



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki za 2015 rok wyznaczają wg nas bardzo wysoką bazą na kolejne okresy. Budojąc prognozę na 2016 rok staraliśmy się uwzględnić zwiększoną grupę odbiorców (m.in. Canal+ Discovery, TVN). Jednocześnie zwróciliśmy uwagę na elementy ryzyka, czyli m.in. zaawansowany poziom odbudowy budżetów produkcyjnych w stacjach telewizyjnych oraz obawy o przesunięcia i opóźnienia w harmonogramie produkcji dla TVP (w związku planowanym przekształceniem tej instytucji). Tym samym obniżyliśmy oczekiwany poziom EBITDA na 2016 rok do niespełna 38.5 mln PLN. Nie spodziewamy się również istotnej poprawy rentowności w AidemMedia. Zatem zakładamy wynik netto na 2016 rok w naszym modelu spada do 15 mln PLN. Zgodnie z naszymi założeniami EV/EBITDA dla spółki na lata 2016-2017 wynosi odpowiednio 7.9x i 7.7x. Traktujemy te mnożniki jako odzwierciedlające optymalne pułapy cenowe. Tym samym decydujemy się na rewizję naszego nastawienia średnioterminowego do ATM Grupa. Dlatego zmieniamy zalecenie z Kupuj na Trzymaj z ceną docelową 3.62 PLN/akcję.

Miniony 2015 rok był wg nas bardzo 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 miała współpraca z nowym kanałem Canal+ Discovery, a od 4Q'15 pierwsza produkcja serialu dla TVN. W obszarze wynajmu i zarządzania infrastrukturą produkcyjną nie nastąpiły istotne zmiany (duże znaczenie ma przedłużona umowa na transmisję Ekstraklasy). Zwracamy uwagę, że warszawskie studio wykorzystywane jest już w sposób optymalny i w okresie 2016-2017 może zająć potrzeba rozbudowania infrastruktury. Na 2016 rok obniżyliśmy nasze oczekiwania dla segmentu. Wynika to z wysokiej bazy z 2015 roku oraz m.in. z uwzględniania końca produkcji serialu Ranczo. Dodatkowo ostrożniej podchodzimy do przyszłego harmonogramu produkcyjnego w związku z planowanym przekształceniem TVP. Dlatego na 2016 rok oczekiwany poziom EBITDA segmentu produkcji i zarządzania obniżyliśmy z 34.6 mln PLN do 31.6 mln PLN.

Okres 4Q'15 pod względem oglądalności ATM Rozrywka był lepszy niż wcześniej oczekiwaliśmy. W ostatnim kwartale 2015 roku antenie udało się umocnić udziału w rynku do poziomu 0.87% (w grudniu'15 i styczniu'16 było to odpowiednio 0.96% i 0.95%). W dłuższym horyzoncie odczytów, oglądalność ATM Rozrywka jest względnie stabilna i znajduje się w okolicy 0.8-0.9% (należy mieć na uwadze błąd odczytów z uwagi na próbki badania). W modelu przyjmujemy utrzymanie obecnej oglądalności i jednocześnie nie zakładamy też istotnych wydatków na aktywa programowe. Na 2015 rok zakładamy w modelu wzrost przychodów do 21.1 mln PLN. Tym samym uwzględniając strukturę kosztową oczekujemy, że EBITDA segmentu wyniesie ok. 3.4 mln PLN. Na 2016 rok zdecydowaliśmy się na korektę in plus naszych założeń. Zakładana baza kosztowa przy wzroście przychodów reklamowych powinna naszym zdaniem pozwolić na wzrost EBITDA do 4.4 mln PLN.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	121.1	153.1	175.5	191.4	205.7	212.2
EBITDA [mln PLN]	26.4	33.4	41.5	38.4	40.7	42.7
EBIT [mln PLN]	6.8	13.4	22.7	16.8	20.7	21.4
Wynik netto [mln PLN]	6.1	18.0	19.6	15.0	18.7	19.9
P/BV	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
P/E	53.3	18.0	16.5	21.6	17.3	16.3
EV/EBITDA	11.6	9.6	7.3	7.8	7.7	7.2
EV/EBIT	44.5	24.0	13.3	17.9	15.2	14.4
DPS	0.02	0.16	0.16	0.15	0.15	0.16

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 3.62 PLN

16 LUTY 2016

Wycena końcowa [PLN]	3.62
Potencjał do wzrostu / spadku	-6%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	3.84
Kapitalizacja [mln PLN]	330.24
Ilość akcji [mln. szt.]	84.3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4.36
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3.00
Stopa zwrotu za 3 mc	8.2%
Stopa zwrotu za 6 mc	18.5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-1.5%
Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40.83%
Zygmunt Solorz (Karswell)	12.05%
Altus TFI	6.89%
Amplico OFE	6.66%
ING OFE	6.60%

Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF (SEGMENT PRODUKCJI TV I ZARZĄDZANIA ORAZ NADAWANIA)	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 3Q'2015	9
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyniki za 2015 rok wyznaczają wg nas bardzo wysoką bazą na kolejne okresy. Budując prognozę na 2016 rok staraliśmy się uwzględnić zwiększoną grupę odbiorców (m.in. Canal+ Discovery, TVN). Jednocześnie zwróciliśmy uwagę na elementy ryzyka, czyli m.in. zaawansowany poziom odbudowy budżetów produkcyjnych w stacjach telewizyjnych oraz obawy o przesunięcia i opóźnienia w harmonogramie produkcji dla TVP (w związku planowanym przekształceniem tej instytucji). Tym samym obniżyliśmy oczekiwany poziom EBITDA na 2016 rok do niespełna 38.5 mln PLN. Nie spodziewamy się również istotnej poprawy rentowności w AidemMedia. Zatem zakładany wynik netto na 2016 rok w naszym modelu spada do 15 mln PLN. Zgodnie z naszymi założeniami EV/EBITDA dla spółki na lata 2016-2017 wynosi odpowiednio 7.9x i 7.7x. Traktujemy te mnożniki jako odzwierciedlające optymalne pułapy cenowe. Tym samym decydujemy się na rewizję naszego nastawienia średnioterminowego do ATM Grupa. Dlatego zmieniamy zalecenie z Kupuj na Trzymaj z ceną docelową 3.62 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	335.3	3.98
A1	Udziały w AidemMedia (50%)*	26.7	0.32
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	47.0	0.56
A3	Wycena DCF	261.5	3.10
B	Wycena porównawcza	260.5	3.09
C = (A*60%+B*40%)	Wycena końcowa	305.4	3.62

* - w modelu wyceniamy AidemMedia wg mnożnika P/E'16P i P/E'17P =10.0x. Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 28 mln PLN (na koniec 3Q'15 wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych wynosiła 5.5 mln PLN)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Prawdopodobne przyszłe zmiany organizacyjne TVP (przekształcenie w telewizję narodową) mogą okresowo wpłynąć na przedłużenie/opóźnienia w realizacji poszczególnych projektów. Jednocześnie ewentualne wzmocnienie finansowania mediów publicznych powinno w dłuższym horyzoncie czasu wpływać korzystnie na zapotrzebowanie na usługi spółki.

