



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Obecnie silnym czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa jest posiadany pakiet 50% udziałów w AidemMedia. Zwracamy uwagę, że podmiot ten działa w bardzo perspektywicznym i rosnącym obszarze gier na smartfony (zdecydowana większość użytkowników gier to klienci zagraniczni) i jest na ścieżce dynamicznego rozwoju. Liczymy, że dalsza pozytywna materializacja przyszłych zmian zachodzących w AidemMedia może pozwolić nam w przyszłości na kolejne istotne korekty in plus w modelu. Dodatkowo jak już zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych raportach spółka stanowi dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji na rynku reklamy tv i zwiększenie budżetów produkcyjnych. Dlatego uwzględniając nasze założenia podnosimy wycenę spółki z 3.54 PLN do 3.71 PLN/akcję i utrzymujemy zalecenie Kupuj.

W AidemMedia 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. 10.4 mln PLN zysku netto. W chwili obecnej na kolejne lata nie uwzględniamy dalszej istotnej poprawy pozostawiając sobie otwartą ścieżkę do korekt in plus.

W segmencie produkcji i zarządzania na 2014 rok zakładamy materializację w wynikach obserwowanego wzrostu popytu na nowe programy tv. Zakładamy, że dominujące znaczenie dla wyników spółki będzie miała w dalszym ciągu produkcja dla TVP i Polsatu. Wzrost udziału przychodów od mniejszych stacji komercyjnych będzie procesem długotrwałym.

Dla kanału ATM TV zdecydowaliśmy się obniżyć nasze oczekiwania, co do dalszej poprawy rezultatów. W całym 2013 roku średni wynik oglądalności ATM TV wyniósł ok. 0.83 %. Po zmianie panelu badawczego odczyty dla tego kanału uległy obniżeniu i od kilku miesięcy średni udział w rynku wynosi ok. 0.75-0.8%. Dane te są dla nas trochę rozczarowujące i przyjmujemy, że średnioroczna oglądalność w dalszej części 2014 roku nie ulegnie istotnej zmianie (w okresie wakacyjnym liczymy jednak na niewielkie wzrosty z uwagi na fakt, że na innych antenach również będą wyświetlane powtórki). Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014 roku.

Podsumowując, na poziomie skonsolidowanym w 2014 roku zakładamy wzrost EBITDA do 34.2 mln PLN z dalszą perspektywą poprawy rezultatów w 2015 roku (m.in. efekt braku straty z tytułu Złote Krople). Na poziomie netto przyjmujemy wzrost zysku w 2014 roku do 15.2 mln PLN. Tym samym przy cenie 3.1 PLN/akcję spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na latach 2014-2016 wynoszącym odpowiednio 7.2x i 6.9x. W kolejnych latach utrzymujemy hojne wypłaty dywidendy z uwagi na dodatkowe wpływy z AidemMedia.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	115.2	109.9	121.1	145.7	166.3	173.8
EBITDA [mln PLN]	19.8	9.4	26.4	34.2	37.2	36.2
EBIT [mln PLN]	1.6	-9.9	6.8	14.6	16.6	17.5
Wynik netto [mln PLN]	2.2	-8.8	6.1	15.2	17.5	18.5
P/BV	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
P/E	119.6	---	43.0	17.2	14.9	14.2
EV/EBITDA	12.5	27.9	9.2	7.2	6.8	6.9
EV/EBIT	154.1	---	---	16.9	15.2	14.3
DPS	0.18	0.13	0.02	0.16	0.15	0.15

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 3.71 PLN

11 CZERWIEC 2014

Wycena końcowa [PLN]	3.71
Potencjał do wzrostu / spadku	+20%
Koszt kapitału	9.0%

Cena rynkowa [PLN]	3.10
Kapitalizacja [mln PLN]	267
Ilość akcji [mln. szt.]	84.3

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3.34
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2.39

Stopa zwrotu za 3 mc*	2%
Stopa zwrotu za 6 mc*	7%
Stopa zwrotu za 9 mc*	37%

* uwzględnia 0.16 PLN dywidendy

Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40.83%
Zygmunt Solorz (Karswell)	12.05%
Opera TFI	8.45%
Altus TFI	6.89%
Amplico OFE	6.66%
ING OFE	6.60%

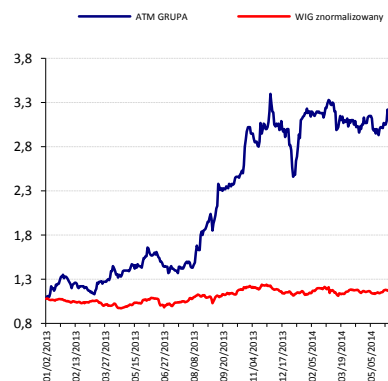
Maciej Bobrowski

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 1Q'2014	9
WYNIKI AIDEM MEDIA	10
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY.....	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Obecnie silnym czynnikiem wzrostowym budującym wartość ATM Grupa 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 1Q'14 potwierdził możliwość wykazywania powtarzalnych dobrych rezultatów. W naszym modelu przyjmujemy, że AidemMedia za 2014 rok wypracuje ok. 10.4 mln PLN zysku netto. 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 istotne korekty in plus.**

Dodatkowo jak już zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych raportach spółka stanowi dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji na rynku reklamy tv i zwiększenie budżetów produkcyjnych (szczególnie przez główną antenę Polsatu i docelowo przez TVP). Dlatego uwzględniając korzystne dla spółki otoczenie w 2014 roku w obszarze produkcji tv i zarządzania liczymy na wzrost wyniku EBITDA do prawie 27.9 mln PLN. W segmencie nadawanie przy utrzymaniu niskich kosztów oczekujemy poprawy wyniku EBITDA do ok. 5.5 mln PLN. Niewielką dodatnią kontrybucję do wyniku EBITDA powinna przynieść też działalność deweloperska (segment ten większe znaczenie może odgrywać w kolejnych latach – spółka posiada bank ziemi wart ok. 47 mln PLN).

