowej w szczególności na terenie Warszawy oznaczałoby m.in. konieczność poniesienia dodatkowych kosztów niezbędnych do rekonstrukcji pewnej części nośników reklamowych posiadanych przez Spółkę. Ponadto uchwała prawdopodobnie ograniczyłaby wprowadzanie na rynek nowoczesnych rozwiązań technologicznych. Pozostaje to w sprzeczności ze światowymi trendami i kierunkami rozwoju reklamy zewnętrznej, charakterystycznymi dla aglomeracji miejskich typu *Smart City*, promujących wykorzystywanie innowacyjnych technologii i ekspozycję wielkoformatowych nośników cyfrowych. Wprowadzenie uchwały krajobrazowej w Warszawie stanowiłoby zatem potencjalnie istotne ryzyko dla Spółki. Analizując obecną sytuację, zarząd Spółki ocenia, iż uchwała krajobrazowa na terenie Warszawy, stanowiącym główny rynek działalności Spółki, nie zostanie wprowadzona w życie w ciągu najbliższych kwartałów, a być może nawet w ciągu najbliższych lat. Ma to związek ze skomplikowaną sytuacją prawną, związaną m.in. z uznaniem niekonstytucyjności zapisów uchwały zaproponowanej w 2020 roku. Dodać należy, iż w przypadku ewentualnego wejścia w życie uchwały w nowym kształcie, będzie ona przewidywać okres przejściowy na dostosowanie się do wprowadzonych regulacji. W zależności od posiadanych nośników okres przejściowy może wynosić od 2 do 5 lat.

2 Zarządzanie treścią w reklamie *DOOH* obejmuje aktualizacje w czasie rzeczywistym, dynamiczne tworzenie treści i zapewnienie stałej jakości na różnych ekranach. Może to stanowić wyzwanie logistyczne, szczególnie dla reklamodawców dysponujących rozległą siecią cyfrowych billboardów. Zapewnienie, że treść pozostaje aktualna, wolna od błędów i zgodna z komunikatem marki, może okazać się wymagające.

3 Na przykład, jeśli cyfrowy billboard wykryje, że podczas meczu znajduje się w pobliżu stadionu sportowego, może wyświetlić treści związane ze sportem, aby przyciągnąć uwagę przechodzących entuzjastów sportu, zwiększając zaangażowanie odbiorców i skuteczność kampanii *DOOH*.

4 Inteligentne miasta są wyposażone w czujniki, kamery i systemy analizy danych, które można wykorzystać do ulepszenia kampanii *DOOH* (np. wyświetlanie w czasie rzeczywistym informacji o ruchu drogowym, aktualizacji pogody, alertów bezpieczeństwa; integracja *DOOH* z systemami transportu publicznego – kierowane reklamy osobom dojeżdżającym do pracy na podstawie ich tras i preferencji).

Segment *DOOH* jest obecnie jednym z najszybciej rosnących segmentów rynku reklamowego na świecie – o dynamice wzrostu (w zależności od regionu świata) od kilkunastu do ponad 20% rocznie; wg. prognoz *Markets&Markets*, globalny rynek *DOOH* będzie rósł przez następne dwa lata w tempie >22% rocznie.

Wg. *Publicis Groupe*, w latach 2020-2023 rynek *DOOH* w Polsce<sup>5</sup> wzrósł do 160 mln PLN (z 45 mln PLN), w tempie CAGR = 53%; w kolejnych latach oczekiwaliśmy jego wzrostu w tempie minimum kilkunastu procent rocznie.

Udział reklamy cyfrowej w całym rynku reklamy zewnętrznej w Polsce wynosił w 2021 roku ok. 15% i wzrósł do ok. 24% w roku ubiegłym<sup>6</sup> (standardem w Europie<sup>7</sup> jest poziom ok. 40%; również w przypadku globalnego rynku, *DOOH* stanowi ponad 40% rynku *OOH*, a w przypadku krajów rozwiniętych – między 60 a 70%). Należy oczekiwać dalszego (istotnego, naszym zdaniem) wzrostu tego udziału w kolejnych latach. Wg. wspomnianego wyżej raportu *OOHIG* i *STARCOM*, udział *DOOH* w rynku *OOH* w Polsce wyniósł w 1Q24 prawie 26%.