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 na przełomie 1/2H'16 może wpłynąć na rezultaty spółki.

Założenia dla segmentu nadawania tv obarczone są dużym ryzykiem błędu. Koszty działania tego segmentu w 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 :

- Miniony 2015 rok był wg nas bardzo 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 miała współpraca z nowym kanałem Canal+ Discovery, a od 4Q'15 pierwsza produkcja serialu dla TVN. W obszarze wynajmu i zarządzania infrastrukturą produkcyjną nie nastąpiły istotne zmiany (duże znaczenie ma przedłużona umowa na transmisję Ekstraklasy). Zwracamy uwagę, że warszawskie studio wykorzystywane jest już w sposób optymalny i w okresie 2016-2017 może zająć potrzeba rozbudowania infrastruktury. Na 2016 rok obniżyliśmy nasze oczekiwania dla segmentu. Wynika to z wysokiej bazy z 2015 roku oraz m.in. z uwzględniania końca produkcji serialu Ranczo. Dodatkowo ostrożniej podchodzimy do przyszłego harmonogramu produkcyjnego w związku z planowanym przekształceniem TVP. Dlatego na 2016 rok oczekiwany poziom EBITDA segmentu produkcji i zarządzania obniżyliśmy z 34.6 mln PLN do 31.6 mln PLN.
- W dłuższym horyzoncie odczytów oglądalność ATM TV jest względnie stabilna i znajduje się w okolicy 0.8-0.9% (należy mieć na uwadze błąd odczytów z uwagi na próbki badania). W naszym modelu przyjmujemy utrzymanie obecnej oglądalności i jednocześnie nie zakładamy też istotnych wydatków na aktywa programowe.
- 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 lata 2016-2017).
- Na rok 2017 uwzględniamy płatność na rzecz Mirbudu (10.14 mln PLN). 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%.
- W prognozie nie zakładamy akwizycji i uruchomienia projektów deweloperskich (wartość nieruchomości/gruntów pod deweloperkę ujmujemy w SOTP wg stanu z bilansu na koniec 3Q'15).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.06.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 261.5 mln PLN, czyli 3.10 PLN/akcję.

Model DCF (segment produkcji, zarządzania oraz nadawania)

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	191.4	205.7	212.2	218.6	225.0	231.5	236.8	242.2	247.7	253.4
EBIT [mln PLN]	14.3	18.4	19.1	19.7	21.1	21.4	22.0	22.1	22.3	22.8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2.7	3.5	3.6	3.7	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3
NOPLAT [mln PLN]	11.6	14.9	15.5	15.9	17.1	17.4	17.8	17.9	18.1	18.4
Amortyzacja [mln PLN]	22	20	21	22	22	21	21	21	21	21
CAPEX [mln PLN]	-20	-31	-16	-17	-17	-19	-20	-20	-21	-21
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	3.5	-2.8	0.1	-0.3	-2.0	-2.1	-1.7	-1.7	-1.8	-1.8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	16.3	1.0	20.4	20.7	19.3	17.6	17.5	17.0	16.5	16.3
DFCF [mln PLN]	15.5	0.9	16.5	15.3	13.1	11.0	10.1	9.0	8.0	7.3
Suma DFCF [mln PLN]	106.7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	298.7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	133.0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	239.7									
Dług netto [mln PLN]	-21.8									
Wartość kapitału [mln PLN]	261.5									
Ilość akcji [mln szt.]	84.3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3.10									

Przychody zmiana r/r	9.1%	7.5%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
Marża EBITDA	18.8%	18.7%	19.1%	19.1%	19.0%	18.5%	18.2%	17.8%	17.4%	17.2%
Marża EBIT	7.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.4%	9.3%	9.3%	9.1%	9.0%	9.0%
Marża NOPLAT	6.1%	7.3%	7.3%	7.3%	7.6%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%
CAPEX / Przychody	10.7%	15.2%	7.8%	7.8%	7.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
CAPEX / Amortyzacja	94%	155%	77%	77%	81%	89%	93%	96%	99%	101%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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%	93.5%	94.1%	94.7%	95.5%	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%	6.5%	5.9%	5.3%	4.5%	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	2.87	3.03	3.24	3.51	3.88	4.13	4.42	4.79	5.28
	0.8	2.73	2.87	3.05	3.27	3.58	3.77	4.01	4.30	4.66
	0.9	2.60	2.72	2.88	3.07	3.32	3.48	3.67	3.90	4.17
	1.0	2.48	2.59	2.72	2.89	3.10	3.23	3.39	3.57	3.79
	1.1	2.38	2.47	2.59	2.73	2.91	3.02	3.15	3.30	3.47
	1.2	2.28	2.37	2.47	2.59	2.74	2.84	2.94	3.06	3.21
	1.3	2.20	2.27	2.36	2.46	2.60	2.68	2.76	2.87	2.99
	1.4	2.12	2.18	2.26	2.35	2.47	2.53	2.61	2.70	2.79
	1.5	2.04	2.10	2.17	2.25	2.35	2.41	2.47	2.55	2.63

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	4.74	4.41	4.13	4.00	3.88	3.77	3.67	3.47	3.30
	0.8	4.41	4.09	3.82	3.69	3.58	3.47	3.37	3.19	3.02
	0.9	4.13	3.82	3.55	3.43	3.32	3.22	3.12	2.95	2.79
	1.0	3.88	3.58	3.32	3.21	3.10	3.00	2.91	2.74	2.60
	1.1	3.67	3.37	3.12	3.01	2.91	2.82	2.73	2.57	2.43
	1.2	3.47	3.19	2.95	2.84	2.74	2.65	2.57	2.42	2.28
	1.3	3.30	3.02	2.79	2.69	2.60	2.51	2.43	2.28	2.16
	1.4	3.14	2.88	2.65	2.56	2.47	2.38	2.31	2.17	2.05
	1.5	3.00	2.74	2.53	2.44	2.35	2.27	2.20	2.06	1.95

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%	3.02	3.21	3.46	3.79	4.25	4.55	4.94	5.44	6.10
	3.5%	2.87	3.03	3.24	3.51	3.88	4.13	4.42	4.79	5.28
	4.0%	2.73	2.87	3.05	3.27	3.58	3.77	4.01	4.30	4.66
	4.5%	2.60	2.72	2.88	3.07	3.32	3.48	3.67	3.90	4.17
	5.0%	2.48	2.59	2.72	2.89	3.10	3.23	3.39	3.57	3.79
	5.5%	2.38	2.47	2.59	2.73	2.91	3.02	3.15	3.30	3.47
	6.0%	2.28	2.37	2.47	2.59	2.74	2.84	2.94	3.06	3.21
	6.5%	2.20	2.27	2.36	2.46	2.60	2.68	2.76	2.87	2.99
	7.0%	2.12	2.18	2.26	2.35	2.47	2.53	2.61	2.70	2.79

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 filmy/tytuły monetyzowane na rynku międzynarodowym). Ze względu na istotne różnice w modelach funkcjonowania poszczególnych spółek waga wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 40%.