Podsumowując, na poziomie skonsolidowanym w 2014 roku zakładamy wzrost EBITDA do 34.2 mln PLN z dalszą perspektywą poprawy rezultatów w 2015 roku (m.in. efekt braku straty z tytułu Złote Krople). Tym samym przy cenie 3.1 PLN/akcję spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na latach 2014-2016 wynoszącym odpowiednio 7.2x i 6.9x. **Uwzględniając nasze założenia podnosimy wycenę spółki z 3.54 PLN do 3.71 PLN/akcję i utrzymujemy zalecenie Kupuj.**

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	309.0	3.67
A1	Udziały w AidemMedia (50%)*	36.4	0.43
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	47.2	0.56
A3	Wycena DCF	225.4	2.67
B	Wycena porównawcza	318.0	3.77
C = (A*60%+B*40%)	Wycena końcowa	312.6	3.71

* - w modelu wyceniamy AidemMedia wg mnożnika P/E'14=7.0x. Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 34.4 mln PLN (na koniec 1Q'14 wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych wynosiła 6.32 mln PLN).

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 10.14 mln PLN zapłaty niespłaconej należności. Z kolei spółka naliczyła Mirbudowi kary umowne („związane ze znaczącymi opóźnieniami wykonania zobowiązań”) na łączną wysokość 10.574 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. Jeśli strony nie dojdą do porozumienia to postępowanie sądowe może trwać co najmniej kilka kwartałów. Nie jesteśmy w stanie rzetelnie ocenić prawdopodobieństwa jak zakończy się ten spór. Dlatego w modelu przyjmujemy założenie najbardziej bezpieczne dla poziomu wyceny, czyli zapłatę przez spółkę kwoty 10.14 mln PLN (wypływ gotówki w 2015 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 ponad 6 mln PLN; dotacja z PISZF ok. 2 mln PLN). Jest to tytuł kinowy jaki na przełomie 2014/2015 może istotnie wpłynąć na rezultaty spółki. Obawiamy się, że bez podpisania umowy na dystrybucję zagraniczną tytuł ten istotnie obciąży wyniki ATM Grupa.

Założenia dla segmentu nadawania tv obarczone są dużym ryzykiem błędu. Spółka dopiero rozpoczyna rozwój własnego kanału tv. Koszty działania tego segmentu w latach 2013-2014 są relatywnie niskie i w szczególności w zakresie zakupu treści programowych uwzględniają współpracę z Polsatem. Tym samym inwestorzy powinni mieć na uwadze ryzyko, że przyszłe wyniki zarówno ze względu na wyższe koszty jak i niższe przychody reklamowe mogą okazać się jednak inne niż założone w prognozie.

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 rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne założenia/zmiany w 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 TVP i Polsatu (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. W całym 2013 roku średni wynik oglądalności ATM Rozrywka wyniósł ok. 0.83 %. Wyniki oglądalności ATM TV po zmianie panelu badawczego uległy obniżeniu. Od kilku odczytów średnie miesięczne udziały ATM TV w rynku wynoszą ok. 0.75-0.8%. Dane te są dla nas trochę rozczarowujące i przyjmujemy, że średnioroczna oglądalność w dalszej części 2014 roku nie ulegnie istotnej zmianie (w okresie wakacyjnym liczymy jednak na niewielkie wzrosty z uwagi na fakt, że na innych antenach również będą wyświetlane powtórki). Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014 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 21.5 mln PLN (w porównaniu z poprzednim modelem wpływy niższe 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 5.5 mln PLN.
- 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 2015 roku.
- Stopę wolną od ryzyka obniżamy z 4.5% do 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 1Q'14).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezyduality zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2023.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 225.4 mln PLN, czyli 2.67 PLN/akcję.

Model DCF (segment produkcji, zarządzania oraz nadawania)

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	145.7	166.3	173.8	181.0	187.0	193.0	199.2	205.5	210.6	217.8
EBIT [mln PLN]	13.8	14.4	15.3	16.2	16.8	17.6	18.3	19.4	20.0	20.6
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2.6	2.7	2.9	3.1	3.2	3.3	3.5	3.7	3.8	3.9
NOPLAT [mln PLN]	11.1	11.6	12.4	13.1	13.6	14.3	14.8	15.7	16.2	16.7
Amortyzacja [mln PLN]	19.6	20.6	18.7	18.6	18.0	18.0	18.0	17.9	17.7	17.6
CAPEX [mln PLN]	-8.7	-19.6	-12.5	-13.0	-14.5	-15.0	-15.4	-15.9	-16.4	-17.9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-13.9	-1.8	-0.9	-1.7	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5	-1.2	-1.7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	8.2	10.8	17.7	17.0	15.7	15.9	15.9	16.1	16.3	14.7
DFCF [mln PLN]	7.9	9.5	14.3	12.7	10.7	10.0	9.2	8.6	8.0	6.6
Suma DFCF [mln PLN]	97.5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	272.5		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	122.5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	220.0									
Dług netto [mln PLN]	-5.4									
Wartość kapitału [mln PLN]	225.4									
Ilość akcji [mln szt.]	84.3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2.67									

Przychody zmiana r/r	20.3%	14.1%	4.5%	4.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	2.5%	3.4%
EBIT zmiana r/r	93.3%	4.3%	6.3%	6.1%	3.5%	4.9%	4.0%	5.8%	3.6%	2.9%
Marża EBITDA	22.9%	21.0%	19.5%	19.2%	18.6%	18.4%	18.2%	18.1%	17.9%	17.5%
Marża EBIT	9.4%	8.6%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%	9.2%	9.4%	9.5%	9.5%
Marża NOPLAT	7.6%	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%	7.6%	7.7%	7.7%
CAPEX / Przychody	-6.0%	-11.8%	-7.2%	-7.2%	-7.7%	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-8.2%
CAPEX / Amortyzacja	-44.2%	-95.2%	-66.8%	-70.1%	-80.5%	-83.1%	-86.0%	-89.1%	-92.6%	-101.8%