**W II kwartale 2024 roku polski rynek cyfrowej reklamy zewnętrznej (DOOH) osiągnął wartość 59,7 mln zł, co stanowi wzrost o 37,2% r/r.<sup>8</sup>** Digital OOH staje się coraz bardziej istotnym segmentem reklamy, zajmując obecnie 27,3% udziału w całym rynku *OOH*. Wzrost ten napędzają rozwój technologiczny i automatyzacja zakupów reklam, a także rosnące zainteresowanie nośnikami cyfrowymi w przestrzeniach zamkniętych, takich jak galerie handlowe, dworce i pojazdy komunikacji miejskiej.

Zmiany w technologii *DOOH* odzwierciedlają globalne trendy, które zwiększają jego rolę na rynku reklamy zewnętrznej. W ostatnich latach liczba dostępnych nośników cyfrowych znacznie się zwiększyła, a ich zastosowanie umożliwia bardziej precyzyjne dotarcie do odbiorców dzięki technologii programatycznej. Prace nad ujednoczeniem pomiaru widowni oraz włączeniem cyfrowych nośników do badania *Mediapanel* mogą dodatkowo zwiększyć przejrzystość rynku i efektywność kampanii reklamowych. Liderami rynku Digital OOH w Polsce są m.in. Screen Network, AMS i Ströer.

Warto podkreślić, że reklama w przestrzeniach zamkniętych zyskuje na znaczeniu, a jej popularność wzrasta zarówno w dużych miastach, jak i mniejszych miejscowościach, gdzie często stanowi jedyną formę reklamy. Dzięki dynamicznemu rozwojowi *DOOH*, sektor ten będzie nadal odgrywał kluczową rolę w polskim rynku reklamy zewnętrznej.

*Kantar Media* szacuje udział Spółki w krajowym rynku *DOOH* (wyrażonym w danych cennikowych) w 2023 roku na ok. 48%. Udział Spółki w rynku *DOOH* mierzonym przychodami (obejmującym firmy nieraportujące do *IGRZ*) można, naszym zdaniem, zgrubnie szacować na ok. 20%.

5 Należy zwrócić uwagę na to, iż część firm posiadających własne nośniki reklamowe (ogólnopolskie sieci marketów spożywczo-przemysłowych (*Dino*, *Biedronka*, *Auchan*, *Aldi*, *Leclerc*), sieci supermarketów remontowo-budowlanych (*Leroy Merlin*, *Castorama*) i sprzętu elektronicznego (*Media Expert*), ale też czysto outdoorowa spółka *Ströer*) nie raportuje swojej sprzedaży do Izby Gospodarczej Reklamy Zewnętrznej. W konsekwencji dane podawane przez *IGKZ* są istotnie niedoszacowane; według oceny *Kantar Media*, segment *DOOH* w Polsce mógł być warty ok. 400 mln PLN na koniec 2023 roku.

6 Szacunki w oparciu o dane *Publicis*.

7 Wg. *the World Out of Home Organization 2023*.

8 Wg. *OOHlife* Izby Gospodarczej (dawne *IGRZ*)

## 4. Spółka

### 4.1. Historia i struktura Grupy

**2003** – założenie Digital Network (jako 4fun.tv Sp. z o.o.). Spółka początkowo prowadziła własny kanał telewizyjny, 4fun.tv, o profilu muzyczno-rozrywkowym, skierowanym do grupy docelowej w wieku 16-49 lat.

**2010** – debiut na Rynku Głównym GPW (jako 4fun Media).

**2014** – początek dywersyfikacji działalności; inwestycja w popkulturowo-technologiczny serwis naekranie.pl.

**2015** – zakup większościowego pakietu akcji Screen Network, spółki działającej w branży *DOOH*; akwizycja agencji reklamowej Bridge2Fun

**2018** – rozszerzenie działalności o marki e-commerce (Mustache.pl, Cupsell.pl, MarsfromVenus.com, NaImpreze.pl, PingBig.com), specjalizujące się w produkcji i sprzedaży spersonalizowanych produktów (głównie odzieżowych).

**2019** – spadek oglądalności kanałów telewizyjnych, straty segmentu e-commerce i utrata istotnych klientów agencji reklamowej powodują decyzję o wprowadzeniu planu naprawczego; plan ten obejmował zamknięcie lub ograniczanie nierentownych przedsięwzięć. Zwiększono inwestycje w obiecujący segment *DOOH*.

**2020** – sprzedaż udziałów w spółkach z obszaru e-commerce, segmentu telewizyjnego oraz agencji reklamowych; przeznaczenie wpływów m.in. na zapewnienie płynności finansowej i rozwój obszaru reklamy *DOOH*.