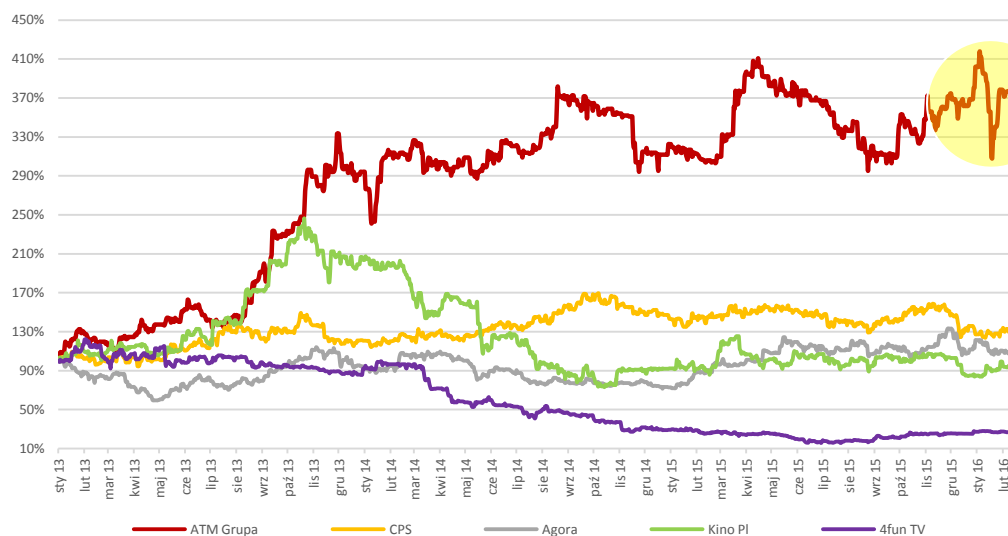
Analizę oparto na wskaźniku P/E i EV/EBITDA. Mediana EV/EBITDA na lata 2015-2017 mieści się w przedziale 6.8x-7.7x. Bazując na naszych prognozach dla ATM Grupa wyceniliśmy spółkę metodą porównawczą na 260.5 mln PLN czyli 3.09 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Scripps Networks (właściciel TVN)	11.9x	11.3x	10.6x	8.6x	7.6x	7.5x
Cyfrowy Polsat	12.6x	12.4x	11.0x	6.7x	6.5x	6.1x
Agora	30.2x	---	---	4.0x	5.3x	4.9x
Lions Gate	18.5x	9.4x	8.5x	15.7x	8.9x	7.9x
Entertainment One	8.1x	6.9x	5.9x	6.4x	5.4x	5.0x
Time Warner	11.8x	10.8x	9.9x	8.6x	8.1x	7.8x
Walt Disney	15.3x	14.8x	13.9x	9.5x	9.1x	8.4x
News Corp	21.8x	19.2x	17.2x	4.8x	4.2x	3.6x
Mediana	14.0x	11.3x	10.6x	7.7x	7.1x	6.8x
ATM Grupa	16.5	21.6	17.3	7.3	7.8	7.7
Premia / dyskonto	18%	92%	64%	-5%	10%	13%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	3.25	2.00	2.35	4.03	3.50	3.41
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	3.09					
Wycena końcowa spółki [mln PLN]	260.5					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

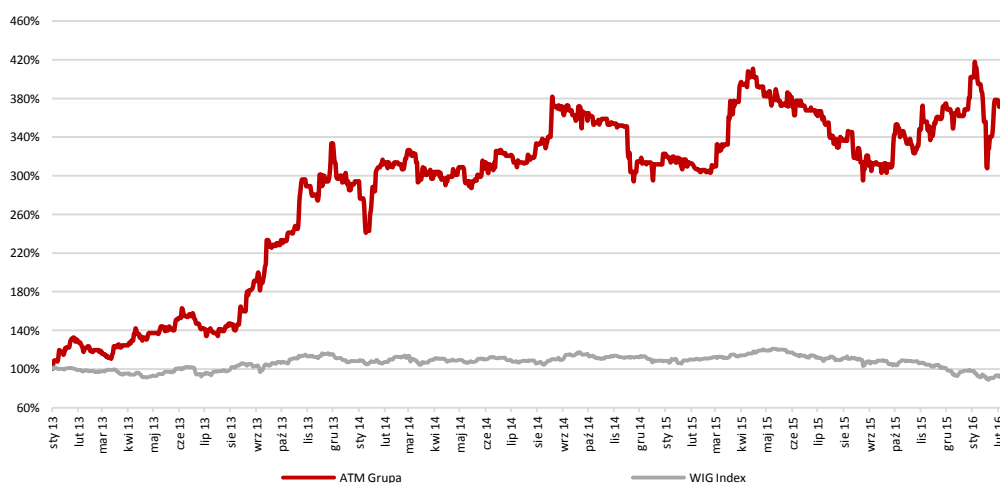
Zachowanie kursów spółek z segmentu media/rozrywka na GPW



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 3Q'2015

W okresie 1-3Q'15 obszar produkcji tv prowadził prace m.in. nad następującymi tytułami:

Telewizja Polsat

„Pierwsza Miłość”
„Świat według Kiepskich”
„Pielęgniarki”
„Policjantki i Policjanci”
„Powiedz Tak”

Telewizja Polska

„Ojciec Mateusz”
„Ranczo”
„Prokurator”
„Strażacy”
„Dziewczyny ze Lwowa”

TLC Polska

„Seks bez tajemnic”
„Salon sukien ślubnych”

Telewizja Puls

reality show „Dom wrózek: poza zmysłami”

TVN

„Druga szansa”

Canal+ Discovery

Powrót do przeszłości”
„Mikroprzygody”

History (A+E Networks)

Brać czy nie brać”

Istotne znaczenie dla spółki miało rozpoczęcie współpracy z Discovery Networks (w kwietniu'15 podpisano umowę na opracowanie i realizację pakietu programów typu lifestyle na potrzeby nowego kanału Canal+ Discovery) oraz A+E Networks (kanał History). Dodatkowo w 2015 roku do grona odbiorców dołączyła stacja TVN. W 4Q'15 trwały już prace nad nowym serialem obyczajowym „Druga szansa”. Jest to pierwszy serial, który ATM Grupa produkuje dla stacji TVN (emisja planowana jest na wiosnę 2016 roku).