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	92.6%	92.7%	93.4%	94.0%	94.6%	95.3%	96.0%	96.6%	97.2%	97.8%
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	7.4%	7.3%	6.6%	6.0%	5.4%	4.7%	4.0%	3.4%	2.8%	2.2%
WACC	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	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	2.46	2.61	2.80	3.05	3.39	3.62	3.89	4.23	4.68
	0.8	2.33	2.46	2.62	2.83	3.12	3.29	3.51	3.78	4.11
	0.9	2.21	2.33	2.47	2.65	2.88	3.03	3.20	3.41	3.67
	1.0	2.11	2.21	2.33	2.48	2.67	2.80	2.94	3.11	3.31
	1.1	2.01	2.10	2.21	2.34	2.50	2.61	2.72	2.86	3.02
	1.2	1.93	2.00	2.10	2.21	2.35	2.44	2.53	2.65	2.78
	1.3	1.85	1.91	2.00	2.09	2.22	2.29	2.37	2.47	2.58
	1.4	1.77	1.83	1.90	1.99	2.10	2.16	2.23	2.31	2.40
	1.5	1.70	1.76	1.82	1.90	1.99	2.04	2.10	2.17	2.25

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	4.18	3.88	3.62	3.50	3.39	3.29	3.19	3.02	2.86
	0.8	3.88	3.58	3.33	3.22	3.12	3.02	2.92	2.76	2.61
	0.9	3.62	3.33	3.09	2.98	2.88	2.79	2.70	2.54	2.40
	1.0	3.39	3.12	2.88	2.78	2.67	2.59	2.50	2.35	2.22
	1.1	3.19	2.92	2.70	2.60	2.50	2.42	2.34	2.19	2.06
	1.2	3.02	2.76	2.54	2.44	2.35	2.27	2.19	2.05	1.93
	1.3	2.86	2.61	2.40	2.30	2.22	2.14	2.06	1.93	1.81
	1.4	2.72	2.47	2.27	2.18	2.10	2.02	1.95	1.82	1.71
	1.5	2.59	2.35	2.16	2.07	1.99	1.92	1.85	1.73	1.62

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%	2.60	2.78	3.00	3.30	3.73	4.01	4.36	4.82	5.43
	3.5%	2.46	2.61	2.80	3.05	3.39	3.62	3.89	4.23	4.68
	4.0%	2.33	2.46	2.62	2.83	3.12	3.29	3.51	3.78	4.11
	4.5%	2.21	2.33	2.47	2.65	2.88	3.03	3.20	3.41	3.67
	5.0%	2.11	2.21	2.33	2.48	2.67	2.80	2.94	3.11	3.31
	5.5%	2.01	2.10	2.21	2.34	2.50	2.61	2.72	2.86	3.02
	6.0%	1.93	2.00	2.10	2.21	2.35	2.44	2.53	2.65	2.78
	6.5%	1.85	1.91	2.00	2.09	2.22	2.29	2.37	2.47	2.58
	7.0%	1.77	1.83	1.90	1.99	2.10	2.16	2.23	2.31	2.40

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%.

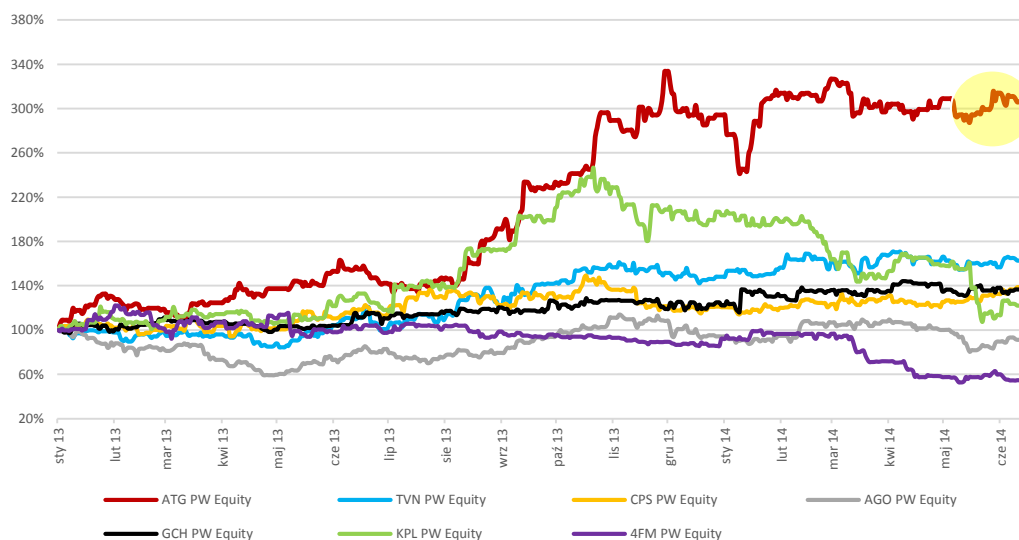
Analizę oparto na wskaźniku P/E i EV/EBITDA. Mediana EV/EBITDA na lata 2014-2016 mieści się w przedziale 8.7x-10.4x. Bazując na naszych prognozach dla ATM Grupa wyceniliśmy spółkę metodą porównawczą na 318 mln PLN czyli 3.77 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
TVN	19.9	15.5	12.2	11.4	10.6	10.0
Cyfrowy Polsat	25.7	18.3	13.8	8.7	6.6	6.0
Agora	---	39.4	23.1	5.1	4.2	3.9
Lions Gate	17.0	15.5	14.2	10.3	10.2	9.7
Entertainment One	14.4	13.0	11.9	10.8	9.8	9.5
Time Warner	16.8	15.9	13.9	10.4	9.6	8.5
Walt Disney	20.0	18.6	16.9	11.3	10.4	8.9
News Corp	37.7	36.2	30.3	8.6	8.2	6.9
Mediana GPW	22.8	18.3	13.8	8.7	6.6	6.0
Mediana	19.9	17.1	14.1	10.4	9.7	8.7
ATM Grupa	17.2	14.9	14.2	7.2	6.8	6.9
Premia / dyskonto	-14%	-13%	1%	-30%	-30%	-20%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	3.59	3.55	3.08	4.38	4.39	3.86
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	3.77					
Wycena końcowa spółki [mln PLN]	318					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