**2022** – zmiana nazwy Spółki na Digital Network.

**2023** – sprzedaż posiadanych udziałów w spółce naEkranie.pl Sp. z o.o.

**Maj 2024** – uchwalenie polityki dywidendowej na lata 2024-2025

### 4.2. Akcjonariat

Dominującym akcjonariuszem Spółki jest EPICOM Ltd., który posiada ponad 64% akcji i głosów (Digital Network nie posiada akcji uprzywilejowanych co do głosu). EPICOM Ltd. jest podmiotem zależnym od Dariusza Stokowskiego – pomysłodawcy i założyciela telewizji 4fun.tv. Na dzień 15 maja 2024 roku AgioFunds TFI SA posiadał 6,57% akcji Spółki. 3 czerwca 2024 roku poinformowano o zmniejszeniu udziału AgioFunds TFI SA do 4,98%.

### 4.3. Struktura grupy

Poniższa tabela opisuje spółki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej Digital Network. Kluczowa działalność operacyjna jest wykonywana przez spółki Screen Network SA i Screen Network Sp. z o.o.

**Tabela 5. Digital Network; Struktura Grupy**

Nazwa spółki	Opis	Procent głosów posiadanych przez Digital Network
Digital Network S.A.	jednostka dominująca, która sprawuje nadzór właścicielski nad pozostałymi spółkami wchodzącymi w skład Grupy Kapitałowej	-
Screen Network S.A.	spółka zarządzająca infrastrukturą reklamową, którą tworzy sieć ekranów	92%
Screen Network Sp. z o. o.	spółka pośrednicząca w sprzedaży czasu reklamowego oraz zarządzająca infrastrukturą reklamową	93%
Dooh.Net Sp. z o. o.	spółka prowadząca działalność wspomagającą dla spółek w segmencie DOOH	85%
Program Sp. z o. o.	spółka prowadząca dystrybucję, wsparcie i marketing tematycznych kanałów tv	100%
Bridge2fun Sp. z o. o.	jednostka stowarzyszona prowadząca działalność agencji reklamowej	49%
4 Communication Sp. z o. o.	jednostka stowarzyszona) dedykowana do prowadzenia działalności agencji reklamowej	49%
Dissolve Festival Sp. z o. o.	jednostka stowarzyszona) – spółka prowadząca działalność wspomagającą wystawianie przedstawień artystycznych	49%
NAIMPREZE.PL Sp. z o. o.	spółka prowadząca wcześniej sprzedaż towarów przez Internet (obecnie działalność zamrożona)	97%
4FUN BEAST Sp. z o. o.	spółka obecnie nie prowadzi działalności	100%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

## 4.4. Model biznesowy

Digital Network sprzedaje **czas reklamowy w największej w Polsce** (obejmującej >20 tysięcy) **sieci ekranów cyfrowych LED i LCD (Digital Out Of Home – DOOH)**<sup>9</sup> znajdujących się w 315 miastach w Polsce i docierających dziennie do ok. 6,5 mln odbiorców (13 mln kontaktów).

Digital Network posiada **cztery typy nośników**:

- ekrany klasy *Super Size Screen* (najbardziej spektakularna kategoria, z reguły zlokalizowane w centralnych punktach miast (np. Hotel Marriott Warszawa, Plac Unii Warszawa, Dworzec Warszawa Centralna);
- wielkoformatowe formaty *LED CITY* (zlokalizowane przy największych i najbardziej uczęszczanych ulicach głównych miast; np. ulica Krucza w Warszawie),
- ekrany „on the go” (znajdujące się na dworcach kolejowych (np. Warszawa Centralna, Warszawa Wschodnia, Kraków Główny, Poznań Główny), przy kasach *PKP Intercity* oraz na lotniskach w sieciach *Relay*, *Discover* i *Virgine*),
- (najliczniejsze) ekrany *indoor* („shopping & free time”; obecne w wielkopowierzchniowej sieci *Media Saturn Holding*, w galeriach handlowych, salonach prasowych *Inmedio* i *Hubiz* oraz w siłowniach *CityFit*).

Całość infrastruktury reklamowej *Digital Network* jest mocno **zdywersyfikowana** pod względem lokalizacji i wielkości, co pozwala oferować atrakcyjne zasięgi i dotarcie do precyzyjnie określonych grup konsumentów.

<sup>9</sup> DOOH reprezentował w roku ubiegłym ok. 98% łącznych przychodów; aktywa reprezentujące pozostałe 2% przychodów zostały zbyte.

