



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Kurs spółki, licząc od 2013 roku, zachowuje się z decydującą pozytywnie na tle innych podmiotów z obszaru media/rozrywka notowanych na GPW. Uważamy, że po serii silnych wzrostów na obecnym etapie (z perspektywy średnioterminowej) większość pozytywnych impulsów została już uwzględniona w wycenie ATM Grupa. Dlatego decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Trzymaj z ceną docelową 3.62 PLN/akcję. Przy obecnej cenie rynkowej spółka jest handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2014-2015 na poziomie 9.1x i 8.8x. Decydując się na zmianę zalecenia uwzględniamy również scenariusz, że w najbliższych kwartałach wygaśnie pozytywna dynamika poprawy wyników w ujęciu r/r. Uważamy, że założone wyniki z produkcji tv w 2014 roku są optymalnie wysokie i nie oczekujemy ich istotnej poprawy w perspektywie 2015-2016. Niemniej, tak jak podkreślaliśmy w poprzednim raporcie (Kupuj z 11.06.2014) silnym czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa był i ciągle jest posiadany pakiet 50% udziałów w AidemMedia.

Na 2015 rok (2Q'15) przesunęliśmy rozpoznanie straty na animacji Złote Krople (premiera kinowa może być na przełomie 1/2Q'15). Tym samym na poziomie EBIT w 2015 roku oczekujemy spadku wyniku obszaru produkcji i zarządzania z 9 do 5.9 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w 2015 roku kończy się umowa na obsługę transmisji Ekstraklasy. Pozyskanie nowego kontraktu może mieć pozytywny wpływ na rezultaty z tej działalności (czego nie uwzględniamy w modelu).

Od kilku odczytów średnie miesięczne dane o oglądalności znowu pozytywnie zaskakują i udziały ATM TV w rynku wynoszą ponad 0.9% (nawet we wrześniu'14 kiedy wystartowały nowe ramówki konkurencji). Tym samym decydujemy się na podniesienie założeń przychodowych. Jednocześnie jednak z uwagi na zmiany w poziomie kosztów (opłaty z tytułu koncesji oraz opłaty za prawo do dysponowania częstotliwością) zmuszeni byliśmy do korekty in minus prognozowanego wyniku operacyjnego.

W podmiocie AidemMedia przełom 2012/2013 roku przyniósł fundamentalne zmiany w sposobie działania i nastąpiło zdecydowane wejście w produkcję lekkich gier dedykowanych na smartfony Okres 2H'13 przyniósł dynamiczną poprawę zyskowności i 1H'14 potwierdziło możliwość wykazywania powtarzalnych dobrych rezultatów. W naszym modelu przyjmujemy, że AidemMedia za 2014 rok wypracuje ok. 9.3 mln PLN zysku netto. W chwili obecnej na kolejne lata nie uwzględniamy dalszej istotnej poprawy. Zwracamy jednak uwagę, że AidemMedia jest na ścieżce rozwoju i pozytywna materializacja dalszych zmian zachodzących w tym podmiocie może pozwolić nam w przyszłości na kolejne korekty in plus.

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	109.9	121.1	146.5	161.6	174.7	182.5
EBITDA [mln PLN]	9.4	26.4	32.3	33.2	34.4	36.7
EBIT [mln PLN]	-9.9	6.8	12.6	11.6	15.4	16.6
Wynik netto [mln PLN]	-8.8	6.1	13.6	13.1	16.4	17.5
P/BV	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
P/E	---	50.8	22.6	23.5	18.8	17.7
EV/EBITDA	33.0	11.0	9.1	8.8	8.7	8.0
EV/EBIT	---	42.3	23.2	25.0	19.4	17.8
DPS	0.13	0.02	0.16	0.12	0.11	0.14

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 3.62 PLN

24 PAŹDZIERNIK 2014

Wycena końcowa [PLN]	3.62
Potencjał do wzrostu / spadku	-1%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	3.66
Kapitalizacja [mln PLN]	308.5
Ilość akcji [mln. szt.]	84.3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	3.89
Cena minimalna za 6 mc [PLN]*	2.93
* ceny z zamknięcia	
Stopa zwrotu za 3 mc**	18%
Stopa zwrotu za 6 mc**	25%
Stopa zwrotu za 9 mc**	22%
** uwzględnia 0.16 PLN dywidendy	
Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40.83%
Zygmunt Solorz (Karswell)	12.05%
Altus TFI	6.89%
Amplico OFE	6.66%
ING OFE	6.60%

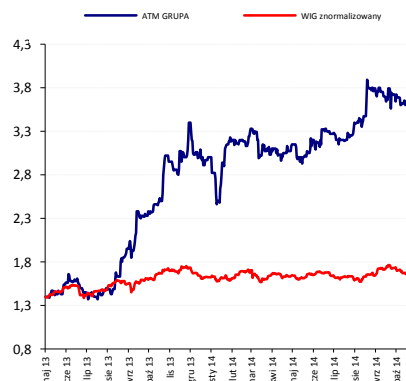
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF (SEGMENT PRODUKCJI TV I ZARZĄDZANIA ORAZ NADAWANIA)	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 2Q'2014	9
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Kurs spółki, licząc od 2013 roku, zachowuje się z decydującą pozytywnie na tle innych podmiotów z obszaru media/rozrywka notowanych na GPW. **Uważamy, że po serii silnych wzrostów na obecnym etapie (z perspektywy średnioterminowej) większość pozytywnych impulsów została już uwzględniona w wycenie ATM Grupa.** Dlatego decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Trzymaj z ceną docelową 3.62 PLN/akcję. Przy obecnej cenie rynkowej spółka jest handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2014-2015 na poziomie 9.1x i 8.8x.