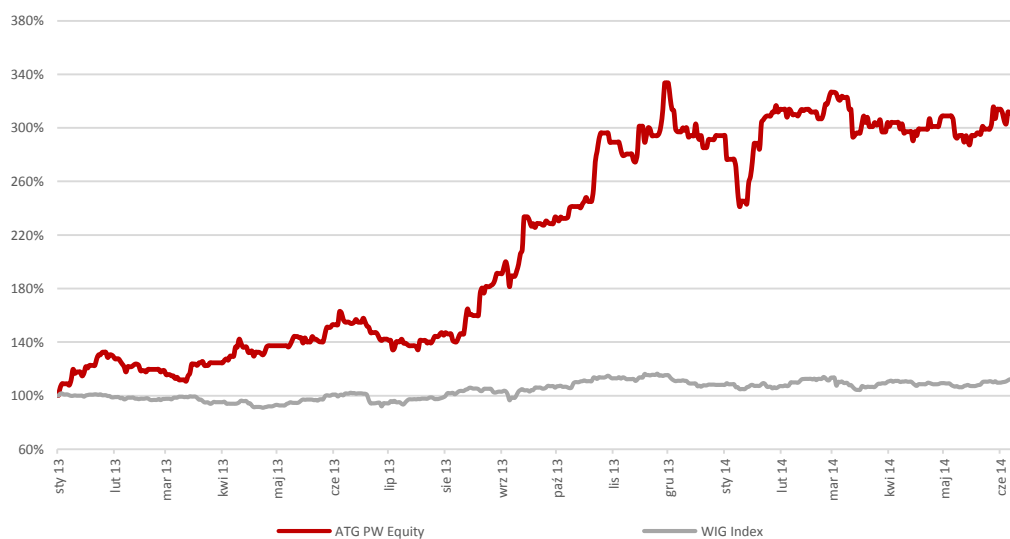
Zachowanie kursów spółek z segmentu media/rozrywka na GPW



Walory ATM Grupa są 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 1Q'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).

W obszarze produkcji tv spółka kontynuowała prace nad serialami i telenowelą. W realizacji były m.in. Pierwsza Miłość, Świat według Kiepskich, Pielęgniarki, Ojciec Mateusz czy Ranczo. Zwracamy też uwagę na dobre dane z segmentu zarządzania, co było efektem m.in. wysokiego obłożenia centrum produkcyjnego w Warszawie (wynajmowano powierzchnię m.in. dla The Voice of Poland, Top Chef, Hell's Kitchen czy dla programu Taniec z Gwiazdami). Segment nadawania cechowała w dalszym ciągu poprawa wyników. Niemniej widać od kilku miesięcy, że oglądalność ATM TV spadała do ok. 0.75-0.8%. Koncepcja programów tego kanału nie ulega większym zmianom i nadal bazuje w dużej mierze na tematach powtórkowych z biblioteki Polsatu czy TVP.

Ogółem przychody spółki w 1Q'14 wzrosły do prawie 29.5 mln PLN, czyli o 18% r/r. Na poziomie EBITDA zysk wzrósł r/r z 4.4 mln PLN do 8.3 mln PLN. Warto zauważyć, że wszystkie główne obszary biznesowe wykazały poprawę rezultatów.

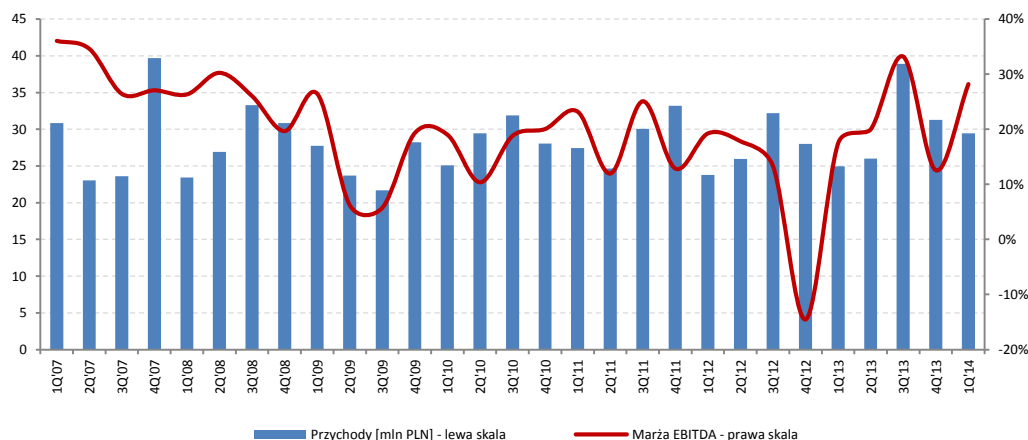
Na poziomie udziałów w wynikach jednostek stowarzyszonych w 1Q'14 ATM Grupa zaraportowała zysk w kwocie ok. 1.4 mln PLN (w całym 2013 roku było to ok. 1.6 mln PLN). Był to zatem kolejny wyjątkowo udany okres dla AidemMedia (producent gier).