W mediach reklamowych najważniejsze jest **osiągnięcie masy krytycznej zasięgów** (osiągniętej już przez Spółkę), której przekroczenie gwarantuje dotarcie do wyższych budżetów. Z racji posiadanej infrastruktury reklamowej oraz wypracowanej pozycji rynkowej (lider rynku) domy mediowe traktują Spółkę jako **lidera kategorii cyfrowej reklamy zewnętrznej** w Polsce, a coraz większa liczba reklamodawców uwzględnia nośniki *LED* jako istotną pozycję w mediaplanach.

**Model biznesowy** Spółki charakteryzuje się:

- **dobrymi perspektywami wzrostu** (z uwagi na trwający proces migracji tradycyjnej reklamy zewnętrznej na reklamę cyfrową oczekuje się rocznego tempa wzrostu rynku reklamy *DOOH* w kolejnych kilku latach rzędu minimum kilkunastu procent),
- (po osiągnięciu efektu skali, który został już osiągnięty przez Digital Network) **wysoką rentownością** (marża EBITDA >50%),
- relatywnie **niskimi nakładami kapitałowymi** (duża sieć ekranów już została zbudowana, średni „czas życia” ekranu to ok. 10 lat),
- **umiarkowanym** tylko **zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy netto** (i co za tym idzie mocnymi operacyjnymi przepływami pieniężnymi),
- **akumulacją gotówki** (konsekwencja poprzednich trzech punktów), umożliwiającą redystrybucję większości zysków do akcjonariuszy.

**Wysoka rentowność** modelu biznesowego Spółki jest z kolei konsekwencją:

- (w miarę) **stałych kosztów bezpośrednich utrzymania sieci** (czynsze, prąd, konserwacja),
- **niskich kosztów zarządzania kampaniami reklamowymi** (inherentna cecha *DOOH*, dająca jej istotną przewagę konkurencyjną nad „tradycyjną” reklamą *OOH*),
- ok. **3-krotnie większej od obecnie zakontraktowanej pojemności sieci** (umożliwiającej dalszy wzrost przychodów bez ponoszenia dodatkowych istotnych nakładów kapitałowych),
- **zwiększania udziału** (bardziej rentownej) **sprzedaży bezpośredniej** w łącznych przychodach.

## 5. Strategia

Strategia Digital Network zakłada:

- **koncentrację działalności na rynku DOOH** – cyfrowej reklamy zewnętrznej (działalność w obszarach niezwiązanych bezpośrednio z rynkiem DOOH została w zdecydowanej większości zaprzestana/ zbyta),
- **akwizycję lokalizacji premium** (ekranów *LED Premium* w najbardziej trafficowych punktach miast oraz w pobliżu ikonicznych lokalizacji) w tempie ok. 10%/rok,
- systematyczny rozwój sieci (wzrost liczby ekranów *indoor & outdoor*) w tempie ok. 10-15% rocznie (**wzrost pojemności sieci** o co najmniej 10% rocznie),
- **wzrost wykorzystania** (wyprzedania) *inventory* (o ok. 10% rocznie), z długoterminowym celem na poziomie ok. 80% w wysokim sezonie,
- **wzrost cen reklam** (o ok. 10% rocznie),
- **wzrost udziału** (charakteryzującej się (nieco) wyższą marżą) **sprzedaży bezpośredniej** w łącznej sprzedaży,
- kontrolę kosztów (poprzez, np. optymalizację procesów wewnątrz organizacji, renowację umów wynajmu powierzchni i energii elektrycznej, itp.) i maksymalizację zysków,
- coroczną **wypłatę dywidendy** (począwszy od zysku za rok 2022, polityka dywidendy przyjęta w maju br.),
- **budowę** (jeśli okoliczności na to pozwolą, w oparciu o akwizycje) **nowego biznesu** wykazującego synergię z obecną działalnością DOOH.

## 6. Wyniki i prognozy finansowe

**Istotne założenie.** Nasze prognozy opieramy na założeniu, że potencjalna uchwała krajobrazowa w Warszawie nie wejdzie w życie lub jej wejście w życie nie będzie miało istotnego negatywnego wpływu na rozwój DOOH i Spółki.

