



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 4.15 PLN

01 LIPIEC 2015

Tak jak już wspominaliśmy wielokrotnie, kurs spółki licząc od 2013 roku, zachowuje się zdecydowanie pozytywnie na tle innych podmiotów z obszaru media/rozrywka notowanych na GPW. Jest to jeden z najlepszych typów z ekspozycją na ożywienie na rynku reklamy i zmiany strukturalne zachodzące na szerokim rynku nadawania (przejawiające się we fragmentyzacji i rosnącej roli nowych anten). Decydujemy się na podniesienie naszej wyceny z 3.62 PLN do 4.15 PLN/akcję i jednocześnie zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Akumuluj. Przy naszej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.5x - 8.7x.

Spółka w naszym odczuciu dzięki dokonany wcześniej inwestycjom w infrastrukturę bardzo dobrze przygotowała się do obecnej sprzyjającej koniunktury. Tym samym decydujemy się ponownie na podniesienie naszych założeń dla obszaru produkcji telewizyjnej, gdyż dostrzegamy szanse na kolejne trwałe poszerzenie bazy klientów, co będzie dobrym prognostykiem na kolejne okresy. W porównaniu do ostatniego raportu uwzględniamy też wyższe założenia dla segmentu nadawania, który w kolejnych kwartałach powinien wykazywać znaczące dynamiki wzrostu EBITDA w ujęciu r/r. Wreszcie czynnikiem, który odpowiada za podniesienie naszej wyceny jest powrót przez AidemMedia (producenta gier) na ścieżkę wzrostu wyników (tak przynajmniej traktujemy dobry odczyt za 1Q'15). Ogółem spodziewamy się, że EBITDA grupy w 2015 roku przekroczy 40 mln PLN.

Spółka pokazała dobre wyniki za 1Q'15. Łączne przychody grupy wzrosły o ponad 12% r/r do poziomu 33 mln PLN. Za poprawę wpływów r/r odpowiadał głównie obszar produkcji filmowej. Przychody z tej działalności wzrosły do prawie 21 mln PLN, czyli o ponad 24% r/r. W pozostałych segmentach nastąpiła erozja wpływów r/r. W segmencie zarządzania aktywami trwałymi przychody wyniosły 7 mln PLN, a w segmencie nadawanie ok. 4.6 mln PLN (w obu przypadkach spadek wpływów r/r o ok. 7 %). Wynik EBITDA grupy za 1Q'15 wyniósł prawie 8.5 mln PLN, co oznacza wzrost o ok. 2% r/r. W podziale na segmenty było widać istotny efekt struktury przychodów. Tym samym za poprawę EBITDA grupy w dużej mierze odpowiadał obszar produkcji tv. Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (Aidem Media) wyniósł 0.95 mln PLN. Jest to erozja względem 1Q'14 jednak oceniamy ten odczyt pozytywnie i zwracamy uwagę, że widać stopniową odbudowę rezultatów Aidem Media w ujęciu q/q. Na poziomie netto grupa wykazała zysk przypisany akcjonariuszom jedn. dominującej w kwocie prawie 3.7 mln PLN, czyli o 8.8% mniej niż w 1Q'14 (efekt jednostek stowarzyszonych).

Wycena końcowa [PLN]	4.15
Potencjał do wzrostu / spadku	+11%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	3.74
Kapitałizacja [mln PLN]	315.3
Ilość akcji [mln. szt.]	84.3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]*	4.20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]*	2.98
* ceny z zamknięcia	
Stopa zwrotu za 3 mc**	-4%
Stopa zwrotu za 6 mc**	20%
Stopa zwrotu za 9 mc**	6%
** uwzględnia 0.16 PLN dywidendy	
Akcyonariat (% 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

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	121.1	153.1	187.8	200.6	216.1	225.0
EBITDA [mln PLN]	26.4	33.4	40.2	40.7	41.6	43.4
EBIT [mln PLN]	6.8	13.4	18.2	21.2	21.5	22.9
Wynik netto [mln PLN]	6.1	18.0	18.0	21.1	21.7	23.3
P/BV	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
P/E	51.9	17.5	17.5	15.0	14.5	13.5
EV/EBITDA	11.2	9.4	7.6	7.9	7.6	7.1
EV/EBIT	43.3	23.4	16.8	15.1	14.7	13.4
DPS	0.02	0.16	0.16	0.13	0.15	0.15



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'2015	9
PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Tak jak już wspominaliśmy wielokrotnie, kurs spółki licząc od 2013 roku, zachowuje się z decydującą przewagą na tle innych podmiotów z obszaru media/rozrywka notowanych na GPW. Jest to jeden z najlepszych typów z ekspozycją na ożywienie na rynku reklamy i zmiany strukturalne zachodzące na szerokim rynku nadawania przejawiające się we fragmentyzacji i rosnącej roli nowych anten. Spółka w naszym odczuciu dzięki dokonaniom wcześniej inwestycjom bardzo dobrze przygotowała się do obecnej dobrej koniunktury. Tym samym decydujemy się ponownie na podniesienie naszych założeń dla obszaru produkcji telewizyjnej, gdyż dostrzegamy szanse na kolejne trwałe poszerzenie bazy klientów, co będzie dobrym prognostykiem na kolejne okresy. W porównaniu do ostatniego raportu uwzględniamy też wyższe założenia dla segmentu nadawania, który w kolejnych kwartałach powinien wykazywać znaczące dynamiki wzrostu EBITDA w ujęciu r/r. Wreszcie czynnikiem, który odpowiada za podniesienie naszej wyceny jest powrót przez AidemMedia (producenta gier) na ścieżkę wzrostu wyników (tak przynajmniej traktujemy dobry odczyt za 1Q'15).

Podsumowując, decydujemy się na podniesienie naszej wyceny z 3.62 PLN do 4.15 PLN/akcję i jednocześnie zmieniamy zalecenie z Trzymaj na Akumuluj. Przy naszej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie 8.5x - 8.7x.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	346.3	4.11
A1	Udziały w AidemMedia (50%)*	47.5	0.56
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	47.2	0.56
A3	Wycena DCF	251.5	2.98
B	Wycena porównawcza	355.7	4.22
C = (A*60%+B*40%) Wycena końcowa		350.0	4.15

* - w modelu wyceniamy AidemMedia wg mnożnika P/E'15P=10.0x. Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 47.5 mln PLN (na koniec 1Q'15 wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych wynosiła 6.7 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 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. W modelu przyjmujemy założenie najbardziej bezpieczne dla poziomu wyceny, czyli zapłatę przez spółkę kwoty 10.14 mln PLN (wyływ 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 w 4Q'15 może istotnie wpłynąć na rezultaty spółki. Obawiamy się, że tytuł ten istotnie obciąży wyniki ATM Grupa.