Wyniki skonsolidowane za 1Q'14 i 2013 rok [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	24.94	29.44	18.0%	109.92	121.10	10.2%
prod tv i filmowa	16.68	16.80	0.7%	80.07	73.51	-8.2%
nadawanie	3.49	4.93	41.3%	6.16	17.79	188.9%
zarządzanie aktywami trwałymi	4.66	7.51	61.1%	22.44	28.78	28.3%
pozostałe	0.11	0.20	86.9%	1.25	1.01	-18.9%
EBITDA	4.36	8.30	90.4%	9.38	26.37	181.0%
prod tv i filmowa	0.31	2.60	749.3%	3.86	10.22	164.8%
nadawanie	0.22	1.15	419.4%	-1.49	3.76	---
zarządzanie aktywami trwałymi	3.28	4.52	37.8%	11.00	15.72	42.9%
pozostałe	0.33	0.11	-67.4%	-3.76	0.27	---
EBIT	-0.49	3.34	---	-9.92	6.85	---
prod tv i filmowa	-0.57	1.84	---	-0.27	3.54	---
nadawanie	-0.18	0.62	---	-2.87	2.04	---
zarządzanie aktywami trwałymi	-0.22	0.88	---	-2.51	1.53	---
pozostałe	0.32	0.10	---	-3.81	0.23	---
Saldo finansowe	0.02	-0.23	---	-0.93	-0.29	---
Udział w wyniku jedn. met praw wł	0.11	1.40	1150.0%	0.03	1.57	---
Wynik brutto	-0.36	4.51	---	-10.83	8.13	---
Podatek	0.03	0.50	---	-2.08	2.10	---
Wynik netto	-0.39	4.01	---	-8.75	6.03	---
dla akcjonariuszy	-0.43	4.04	---	-8.98	5.94	---
Koszty zarządu	2.59	2.76	6.5%	12.25	11.44	-6.6%
marża EBITDA	17.5%	28.2%		8.5%	21.8%	
marża EBIT	-2.0%	11.4%		-9.0%	5.7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



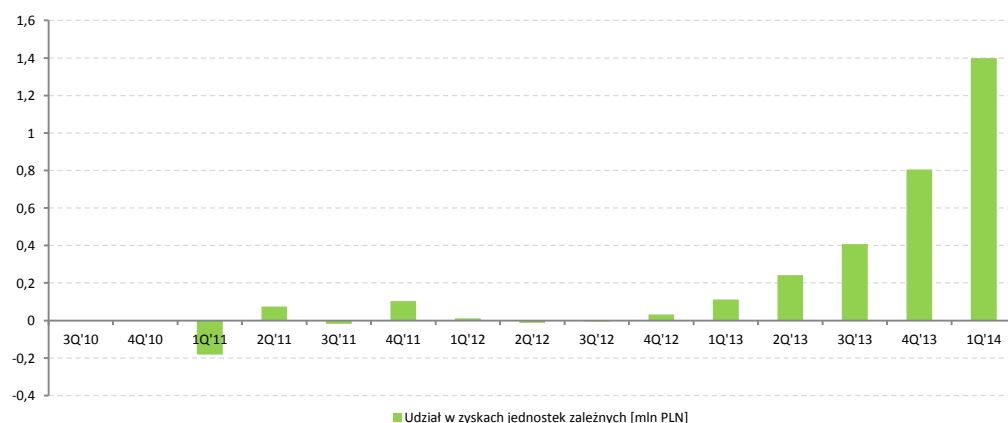
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI 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. 10.4 mln PLN zysku netto. 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

Zestawienie wybranych najpopularniejszych gier w kategorii racing z portfela AidemMedia za kwiecień 2014 na serwisach iTunes

Paid				Free			
Top Grossing							
1		Sonic & All-Stars Racing Transformed Games ★★★★☆ (182)	\$0.99	1		3D Sports Cars Parking Simulator Racing Gam... Games ★★★★☆ (88)	FREE
2		Infinite Flight - Flight Simulator Games ★★★★☆ (46)	\$4.99	2		3D Monster Truck Parking Simulator Game - Real Car... Games ★★★★☆ (86)	
3		Offroad Legends Games ★★★★☆ (331)	\$0.99	3		3D Police Parking Simulator Game - Rea... Games ★★★★☆ (196)	OPEN
4		Blocky Roads Games ★★★★☆ (434)	\$1.99	4		3D Monster Trucker Parking Simulator Ga... Games ★★★★☆ (8)	FREE
5		Granny Smith Games ★★★★☆ (562)	\$1.99	5		3D Motor Bike Rally Crazy Run: Offroad Es... Games ★★★★☆ (22)	OPEN
6		Bike Race Pro Games ★★★★☆ (110)	\$0.99	6		Angry Birds Go! Games ★★★★☆ (1 698)	UPDATE
7		Zombie Highway Games ★★★★☆ (1 932)	\$0.99	7		3D Police Drag Racing Driving Simulator Gam... Games ★★★★☆ (105)	OPEN
8		Sonic & SEGA All-Stars Racing Games ★★★★☆ (1 091)	\$3.99	8		Asphalt 8: Airborne Games ★★★★☆ (1 704)	UPDATE
9		Need for Speed™ Most Wanted Games ★★★★☆ (4 276)	\$6.99	9		CSR Racing Games ★★★★☆ (676)	UPDATE

W kategorii Free kwiecień'14 był bardzo udany dla tytułów AidemMedia (pozycje 1, 2, 3, 4, 5, 7)

Źródło: serwis iTunes

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

Założenia dla segmentu produkcji i zarządzania aktywami trwałymi

Jak już zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych raportach spółka stanowi dobrą ekspozycję na poprawę sytuacji na rynku reklamy tv i zwiększenie budżetów produkcyjnych (szczególnie przez główną antenę Polsatu i docelowo przez TVP). Zwracamy uwagę, że ATM Grupa w obszarze produkcji tv w minionych latach realizowała duże inwestycje i posiada nowoczesną infrastrukturę, która przy obecnych coraz bardziej sprzyjających warunkach przyczynia się do efektu dużej dźwigni operacyjnej (koszty stałe vs koszty zmienne).