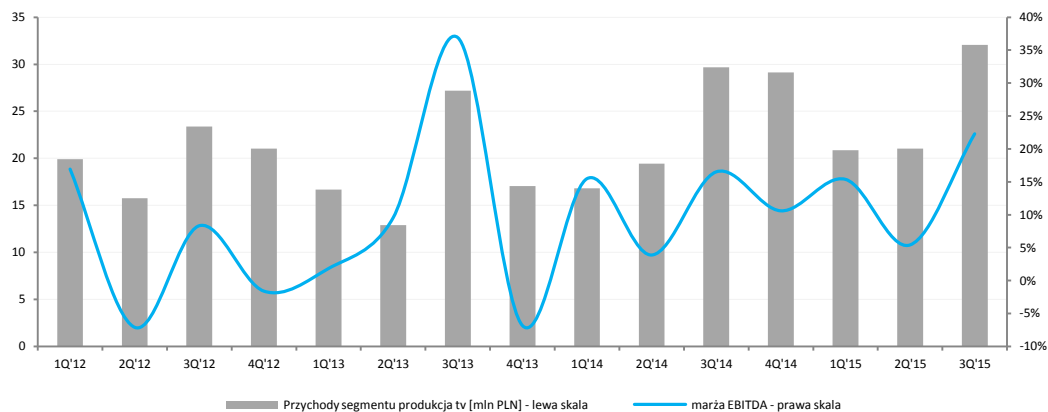
Spółka pokazała dobre wyniki za 3Q'15. Łączne przychody grupy wzrosły o ponad 13% r/r do ponad 48 mln PLN. Wynik EBITDA grupy za 3Q'15 wyniósł 14.2 mln PLN, co oznacza wzrost o ponad 49% r/r. Za poprawę rezultatu r/r odpowiadał segment produkcji oraz zarządzania. Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (Aidem Media) wyniósł 0.3 mln PLN. Jest to erozja względem 3Q'14, na co naszym zdaniem mogą wpływać m.in. wyższe koszty działalności tego podmiotu.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	4Q'13-3Q'14	4Q'14-3Q'15	zmiana r/r
Przychody	42.5	48.1	13.4%	136.5	170.3	24.8%
prod tv i filmowa	29.7	32.1	8.0%	83.0	103.1	24.3%
nadawanie	4.4	4.3	-2.7%	20.6	20.0	-2.8%
zarządzanie aktywami trwałymi	8.1	8.4	3.9%	32.0	33.3	4.0%
pozostałe	0.2	3.3	>100%	1.0	14.0	>100%
EBITDA	9.5	14.2	49.8%	28.4	40.0	40.8%
prod tv i filmowa	4.9	7.1	45.8%	7.1	14.6	105.6%
nadawanie	0.5	0.2	-65.0%	4.3	2.7	-38.0%
zarządzanie aktywami trwałymi	5.1	6.4	24.8%	17.8	20.7	16.2%
pozostałe	0.0	0.5	>100%	-0.3	2.1	---
EBIT	4.7	9.7	>100%	8.7	20.8	>100%
prod tv i filmowa	4.3	6.3	46.2%	4.1	11.2	>100%
nadawanie	0.0	-0.3	---	2.5	0.5	-79.7%
zarządzanie aktywami trwałymi	1.4	3.2	119.7%	3.3	7.1	>100%
pozostałe	0.0	0.5	>100%	-0.3	2.1	----
Saldo finansowe	0.0	-0.1	---	-0.6	-0.4	---
Udział w wyniku jedn. met praw wł	0.8	0.3	-60.2%	4.0	2.2	-44.0%
Wynik brutto	5.5	10.0	80.7%	12.0	22.6	87.4%
Podatek	0.8	2.1	>100%	1.9	0.4	-81.4%
Wynik netto	4.7	7.8	66.1%	10.1	22.2	118.9%
dla akcjonariuszy	4.7	7.6	61.5%	10.1	21.7	115.8%
Koszty zarządu	2.8	3.2	15.9%	12.3	13.2	7.5%
marża EBITDA	22.3%	29.5%		20.8%	23.5%	
marża EBIT	11.1%	20.1%		6.3%	12.2%	

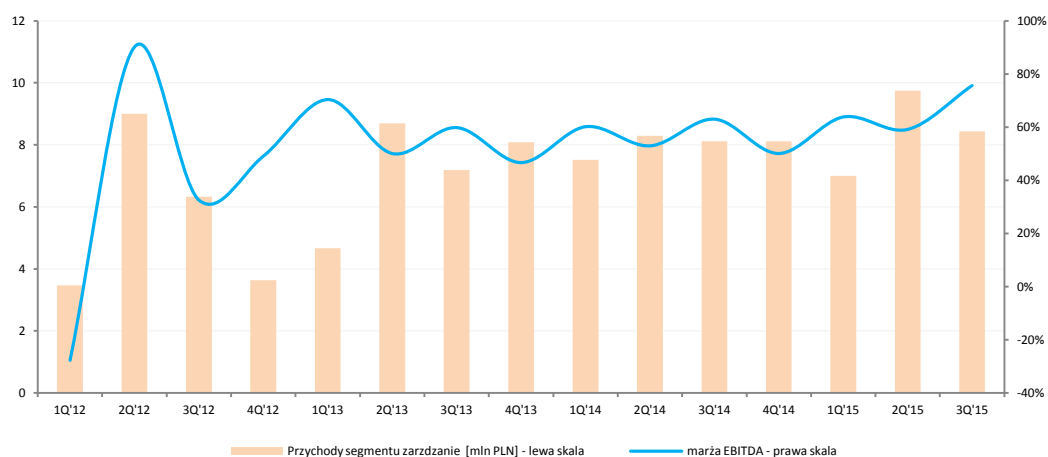
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu produkcja w ujęciu kwartalnym



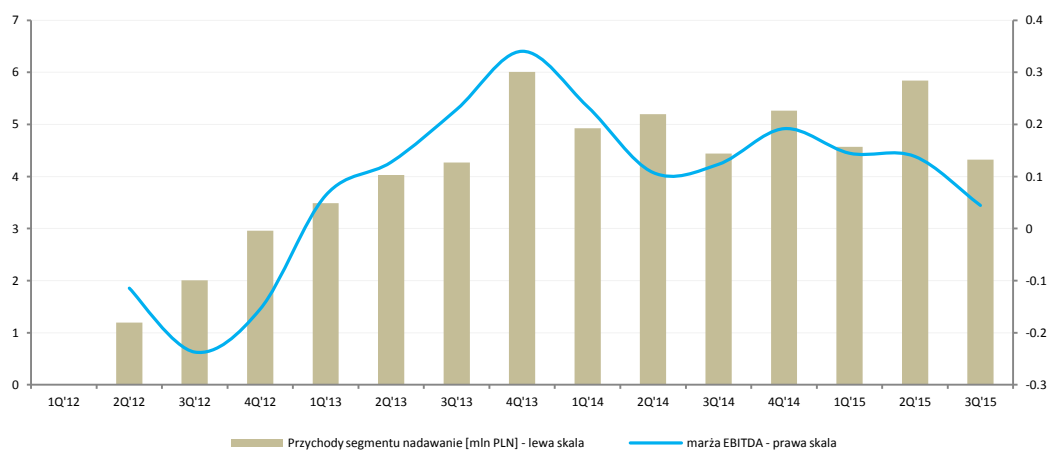
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu zarządzanie