Założenia dla segmentu nadawania tv obciążone 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.

WYCENA DCF (segment produkcji tv i zarządzania oraz nadawania)

Wyceny 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 :

- Dostrzegamy dalsze symptomy zwiększenia zapotrzebowania na usługi świadczone przez spółkę w obszarze produkcji telewizyjnej i zarządzania. ATM Grupa korzysta na ożywieniu na rynku reklamy oraz większym budżetom produkcyjnym poszczególnych anten. Dodatkowo dostrzegamy szanse na kolejne trwałe poszerzenie bazy klientów, co będzie dobrym prognostykiem na kolejne okresy.
- 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%. Tym samym decydujemy się na podniesienie założeń przychodowych.
- W najbliższych latach uwzględniamy większe zapotrzebowanie na inwestycje. Zwracamy uwagę, że spółka odczuwa wyraźne zwiększenie zapotrzebowania na swoje usługi w zakresie produkcji telewizyjnej. Poszerzenie bazy klientów może zatem wymusić dokonanie kolejnych inwestycji w bazę produkcyjną (co staramy się uwzględnić na 2016 rok).
- Na rok 2016 uwzględniamy płatność na rzecz Mirbudu. Jest to założenie ostrożne, gdyż spór sądowy może trwać dłużej. Dodatkowo końcowe rozstrzygnięcie może uwzględniać roszczenia ATM Grupa wobec Mirbudu.
- Stopę wolną od ryzyka pozostawiamy na pułapie 4.0%.
- Dług netto uwzględnia wypłaconą w czerwcu'15 dywidendę (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'15).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.10.2015 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 251.5 mln PLN, czyli 2.98 PLN/akcję.

Model DCF (segment produkcji, zarządzania oraz nadawania)

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	187.8	200.6	216.1	225.0	233.5	240.4	247.5	253.5	261.5	269.8
EBIT [mln PLN]	16.1	18.9	19.2	20.6	22.0	21.9	22.8	23.5	24.2	24.9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3.0	3.6	3.7	3.9	4.2	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7
NOPLAT [mln PLN]	13.0	15.3	15.6	16.7	17.8	17.8	18.4	19.0	19.6	20.1
Amortyzacja [mln PLN]	22	19	20	21	21	20	20	20	20	20
CAPEX [mln PLN]	-13	-35	-15	-11	-14	-18	-20	-21	-22	-22
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1.8	-1.0	-1.0	-0.9	-1.2	-0.8	-1.0	-1.1	-1.1	-0.9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	20.4	-0.8	19.7	25.5	23.7	19.3	17.0	16.9	17.1	18.0
DFCF [mln PLN]	20.0	-0.7	16.3	19.4	16.6	12.4	10.0	9.2	8.5	8.2
Suma DFCF [mln PLN]	120.0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	310.6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	142.2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	262.2									
Dług netto [mln PLN]	10.7									
Wartość kapitału [mln PLN]	251.5									
Ilość akcji [mln szt.]	84.3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2.98									

Przychody zmiana r/r	22.7%	6.8%	7.7%	4.1%	3.7%	3.0%	3.0%	2.4%	3.2%	3.2%
EBIT zmiana r/r	74.5%	18.0%	1.5%	7.1%	6.9%	-0.5%	3.9%	3.0%	2.9%	2.9%
Marża EBITDA	20.3%	19.2%	18.2%	18.3%	18.2%	17.4%	17.3%	17.2%	16.9%	16.8%
Marża EBIT	8.5%	9.4%	8.9%	9.2%	9.4%	9.1%	9.2%	9.3%	9.2%	9.2%
Marża NOPLAT	6.9%	7.7%	7.2%	7.4%	7.6%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
CAPEX / Przychody	-6.8%	-17.2%	-7.0%	-4.8%	-5.8%	-7.3%	-8.3%	-8.3%	-8.2%	-8.0%
CAPEX / Amortyzacja	-58%	-177%	-75%	-53%	-66%	-88%	-102%	-105%	-107%	-106%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
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	93.0%	93.3%	94.0%	94.6%	95.3%	96.0%	96.6%	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	7.0%	6.7%	6.0%	5.4%	4.7%	4.0%	3.4%	2.9%	2.3%	1.8%
WACC	8.7%	8.7%	8.7%	8.8%	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	2.72	2.90	3.12	3.41	3.80	4.06	4.38	4.77	5.29
	0.8	2.58	2.73	2.92	3.16	3.49	3.69	3.94	4.25	4.63
	0.9	2.44	2.58	2.74	2.94	3.22	3.38	3.59	3.83	4.12
	1.0	2.32	2.44	2.58	2.76	2.98	3.12	3.29	3.48	3.72
	1.1	2.21	2.32	2.44	2.59	2.78	2.90	3.04	3.19	3.38
	1.2	2.11	2.20	2.31	2.44	2.61	2.71	2.82	2.95	3.10
	1.3	2.02	2.10	2.20	2.31	2.45	2.54	2.63	2.74	2.87
	1.4	1.94	2.01	2.09	2.19	2.31	2.39	2.47	2.56	2.67
	1.5	1.86	1.92	2.00	2.08	2.19	2.25	2.32	2.40	2.49

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	4.71	4.36	4.06	3.93	3.80	3.69	3.58	3.37	3.19
	0.8	4.36	4.02	3.74	3.61	3.49	3.37	3.27	3.07	2.90
	0.9	4.06	3.74	3.46	3.33	3.22	3.11	3.01	2.82	2.66
	1.0	3.80	3.49	3.22	3.10	2.98	2.88	2.78	2.61	2.45
	1.1	3.58	3.27	3.01	2.89	2.78	2.68	2.59	2.42	2.28
	1.2	3.37	3.07	2.82	2.71	2.61	2.51	2.42	2.26	2.12
	1.3	3.19	2.90	2.66	2.55	2.45	2.36	2.28	2.12	1.99
	1.4	3.03	2.75	2.51	2.41	2.31	2.23	2.15	2.00	1.87
	1.5	2.88	2.61	2.38	2.28	2.19	2.11	2.03	1.89	1.77

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%	2.89	3.09	3.35	3.70	4.19	4.51	4.92	5.45	6.16
	3.5%	2.72	2.90	3.12	3.41	3.80	4.06	4.38	4.77	5.29
	4.0%	2.58	2.73	2.92	3.16	3.49	3.69	3.94	4.25	4.63
	4.5%	2.44	2.58	2.74	2.94	3.22	3.38	3.59	3.83	4.12
	5.0%	2.32	2.44	2.58	2.76	2.98	3.12	3.29	3.48	3.72
	5.5%	2.21	2.32	2.44	2.59	2.78	2.90	3.04	3.19	3.38
	6.0%	2.11	2.20	2.31	2.44	2.61	2.71	2.82	2.95	3.10
	6.5%	2.02	2.10	2.20	2.31	2.45	2.54	2.63	2.74	2.87
	7.0%	1.94	2.01	2.09	2.19	2.31	2.39	2.47	2.56	2.67

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2015-2017 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 monetizowane na rynku międzynarodowym – np. Igrzyska Śmierci). Ze względu na istotne różnice w modelach funkcjonowania poszczególnych spółek waga wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 40%.