**Przychody ze sprzedaży.** Po sprzedaży zdecydowanej większości biznesów niezwiązanych z działalnością podstawową, prawie wszystkie przychody ze sprzedaży pochodzą z DOOH (98% w 2023 roku, 98% w 1H24). W ostatnich dwóch latach przychody Spółki podwoiły się z 32 mln zł w 2021 roku do 64 mln zł w 2023 roku. Przychody za I-III kw. 2024 r. również wykazały się wysoką dynamiką (+14% r/r). Sprzedaż zgodnie ze strategią na lata 2023-2027 powinna rosnąć dzięki (i) systematycznemu rozwojowi sieci ekranów, (ii) akwizycjom lokalizacji premium, (iii) wzrostowi cen reklam oraz (iv) wzrostowi stopnia wykorzystania *inventory*.

**Rentowność.** Dzięki osiągnięciu efektu skali oraz ścisłej dyscyplinie kosztowej, działalność Spółki charakteryzuje się wysoką rentownością. W 2022/ 2023 roku skorygowana marża EBIT wyniosła 31%/ 38%, a skorygowana marża EBITDA 50%/ 55%. Rosnące wykorzystanie obecnie istniejącej sieci może przyczynić się do dalszej poprawy rentowności w najbliższych latach.

**Generacja FCFE.** Wysoka marżowość biznesu Spółki połączona z niewielkim zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy i wydatki inwestycyjne przekłada się na generowanie wysokich wolnych przepływów pieniężnych.

**Sezonowość.** Sezonowo najsilniejszymi kwartałami są drugi i czwarty, podczas gdy relatywnie słabsze są kwartały pierwszy i trzeci. W poszczególnych kwartałach 2023 roku skorygowana marża EBIT wyniosła odpowiednio 17%/ 41%/ 48%/ 38%. Trzeci kwartał zeszłego roku okazał się najlepszy pod względem osiągniętej marży (pomimo niskiego sezonu), nie jest to jednak zjawisko typowe.

**Kapitał obrotowy netto.** Działalność Spółki nie wymaga istotnego finansowania kapitału obrotowego netto. Stosunek kapitału obrotowego netto do sprzedaży wyniósł około 10% w ostatnich latach i oczekujemy utrzymania się tej relacji.

**Zadłużenie.** Spółka nie posiada zadłużenia odsetkowego (brak kredytów bankowych i obligacji). Spółka posiada zobowiązania z tytułu leasingu finansowego (24 mln zł na koniec I poł. 24), na które składają się w większości zobowiązania z tytułu podpisanych umów najmu powierzchni reklamowych (co do zasady nie traktujemy tej pozycji jako dług odsetkowy). Na koniec III kw. 2024 r. Spółka posiadała 15 mln zł gotówki netto.

**Pożyczki dla podmiotów spoza grupy.** W celu zyskowego zagospodarowania istotnych nadwyżek finansowych, Spółka udziela pożyczek podmiotom spoza Grupy, które są zabezpieczone na nieruchomościach pożyczkobiorców. Wartość udzielonych pożyczek podmiotom spoza Grupy na koniec 2023 roku wyniosła 13 mln zł, a odsetki z tytułu tych pożyczek wyniosły ponad 1 mln zł w całym 2023 roku. Zdecydowana większość udzielonych pożyczek to pożyczki krótkoterminowe. Wraz z uchwaleniem polityki dywidendowej w maju 2024 roku, Spółka zamierza stopniowo wygaszać działalność związaną z udzielaniem pożyczek podmiotom spoza grupy.

**Wydatki inwestycyjne.** Spółka jest po wymianie wszystkich swoich nośników reklamowych, a długość użytkowania jednego nośnika wynosi co najmniej 10 lat. Spółka czasem wymienia swoje nośniki zanim skończy się ich okres użytkowania, aby zaoferować klientom nowocześniejsze nośniki. Niemniej jednak, koszt nowych nośników jest relatywnie niski. Wydatki na rzeczowe aktywa trwałe wyniosły 3,5 mln zł w ubiegłym roku. W 2024 roku oczekujemy wydatków rzędu ok. 4 mln zł (nie uwzględniając wydatków na nabycie udziałów w spółkach zależnych).

**Dywidenda.** W maju bieżącego roku została uchwalona polityka dywidendowa na lata 2024-2025. Dywidenda za 2024 rok: kwota dywidendy nie będzie niższa niż 20 mln zł, a pierwsza transza (10 mln zł; 2,41 zł na akcję) zostanie wypłacona w grudniu 2024 roku. Łącznie na dywidendę zostanie przeznaczony od 75% do 100% jednostkowego zysku, ale nie więcej niż 100% skonsolidowanego zysku. Dywidenda za 2025 rok: na dywidendę zostanie przeznaczony od 75% do 100% jednostkowego zysku, ale nie więcej niż 100% skonsolidowanego zysku. Od 40% do 50% kwoty dywidendy może być wypłacone w formie zaliczki w grudniu 2025 roku.