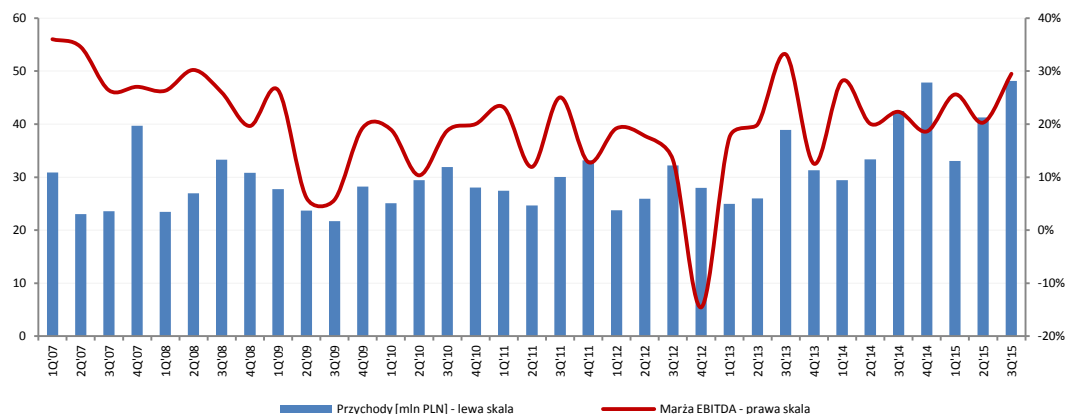
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu nadawanie



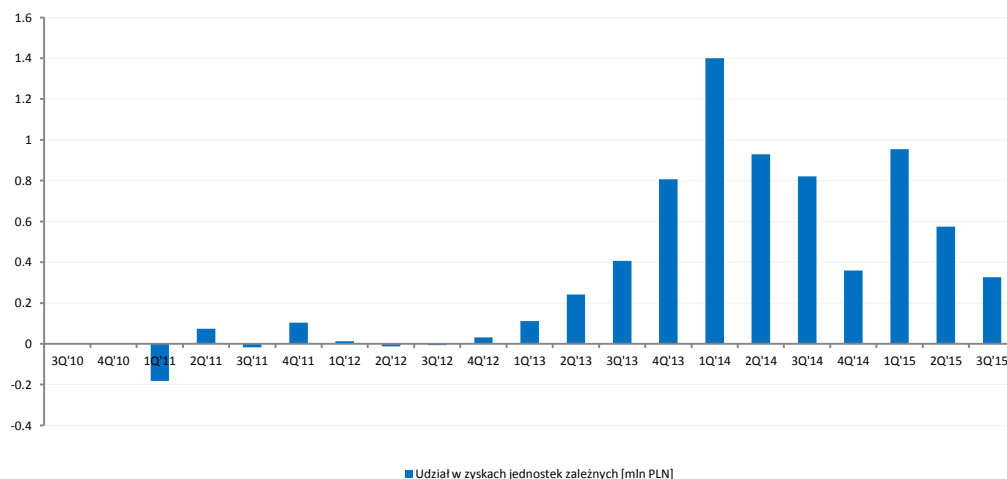
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Raportowany przez ATM Grupa udział w zyskach jednostek zależnych [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. Odczyty za 1-3Q'15 wskazują na spadek wyniku netto r/r, na co wpływ mają m.in. wyższe koszty działalności.

PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

Założenia dla segmentu produkcji i zarządzania aktywami trwałymi

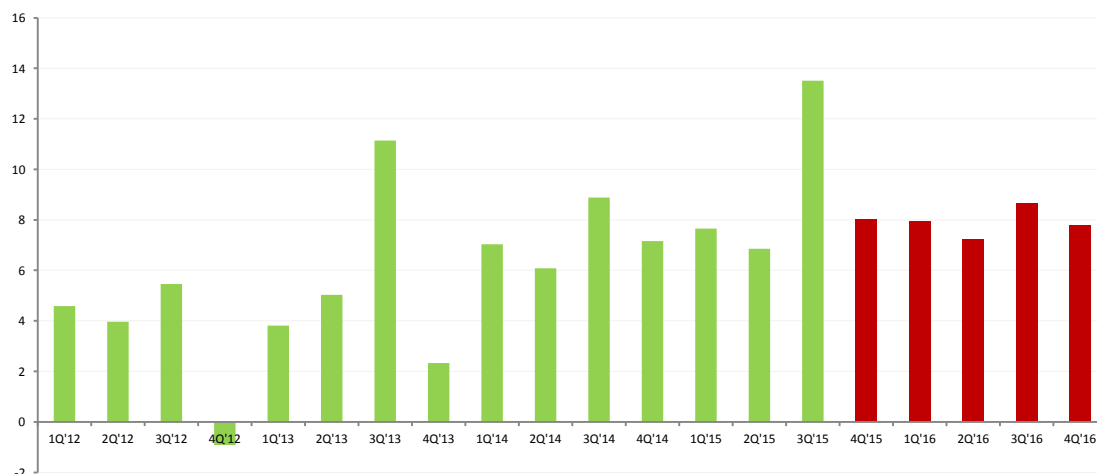
ATM Grupa korzysta na ożywieniu na rynku reklamy telewizyjnej oraz większym budżetom produkcyjnym poszczególnych anten telewizyjnych. Należy też dostrzec poszerzenie bazy odbiorców, co jest dobrym prognozą na kolejne okresy. Elementem ryzyka dla spółki jest przyszła zmiana struktury organizacyjnej TVP, co może doprowadzić do okresowego zaburzenia harmonogramu produkcji. Docelowo silne media publiczne powinny mieć pozytywny wpływ na rezultaty spółki.

Miniony 2015 rok był wg nas bardzo 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 miała współpraca z nowym kanałem Canal+ Discovery, a od 4Q'15 pierwsza produkcja serialu dla TVN. W obszarze wynajmu i zarządzania infrastrukturą produkcyjną nie nastąpiły istotne zmiany (duże znaczenie ma przedłużona umowa na transmisję Ekstraklasy). Zwracamy uwagę, że warszawskie studio wykorzystywane jest już w sposób optymalny i w okresie 2016-2017 może zająć potrzeba rozbudowania infrastruktury.

Na 2016 rok obniżyliśmy nasze oczekiwania dla segmentu. Wynika to z wysokiej bazy z 2015 roku oraz m.in. z uwzględnienia końca produkcji serialu Ranczo. Dodatkowo ostrożniej podchodzimy do przyszłego harmonogramu produkcyjnego w związku z planowanym przekształceniem TVP. Dlatego na 2016 rok oczekiwany poziom EBITDA segmentu produkcji i zarządzania obniżyliśmy z 34.6 mln PLN do 31.6 mln PLN.

Przypominamy też, że zakończone zostały prace nad animowanym filmem fabularnym dla dzieci "Złote Krople" (animacja w 2015 roku zdobyła szereg nagród na międzynarodowych festiwalach). Zakładamy w naszym modelu, że premiera w polskich kinach nastąpi na przełomie 1/2H'16 i spółka rozpozna stratę na tym tytule w kwocie 1.5 mln PLN.