Decydując się na zmianę zalecenia uwzględniamy również scenariusz, że w najbliższych kwartałach wygaśnie pozytywna dynamika poprawy wyników w ujęciu r/r. Uważamy, że założone wyniki z produkcji tv w 2014 roku są optymalnie wysokie i nie oczekujemy ich istotnej poprawy w perspektywie 2015-2016. Niemniej tak jak podkreślaliśmy w poprzednim raporcie (Kupuj z 11.06.2014) silnym czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa był i ciągle jest posiadany pakiet 50% udziałów w AidemMedia. Przełom 2012/2013 roku przyniósł fundamentalne zmiany w sposobie działania tego podmiotu i nastąpiło zdecydowane wejście w produkcję lekkich gier dedykowanych na smartfony (platformy: Windows/Mac OS, WebPlayer – Virtual Words, iPhone, iPad, Android). Okres 2H'13 przyniósł dynamiczną poprawę zyskowności i 1H'14 potwierdziło możliwość wykazywania powtarzalnych dobrych rezultatów. W naszym modelu przyjmujemy, że AidemMedia za 2014 rok wypracuje ok. 9.3 mln PLN zysku netto. W chwili obecnej na kolejne lata nie uwzględniamy dalszej istotnej poprawy. Zwracamy jednak uwagę, że AidemMedia jest na ścieżce rozwoju i pozytywna materializacja dalszych zmian zachodzących w tym podmiocie może pozwolić nam w przyszłości na kolejne korekty in plus.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	306.9	3.64
A1	Udziały w AidemMedia (50%)*	32.4	0.38
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	47.2	0.56
A3	Wycena DCF	227.3	2.70
B	Wycena porównawcza	303.1	3.60
C = (A*60%+B*40%) Wycena końcowa		305.4	3.62

* - w modelu wyceniamy AidemMedia wg mnożnika P/E'14=7.0x. Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 32.4 mln PLN (na koniec 2Q'14 wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych wynosiła 6.031 mln PLN – spadek względem 1Q'14 wynika z otrzymanej dywidendy).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spółka poprzez podmiot zależny ATM Studio, znajduje się w sporze z Mirbudem, generalnym wykonawcą centrum produkcyjnego w Warszawie. Mirbud żąda ok. 10.14 mln PLN zapłaty niespłaconej należności. Z kolei spółka naliczyła Mirbudowi kary umowne („związane ze znaczącymi opóźnieniami wykonania zobowiązań”) na łączną wysokość ok. 10.57 mln PLN. ATM Grupa w raporcie poinformowała, że ocenia ryzyko konieczności zapłaty roszczenia złożonego przez Mirbud jako nieistotne stąd nie tworzy z tego tytułu rezerwy. Nie należy wykluczyć, że wyrok w pierwszej instancji zapadanie jeszcze w 2014 roku (niezależnie od wyniku oczekujemy odwołań stron). W modelu przyjmujemy założenie najbardziej bezpieczne dla poziomu wyceny, czyli zapłatę przez spółkę kwoty 10.14 mln PLN (wypływ gotówki w 2016 roku). Zwracamy uwagę, że każde inne przyszłe rozwiązanie tego sporu na korzyść ATM Grupa będzie miało pozytywny wpływ na wycenę.

Zwracamy uwagę, że spółka w zapasach uwzględnia m.in. animację „Złote krople” (szacujemy, że wartość końcowa tego projektu może wynieść prawie 7 mln PLN; dotacja z PISZF ok. 2 mln PLN). Jest to tytuł kinowy jaki na przełomie 1/2H'15 może istotnie wpłynąć na rezultaty spółki. Obawiamy się, że tytuł ten istotnie obciąży wyniki ATM Grupa (uwzględniamy częściowe rozpoznanie straty w 2Q'15).

Założenia dla segmentu nadawania tv obarczone są dużym ryzykiem błędu. Koszty działania tego segmentu w latach 2013-2014 są relatywnie niskie i w szczególności w zakresie zakupu treści programowych uwzględniają współpracę z Polsatem. W obecnym raporcie decydujemy się na podniesienie kosztów (opłaty z tytułu koncesji oraz opłaty za prawo do dysponowania częstotliwością).

WYCENA DCF (segment produkcji tv i zarządzania oraz nadawania)

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka ma poziomie 4.0%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia/zmiany w modelu :

- Podobnie jak w poprzednim modelu, na 2014 rok zakładamy materializację w wynikach obserwowanego wzrostu popytu na nowe programy tv. Zakładamy, że w obszarze produkcji tv dominujące znaczenie dla wyników spółki będzie miała w dalszym ciągu produkcja dla Polsatu i TVP (szczegółowy opis korekt dot. obu obszarów biznesowych znajdują się w osobnym rozdziale). Wzrost udziału przychodów od mniejszych stacji komercyjnych będzie procesem długotrwałym.
- Drugim obszarem budującym wartość spółki jest kanał tv ATM Rozrywka. Na przełomie 2013/2014 wyniki oglądalności ATM TV po zmianie panelu badawczego uległy obniżeniu. Od kilku odczytów średnie miesięczne znowu pozytywnie zaskakują i udziały ATM TV w rynku wynoszą ponad 0.9% (nawet we wrześniu'14 kiedy wystartowały nowe ramówki konkurencji). Tym samym decydujemy się na podniesienie założeń przychodowych. Jednocześnie jednak z uwagi na zmiany w poziomie kosztów (opłaty z tytułu koncesji oraz opłaty za prawo do dysponowania częstotliwością) zmuszeni byliśmy do korekty in minus prognozowanego wyniku operacyjnego. Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programmingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014 oraz 2015 roku. W kolejnych latach wciąż utrzymujemy założenie niskokosztowego profilu biznesowego.
- W najbliższych latach uwzględniamy mniejsze zapotrzebowanie na inwestycje. Zwracamy uwagę, że po doposażeniu centrum produkcyjnego w Warszawie oraz zakupie drugiego wozu HD spółka w obszarze produkcji tv zakończyła okres największych inwestycji. Sporną płatność dla Mirbudu zakładamy w 2016 roku (poprzednio w 2015 roku).
- Stopę wolną od ryzyka pozostawiamy na pułapie 4.0%.
- Dług netto uwzględnia wypłatę dywidendy (0.16 PLN/akcję).
- W prognozie nie zakładamy akwizycji i uruchomienia projektów deweloperskich (wartość nieruchomości/gruntów pod deweloperkę ujmujemy w SOTP wg stanu z bilansu na koniec 2Q'14).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.11.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 227.3 mln PLN, czyli 2.70 PLN/akcję.