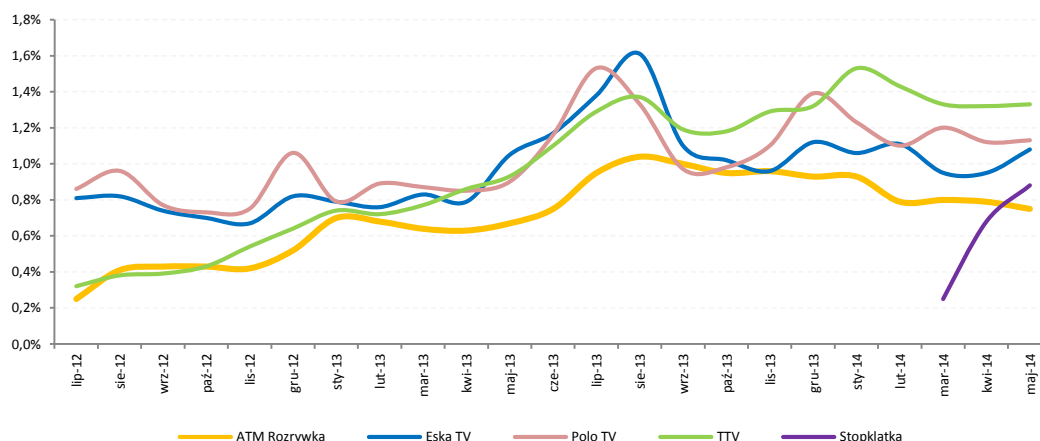
Rok 2014 jest wg nas dobrze zakontraktowany w zakresie produkcji tv dla Polsatu i TVP. Będzie widać zatem dodatnią dynamikę r/r (szczytu produkcji w 2014 roku spodziewamy się w 3Q). Liczymy też na poprawę rezultatów z wynajmu na co złoży się wykorzystanie wozów transmisyjnych oraz wzrost wynajmu powierzchni 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 wpływ z tantiem (w 2013 roku pozytywny efekt tantiem był widoczny z 3Q'13) oraz rozpoznanie straty na animacji Złote Krople (premiera kinowa może być przesunięta na 1Q'15). Tym samym na poziomie EBIT oczekujemy poprawy wyniku EBITDA do prawie 28 mln PLN. Nasze założenia na 2015 rok uwzględniają wysokie poziom kontraktacji produkcji tv w 2014 roku i na obecnym etapie nie spodziewamy się istotnej poprawy r/r (impulsem mogłyby być nowe umowy z innymi antenami komercyjnymi).

Założenia dla segmentu nadawanie (ATM Rozrywka TV)

Wyniki oglądalności ATM TV po zmianie panelu badawczego uległy obniżeniu. Od kilku odczytów średnie miesięczne udziały ATM TV w rynku wynoszą ok. 0.75-0.8%. Dane te są dla nas trochę rozczarowujące i przyjmujemy, że średnioroczna oglądalność w dalszej części 2014 roku nie ulegnie istotnej zmianie (w okresie wakacyjnym liczymy jednak na niewielkie wzrosty z uwagi na fakt, że na innych antenach również będą wyświetlane powtórki).

Dotychczas spółka nie zdecydowała się na odważniejsze ruchy w sferze programingu i nie oczekujemy w tym zakresie istotnych zmian w 2014 roku. W kolejnych latach wciąż utrzymujemy założenie niskokosztowego profilu biznesowego. W modelu przyjmujemy, że wpływ reklamowy w 2014 roku wzrosną o niespełna 4 mln PLN z poziomu 17.8 mln PLN do 21.5 mln PLN (w porównaniu z poprzednim modelem wpływ niższe 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 5.5 mln PLN.

Porównanie oglądalności 4 anten dostępnych na MUX1



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

Założenia dla pozostałych aktywów spółki

Trzecim istotnym obszarem decydującym o wartości spółki są nieruchomości nieoperacyjne dla segmentu produkcji tv i zarządzania. Podmiotem odpowiedzialnym za działalność deweloperską jest ATM Inwestycje. Na koniec 1Q'14 spółka wykazywała na bilansie bank ziemi warty ok. 47.25 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 ok. 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.

Wynik jednostek stowarzyszonych (Aidem Media)

Coraz większy wpływ na poziom netto ATM Grupa mają także rezultaty AidemMedia. Szacujemy, że wynik netto Aidem Media za 2013 rok przekroczył 3.1 mln PLN (w 2012 roku było to zaledwie niespełna 0.1 mln PLN). Dokonane przeobrażenie modelu działania Aidem Media powinno wg nas pozwolić na wykazanie dalszej poprawy rezultatów w 2014 roku (co było już widać po bardzo silnym okresie 1Q'14) i spodziewamy się wyniku netto na poziomie ok. 10.4 mln PLN.

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.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