EBITDA segmentu produkcji i zarządzania w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

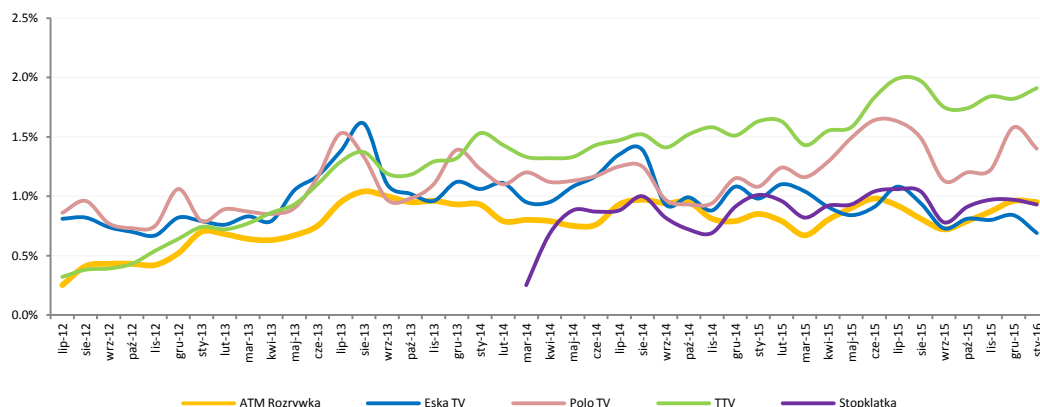
Założenia dla segmentu nadawanie (ATM Rozrywka TV)

Okres 4Q'15 pod względem oglądalności był lepszy niż wcześniej oczekiwaliśmy. W ostatnim kwartale 2015 roku antenie udało się umocnić udział w rynku do poziomu 0.87% (w grudniu'15 i styczniu'16 było to odpowiednio 0.96% i 0.95%). W dłuższym horyzoncie odczytów, oglądalność ATM TV jest względnie stabilna i znajduje się w okolicy 0.8-0.9% (należy mieć na uwadze błąd odczytów z uwagi na próbki badania).

W naszym modelu przyjmujemy utrzymanie obecnej oglądalności i jednocześnie nie zakładamy też istotnych wydatków na aktywa programowe. Na 2015 rok zakładamy w modelu wzrost przychodów do 21.1 mln PLN. Tym samym uwzględniając strukturę kosztową oczekujemy, że EBITDA segmentu wyniesie ok. 3.4 mln PLN. Na 2016 rok zdecydowaliśmy się na korektę in plus naszych założeń. Zakładana baza kosztowa przy wzroście przychodów reklamowych powinna naszym zdaniem pozwolić na wzrost EBITDA do 4.4 mln PLN.

Zwracamy też uwagę, że spółka w raporcie półrocznym podała, iż 10 lipca 2015 roku Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie uchylił decyzję Przewodniczącego Krajowej Rady Radiofonii o podwyższeniu o 2.61 mln PLN opłaty za zmianę koncesji. Wyrok nie jest jednak prawomocny.

Porównanie oglądalności 5 wybranych anten

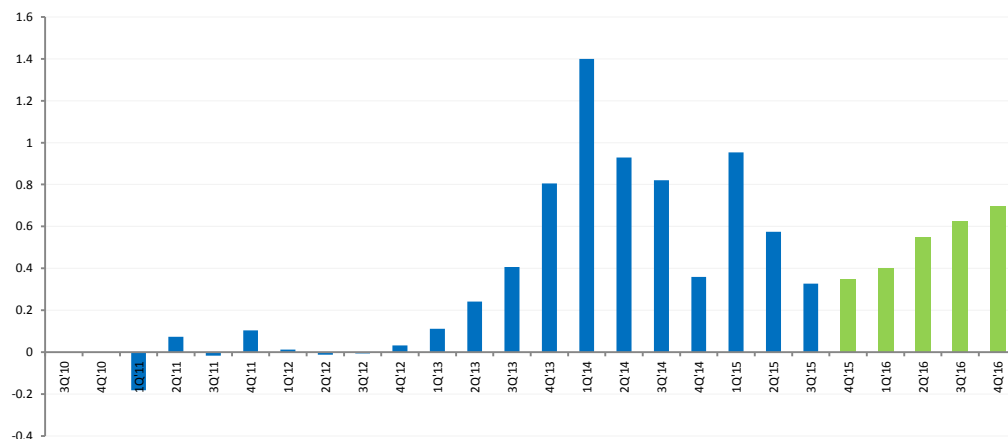


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

Założenia dla wyniku na poziomie jednostek stowarzyszonych (Aidem Media)

Przełom 2012/2013 roku przyniósł fundamentalne zmiany w sposobie działania AidemMedia 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. 4.5 mln PLN zysku netto (w 2014 roku było to ok. 7 mln PLN). Spadek wyników związany jest m.in. z wyższą bazą kosztową. W chwili obecnej na kolejne lata wciąż nie uwzględniamy dalszej istotnej poprawy rezultatów. Zwracamy jednak uwagę, że AidemMedia trwają działania przygotowujące do poszerzenia oferty gier/usług i od 2015 roku podmiot ten podnosi wyższe koszty operacyjne. Podtrzymujemy długoterminowe założenie, że Aidem Media jest na ścieżce rozwoju i pozytywna materializacja dalszych zmian zachodzących powinna pozwolić nam w przyszłości na korekty in plus.

Reportowany 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. Odczyty za 2015 rok uznajemy za przeciętne. **Oceniamy, że dynamika spadku wyniku jest efektem m.in. wzrostu kosztów operacyjnych w tym podmiocie.**