Model DCF (segment produkcji, zarządzania oraz nadawania)

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	146.5	161.6	174.7	182.5	189.2	195.6	201.9	208.5	213.6	220.9
EBIT [mln PLN]	11.8	9.4	13.1	14.3	15.4	16.2	17.0	17.9	18.6	19.3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2.2	1.8	2.5	2.7	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7
NOPLAT [mln PLN]	9.5	7.6	10.7	11.6	12.5	13.1	13.7	14.5	15.0	15.6
Amortyzacja [mln PLN]	20	22	19	20	19	19	19	19	19	18
CAPEX [mln PLN]	-9	-13	-22	-13	-15	-15	-16	-16	-17	-18
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-14.1	0.8	-3.6	-1.9	-1.6	-1.5	-1.5	-1.6	-1.2	-1.7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	6.0	16.6	3.8	16.8	15.6	15.7	15.6	15.6	15.7	14.0
DFCF [mln PLN]	6.0	15.1	3.2	12.9	11.0	10.2	9.3	8.5	7.9	6.5
Suma DFCF [mln PLN]	90.5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	255.6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	117.9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	208.4									
Dług netto [mln PLN]	-18.8									
Wartość kapitału [mln PLN]	227.3									
Ilość akcji [mln szt.]	84.3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2.70									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.0%

Przychody zmiana r/r	21.0%	10.3%	8.1%	4.5%	3.7%	3.3%	3.3%	3.2%	2.5%	3.4%
EBIT zmiana r/r	65.7%	-20.6%	40.5%	9.0%	7.7%	5.2%	4.6%	5.4%	3.8%	3.7%
Marża EBITDA	21.5%	19.1%	18.4%	18.9%	18.4%	18.1%	17.8%	17.6%	17.4%	17.0%
Marża EBIT	8.0%	5.8%	7.5%	7.8%	8.2%	8.3%	8.4%	8.6%	8.7%	8.7%
Marża NOPLAT	6.5%	4.7%	6.1%	6.4%	6.6%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%
CAPEX / Przychody	-6.2%	-8.3%	-12.7%	-7.2%	-7.7%	-7.7%	-7.7%	-7.8%	-7.8%	-8.2%
CAPEX / Amortyzacja	-46%	-62%	-117%	-65%	-75%	-79%	-82%	-86%	-90%	-99%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	93.2%	93.2%	93.8%	94.5%	95.1%	95.7%	96.5%	97.1%	97.7%	98.2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	6.8%	6.8%	6.2%	5.5%	4.9%	4.3%	3.5%	2.9%	2.3%	1.8%
WACC	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	0.7	2.48	2.62	2.80	3.04	3.37	3.58	3.85	4.17	4.60
	0.8	2.36	2.48	2.64	2.84	3.11	3.28	3.49	3.74	4.06
	0.9	2.25	2.36	2.49	2.66	2.89	3.03	3.19	3.39	3.64
	1.0	2.15	2.24	2.36	2.51	2.70	2.81	2.95	3.11	3.30
	1.1	2.06	2.14	2.25	2.37	2.53	2.63	2.74	2.87	3.03
	1.2	1.98	2.05	2.14	2.25	2.39	2.47	2.56	2.67	2.80
	1.3	1.90	1.97	2.05	2.14	2.26	2.33	2.41	2.50	2.61
	1.4	1.83	1.89	1.96	2.04	2.15	2.21	2.27	2.35	2.44
	1.5	1.77	1.82	1.88	1.96	2.05	2.10	2.16	2.22	2.30

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.7	4.11	3.83	3.58	3.47	3.37	3.27	3.18	3.02	2.87
	0.8	3.83	3.55	3.31	3.21	3.11	3.02	2.93	2.77	2.63
	0.9	3.58	3.31	3.08	2.98	2.89	2.80	2.71	2.56	2.43
	1.0	3.37	3.11	2.89	2.79	2.70	2.61	2.53	2.39	2.26
	1.1	3.18	2.93	2.71	2.62	2.53	2.45	2.37	2.24	2.12
	1.2	3.02	2.77	2.56	2.47	2.39	2.31	2.24	2.10	1.99
	1.3	2.87	2.63	2.43	2.34	2.26	2.18	2.12	1.99	1.88
	1.4	2.73	2.50	2.31	2.22	2.15	2.07	2.01	1.89	1.78
	1.5	2.61	2.39	2.20	2.12	2.05	1.98	1.91	1.80	1.70

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	3.0%	2.61	2.78	2.99	3.28	3.69	3.96	4.30	4.73	5.32
	3.5%	2.48	2.62	2.80	3.04	3.37	3.58	3.85	4.17	4.60
	4.0%	2.36	2.48	2.64	2.84	3.11	3.28	3.49	3.74	4.06
	4.5%	2.25	2.36	2.49	2.66	2.89	3.03	3.19	3.39	3.64
	5.0%	2.15	2.24	2.36	2.51	2.70	2.81	2.95	3.11	3.30
	5.5%	2.06	2.14	2.25	2.37	2.53	2.63	2.74	2.87	3.03
	6.0%	1.98	2.05	2.14	2.25	2.39	2.47	2.56	2.67	2.80
	6.5%	1.90	1.97	2.05	2.14	2.26	2.33	2.41	2.50	2.61
	7.0%	1.83	1.89	1.96	2.04	2.15	2.21	2.27	2.35	2.44

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek notowanych na GPW oraz parkietach zagranicznych. Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Zatem uwzględniliśmy najważniejsze spółki z segmentu mediów z GPW. Dodatkowo ujmujemy wskaźniki rynkowe firm zagranicznych. Najbliższy model biznesowy do ATM Grupa z zaprezentowanych spółek ma wg nas Lions Gate (choć i tak jak na średni podmiot w gronie innych producentów filmowych jest bardziej zdywersyfikowany niż ATM Grupa oraz posiada w portfolio tytułów filmy monetyzowane na rynku międzynarodowym – np. Igrzyska Śmierci). Ze względu na istotne różnice w modelach funkcjonowania poszczególnych spółek waga wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 40%.