Razem Atm Grupa	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	24.94	25.98	38.90	31.28	29.44	31.07	42.50	42.69	115.34	109.92	121.10	145.69	166.26	173.79
EBITDA	4.36	5.19	12.91	4.08	8.11	8.13	9.19	8.58	20.85	8.53	26.53	34.19	37.21	36.18
EBIT	-0.49	0.39	8.07	-1.12	3.34	3.20	4.29	3.73	1.99	-9.92	6.85	14.57	16.60	17.51
Saldo finansowe	0.02	0.00	-0.10	-0.20	-0.23	-0.17	-0.53	-0.53	0.67	-0.93	-0.29	-1.46	-0.73	-0.72
Wynik w jedn. stowarzyszonych	0.11	0.24	0.41	0.81	1.40	1.25	1.25	1.30	-0.02	0.03	1.57	5.20	5.72	6.01
Wynik netto	-0.39	0.46	6.83	-0.87	4.01	3.47	4.06	3.65	2.10	-8.75	6.03	15.18	17.49	18.46
marża EBITDA	17.5%	20.0%	33.2%	13.1%	27.5%	26.2%	21.6%	20.1%	18.1%	7.8%	21.9%	23.5%	22.4%	20.8%
marża EBIT	-2.0%	1.5%	20.7%	-3.6%	11.4%	10.3%	10.1%	8.7%	1.7%	-9.0%	5.7%	10.0%	10.0%	10.1%
Segment produkcji i zarządzania	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	21.35	21.58	34.37	25.01	24.31	24.83	34.94	34.91	115.34	103.77	103.31	118.99	127.79	133.22
EBITDA	3.81	5.03	11.14	2.36	7.04	6.40	7.86	6.57	21.10	9.33	22.61	27.87	29.23	27.90
EBIT	-0.63	0.95	6.73	-2.48	2.63	1.82	3.31	2.08	2.24	-8.52	4.80	9.85	10.03	10.63
marża EBITDA	19.3%	21.3%	34.4%	7.4%	28.9%	25.8%	22.5%	18.8%	18.3%	9.0%	21.9%	23.4%	22.9%	20.9%
marża EBIT	-1.5%	2.6%	21.7%	-11.8%	10.8%	7.3%	9.5%	6.0%	1.9%	-8.2%	4.6%	8.3%	7.9%	8.0%
Istotne zdarzenia jednorazowe	0.00	0.00	0.00	-3.46	0.00	0.00	0.00	-2.25	-3.00	-3.95	-3.46	-2.25	0.00	0.00
Segment nadawania	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	3.49	4.03	4.27	6.01	4.93	6.03	4.49	6.05	0.00	6.14	17.79	21.50	23.48	25.57
EBITDA	0.22	0.51	0.98	2.21	0.97	1.73	0.87	1.74	-0.25	-0.80	3.92	5.50	5.72	6.03
EBIT	-0.18	-0.18	0.54	1.86	0.62	1.38	0.52	1.39	-0.25	-1.40	2.04	3.91	4.32	4.63
marża EBITDA	6.4%	12.8%	22.9%	36.8%	19.6%	28.7%	19.3%	28.9%	---	-13.0%	22.0%	25.6%	24.4%	23.6%
marża EBIT	-5.1%	-4.5%	12.7%	31.0%	12.5%	22.9%	11.6%	23.1%	---	-22.7%	11.5%	18.2%	18.4%	18.1%
Segment inne (deweloperka)	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	0.11	0.38	0.27	0.26	0.20	0.20	3.07	1.73	---	1.25	1.01	5.20	15.00	15.00
EBITDA	0.33	-0.36	0.79	-0.49	0.11	0.00	0.46	0.26	---	-3.76	0.27	0.83	2.25	2.25
EBIT	0.32	-0.38	0.79	-0.50	0.10	0.00	0.46	0.26	---	-3.81	0.23	0.82	2.25	2.25
marża EBITDA	303.7%	-95.5%	297.4%	-186.3%	53.0%	0.0%	15.0%	15.0%	---	-301.4%	26.6%	15.9%	15.0%	15.0%
marża EBIT	300.0%	-101.1%	296.2%	-190.5%	47.5%	0.0%	15.0%	15.0%	---	-306.1%	22.7%	15.7%	15.0%	15.0%