**Wyniki za III kw. i I-III kw. 2024 roku.** Przychody Spółki za III kw. 2024 r. były zgodne z publikowanymi wcześniej danymi wstępnymi. Rentowność uległa niewielkiemu spadkowi, należy jednak pamiętać, że III kw. 2023 r. był wyjątkowo dobry pod względem sprzedaży, co przełożyło się też na wysoką rentowność. Rentowność uzyskaną w III kw. 2024 r. uznajemy za wysoce zadowalającą.

W I-III kw. 2024 r. wyniki Spółki poprawiły się o 14-16% r/r na poziomie sprzedaży, skor. EBITDA i skor. EBIT. Skor. zysk netto, wspierany wysokimi przychodami odsetkowymi, wzrósł o 40% r/r.

**Tabela 6.** Digital Network; Wyniki III kw. i I-III kw. 2024 roku

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	III kw. 2024	III kw. 2023	r/r	I-III kw. 2024	I-III kw. 2023	r/r
Sprzedaż	18,6	16,9	10%	47,4	41,6	14%
EBITDA	11,4	10,7	7%	27,0	23,4	15%
Skor. EBITDA	11,4	10,7	6%	27,0	23,6	14%
EBIT	8,3	8,0	3%	18,0	15,6	16%
Skor. EBIT	8,3	8,1	3%	18,0	15,8	14%
Zysk netto	6,5	10,8	-40%	14,8	16,3	-9%
Skor. zysk netto	6,5	5,0	31%	14,8	10,6	40%
Marża EBITDA	61,0%	63,1%	1,0 pp	57,0%	56,4%	0,6 pp
Skor. marża EBITDA	61,0%	63,2%	-2,3 pp	57,0%	56,9%	0,1 pp
Marża EBIT	44,4%	47,6%	-3,2 pp	38,1%	37,5%	0,5 pp
Skor. marża EBIT	44,4%	47,7%	-3,3 pp	38,1%	38,0%	0 pp
Marża zysku netto	35,2%	64,1%	-28,9 pp	31,3%	39,1%	-7,9 pp
Skor. marża zysku netto	35,2%	29,6%	5,6 pp	31,3%	25,5%	5,7 pp

Źródło: Spółka

**Prognoza na 2024 rok.** W 2024 roku spodziewamy się wzrostu przychodów o ok. 11% r/r wskutek (i) rozwoju sieci ekranów, (ii) wzrostu wykorzystania *inventory* oraz (iii) wzrostu cen reklam. Oczekujemy skor. marży EBITDA/ EBIT rzędu ok. 56%/ 39% dzięki wzrostowi wykorzystania *inventory*. Spodziewamy się podobnego raportowanego zysku netto r/r i wzrostu skor. zysku netto o ok. 25% r/r. Podsumowując, prognozujemy przychody/ skor. EBITDA/ skor. EBIT/ skor. zysk netto w wysokości 71/ 40/ 28/ 22 mln zł, 11%/ 15%/ 15%/ 29% r/r. Nasze prognozy na 2024 rok są zbliżone do prognozy Zarządu opublikowanej pod koniec listopada 2024 roku.

**Prognoza na kolejne lata.** Zakładamy dynamiki wzrostu przychodów w latach 2025-26 rzędu „małych” kilkunastu procent oraz ich stopniowe wygaszanie począwszy od 2027 roku. Marże Spółki w długim okresie powinny być wspierane rosnącym wykorzystaniem *inventory* oraz wzrostem (charakteryzującej się nieco wyższą marżą) sprzedaży bezpośredniej, z drugiej jednak strony rosnąca konkurencja może mieć, *ceteris paribus*, niekorzystny wpływ na rentowność. Dlatego przyjmujemy lekki wzrost marż w latach 2025-2026 oraz względnie stabilne marże w długim okresie.