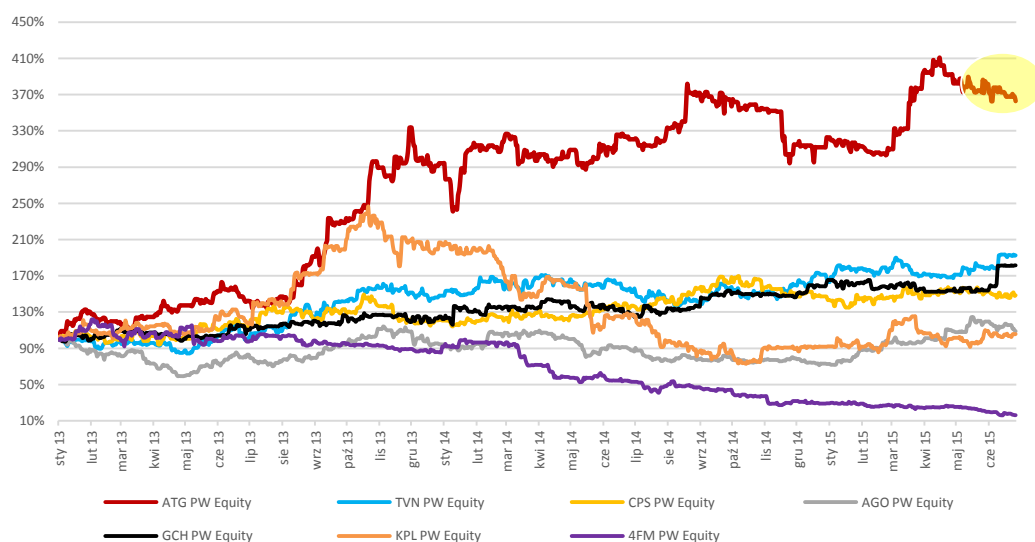
Analizę oparto na wskaźniku P/E i EV/EBITDA. Mediana EV/EBITDA na lata 2015-2017 mieści się w przedziale 8.7x-10.1x. Bazując na naszych prognozach dla ATM Grupa wyceniliśmy spółkę metodą porównawczą na 355.7 mln PLN czyli 4.22 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Scripps Networks (właściciel TVN)	15.2x	14.4x	14.1x	9.0x	8.6x	8.4x
Cyfrowy Polsat	17.7x	13.7x	11.8x	7.2x	6.6x	6.1x
Agora				5.8x	6.3x	6.0x
Lions Gate	23.0x	19.0x	18.2x	15.7x	13.3x	12.6x
Entertainment One	14.8x	13.0x	11.1x	11.2x	10.2x	9.1x
Time Warner	18.8x	15.8x	14.3x	11.9x	10.4x	9.7x
Walt Disney	22.5x	20.3x	18.7x	12.7x	11.5x	10.5x
News Corp	30.9x	28.6x	23.0x	7.5x	6.4x	5.0x
Mediana	18.8x	15.8x	14.3x	10.1x	9.4x	8.7x
ATM Grupa	17.5x	15.0x	14.5x	7.6x	7.9x	7.6x
Premia / dyskonto	-7%	-5%	2%	-25%	-16%	-13%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	4.01	3.95	3.67	4.92	4.46	4.30
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	4.22					
Wycena końcowa spółki [mln PLN]	355.7					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

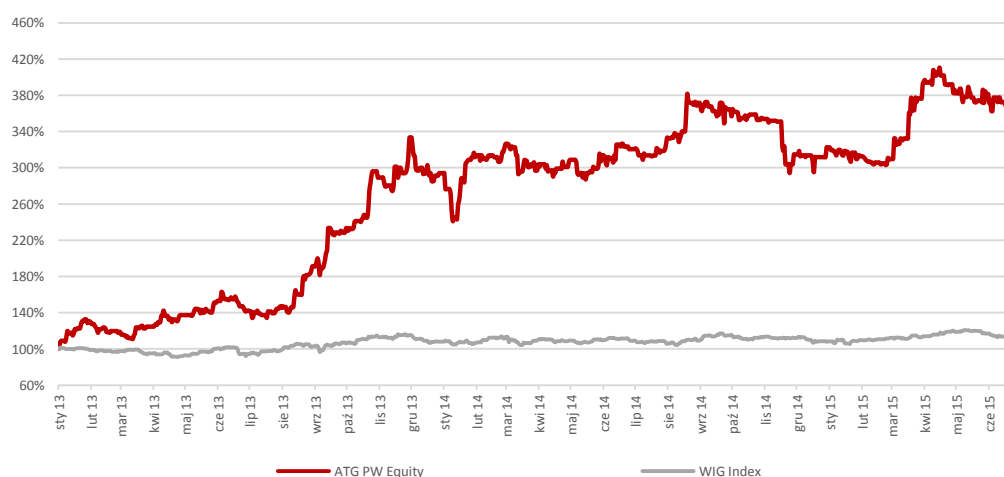
Zachowanie kursów spółek z segmentu media/rozrywka na GPW



Walory ATM Grupa są zdecydowanie najlepszym typem licząc od 2013 roku pod względem osiągniętych stóp zwrotu z obszaru media/rozrywka na GPW (wykres nie uwzględnia dywidend)

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'2015

Spółka pokazała dobre wyniki za 1Q'15. łączne przychody grupy wzrosły o ponad 12% r/r do poziomu 33 mln PLN. Za poprawę wpływów r/r odpowiadał głównie obszar produkcji filmowej. Przychody z tej działalności wzrosły do prawie 21 mln PLN, czyli o ponad 24% r/r. W pozostałych segmentach nastąpiła erozja wpływów r/r. W segmencie zarządzania aktywami trwałymi przychody wyniosły 7 mln PLN, a w segmencie nadawanie ok. 4.6 mln PLN (w obu przypadkach spadek wpływów r/r o ok. 7 %).