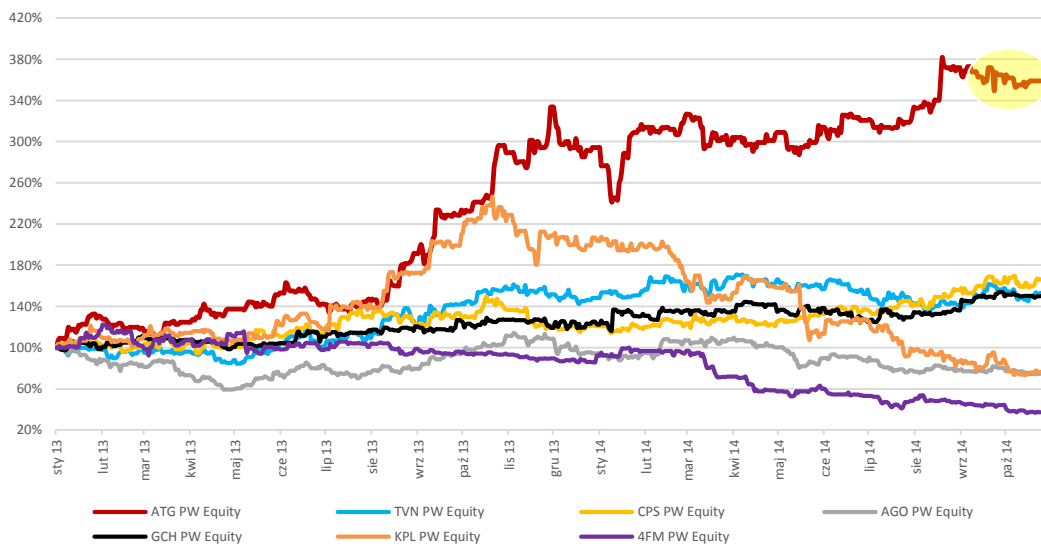
Analizę oparto na wskaźniku P/E i EV/EBITDA. Mediana EV/EBITDA na lata 2014-2016 mieści się w przedziale 9.0x-10.8x. Bazując na naszych prognozach dla ATM Grupa wyceniliśmy spółkę metodą porównawczą na 303.14 mln PLN czyli 3.60 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
TVN	21.1	18.0	16.9	10.9	11.1	10.9
Cyfrowy Polsat	36.9	21.4	9.3	10.3	7.5	7.0
Agora	---	---	33.2	4.9	4.1	3.5
Lions Gate	31.4	18.6	16.0	14.7	12.8	11.9
Entertainment One	14.3	12.7	11.8	10.7	9.7	9.0
Time Warner	18.4	17.3	14.9	11.4	10.6	9.0
Walt Disney	19.9	18.8	16.9	11.4	10.6	9.4
News Corp	33.1	29.4	22.0	6.9	5.8	4.5
Mediana GPW	29.0	19.7	16.9	10.3	7.5	7.0
Mediana	21.1	18.6	16.4	10.8	10.2	9.0
ATM Grupa	22.6	23.5	18.8	9.1	8.8	8.7
Premia / dyskonto	7%	26%	15%	-16%	-14%	-4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	3.41	2.90	3.19	4.32	4.22	3.80
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	3.60					
Wycena końcowa spółki [mln PLN]	303.14					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

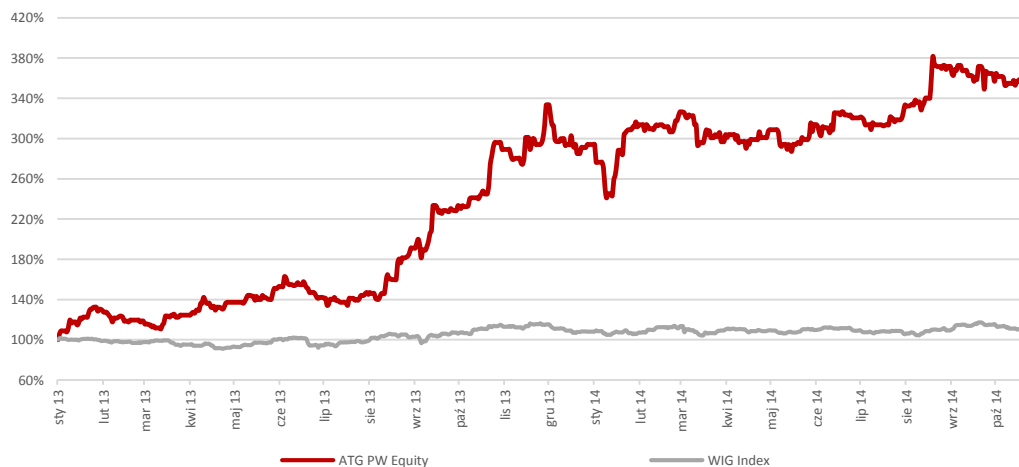
Zachowanie kursów spółek z segmentu media/rozrywka na GPW



Walory ATM Grupa były zdecydowanie najlepszym typem licząc od 2013 roku pod względem osiągniętych stóp zwrotu z obszaru media/rozrywka na GPW

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 2Q'2014

Spółka wykazała bardzo dobre wyniki za 1Q'14. Były one lepsze niż nasze szacunki, co było efektem dobrego zachowania obszaru produkcji tv oraz wpływu wyników jednostek stowarzyszonych (Aidem Media). Rezultaty za 2Q'14 były już słabsze q/q, głównie z uwagi na harmonogram realizowanych produkcji.

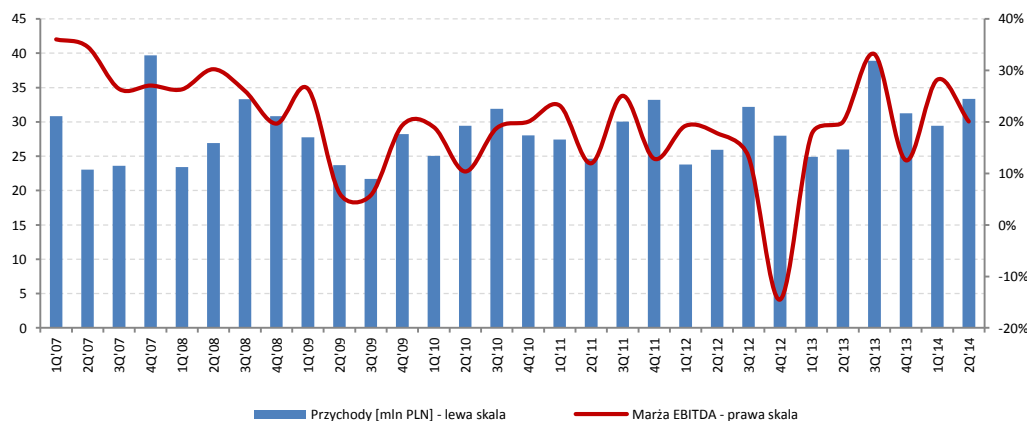
Ogółem przychody spółki w 2Q'14 wzrosły do prawie 33.5 mln PLN, czyli o ponad 28% r/r. Na poziomie EBITDA zysk wzrósł r/r z 5.2 mln PLN do 6.7 mln PLN. Na poziomie udziałów w wynikach jednostek stowarzyszonych w 2Q'14 ATM Grupa zaraportowała zysk w kwocie ok. 0.93 mln PLN. W naszym modelu przyjmujemy, że AidemMedia za 2014 rok wypracuje ok. 9.3 mln PLN zysku netto (liczymy, że będziemy mogli podnieść założenia na 4Q'14).