## 7. Sprawozdania finansowe (skons. MSFF)

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

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Sprzedaż</b>	<b>32,1</b>	<b>48,4</b>	<b>64,3</b>	<b>71,4</b>	<b>79,8</b>	<b>88,4</b>
Koszt własny sprzedaży	-18,4	-23,9	-26,8	-30,4	-33,2	-35,9
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>13,6</b>	<b>24,5</b>	<b>37,5</b>	<b>40,9</b>	<b>46,5</b>	<b>52,5</b>
Koszty sprzedaży	-1,4	-1,6	-3,8	-3,8	-4,2	-4,7
Koszty ogólnego zarządu	-5,6	-7,6	-8,5	-9,0	-10,1	-11,2
Pozostałe przychody operacyjne	3,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-0,3	-0,8	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2
Odpis wartości firmy	0,0	-0,2	-1,7	0,0	0,0	0,0
EBITDA	17,2	23,9	33,3	40,2	45,0	50,3
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>14,0</b>	<b>24,0</b>	<b>35,1</b>	<b>40,2</b>	<b>45,0</b>	<b>50,3</b>
EBITDA bez leasingu	12,8	17,8	25,9	31,6	35,5	39,9
<b>Skor. EBITDA bez leasingu</b>	<b>9,6</b>	<b>18,0</b>	<b>27,7</b>	<b>31,6</b>	<b>35,5</b>	<b>39,9</b>
EBIT	9,6	14,6	22,7	28,1	32,1	36,4
<b>Skor. EBIT</b>	<b>6,4</b>	<b>14,8</b>	<b>24,5</b>	<b>28,1</b>	<b>32,1</b>	<b>36,4</b>
Przychody finansowe	0,8	0,7	2,6	4,2	2,6	2,7
Koszty finansowe	-0,9	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-2,0
Wynik na sprzedaży jednostek zależnych	0,0	-0,4	7,5	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	9,5	13,1	31,0	30,6	32,9	37,2
<b>Skor. zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>9,5</b>	<b>13,3</b>	<b>25,2</b>	<b>30,6</b>	<b>32,9</b>	<b>37,2</b>
Podatek dochodowy	-0,9	-3,5	-6,9	-5,7	-6,9	-7,8
Działalność zaniechana	1,4	1,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Udział mniejszości	2,0	2,4	3,4	2,9	2,1	2,3
Zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej	8,1	8,5	21,3	22,0	23,9	27,0
<b>Skor. zysk netto akcjonariuszy jednostki dominującej</b>	<b>5,7</b>	<b>8,7</b>	<b>17,0</b>	<b>22,0</b>	<b>23,9</b>	<b>27,0</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. Digital Network; Bilans**