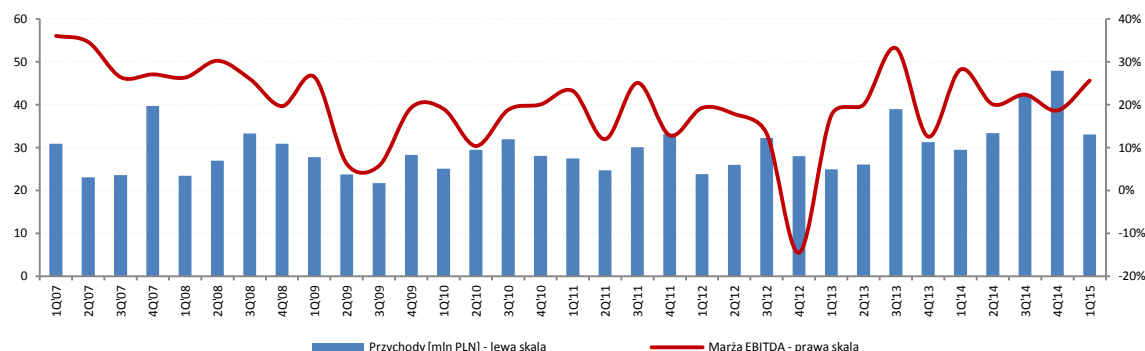
Wynik EBITDA grupy za 1Q'15 wyniósł prawie 8.5 mln PLN, co oznacza wzrost o ok. 2% r/r. W podziale na segmenty było widać istotny efekt struktury przychodów. Tym samym za poprawę EBITDA grupy w dużej mierze odpowiadał obszar produkcji tv. Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (Aidem Media) wyniósł 0.95 mln PLN. Jest to erozja względem 1Q'14 jednak oceniamy ten odczyt pozytywnie i zwracamy uwagę, że widać stopniową odbudowę rezultatów Aidem Media w ujęciu q/q. Na poziomie netto grupa wykazała zysk przypisany akcjonariuszom jedn. dominującej w kwocie prawie 3.7 mln PLN, czyli o 8.8% mniej niż w 1Q'14 (efekt jednostek stowarzyszonych).

Wyniki skonsolidowane za 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	29.44	33.07	12.3%	125.60	156.72	24.8%
prod tv i filmowa	16.80	20.87	24.3%	73.90	99.11	34.1%
nadawanie	4.93	4.57	-7.2%	19.23	19.47	1.3%
zarządzanie aktywami trwałymi	7.51	7.00	-6.8%	31.49	31.52	0.1%
pozostałe	0.20	0.62	211.5%	0.98	6.62	573.0%
EBITDA	8.30	8.47	2.1%	30.31	33.56	10.7%
prod tv i filmowa	2.60	3.21	23.5%	12.69	11.95	-5.9%
nadawanie	1.15	0.66	-42.7%	4.69	2.78	-40.8%
zarządzanie aktywami trwałymi	4.52	4.47	-1.2%	16.96	18.04	6.4%
pozostałe	0.11	0.16	48.1%	0.09	0.99	---
EBIT	3.34	3.54	6.0%	10.68	13.56	27.0%
prod tv i filmowa	1.84	2.38	29.1%	6.13	8.65	41.0%
nadawanie	0.62	0.12	-81.3%	2.83	0.58	-79.5%
zarządzanie aktywami trwałymi	0.88	0.93	6.4%	2.62	3.58	36.6%
pozostałe	0.10	0.15	54.7%	0.04	0.95	---
Saldo finansowe	-0.23	0.06	---	-0.53	-0.28	---
Udział w wyniku jedn. met praw wł	1.40	0.95	-31.9%	2.85	3.06	7.4%
Wynik brutto	4.51	4.55	0.9%	13.00	16.35	25.8%
Podatek	0.50	0.90	78.6%	2.57	-1.28	---
Wynik netto	4.01	3.66	-8.8%	10.48	17.63	68.2%
dla akcjonariuszy	4.04	3.69	-8.8%	10.40	17.44	67.7%
Koszty zarządu	2.76	2.93	6.2%	11.61	12.95	11.6%
marża EBITDA	28.2%	25.6%		24.1%	21.4%	
marża EBIT	11.4%	10.7%		8.5%	8.7%	

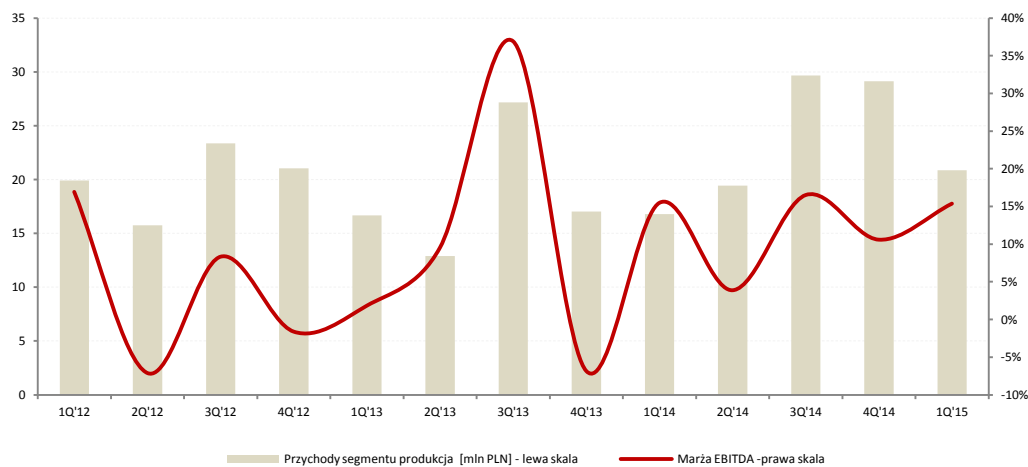
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



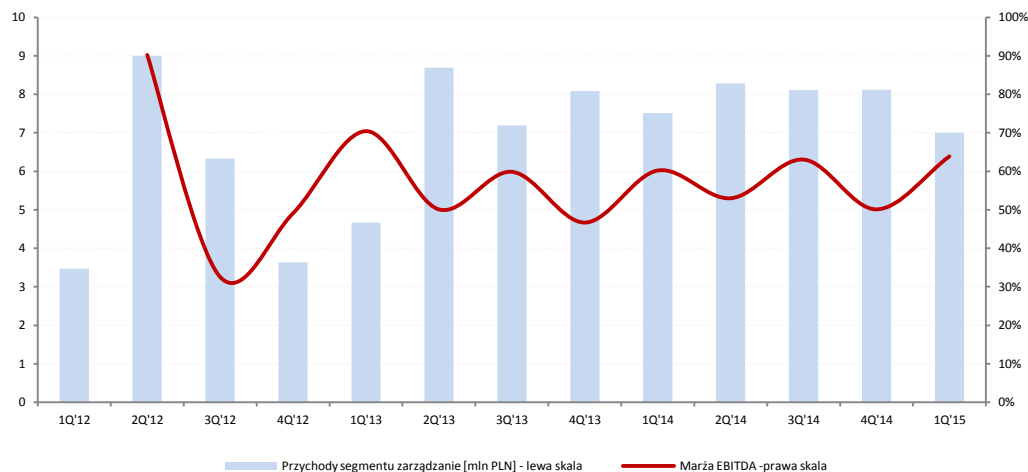
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu produkcja w ujęciu kwartalnym