Wyniki skonsolidowane za 2Q'14 i 1H'14 [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14	zmiana r/r
Przychody	25.98	33.33	28.3%	50.92	62.77	23.3%
prod tv i filmowa	12.88	19.44	50.9%	29.56	36.24	22.6%
nadawanie	4.03	5.20	28.9%	7.52	10.12	34.7%
zarządzanie aktywami trwałymi	8.70	8.29	-4.7%	13.36	15.80	18.3%
pozostałe	0.38	0.41	8.8%	0.48	0.61	26.1%
EBITDA	5.19	6.69	28.9%	9.55	14.98	57.0%
prod tv i filmowa	1.23	0.76	-38.5%	1.53	3.35	118.6%
nadawanie	0.51	0.56	8.8%	0.74	1.71	132.6%
zarządzanie aktywami trwałymi	4.36	4.39	0.8%	7.64	8.91	16.7%
pozostałe	-0.36	0.05	-113.6%	-0.03	0.16	---
EBIT	0.39	1.71	---	-0.10	5.05	---
prod tv i filmowa	0.56	-0.06	---	-0.02	1.79	---
nadawanie	-0.18	0.00	---	-0.36	0.62	---
zarządzanie aktywami trwałymi	0.54	0.79	45.3%	0.32	1.67	415.8%
pozostałe	-0.38	0.04	---	-0.06	0.13	---
Saldo finansowe	0.00	-0.12	---	0.01	-0.35	---
Udział w wyniku jedn. met praw wt	0.24	0.93	285.5%	0.35	2.33	559.8%
Wynik brutto	0.63	2.52	300.5%	0.27	7.04	---
Podatek	0.17	0.30	73.3%	0.20	0.80	301.5%
Wynik netto	0.46	2.22	385.8%	0.07	6.24	---
dla akcjonariuszy	0.56	2.22	299.1%	0.13	6.26	---
Koszty zarządu	4.80	4.98	3.8%	9.65	9.93	3.0%
0.67	0.81	20.4%	1.55	1.57	1.0%	
marża EBITDA	0.70	0.56	-20.4%	1.10	1.09	-0.3%
marża EBIT	3.81	3.60	-5.5%	7.32	7.25	-0.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Założenia dla segmentu produkcji i zarządzania aktywami trwałymi

Jak już zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych raportach spółka stanowiła dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji na rynku reklamy tv i zwiększenie budżetów produkcyjnych (szczególnie przez główną antenę Polsatu i docelowo przez TVP). Zwracamy jednak uwagę, że obciążenie produkcji w 2014 roku jest wysokie i w kolejnych okresach nie należy już oczekiwać istotnej poprawy. Należy jednak mieć na uwadze, że ATM Grupa w obszarze produkcji tv w minionych latach realizowała duże inwestycje i posiada nowoczesną infrastrukturę, która będzie stanowiła o przewagach konkurencyjnych i możliwości pozyskiwania nowych projektów.

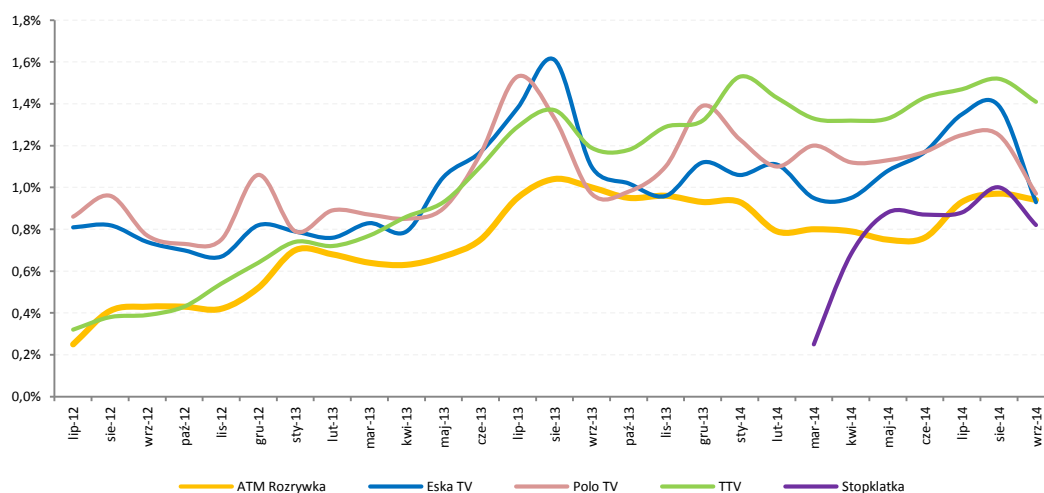
Bieżący 2014 rok jest wg nas dobrze zakontraktowany w zakresie produkcji tv dla Polsatu i TVP. Liczymy też na poprawę rezultatów z wynajmu, na co złoży się wykorzystanie wozów transmisyjnych oraz wzrost wynajmu powierzchni studyjnej w centrum produkcyjnym w Warszawie. Dlatego w 2014 roku zakładamy wzrost przychodów z produkcji i wynajmu do prawie 119 mln PLN. W wynikach za 4Q'14 ujmujemy wpływy z tantiem (w 2013 roku pozytywny efekt tantiem był widoczny z 3Q'13). Na 2015 rok (2Q'15) przesunęliśmy rozpoznanie straty na animacji Złote Krople (premiera kinowa może być przesunięta na 1/2Q'15). Tym samym na poziomie EBIT w 2015 roku oczekujemy spadku wyniku segmentu z 9 do 5.9 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w 2015 roku kończy się umowa na obsługę transmisji Ekstraklasy. Pozyskanie nowego kontraktu może mieć pozytywny wpływ na rezultaty z tej działalności (czego nie uwzględniamy w modelu).

Założenia dla segmentu nadawanie (ATM Rozrywka TV)

Na przełomie 2013/2014 wyniki oglądalności ATM TV po zmianie panelu badawczego uległy obniżeniu. Od kilku odczytów średnie miesięczne znowu pozytywnie zaskakują i udziały ATM TV w rynku wynoszą ponad 0.9% (nawet we wrześniu kiedy wystartowały nowe ramówki konkurencji). Tym samym decydujemy się na podniesienie założeń przychodowych. Jednocześnie jednak z uwagi na zmiany w poziomie kosztów (opłaty z tytułu koncesji oraz opłaty za prawo do dysponowania częstotliwością) zmuszeni byliśmy do korekty in minus prognozowanego wyniku operacyjnego.

Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014 oraz 2015 roku. W kolejnych latach wciąż utrzymujemy założenie niskokosztowego profilu biznesowego. W modelu przyjmujemy, że wpływy reklamowe w 2014 roku wzrosną o niespełna 4 mln PLN z poziomu 17.8 mln PLN do 22.6 mln PLN (w porównaniu z poprzednim modelem wpływy wyższe o ok. 1 mln PLN), z kolei wynik EBITDA segmentu nadawanie wg naszych szacunków powinien wzrosnąć r/r o ok. 1.6 mln PLN z 3.9 mln PLN do 4.95 mln PLN (w porównaniu z poprzednim modelem EBITDA niższa o ok. 0.55 mln PLN).

Porównanie oglądalności 5 wybranych anten

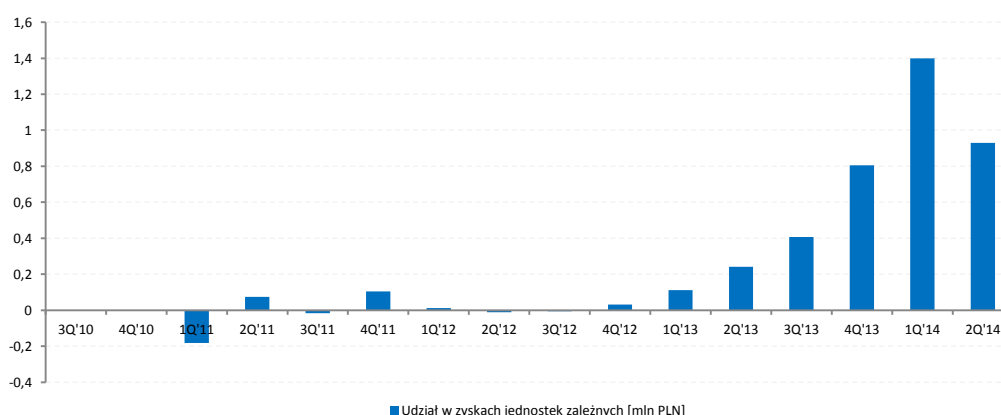


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

Założenia dla wyniku na poziomie jednostek stowarzyszonych (Aidem Media)

W momencie wejścia na kapitał AidemMedia przez ATM Grupa, sytuacja tego podmiotu była dość mglista. AidemMedia było bowiem znane przede wszystkim z produkcji/sprzedaży gier edukacyjnych dla dzieci i przez kilka kwartałów po wejściu ATM Grupa w samych wynikach nie było widać pozytywnych zmian. W portfolio AidemMedia były bowiem głównie takie tytuły jak Bolek i Lolek, Reksio, Król Maciuś Pierwszy czy Domisie.

Przełom 2012/2013 roku przyniósł jednak fundamentalne zmiany w sposobie działania tego podmiotu i nastąpiło zdecydowane wejście w produkcję lekkich gier dedykowanych na smartfony (platformy: Windows/Mac OS, WebPlayer – Virtual Words, iPhone, iPad, Android). Okres 2H'13 przyniósł dynamiczną poprawę zyskowności i 1Q'14 potwierdził możliwość wykazywania powtarzalnych dobrych rezultatów. W naszym modelu przyjmujemy, że AidemMedia za 2014 rok wypracuje ok. 9.3 mln PLN zysku netto (liczymy, że będziemy mogli podnieść założenia na 4Q'14). W chwili obecnej na kolejne lata nie uwzględniamy dalszej istotnej poprawy. Zwracamy jednak uwagę, że AidemMedia jest na dynamicznej ścieżce rozwoju i pozytywna materializacja dalszych zmian zachodzących w tym podmiocie może pozwolić nam w przyszłości na kolejne korekty in plus.

Raportowany przez ATM Grupa udział w zyskach jednostek zależnych [mln PLN]

Główny wpływ na poziom zysków jednostek zależnych ma AidemMedia (spółka posiada 50% kapitału). Ostatnie kwartały przyniosły wyraźny wzrost rezultatów tego podmiotu. Jest to dla nas obecnie jeden z głównych czynników wzrostowych dla ATM Grupa.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Założenia dla pozostałych aktywów spółki

Istotnym obszarem decydującym o wartości spółki są też nieruchomości nieoperacyjne dla segmentu produkcji tv i zarządzania. Podmiotem odpowiedzialnym za działalność deweloperską jest ATM Inwestycje. Na koniec 2Q'14 spółka wykazywała na bilansie bank ziemi warty ok. 47.3 mln PLN (w samym 4Q'13 spółka dokupiła grunty za ponad 7 mln PLN). Historycznie spółka zrealizowała „Osiedle Filmowe” przy ul. Storczykowej i Lawendowej w Bielanych Wrocławskich (48 domów i lokali w zabudowie szeregowej) oraz kompleks 14 domów w zabudowie szeregowej przy ul. Dwa Światy w Bielanych Wrocławskich.

Obecnie realizowane jest „Osiedle Przy Zamku”. Spodziewamy się, że z działalności deweloperskiej w 2014 roku spółka wykaże ponad 5 mln PLN przychodów, a w 2015 roku będzie to ok. 15 mln PLN. Obecny bank ziemi, jak szacujemy, pozwoli spółce na realizację kolejnych projektów na ok. 30 tys. PUM.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