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Majątek trwały	25,7	23,0	21,3	30,8	30,7	30,9
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	13,2	17,1	22,0	25,3	27,8	30,6
Majątek finansowy	1,2	1,9	13,4	13,4	13,4	13,4
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	8,4	13,6	13,7	15,7	17,5	19,4
Środki pieniężne	8,6	12,5	25,4	10,4	12,9	16,5
Pozostałe	5,7	10,1	5,7	6,1	6,5	6,8
<b>Aktywa</b>	<b>62,8</b>	<b>78,3</b>	<b>101,5</b>	<b>101,6</b>	<b>108,8</b>	<b>117,7</b>
Kapitały własne	30,3	39,0	57,3	52,8	56,1	60,7
Kapitał mniejszości	3,0	3,2	3,0	3,7	4,0	4,5
Zobowiązania leasingowe	17,6	19,8	24,2	27,5	30,0	32,8
Zadłużenie odsetkowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	6,7	8,6	7,9	8,6	9,6	10,6
Pozostałe	5,2	7,6	9,1	9,1	9,1	9,1
<b>Pasywa</b>	<b>62,8</b>	<b>78,3</b>	<b>101,5</b>	<b>101,6</b>	<b>108,8</b>	<b>117,7</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>14,9</b>	<b>19,7</b>	<b>31,4</b>	<b>33,5</b>	<b>37,2</b>	<b>41,7</b>
Zysk netto (łącznie z udziałowcami mniejszościowymi)	10,1	10,9	24,7	24,9	26,0	29,4
Amortyzacja	7,6	9,3	10,6	12,1	12,9	13,9
Zmiana majątku obrotowego	-0,5	-4,2	-0,7	-1,3	-0,8	-0,9
Pozostałe	-2,3	3,7	-3,3	-2,2	-0,8	-0,6
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>4,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-8,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>
Nakłady inwestycyjne (bez kupna udziałów w spółkach zależnych)	-0,4	-3,4	-3,5	-4,0	-3,3	-3,6
Odsetki otrzymane	0,0	0,3	1,2	4,2	2,6	2,7
Pozostałe (w tym kupno udziałów w spółkach zależnych)	4,7	-0,9	-2,1	-8,9	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,1</b>	<b>-14,9</b>	<b>-39,8</b>	<b>-34,0</b>	<b>-37,2</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	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Płatności leasingu (kapitał)	-6,2	-7,8	-7,5	-8,6	-9,5	-10,4
Wypłata dywidend akcjonariuszom Digital Network	0,0	0,0	-3,0	-27,1	-20,9	-22,9
Wypłata dywidend udziałowcom mniejszościowym	-1,0	-2,5	-2,9	-2,3	-1,8	-1,9
Odsetki od leasingów i inne	-0,7	-0,9	-1,4	-1,8	-1,8	-2,0
<b>Zmiana środków pieniężnych za rok</b>	<b>8,1</b>	<b>4,6</b>	<b>12,1</b>	<b>-15,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 10. Digital Network; Wskaźniki finansowe**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zadłużenie/Kapitały własne	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	3%	6%	6%	7%	7%	8%
Wskaźnik bieżący	1,1	1,7	2,3	1,7	1,8	2,0
Wskaźnik szybki	1,1	1,7	2,3	1,7	1,8	2,0
Sprzedaż/ Aktywa ogółem	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
Capex / Sprzedaż	1%	9%	7%	6%	4%	4%
Kapitał pracujący netto / Sprzedaż	5%	10%	9%	10%	10%	10%
Rotacja zapasów w dniach	0	0	0	0	0	0
Rotacja należności w dniach	96	103	78	80	80	80
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	133	131	107	103	105	108
Cykl obrotu gotówki w dniach	-37	-29	-29	-22	-25	-27
Skor. ROA	9,0%	11,1%	19,0%	21,6%	22,7%	23,9%
Skor. ROE	18,7%	22,2%	35,3%	39,9%	43,9%	46,2%
<b>Marże:</b>						
Skor. EBITDA	43,7%	49,7%	54,6%	56,4%	56,4%	56,9%
Skor. EBITDA bez leasingu	29,9%	37,2%	43,0%	44,3%	44,5%	45,1%
Skor. EBIT	20,0%	30,5%	38,1%	39,4%	40,2%	41,2%
Skor. zysk netto	17,7%	17,9%	26,5%	30,8%	30,0%	30,6%
<b>Nominalny wzrost</b>						
Sprzedaż	22%	51%	33%	11%	12%	11%
Skor. EBITDA	89%	71%	46%	15%	12%	12%
Skor. EBITDA bez leasingu	155%	88%	54%	14%	12%	12%
Skor. EBIT	6707%	131%	66%	15%	14%	14%
Skor. zysk netto	b.z.	53%	96%	29%	9%	13%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Digital Network; Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Skor. EPS (zł)	1,36	2,08	4,09	5,27	5,74	6,49
Sprzedaż (mln zł)	32,1	48,4	64,3	71,4	79,8	88,4
Marża zysku brutto na sprzedaży (%)	43%	51%	58%	57%	58%	59%
EBIT (mln zł)	9,6	14,6	22,7	28,1	32,1	36,4
EBITDA (mln zł)	17,2	23,9	33,3	40,2	45,0	50,3
Skor. zysk netto (mln zł)	5,7	8,7	17,0	22,0	23,9	27,0
Dług netto (mln zł)	-8,6	-12,5	-25,4	-10,4	-12,9	-16,5
Wartość księgowa na 1 akcję (zł)	7,26	9,37	13,77	12,68	13,48	14,58
Dywidenda na 1 akcję (zł)	0,00	0,00	0,73	4,10	4,85	5,16
ROE	27%	25%	44%	40%	44%	46%
ROA	13%	12%	24%	22%	23%	24%
Amortyzacja (mln zł)	7,6	9,3	10,6	12,1	12,9	13,9
FCF (mln zł)	8,3	8,5	20,4	12,0	24,4	27,7
CAPEX (mln zł)	0,4	3,4	3,5	12,9	3,3	3,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem 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 odroczonek.

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 wymagają tego dane przypadku.

## 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	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	44	26	7	5	0	5
Procenty	51%	30%	8%	6%	0%	6%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	28	38	11	5	0	5
Procenty	32%	44%	13%	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.

**Odписы 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 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.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	5	0	1	0	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	2	6	1	1	0	2
Procenty	17%	50%	8%	8%	0%	17%

**Recommendation tracker**

Analityk	Rekomendacja fundamentalna	Rekomendacja relatywna	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Digital Network</b>							
Mikołaj Stępień/ Sobiestaw Pająk	Bez rekomendacji	Bez rekomendacji	27.11.2024	-	27.11.2024	48,90	81,00 –

\* 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: 27 października 2024 r., godz. 19:40.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 27 października 2024 r., godz. 19:50.

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

#### 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)

**Lukasz 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 Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

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