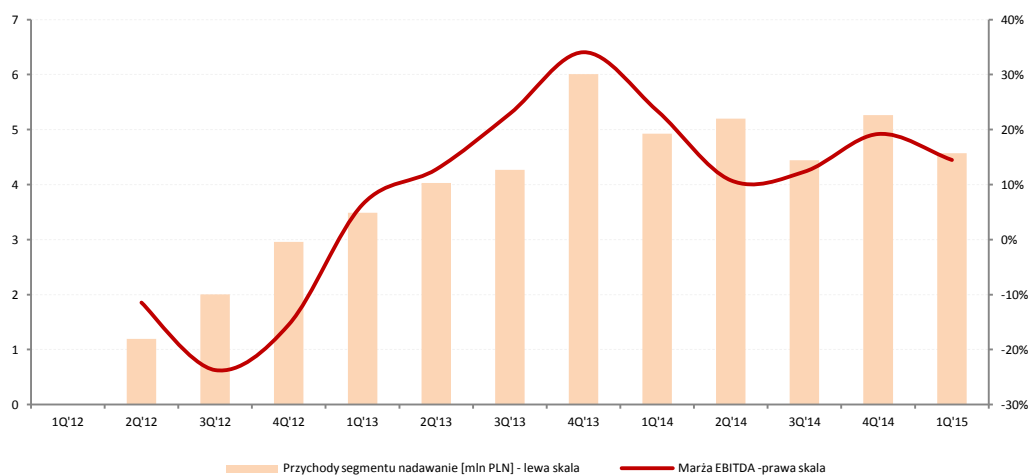
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu zarządzanie



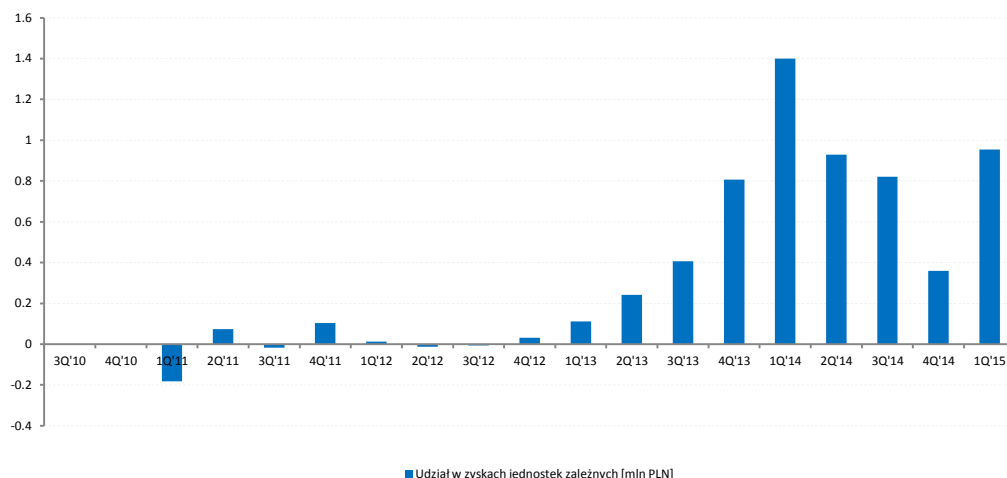
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Główny wpływ na poziom zysków jednostek zależnych ma AidemMedia (spółka posiada 50% kapitału). Rekordowy wynik odnotowano w 1Q'14, po czym kolejne kwartały w 2014 roku przyniosły erozję rezultatów w ujęciu q/q. Odczyt za 1Q'15 uznajemy za dobry prognostyk na dalszą część 2015 roku.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY

Założenia dla segmentu produkcji i zarządzania aktywami trwałymi

Dostrzegamy dalsze symptomy zwiększenia zapotrzebowania na usługi świadczone przez spółkę w obszarze produkcji telewizyjnej. Już wyniki za 2014 rok (EBITDA na pułapie 29.2 mln PLN) interpretowaliśmy jako dobre. ATM Grupa korzysta na ożywieniu na rynku reklamy oraz większym budżetom produkcyjnym poszczególnych anten. Dodatkowo dostrzegamy szanse na kolejne trwałe poszerzenie bazy klientów, co będzie dobrym prognostykiem na kolejne okresy.

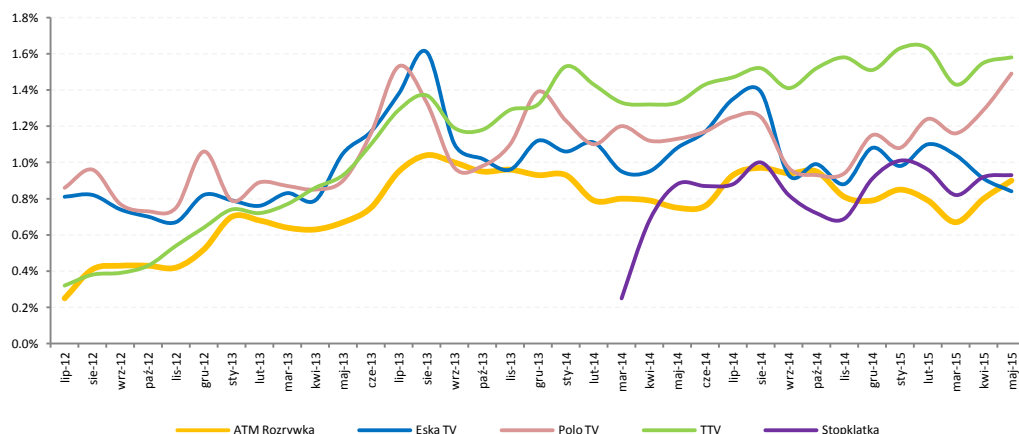
Bieżący 2015 rok jest wg nas dobrze zakontraktowany w zakresie produkcji tv dla głównych anten Polsatu i TVP jak i pozostałych mniejszych zleceniodawców. Dodatkowo od 2Q'15 korzystny wpływ na rezultaty spółki powinna mieć współpraca z nowym kanałem Canal+ Discovery (spółka będzie jednym z głównych dostawców polskiego kontentu). W obszarze wynajmu i zarządzania infrastrukturą produkcyjną nie dokonujemy istotnych zmian (uwzględniamy kontynuację transmisji Ekstraklasy). Zgodnie z naszymi szacunkami drugie półrocze powinno być znacznie lepsze niż pierwsze (każdy kolejny kwartał w 2015 roku powinien pozwolić na wykazanie wzrostu EBITDA r/r). Ogółem w całym 2015 roku w obszarze produkcji i zarządzania spodziewamy się, że EBITDA przekroczy 32 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że na 4Q'15 przesunęliśmy premierę kinową Złotych Kropli. W modelu mamy rozpoznanie straty EBIT w 4Q'15 na tej animacji w kwocie ok. 1.5 mln PLN. Ostateczne rozliczenie wyniku na Złotych Kroplach będzie zależne od frekwencji kinowej.