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 3Q'15 spółka wykazywała na bilansie bank ziemi warty ok. 47 mln PLN (w 1-3Q'15 dokupiono grunty). Historycznie spółka zrealizowała „Osiedle Filmowe” przy ul. Storczykowej i Lawendowej w Bielanych Wrocławskich (48 domów i lokale 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. Kobierzycze), 5 min od granicy Wrocławia. Spodziewamy się, że z działalności deweloperskiej w 2015 roku spółka wykaże ponad 12 mln PLN przychodów, a w 2016 roku będzie to ok. 14 mln PLN.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Razem ATM Grupa														
Przychody	33.1	41.3	48.1	53.0	47.4	40.4	51.3	52.4	121.1	153.1	175.5	191.4	205.7	212.2
EBITDA	8.5	8.4	14.2	10.4	9.7	8.8	9.6	10.4	26.5	33.4	41.5	38.4	40.7	42.7
EBIT	3.5	3.9	9.7	5.6	4.8	1.9	4.4	5.7	6.8	13.4	22.7	16.8	20.7	21.4
Saldo finansowe	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.6	-0.4	-0.6	-0.7	-0.7
Wynik w jedn. stow.	1.0	0.6	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	1.6	3.5	2.2	2.3	3.1	3.8
Wynik netto	3.7	3.7	7.8	4.5	4.1	1.9	3.9	5.0	6.0	18.0	19.6	15.0	18.7	19.9
marża EBITDA	25.6%	20.3%	29.5%	19.6%	20.4%	21.7%	18.7%	19.9%	21.9%	21.8%	23.6%	20.1%	19.8%	20.1%
marża EBIT	10.7%	9.5%	20.1%	10.5%	10.1%	4.8%	8.5%	10.8%	5.7%	8.7%	13.0%	8.8%	10.0%	10.1%
Segment produkcji i zarządzania														
Przychody	27.9	30.8	40.5	42.9	38.5	30.6	43.0	42.0	103.3	127.1	142.0	154.1	166.3	171.8
EBITDA	7.6	6.9	13.5	8.0	7.9	7.2	8.6	7.8	22.6	29.2	36.0	31.6	33.6	35.1
EBIT	3.3	3.0	9.5	3.7	3.6	0.9	3.9	3.5	4.8	11.4	19.4	11.9	15.5	15.8
marża EBITDA	27.4%	22.3%	33.4%	18.7%	20.6%	23.6%	20.1%	18.5%	21.9%	23.0%	25.4%	20.5%	20.2%	20.4%
marża EBIT	11.8%	9.7%	23.5%	8.5%	9.3%	2.9%	9.2%	8.4%	4.7%	9.0%	13.7%	7.7%	9.3%	9.2%
Segment nadawania														
Przychody	4.6	5.8	4.3	6.4	5.4	6.2	4.8	7.0	17.8	19.8	21.1	23.3	24.4	25.4
EBITDA	0.7	0.8	0.2	1.7	1.1	0.9	0.3	2.1	3.9	3.3	3.4	4.4	4.9	5.3
EBIT	0.1	0.3	-0.3	1.2	0.6	0.4	-0.2	1.6	2.0	1.1	1.3	2.4	2.9	3.3
marża EBITDA	14.5%	13.8%	4.4%	27.4%	20.7%	14.9%	6.6%	29.6%	22.0%	16.5%	16.1%	18.9%	20.1%	20.9%
marża EBIT	2.5%	4.4%	-7.1%	19.6%	11.4%	6.9%	-3.9%	22.4%	11.5%	5.5%	6.2%	10.4%	11.9%	13.1%
Segment inne (deweloperka)														
Przychody	0.6	4.7	3.3	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5	0.9	6.2	12.4	14.0	15.0	15.0
EBITDA	0.2	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.3	0.9	2.0	2.5	2.3	2.3
EBIT	0.1	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.3	0.9	2.0	2.5	2.3	2.3
marża EBITDA	25.2%	15.3%	15.1%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	34.2%	15.2%	16.4%	17.5%	15.0%	15.0%
marża EBIT	23.6%	15.1%	14.8%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	29.9%	14.5%	16.2%	17.5%	15.0%	15.0%

Zwracamy uwagę, że w 2Q'16 lub 3Q'16 prawdopodobnie odbędzie się premiera kinowa animacji Złote Krople. Zatem tytuł ten może mieć wpływ na wyniki (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 26.10.2015 r.

	2015 stara prognoza	2015 nowa prognoza	zmiana	2016 stara prognoza	2016 nowa prognoza	zmiana	2017 stara prognoza	2017 nowa prognoza	zmiana
Przychody	182.1	175.5	-4%	196.6	191.4	-3%	211.4	205.7	-3%
EBITDA	40.4	41.5	3%	41.1	38.4	-6%	41.9	40.7	-3%
segment produkcji tv	34.5	36.0	4%	34.6	31.6	-9%	35.2	33.6	-5%
segment nadawania tv	3.7	3.4	-8%	4.2	4.4	5%	4.4	4.9	11%
EBIT	21.5	22.7	6%	18.5	16.8	-9%	21.9	20.7	-6%
segment produkcji tv	17.8	19.4	9%	14.2	11.9	-16%	17.5	15.5	-11%
segment nadawania tv	1.5	1.3	-13%	2	2.4	21%	2.2	2.9	32%
Wynik netto	19	19.6	3%	17.3	15.0	-14%	20.7	18.7	-10%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	109.9	121.1	153.1	175.5	191.4	205.7	212.2	218.6	225.0	231.5	236.8	242.2	247.7	253.4
segment produkcji tv	102.5	102.4	127.1	142.0	154.1	166.3	171.8	177.5	183.3	189.4	194.2	199.1	204.2	209.4
segment nadawania tv	6.1	17.8	19.8	21.1	23.3	24.4	25.4	26.1	26.6	27.1	27.6	28.0	28.5	29.0
segment inne (deweloperka)	1.2	0.9	6.2	12.4	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EBITDA	9.4	26.4	33.4	41.5	38.4	40.7	42.7	43.9	45.1	45.1	45.3	45.3	45.4	45.8
segment produkcji tv	9.3	22.6	29.2	36.0	31.6	33.6	35.1	36.1	37.0	36.9	37.0	36.9	36.9	37.2
segment nadawania tv	-0.8	3.9	3.3	3.4	4.4	4.9	5.3	5.6	5.8	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3
segment inne (deweloperka)	0.9	-0.2	0.9	2.0	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
EBIT	-9.9	6.8	13.4	22.7	16.8	20.7	21.4	21.9	23.4	23.7	24.2	24.4	24.6	25.0
segment produkcji tv	-8.5	4.8	11.4	19.4	11.9	15.5	15.8	16.0	17.3	17.5	17.9	18.0	18.1	18.4
segment nadawania tv	-1.4	2.0	1.1	1.3	2.4	2.9	3.3	3.6	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3
segment inne (deweloperka)	0.0	0.0	0.9	2.0	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Przychody finansowe	0.9	0.9	0.8	0.6	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
Koszty finansowe	1.9	1.1	1.4	1.1	1.7	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	1.6	3.5	2.2	2.3	3.1	3.8	4.2	4.5	4.8	5.0	5.2	5.4	5.5
Wynik brutto	-10.8	8.2	16.3	24.5	18.5	23.1	24.5	25.6	27.5	28.2	29.0	29.4	29.8	30.4
Wynik netto	-8.8	6.1	18.0	19.6	15.0	18.7	19.9	20.7	22.3	22.8	23.5	23.8	24.1	24.6
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	212.3	228.3	196.4	198.4	199.5	203.6	202.6	201.7	212.1	214.5	218.0	222.4	227.6	243.4
Rzeczowe aktywa trwałe	179.1	161.7	151.7	150.0	150.8	151.8	147.0	141.9	147.7	145.4	143.9	143.1	142.9	153.2
WNiP	12.9	11.4	11.9	9.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Wartość firmy	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	0.2
Nieruchomości inwestycyjne	10.2	47.2	24.9	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
Inwestycje w jedn. stow	2.9	5.2	5.7	5.8	8.1	11.2	15.0	19.2	23.8	28.6	33.5	38.7	44.1	49.6
Pozostałe aktywa trwałe	3.5	2.5	1.9	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Aktywa obrotowe	80.4	80.9	116.8	126.1	125.2	113.6	117.5	121.2	125.4	127.1	127.4	126.5	124.2	120.9
Zapasy	9.6	12.1	40.9	35.6	34.1	34.4	33.1	32.3	33.3	34.3	35.0	35.8	36.6	37.5
Należności	38.7	25.6	51.3	45.9	45.6	48.7	50.1	51.5	52.9	54.4	55.5	56.7	57.9	59.2
Pozostałe aktywa finansowe	12.4	6.4	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19.7	36.8	22.8	42.5	43.5	28.5	32.1	35.3	37.1	36.4	34.8	31.8	27.5	22.1
Razem Aktywa	292.7	309.2	313.2	324.5	324.7	317.2	320.0	322.9	337.4	341.6	345.5	348.9	351.7	364.3
Kapitał własny	199.3	219.8	224.4	228.9	233.2	241.2	249.6	258.0	267.1	275.9	284.5	292.6	300.2	307.4
Kapitały mniejszości	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Kapitał własny razem	200.0	220.3	225.0	229.4	233.7	241.7	250.1	258.5	267.6	276.4	285.0	293.1	300.7	307.9
Zobowiązania długoterminowe	63.6	61.7	54.1	48.6	42.6	36.3	30.4	24.5	29.5	24.5	19.4	14.4	9.4	14.4
Zobowiązania dł %	21.6	19.4	17.5	16.3	16.3	14.3	12.5	10.7	8.9	7.1	5.4	3.6	1.8	0.0
Rozliczenie międzyokresowe przychodów	33.0	29.2	25.3	23.1	19.1	16.8	14.7	12.6	11.3	10.1	8.9	7.6	6.4	5.1
Pozostałe zobowiązania dł.	9.0	13.1	11.3	9.2	7.2	5.2	3.2	1.2	9.2	7.2	5.2	3.2	1.2	9.3
Zobowiązania krótkoterminowe	29.1	27.2	34.2	46.5	48.4	39.1	39.5	39.9	40.3	40.7	41.0	41.4	41.7	42.0
Zobowiązania kr %	6.0	4.9	4.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
Zobowiązania handlowe	6.2	6.5	8.3	9.6	11.5	12.4	12.8	13.2	13.6	14.0	14.3	14.6	14.9	15.3
Pozostałe zobowiązania kr	17.0	15.8	21.5	30.5	30.5	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
Razem Pasywa	292.7	309.2	313.2	324.5	324.7	317.2	320.0	322.9	337.4	341.6	345.5	348.9	351.7	364.3
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CF Operacyjny	8.8	28.8	8.7	57.0	34.1	30.9	35.4	36.2	36.3	36.2	36.7	36.6	36.6	36.8
CF Inwestycyjny	-29.6	-5.0	-3.7	-21.9	-20.5	-31.2	-16.5	-17.0	-17.5	-19.1	-19.7	-20.1	-20.6	-21.1
CF Finansowy	2.8	-7.2	-19.0	-15.5	-12.6	-14.7	-15.3	-16.1	-17.0	-17.8	-18.6	-19.5	-20.3	-21.2
Przepływy netto razem	-18.1	16.6	-14.0	19.7	1.0	-15.0	3.7	3.1	1.8	-0.7	-1.6	-3.0	-4.3	-5.4
Środki pieniężne eop	19.8	36.3	22.8	42.5	43.5	28.5	32.1	35.3	37.1	36.4	34.8	31.8	27.5	22.1