Razem Atm Grupa	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	29.4	33.3	44.1	39.7	30.9	40.1	41.9	48.7	109.9	121.1	146.5	161.6	174.7	182.5
EBITDA	8.3	6.7	8.0	9.3	6.5	8.4	7.6	10.6	8.5	26.5	32.3	33.2	34.4	36.7
EBIT	3.3	1.7	3.1	4.5	1.8	1.1	2.9	5.9	-9.9	6.8	12.6	11.6	15.4	16.6
Saldo finansowe	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.9	-0.3	-1.1	-0.5	-0.5	-0.5
Wynik w jedn. stow.	1.4	0.9	1.0	1.3	1.5	1.1	1.1	1.4	0.0	1.6	4.6	5.1	5.3	5.5
Wynik netto	4.0	2.2	3.0	4.4	2.5	1.7	3.2	5.8	-8.8	6.0	13.6	13.1	16.4	17.5
marża EBITDA	28.2%	20.1%	18.2%	23.4%	21.2%	20.9%	18.2%	21.8%	7.8%	21.9%	22.0%	20.5%	19.7%	20.1%
marża EBIT	11.4%	5.1%	7.1%	11.2%	5.7%	2.6%	7.0%	12.0%	-9.0%	5.7%	8.6%	7.2%	8.8%	9.1%
Segment produkcji i zarządzania	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	24.3	27.7	35.5	31.0	21.5	30.0	31.9	37.2	103.8	103.3	118.5	120.7	130.4	135.9
EBITDA	7.0	6.1	6.5	6.9	5.2	6.6	5.8	7.7	9.3	22.6	26.5	25.2	25.9	27.2
EBIT	2.6	1.7	2.1	2.6	0.9	-0.2	1.6	3.5	-8.5	4.8	9.0	5.9	9.1	9.2
marża EBITDA	28.9%	21.9%	18.2%	22.2%	23.9%	22.1%	18.1%	20.6%	9.0%	21.9%	22.3%	20.9%	19.9%	20.0%
marża EBIT	10.8%	6.0%	6.0%	8.4%	4.4%	-0.5%	5.1%	9.3%	-8.2%	4.6%	7.6%	4.9%	7.0%	6.8%
Segment nadawania	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	4.9	5.2	5.5	7.0	5.6	6.3	6.2	7.8	6.14	17.79	22.58	25.89	29.27	31.64
EBITDA	1.2	0.6	1.1	2.2	0.8	1.2	1.3	2.4	-0.80	3.92	4.95	5.70	6.22	7.31
EBIT	0.6	0.0	0.5	1.6	0.3	0.6	0.7	1.8	-1.40	2.04	2.74	3.48	4.00	5.09
marża EBITDA	23.4%	10.8%	19.6%	31.0%	14.6%	19.0%	20.8%	30.6%	-13.0%	22.0%	21.9%	22.0%	21.2%	23.1%
marża EBIT	12.5%	0.1%	9.5%	23.0%	4.7%	10.2%	11.9%	23.5%	-22.7%	11.5%	12.1%	13.4%	13.7%	16.1%
Segment inne (deweloperka)	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	0.2	0.4	3.1	1.7	3.8	3.8	3.8	3.8	1.2	1.0	5.4	15.0	15.0	15.0
EBITDA	0.1	0.0	0.5	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	-3.8	0.3	0.9	2.3	2.3	2.3
EBIT	0.1	0.0	0.5	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	-3.8	0.2	0.9	2.3	2.3	2.3
marża EBITDA	53.0%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-301.4%	26.6%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
marża EBIT	47.5%	8.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-306.1%	22.7%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w porównaniu z raportem z 11.06.2014

	2014p	2014p		2015p	2015p	
	stara prognoza	nowa prognoza	zmiana	stara prognoza	nowa prognoza	zmiana
Przychody	145.7	146.5	0.5%	166.3	161.6	-2.9%
segment produkcji tv	119	118.5	-0.4%	127.8	120.7	-5.6%
segment nadawania tv	21.5	22.6	5.0%	23.5	25.9	10.2%
EBITDA	34.2	32.28	-5.6%	37.2	33.2	-10.9%
segment produkcji tv	27.9	26.46	-5.2%	29.2	25.2	-13.7%
segment nadawania tv	5.5	4.95	-10.1%	5.7	5.7	-0.1%
EBIT	14.6	12.64	-13.4%	16.6	11.6	-30.1%
segment produkcji tv	9.8	9.05	-7.7%	10	5.9	-41.2%
segment nadawania tv	3.9	2.74	-29.7%	4.3	3.5	-19.2%
Wynik netto	15.2	13.63	-10.3%	17.5	13.1	-24.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	115.2	109.9	121.1	146.5	161.6	174.7	182.5	189.2	195.6	201.9	208.5	213.6	220.9	228.3
segment produkcji tv		102.5	102.3	118.5	120.7	130.4	135.9	140.3	144.9	149.6	154.4	158.4	164.5	170.7
segment nadawania tv		6.1	17.8	22.6	25.9	29.3	31.6	33.9	35.7	37.4	39.0	40.2	41.4	42.7
segment inne (deweloperka)		1.2	1.0	5.4	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EBITDA	19.8	9.4	26.4	32.3	33.2	34.4	36.7	37.0	37.7	38.3	39.0	39.4	39.9	40.5
segment produkcji tv		9.3	22.6	26.5	25.2	25.9	27.2	26.4	26.3	26.3	26.2	26.2	26.2	26.4
segment nadawania tv		-0.8	3.9	4.9	5.7	6.2	7.3	8.3	9.1	9.8	10.5	10.9	11.4	11.9
segment inne (deweloperka)		0.9	-0.2	0.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
EBIT	1.6	-9.9	6.8	12.6	11.6	15.4	16.6	17.7	18.5	19.2	20.1	20.8	21.5	22.2
segment produkcji tv		-8.5	4.8	9.0	5.9	9.1	9.2	9.3	9.3	9.4	9.6	9.8	10.1	10.3
segment nadawania tv		-1.4	2.0	2.7	3.5	4.0	5.1	6.1	6.9	7.6	8.3	8.7	9.2	9.7
segment inne (deweloperka)		0.0	0.0	0.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Przychody finansowe	1.5	0.9	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
Koszty finansowe	0.4	1.9	1.1	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
Udział w zyskach jedn. zal.	0.0	0.0	1.6	4.6	5.1	5.3	5.5	5.8	6.0	6.2	6.4	6.6	6.7	6.9
Wynik brutto	2.7	-10.8	8.2	16.2	16.2	20.2	21.6	23.0	24.1	25.2	26.4	27.4	28.2	29.1
Wynik netto	2.2	-8.8	6.1	13.6	13.1	16.4	17.5	18.6	19.5	20.4	21.4	22.2	22.9	23.6
Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	194.7	212.3	228.3	220.0	216.9	215.3	213.8	214.8	216.7	229.5	233.2	237.9	244.4	251.8
Rzeczowe aktywa trwałe	169.6	179.1	161.7	152.3	146.4	141.7	136.9	134.4	132.5	131.3	130.8	131.1	133.1	135.8
WNiP	3.8	12.9	11.4	9.5	7.3	5.0	2.8	0.6	-1.6	6.2	3.9	1.7	-0.5	-2.7
Wartość firmy	6.9	3.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Nieruchomości inwestycyjne	9.1	10.2	47.2	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3	47.3
Inwestycje w jedn. stow	2.9	2.9	5.2	8.3	13.4	18.7	24.3	30.0	36.0	42.2	48.6	55.2	62.0	68.9
Pozostałe aktywa trwałe	2.4	3.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Aktywa obrotowe	94.4	80.4	80.9	86.9	90.1	83.6	87.7	89.7	91.8	94.2	96.0	96.9	96.4	95.3
Zapasy	10.2	9.6	12.1	13.2	9.7	11.5	12.0	12.4	12.9	13.3	13.7	14.0	14.5	15.0
Należności	39.5	38.7	25.6	37.5	41.0	44.0	45.9	47.4	48.9	50.4	51.9	53.1	54.8	56.5
Pozostałe aktywa finansowe	11.4	12.4	6.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	33.2	19.7	36.8	36.2	39.4	28.1	29.8	29.8	30.0	30.5	30.4	29.8	27.0	23.7
Razem Aktywa	289.1	292.7	309.2	306.9	307.0	299.0	301.5	304.5	308.5	323.7	329.2	334.8	340.8	347.1
Kapitał własny	215.6	199.3	219.8	221.3	226.6	236.0	244.2	252.9	262.5	272.4	282.8	293.2	303.9	314.9
Kapitały mniejszości	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Kapitał własny razem	216.6	200.0	220.3	221.7	227.0	236.4	244.6	253.2	262.9	272.8	283.1	293.6	304.3	315.3
Zobowiązania długoterminowe	47.7	63.6	61.7	55.5	49.3	40.6	34.3	28.2	22.1	26.8	21.6	16.3	11.1	5.8
Zobowiązania dł %	23.5	21.6	19.4	18.6	18.6	16.1	14.3	12.5	10.7	8.9	7.1	5.4	3.6	1.8
Rozliczenie międzyokresowe przychodów	23.6	33.0	29.2	25.4	21.4	17.4	15.1	13.0	10.9	9.6	8.4	7.2	5.9	4.7
Pozostałe zobowiązania dł.	0.6	9.0	13.1	11.6	9.3	7.1	4.9	2.7	0.5	8.2	6.0	3.8	1.6	-0.6
Zobowiązania krótkoterminowe	24.8	29.1	27.2	29.7	30.7	22.0	22.6	23.1	23.6	24.0	24.5	24.9	25.4	26.0
Zobowiązania kr %	1.9	6.0	4.9	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Zobowiązania handlowe	4.9	6.2	6.5	10.4	11.5	12.9	13.5	14.0	14.5	14.9	15.4	15.8	16.3	16.9
Pozostałe zobowiązania kr	18.1	17.0	15.8	16.8	16.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
Razem Pasywa	289.1	292.7	309.2	306.9	307.0	299.0	301.5	304.5	308.5	323.7	329.2	334.8	340.8	347.1
CF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF Operacyjny	23.4	8.8	28.8	18.9	26.7	22.7	28.0	28.6	29.3	30.6	31.1	31.8	31.6	32.1
CF Inwestycyjny	-28.3	-29.6	-5.0	-1.7	-13.4	-22.3	-13.1	-14.6	-15.1	-15.6	-16.2	-16.7	-18.2	-18.8
CF Finansowy	2.0	2.8	-7.2	-17.8	-10.1	-11.7	-13.2	-14.0	-13.9	-14.5	-15.0	-15.7	-16.2	-16.7
Przepływy netto razem	-2.9	-18.1	16.6	-0.6	3.2	-11.3	1.7	0.0	0.2	0.5	-0.1	-0.6	-2.7	-3.3
Środki pieniężne eop	32.9	19.8	36.3	36.2	39.4	28.1	29.8	29.8	30.0	30.5	30.4	29.8	27.0	23.7