Założenia dla segmentu nadawanie (ATM Rozrywka TV)

Okres 1Q'15 pod względem oglądalności był dość wymagający dla ATM TV (dodatkowo spółka ponosiła wyższe koszty stałe). Zauważamy jednak poprawę oglądalności w 2Q'15. Wpływ na lepsze odczyty, w naszym odczuciu, ma m.in. odświeżona ramówka i nowe pozycje w ofercie. Tym samym, po dwóch kwartałach z rzędu kiedy spółka raportowała erozję wpływów reklamowych w ujęciu r/r, mamy nadzieję że najbliższe odczyty pod względem przychodów przyniosą ożywienie. Na 2015 rok zakładamy w modelu wzrost przychodów do ponad 23.1 mln PLN (w 2014 roku było to 19.83 mln PLN). Tym samym uwzględniając strukturę kosztową, oczekujemy, że EBITDA segmentu wyniesie ok. 6 mln PLN (w 2014 roku było to ok. 3.27 mln PLN).

Porównanie oglądalności 5 wybranych anten



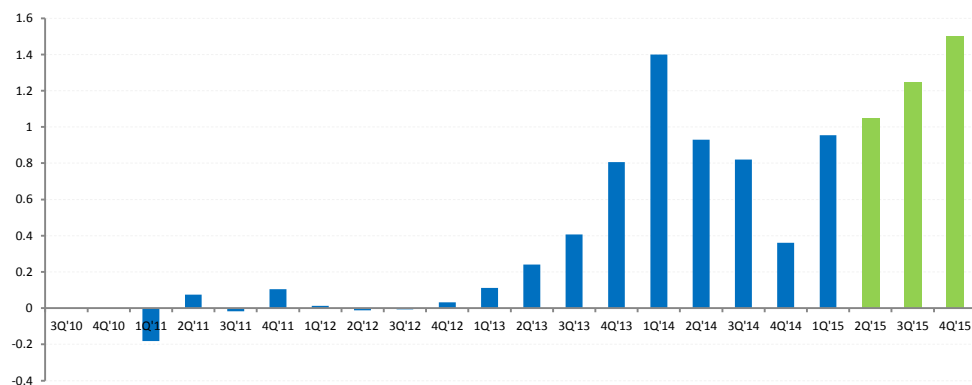
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

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 2015 rok wypracuje ok. 9.5 mln PLN zysku netto (w 2014 roku było to ok. 7 mln PLN). 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.

Raportowany przez ATM Grupa udział w zyskach jednostek zależnych oraz projekcja na najbliższe kwartały [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Główny wpływ na poziom zysków jednostek zależnych ma AidemMedia (spółka posiada 50% kapitału). Rekordowy wynik odnotowano w 1Q'14, po czym kolejne kwartały w 2014 roku przyniosły erozję rezultatów w ujęciu q/q. Odczyt za 1Q'15 uznajemy za dobry prognostyk na dalszą część 2015 roku.

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. Szacujemy, że na koniec 1Q'15 spółka wykazywała na bilansie bank ziemi warty ok. 48 mln PLN (w 1Q'15 spółka dokupiła grunty za 0.75 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”. Osiedle Przy Zamku składa się z trzech faz realizacji. Spółka oferuje domy jednorodzinne w zabudowie bliźniaczej. Inwestycja położona jest w Ślęzie (gm. Kobierzyce), 5 min od granicy Wrocławia.

Główne parametry inwestycji:

- Osiedle Przy Zamku I
32 domy; naprzeciwko Zamku Topacz.
Koniec budowy: maj 2015 r.
- Osiedle Przy Zamku II
28 domów; 300 m od Zamku Topacz
Początek budowy: 1Q 2015 r.
Termin realizacji: 2Q 2016 r.
- Osiedle Przy Zamku III
24 domy; 800 m od Zamku Topacz
Początek budowy: 1Q 2015 r.
Termin realizacji: koniec 2015 r.

Obecny bank ziemi, jak szacujemy, pozwoli jeszcze spółce na realizację kolejnych projektów na ok. 30 tys. PUM.

Spodziewamy się, że z działalności deweloperskiej w 2015 roku spółka wykaże ponad 10 mln PLN przychodów, a w 2016 roku będzie to ok. 15 mln PLN.