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody zmiana r/r	-4.6%	10.2%	26.4%	14.6%	9.1%	7.5%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
Marża brutto na sprzedaży	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%	0.0%
Marża EBITDA	8.5%	21.8%	21.8%	23.6%	20.1%	19.8%	20.1%	20.1%	20.0%	19.5%	19.1%	18.7%	18.3%	18.1%
Marża EBIT	-9.0%	5.7%	8.7%	13.0%	8.8%	10.0%	10.1%	10.0%	10.4%	10.2%	10.2%	10.1%	9.9%	9.9%
Marża netto	-8.0%	5.0%	11.7%	11.2%	7.8%	9.1%	9.4%	9.5%	9.9%	9.9%	9.9%	9.8%	9.7%	9.7%
Cena [PLN]	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84	3.84
Kapitalizacja [mln PLN]	330	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324
EPS [PLN]	-0.10	0.07	0.21	0.23	0.18	0.22	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28	0.29	0.29
BVPS [PLN]	2.32	2.61	2.66	2.72	2.77	2.86	2.96	3.06	3.17	3.27	3.38	3.47	3.56	3.65
CEPS [PLN]	0.12	0.30	0.45	0.45	0.43	0.46	0.49	0.51	0.52	0.53	0.53	0.53	0.53	0.54
P/E (x)	---	53.3	18.0	16.5	21.6	17.3	16.3	15.6	14.5	14.2	13.8	13.6	13.4	13.2
P/BV (x0)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
P/CE (x)	31.3	12.6	8.5	8.4	8.8	8.4	7.9	7.6	7.4	7.3	7.3	7.2	7.2	7.1
EV/EBITDA (x)	34.7	11.6	9.6	7.3	7.8	7.7	7.2	6.9	6.7	6.6	6.6	6.6	6.7	6.7
EV/EBIT (x)	---	44.5	24.0	13.3	17.9	15.2	14.4	13.8	12.8	12.6	12.3	12.3	12.3	12.2
Dług netto [mln PLN]	-4.6	-18.8	-2.8	-21.8	-22.8	-9.8	-15.3	-20.2	-23.8	-24.9	-25.1	-23.9	-21.4	-17.8
Dywidenda [mln PLN]	10.8	1.9	13.6	13.7	12.6	12.6	13.5	14.3	15.2	16.0	16.9	17.7	18.5	19.4
DPS [PLN]	0.13	0.02	0.16	0.16	0.15	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23
DYield	3.3%	0.6%	4.2%	4.2%	3.9%	3.9%	4.2%	4.4%	4.7%	4.9%	5.2%	5.5%	5.7%	6.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
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
trzymaj	3.62	kupuj	3.92	16.02.2016	3.84	44 288
kupuj	3.92	akumuluj	4.11	26.10.2015	3.3	51 157
akumuluj	4.15	trzymaj	3.62	01.07.2015	3.74	53 200
trzymaj	3.62	kupuj	3.71	24.10.2014	3.66	53 582
kupuj	3.71	kupuj	3.54	11.06.2014	3.10	53 148
kupuj	3.54	akumuluj	2.83	11.03.2014	3.03	51 230
akumuluj	2.83	akumuluj	2.06	21.10.2013	2.59	53 854
akumuluj	2.06	trzymaj	1.44	27.08.2013	1.86	49 410
trzymaj	1.44	kupuj	1.43	08.04.2013	1.46	45 200
kupuj	1.43	kupuj	1.58	14.12.2012	0.93	46 653
kupuj	1.58	trzymaj	2.00	12.09.2012	1.08	43 010
trzymaj	2.00	kupuj	1.59	21.02.2012	2.01	42 047
kupuj	1.59	---	---	28.09.2011	1.16	37 826

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	4	40%
Akumuluj	4	40%
Trzymaj	1	10%
Redukuj	1	10%
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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i 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 16.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.02.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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 restrykcji 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 16.02.2016 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.