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2011
Przychody zmiana r/r	0.7%	-4.6%	10.2%	21.0%	10.3%	8.1%	4.5%	3.7%	3.3%	3.3%	3.2%	2.5%	3.4%	3.4%	0.7%
Marża brutto na sprzedaży	8.9%	4.0%	11.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%
Marża EBITDA	17.2%	8.5%	21.8%	22.0%	20.5%	19.7%	20.1%	19.6%	19.3%	19.0%	18.7%	18.5%	18.0%	17.7%	17.2%
Marża EBIT	1.4%	-9.0%	5.7%	8.6%	7.2%	8.8%	9.1%	9.3%	9.4%	9.5%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	1.4%
Marża netto	1.9%	-8.0%	5.0%	9.3%	8.1%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%	10.1%	10.3%	10.4%	10.4%	10.3%	1.9%
EPS	0.03	-0.10	0.07	0.16	0.16	0.19	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.03
BVPS	2.51	2.32	2.61	2.63	2.69	2.80	2.90	3.00	3.11	3.23	3.35	3.48	3.61	3.74	2.51
CEPS	0.24	0.12	0.30	0.39	0.41	0.42	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48	0.48	0.49	0.50	0.24
P/E	141.2	---	50.8	22.6	23.5	18.8	17.7	16.6	15.8	15.1	14.4	13.9	13.5	13.1	141.2
P/BV	1.5	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.5
P/CE	15.4	29.8	12.1	9.3	8.9	8.7	8.2	8.1	8.0	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	15.4
EV/EBITDA	14.9	33.0	11.0	9.1	8.8	8.7	8.0	7.9	7.7	7.6	7.4	7.3	7.2	7.1	14.9
EV/EBIT	184.1	---	42.3	23.2	25.0	19.4	17.8	16.6	15.8	15.1	14.3	13.8	13.4	13.0	184.1
Dług netto [mln PLN]	-19.3	-4.6	-18.8	-15.2	-18.4	-9.6	-13.1	-14.9	-16.9	-19.1	-20.8	-22.0	-21.1	-19.5	-19.3
Dywidenda [mln PLN]	15.7	10.8	1.9	13.5	10.1	9.2	11.5	12.2	12.1	12.7	13.3	13.9	14.4	14.9	15.7
DPS	0.18	0.13	0.02	0.16	0.12	0.11	0.14	0.15	0.14	0.15	0.16	0.16	0.17	0.18	0.18
DYield	5.0%	3.4%	0.6%	4.4%	3.3%	3.0%	3.7%	4.0%	3.9%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%	4.8%	5.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: brymora@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

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

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'14:

Kupuj	1	33%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	1	33%
Redukuj	1	33%
Sprzedaj	0	0%

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 kapitału własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny służyć inwestorom do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 24.10.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.10.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 rekomendację 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.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 24.10.2014 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełni funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.