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	42.5	47.9	33.1	34.4	59.4	61.0	109.9	121.1	153.1	187.8	200.6	216.1
EBITDA	8.3	6.7	9.5	8.9	8.5	7.7	11.1	12.9	8.5	26.5	33.4	40.2	40.7	41.6
EBIT	3.34	1.71	4.72	3.59	3.5	2.8	6.4	5.4	-9.9	6.8	13.4	18.2	21.2	21.5
Saldo finansowe	-0.2	-0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.9	-0.3	-0.6	-0.7	-1.1	-1.2
Wynik w jedn. stow.	1.4	0.9	0.8	0.4	1.0	1.1	1.3	1.5	0.0	1.6	3.5	4.8	5.9	6.5
Wynik netto	4.0	2.2	4.7	7.0	3.7	3.0	6.0	5.4	-8.8	6.0	18.0	18.0	21.1	21.7
marża EBITDA	28.2%	20.1%	22.3%	18.6%	25.6%	22.3%	18.7%	21.2%	7.8%	21.9%	21.8%	21.4%	20.3%	19.2%
marża EBIT	11.4%	5.1%	11.1%	7.5%	10.7%	8.2%	10.7%	8.9%	-9.0%	5.7%	8.7%	9.7%	10.6%	9.9%
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	37.8	37.2	27.9	24.6	49.9	50.4	103.8	103.3	127.1	152.8	160.4	174.4
EBITDA	7.0	6.1	8.9	7.2	7.6	5.6	8.8	10.0	9.3	22.6	29.2	32.1	31.8	32.4
EBIT	2.6	1.7	4.7	2.4	3.3	1.3	4.6	3.1	-8.5	4.8	11.4	12.2	14.5	14.5
marża EBITDA	28.9%	21.9%	23.5%	19.2%	27.4%	22.7%	17.7%	19.9%	9.0%	21.9%	23.0%	21.0%	19.8%	18.6%
marża EBIT	10.8%	6.0%	12.3%	6.5%	11.8%	5.2%	9.2%	6.1%	-8.2%	4.7%	9.0%	8.0%	9.1%	8.3%
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	4.4	5.3	4.6	6.1	5.7	6.8	6.14	17.79	19.83	23.14	25.15	26.68
EBITDA	1.2	0.6	0.5	1.0	0.7	1.5	1.7	2.2	-0.80	3.92	3.27	6.00	6.59	6.89
EBIT	0.6	0.0	0.0	0.4	0.1	0.9	1.1	1.7	-1.40	2.04	1.08	3.82	4.41	4.71
marża EBITDA	23.4%	10.8%	12.3%	19.2%	14.5%	24.0%	28.8%	33.0%	-13.0%	22.0%	16.5%	25.9%	26.2%	25.8%
marża EBIT	12.5%	0.1%	0.5%	8.4%	2.5%	14.9%	19.3%	24.9%	-22.7%	11.5%	5.5%	16.5%	17.5%	17.6%
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	0.2	5.4	0.6	3.8	3.8	3.8	1.2	0.9	6.2	11.9	15.0	15.0
EBITDA	0.1	0.0	0.0	0.7	0.2	0.7	0.7	0.7	-3.8	0.3	0.9	2.1	2.3	2.3
EBIT	0.1	0.0	0.0	0.7	0.1	0.7	0.7	0.7	-3.8	0.3	0.9	2.1	2.3	2.3
marża EBITDA	53.0%	12.0%	19.3%	13.9%	25.2%	17.5%	17.5%	17.5%	-301%	34.2%	15.2%	17.9%	15.0%	15.0%
marża EBIT	47.5%	8.8%	14.6%	13.7%	23.6%	17.5%	17.5%	17.5%	-306%	29.9%	14.5%	17.8%	15.0%	15.0%

Zwracamy uwagę, że w 4Q'15 prawdopodobnie odbędzie się premiera kinowa animacji Złote Krople. Zatem tytuł ten może mieć wpływ na wyniki za 4Q'15 (w modelu uwzględniamy stratę EBIT na poziomie ok. 1.5 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń w porównaniu z raportem z 24.10.2014

	2015 stara prognoza	2015 nowa prognoza	zmiana	2016 stara prognoza	2016 nowa prognoza	zmiana	2017 stara prognoza	2017 nowa prognoza	zmiana
Przychody	161.6	187.8	16%	174.7	200.6	15%	182.5	216.1	18%
EBITDA	33.2	40.2	21%	34.4	40.7	18%	36.7	41.6	13%
segment produkcji tv	25.2	32.1	27%	25.9	31.8	23%	27.2	32.4	19%
segment nadawania tv	5.7	6.0	5%	6.2	6.6	6%	7.3	6.9	-6%
EBIT	11.6	18.2	57%	15.4	21.2	38%	16.6	21.5	29%
segment produkcji tv	5.9	12.2	107%	9.1	14.5	60%	9.2	14.5	58%
segment nadawania tv	3.48	3.8	10%	4	4.4	10%	5.09	4.7	-8%
Wynik netto	13.1	18.0	37%	16.4	21.1	28%	17.5	21.7	24%

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	153.1	187.8	200.6	216.1	225.0	233.5	240.4	247.5	253.5	261.5	269.8
segment produkcji tv		102.5	102.4	127.1	152.8	160.4	174.4	182.0	189.3	195.5	201.9	207.1	214.4	221.8
segment nadawania tv		6.1	17.8	19.8	23.1	25.1	26.7	28.0	29.2	29.9	30.6	31.4	32.2	33.0
segment inne (deweloperka)		1.2	0.9	6.2	11.9	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	33.4	40.2	40.7	41.6	43.4	44.8	44.0	45.0	45.7	46.6	47.5
segment produkcji tv		9.3	22.6	29.2	32.1	31.8	32.4	33.6	34.4	33.4	34.1	34.6	35.1	35.6
segment nadawania tv		-0.8	3.9	3.3	6.0	6.6	6.9	7.5	8.1	8.3	8.6	8.9	9.3	9.6
segment inne (deweloperka)		0.9	-0.2	0.9	2.1	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	13.4	18.2	21.2	21.5	22.9	24.3	24.2	25.0	25.7	26.4	27.1
segment produkcji tv		-8.5	4.8	11.4	12.2	14.5	14.5	15.3	16.1	15.8	16.3	16.7	17.1	17.5
segment nadawania tv		-1.4	2.0	1.1	3.8	4.4	4.7	5.3	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4
segment inne (deweloperka)		0.0	0.0	0.9	2.1	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	0.8	0.7	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
Koszty finansowe	0.4	1.9	1.1	1.4	1.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
Udział w zyskach jedn. zal.	0.0	0.0	1.6	3.5	4.8	5.9	6.5	6.9	7.1	7.4	7.6	7.8	8.0	8.2
Wynik brutto	2.7	-10.8	8.2	16.3	22.3	26.0	26.8	28.7	30.7	31.0	32.1	33.1	34.0	34.9
Wynik netto	2.2	-8.8	6.1	18.0	18.0	21.1	21.7	23.3	24.9	25.1	26.0	26.8	27.5	28.3
Bilans	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	194.7	212.3	228.3	196.4	191.8	202.7	204.2	201.3	201.5	216.5	224.6	233.4	242.9	252.3
Rzeczowe aktywa trwałe	169.6	179.1	161.7	151.7	144.1	151.2	148.3	140.8	135.9	135.8	138.4	141.6	145.2	148.6
WNiP	3.8	12.9	11.4	11.9	9.7	7.5	5.3	3.1	0.9	8.8	6.6	4.4	2.2	0.0
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	24.9	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7
Inwestycje w jedn. stow	2.9	2.9	5.2	5.7	10.5	16.4	23.0	29.8	37.0	44.3	52.0	59.8	67.8	76.1
Pozostałe aktywa trwałe	2.4	3.5	2.5	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Aktywa obrotowe	94.4	80.4	80.9	116.8	123.9	112.8	117.5	127.4	133.7	135.1	134.2	132.7	130.9	129.4
Zapasy	10.2	9.6	12.1	40.9	38.6	38.5	36.1	35.1	34.5	33.9	33.4	33.3	32.6	31.8
Należności	39.5	38.7	25.6	51.3	53.0	58.5	62.7	65.2	67.4	69.3	71.3	72.9	75.1	77.3
Pozostałe aktywa finansowe	11.4	12.4	6.4	1.9	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	33.2	19.7	36.8	22.8	25.2	8.8	11.6	20.0	24.7	24.8	22.5	19.5	16.2	13.3
Razem Aktywa	289.1	292.7	309.2	313.2	315.7	315.6	321.7	328.7	335.2	351.6	358.8	366.1	373.8	381.7
Kapitał własny	215.6	199.3	219.8	224.4	230.4	242.8	254.1	266.5	278.4	289.5	301.5	313.5	325.8	338.3
Kapitały mniejszości	1.0	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Kapitał własny razem	216.6	200.0	220.3	225.0	230.9	243.4	254.6	267.1	279.0	290.1	302.0	314.1	326.4	338.9
Zobowiązania długoterminowe	47.7	63.6	61.7	54.1	47.3	40.3	34.1	28.0	21.9	26.7	21.5	16.2	11.0	5.8
Zobowiązania dł %	23.5	21.6	19.4	17.5	16.9	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	22.3	18.3	16.0	13.9	11.8	10.6	9.3	8.1	6.8	5.6
Pozostałe zobowiązania dł.	0.6	9.0	13.1	11.3	8.1	5.9	3.7	1.6	-0.6	7.2	5.0	2.8	0.6	-1.6
Zobowiązania krótkoterminowe	24.8	29.1	27.2	34.2	37.5	31.9	33.0	33.7	34.3	34.8	35.3	35.8	36.4	37.0
Zobowiązania kr %	1.9	6.0	4.9	4.4	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Zobowiązania handlowe	4.9	6.2	6.5	8.3	10.3	14.8	16.0	16.6	17.3	17.8	18.3	18.7	19.3	20.0
Pozostałe zobowiązania kr	18.1	17.0	15.8	21.5	22.1	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
Razem Pasywa	289.1	292.7	309.2	313.2	315.7	315.6	321.7	328.7	335.2	351.6	358.8	366.1	373.8	381.7
CF	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF Operacyjny	23.4	8.8	28.8	8.7	45.7	29.8	32.3	34.0	35.1	35.6	36.2	36.7	37.5	38.3
CF Inwestycyjny	-28.3	-29.6	-5.0	-3.7	-28.2	-34.6	-15.0	-10.8	-13.5	-17.5	-20.4	-21.0	-21.5	-21.6
CF Finansowy	2.0	2.8	-7.2	-19.0	-15.1	-11.7	-14.4	-14.8	-16.9	-17.9	-18.1	-18.7	-19.2	-19.7
Przepływy netto razem	-2.9	-18.1	16.6	-14.0	2.5	-16.4	2.8	8.4	4.6	0.1	-2.3	-3.0	-3.3	-2.9
Środki pieniężne eop	32.9	19.8	36.3	22.8	25.2	8.8	11.6	20.0	24.7	24.8	22.5	19.5	16.2	13.3

Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody zmiana r/r	0.7%	-4.6%	10.2%	26.4%	22.7%	6.8%	7.7%	4.1%	3.7%	3.0%	3.0%	2.4%	3.2%	3.2%
Marża brutto na sprzedaży	8.9%	4.0%	11.9%	14.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Marża EBITDA	17.2%	8.5%	21.8%	21.8%	21.4%	20.3%	19.2%	19.3%	19.2%	18.3%	18.2%	18.0%	17.8%	17.6%
Marża EBIT	1.4%	-9.0%	5.7%	8.7%	9.7%	10.6%	9.9%	10.2%	10.4%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%
Marża netto	1.9%	-8.0%	5.0%	11.7%	9.6%	10.5%	10.0%	10.3%	10.6%	10.4%	10.5%	10.6%	10.5%	10.5%
Cena [PLN]	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74
Kapitalizacja [mln PLN]	322	322	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315
EPS [PLN]	0.03	-0.10	0.07	0.21	0.21	0.25	0.26	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34
BVPS [PLN]	2.51	2.32	2.61	2.66	2.73	2.88	3.01	3.16	3.30	3.43	3.58	3.72	3.86	4.01
CEPS [PLN]	0.24	0.12	0.30	0.45	0.47	0.48	0.50	0.52	0.54	0.53	0.55	0.56	0.57	0.58
P/E (x)	144.3	---	51.9	17.5	17.5	15.0	14.5	13.5	12.7	12.6	12.1	11.8	11.5	11.2
P/BV (x0)	1.5	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
P/CE (x)	15.7	30.5	12.3	8.3	7.9	7.8	7.5	7.2	6.9	7.0	6.9	6.7	6.6	6.5
EV/EBITDA (x)	15.3	33.8	11.2	9.4	7.6	7.9	7.6	7.1	6.7	6.8	6.6	6.5	6.5	6.4
EV/EBIT (x)	188.4	---	43.3	23.4	16.8	15.1	14.7	13.4	12.3	12.3	11.9	11.6	11.4	11.1
Dług netto [mln PLN]	-19.3	-4.6	-18.8	-2.8	-10.3	5.3	0.7	-9.5	-15.9	-17.8	-17.3	-16.1	-14.6	-13.5
Dywidenda [mln PLN]	15.7	10.8	1.9	13.6	13.5	10.8	12.6	13.0	15.1	16.2	16.3	16.9	17.4	17.9
DPS [PLN]	0.18	0.13	0.02	0.16	0.16	0.13	0.15	0.15	0.18	0.19	0.19	0.20	0.21	0.21
DYield	4.9%	3.4%	0.6%	4.3%	4.3%	3.4%	4.0%	4.1%	4.8%	5.1%	5.2%	5.4%	5.5%	5.7%

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

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

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

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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
akumuluj	4.15	trzymaj	3.62	01.07.2015	3.74	53 200
trzymaj	3.62	kupuj	3.71	24.10.2014	3.66	53 582
kupuj	3.71	kupuj	3.54	11.06.2014	3.10	53 148
kupuj	3.54	akumuluj	2.83	11.03.2014	3.03	51 230
akumuluj	2.83	akumuluj	2.06	21.10.2013	2.59	53 854
akumuluj	2.06	trzymaj	1.44	27.08.2013	1.86	49 410
trzymaj	1.44	kupuj	1.43	08.04.2013	1.46	45 200
kupuj	1.43	kupuj	1.58	14.12.2012	0.93	46 653
kupuj	1.58	trzymaj	2.00	12.09.2012	1.08	43 010
trzymaj	2.00	kupuj	1.59	21.02.2012	2.01	42 047
kupuj	1.59	---	---	28.09.2011	1.16	37 826

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	100%
Trzymaj	0	0%
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

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 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.

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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 01.07.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.07.2015 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 częstotliwości 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.

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 01.07.2015 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 pełnią 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.