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	145.7	166.3	173.8	181.0	187.0	193.0	199.2	205.5	210.6	217.8	225.1
segment produkcji tv		102.5	102.3	119.0	127.8	133.2	138.3	142.7	147.2	151.9	156.8	160.8	167.0	173.3
segment nadawania tv		6.1	17.8	21.5	23.5	25.6	27.7	29.3	30.8	32.3	33.7	34.7	35.8	36.9
segment inne (deweloperka)		1.2	1.0	5.2	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	34.2	37.2	36.2	37.0	37.0	37.9	38.5	39.5	40.0	40.5	41.2
segment produkcji tv		9.3	22.6	27.9	29.2	27.9	27.6	26.9	27.0	27.0	27.3	27.4	27.4	27.7
segment nadawania tv		-0.8	3.9	5.5	5.7	6.0	7.2	7.9	8.6	9.2	9.9	10.4	10.8	11.2
segment inne (deweloperka)		0.9	-0.2	0.8	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	14.6	16.6	17.5	18.4	19.0	19.8	20.6	21.6	22.3	22.9	23.6
segment produkcji tv		-8.5	4.8	9.8	10.0	10.6	10.4	10.3	10.4	10.5	10.8	11.1	11.2	11.5
segment nadawania tv		-1.4	2.0	3.9	4.3	4.6	5.8	6.5	7.2	7.8	8.5	9.0	9.4	9.8
segment inne (deweloperka)		0.0	0.0	0.8	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	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3
Koszty finansowe	0.4	1.9	1.1	2.2	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Udział w zyskach jedn. zal.	0.0	0.0	1.6	5.2	5.7	6.0	6.2	6.5	6.8	7.0	7.2	7.4	7.6	7.8
Wynik brutto	2.7	-10.8	8.2	18.3	21.6	22.8	24.1	25.0	26.1	27.1	28.4	29.3	30.1	30.9
Wynik netto	2.2	-8.8	6.1	15.2	17.5	18.5	19.5	20.2	21.1	21.9	23.0	23.8	24.4	25.1
Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	194.7	212.3	228.3	222.0	216.6	216.4	217.1	220.1	223.8	238.2	243.5	249.6	257.5	266.2
Rzeczowe aktywa trwałe	169.6	179.1	161.7	152.0	142.3	137.5	133.3	131.2	129.6	128.4	127.9	128.0	129.7	132.0
WNiP	3.8	12.9	11.4	9.9	8.5	7.1	5.7	4.3	2.9	11.5	10.1	8.7	7.3	5.9
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	10.1	15.8	21.8	28.1	34.6	41.3	48.3	55.5	63.0	70.6	78.4
Pozostałe aktywa trwałe	2.4	3.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Aktywa obrotowe	94.4	80.4	80.9	87.8	83.8	85.9	88.3	88.4	88.2	88.3	88.2	87.1	84.4	81.2
Zapasy	10.2	9.6	12.1	13.2	10.9	11.4	11.9	12.3	12.7	13.1	13.5	13.8	14.3	14.8
Należności	39.5	38.7	25.6	37.1	41.9	43.6	45.3	46.7	48.1	49.5	51.0	52.2	53.9	55.6
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	37.6	31.0	30.9	31.1	29.4	27.5	25.7	23.7	21.0	16.2	10.8
Razem Aktywa	289.1	292.7	309.2	309.8	300.4	302.3	305.4	308.5	312.0	326.6	331.7	336.7	341.9	347.4
Kapitał własny	215.6	199.3	219.8	222.8	229.1	236.7	244.7	252.6	261.0	269.6	278.6	287.7	296.8	306.2
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	223.2	229.5	237.1	245.1	253.0	261.4	270.0	279.0	288.1	297.2	306.6
Zobowiązania długoterminowe	47.7	63.6	61.7	56.2	49.6	42.4	37.0	31.7	26.4	32.0	27.5	23.1	18.7	14.2
Zobowiązania dł %	23.5	21.6	19.4	19.0	17.9	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	25.3	21.3	17.3	15.1	13.0	10.8	9.6	8.3	7.1	5.9	4.6
Pozostałe zobowiązania dł.	0.6	9.0	13.1	11.8	10.4	9.0	7.6	6.2	4.8	13.4	12.0	10.6	9.2	7.8
Zobowiązania krótkoterminowe	24.8	29.1	27.2	30.5	21.3	22.8	23.3	23.8	24.2	24.7	25.1	25.5	26.0	26.6
Zobowiązania kr %	1.9	6.0	4.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Zobowiązania handlowe	4.9	6.2	6.5	10.4	11.4	12.9	13.4	13.8	14.3	14.7	15.2	15.6	16.1	16.7
Pozostałe zobowiązania kr	18.1	17.0	15.8	16.1	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Razem Pasywa	289.1	292.7	309.2	309.8	300.4	302.3	305.4	308.5	312.0	326.6	331.7	336.7	341.9	347.4
CF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF Operacyjny	23.4	8.8	28.8	17.9	26.8	26.4	28.0	28.2	28.9	30.3	31.0	31.7	31.5	32.0
CF Inwestycyjny	-28.3	-29.6	-5.0	-1.8	-19.6	-12.5	-13.0	-14.5	-15.0	-15.4	-15.9	-16.4	-17.9	-18.5
CF Finansowy	2.0	2.8	-7.2	-15.3	-13.8	-14.0	-14.7	-15.4	-15.9	-16.6	-17.1	-17.9	-18.4	-18.8
Przepływy netto razem	-2.9	-18.1	16.6	0.8	-6.6	-0.1	0.2	-1.7	-2.0	-1.7	-2.1	-2.6	-4.8	-5.4
Środki pieniężne eop	32.9	19.8	36.3	37.6	31.0	30.9	31.1	29.4	27.5	25.7	23.7	21.0	16.2	10.8

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%	20.3%	14.1%	4.5%	4.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	2.5%	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%	23.5%	22.4%	20.8%	20.5%	19.8%	19.6%	19.3%	19.2%	19.0%	18.6%	18.3%	17.2%
Marża EBIT	1.4%	-9.0%	5.7%	10.0%	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%	10.3%	10.3%	10.5%	10.6%	10.5%	10.5%	1.4%
Marża netto	1.9%	-8.0%	5.0%	10.4%	10.5%	10.6%	10.8%	10.8%	11.0%	11.0%	11.2%	11.3%	11.2%	11.1%	1.9%
EPS	0.03	-0.10	0.07	0.18	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.30	0.03
BVPS	2.51	2.32	2.61	2.64	2.72	2.81	2.90	3.00	3.10	3.20	3.31	3.41	3.52	3.63	2.51
CEPS	0.24	0.12	0.30	0.41	0.45	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.49	0.49	0.50	0.51	0.24
P/E	119.6	---	43.0	17.2	14.9	14.2	13.4	12.9	12.4	11.9	11.4	11.0	10.7	10.4	119.6
P/BV	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.2
P/CE	13.1	25.3	10.2	7.5	6.9	7.0	6.9	6.8	6.7	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	13.1
EV/EBITDA	12.5	27.9	9.2	7.2	6.8	6.9	6.7	6.7	6.6	6.5	6.3	6.2	6.2	6.2	12.5
EV/EBIT	154.1	---	35.4	16.9	15.2	14.3	13.5	13.1	12.5	12.1	11.5	11.2	11.0	10.9	154.1
Dług netto [mln PLN]	-19.3	-4.6	-18.8	-14.6	-9.2	-10.8	-12.8	-12.9	-12.7	-12.8	-12.5	-11.7	-8.6	-5.0	-19.3
Dywidenda [mln PLN]	15.7	10.8	1.9	13.5	12.6	12.2	12.9	13.6	14.2	14.8	15.4	16.1	16.6	17.1	15.7
DPS	0.18	0.13	0.02	0.16	0.15	0.15	0.15	0.16	0.17	0.18	0.18	0.19	0.20	0.20	0.18
DYield	5.9%	4.1%	0.7%	5.2%	4.8%	4.7%	4.9%	5.2%	5.4%	5.7%	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%	5.9%

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
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 2Q'14:

Kupuj	2	29%
Akumuluj	4	57%
Trzymaj	1	14%
Redukuj	0	0%
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 kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
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
Pozzczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów 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.

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).

Kluczule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.
Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez 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 i Informacji. 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.
Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 11.06.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 16.06.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.
Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.
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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.
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 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.
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, jego pracownicy 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.
BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.