



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 4,75 PLN

01 GRUDZIEŃ 2016, 09:17 CEST

Decydujemy się na zmianę naszego zalecenia z Trzymaj na Kupuj i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 4,75 PLN/akcję. W porównaniu z poprzednim raportem analitycznym patrzymy z większym optymizmem na przyszłe wyniki w obszarze produkcji tv i zarządzania. Drugim kluczowym argumentem przesądającym o naszym optymistycznym podejściu jest posiadany przez spółkę pakiet 50% w kapitale Aidem Media. Ostatnie kwartały dla tego podmiotu definiujemy jako wytężoną pracę organiczną. Spodziewamy się, że efekty podjętych działań będą widoczne w rezultatach już w 2017 roku. Obecnie ATM Grupa jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 7,6x i 7,3x. Podane wskaźniki nie uwzględniają wartości Aidem Media i naszym zdaniem przyszłe ewentualne upublicznienie tego podmiotu może mieć istotny pozytywny wpływ na strukturę bilansu spółki.

Spółka zwiększa produkcję dla kolejnych pozyskiwanych anten prywatnych. Jednocześnie w 2016 roku obserwujemy spadek udziału w przychodach wpływów z TVP. Dlatego oceniamy, że rezultaty za 1-3Q'16 były przyzwoite i pokazały, że ATM Grupa skutecznie dywersyfikuje portfel odbiorów utrzymując dobrą rentowność. Łączne przychody grupy w 3Q'16 spadły o 7,1% do 44,7 mln PLN. Wynik EBITDA grupy w 3Q'16 wyniósł 13,4 mln PLN, co oznacza ubytek o niemal 6% r/r. Na poziomie netto dla akcjonariuszy jedn. dominującej ATM Grupa wyparowała 6,7 mln PLN, co oznacza spadek o 11% r/r. Spoglądając całościowo na dane za 1-3Q'16 oceniamy zatem, że rok 2016 jest okresem dalszego wzrostu na bazie pozyskanych nowych klientów oraz jednocześnie czasem ograniczonej realizacji projektów dla anten TVP. Zakładamy, że ATM Grupa m.in. z uwagi na posiadane zaplecze technologiczne oraz doświadczoną kadrę, posiada wyjątkowe na polskim rynku kompetencje do dalszego zwiększenia udziałów rynkowych produkcji dla telewizji.

W dłuższym horyzoncie odczytów oglądalność ATM TV jest względnie stabilna i znajduje się w okolicy 0,9%. Zatem tak jak poprzednio w naszym modelu przyjmujemy utrzymanie oglądalności i jednocześnie nie zakładamy też istotnych wydatków na aktywa programowe. Oceniamy, że ATM Rozrywka prezentuje specyficzny i dobrze poukładany model biznesowy generując zadowalające rezultaty. Tym samym w segmencie nadawanie przyjęliśmy w 2016 roku EBITDA na poziomie 6 mln PLN. W okresie 2017-2018 liczymy na dalszą poprawę do 6,3 mln PLN i 6,6 mln PLN.

Ogółem na poziomie grupy założyliśmy, że EBITDA w 2016 roku wyniesie 42,2 mln PLN. W latach 2017-2018 dostrzegamy pole do dalszych wzrostów odpowiednio do 43 i 43,7 mln PLN. Na poziomie netto dostrzegamy wyraźnie większą dynamikę poprawy aniżeli EBITDA w związku z oczekiwanym efektem kontrybucji jednostek stowarzyszonych (Aidem Media). Dlatego prognozujemy wzrost zysku netto z 22,5 mln PLN w 2016 roku do 24,6 mln PLN w 2017 roku oraz do 27,3 mln PLN w 2018 roku.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	153,1	174,1	171,5	180,9	187,6	193,5
EBITDA [mln PLN]	33,4	41,6	42,2	43,0	43,7	44,3
EBIT [mln PLN]	13,4	22,3	23,1	23,7	24,5	25,1
Wynik netto [mln PLN]	18,0	20,1	22,5	24,6	27,3	28,6
P/BV	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3
P/E	18,4	16,5	14,7	13,5	12,1	11,6
EV/EBITDA	9,8	7,5	7,7	7,6	7,3	7,2
EV/EBIT	24,6	13,9	14,0	13,8	13,1	12,7
DPS	0,16	0,16	0,22	0,20	0,20	0,20

Wycena końcowa [PLN]	4,75
Potencjał do wzrostu / spadku	+21%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,93
Kapitalizacja [mln PLN]	331,3
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,19
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,41
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	9,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	9,2%
Akcyonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,83%
Zygmunt Solorz (Karswell)	12,05%
Altus TFI	13,09%
MetLife PTE	6,66%
NN PTE	6,60%

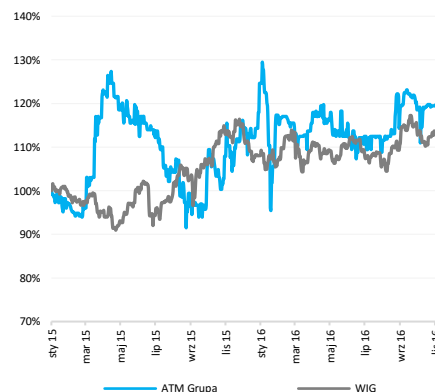
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

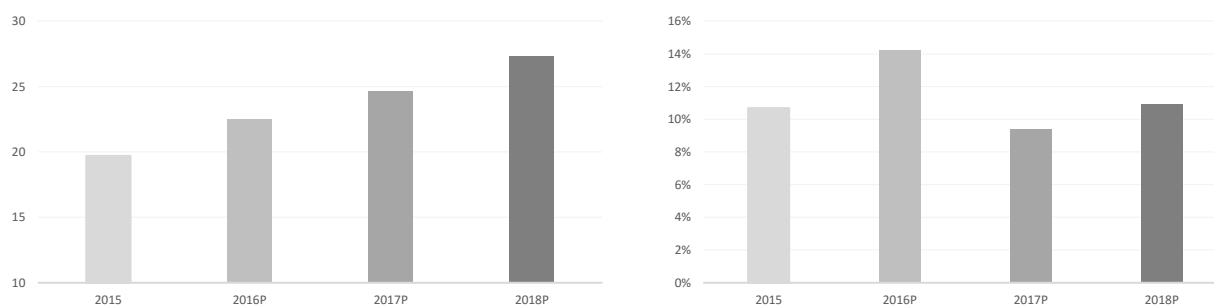
WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF (SEGMENT PRODUKCJI TV I ZARZĄDZANIA ORAZ NADAWANIA)	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 3Q'16	9
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na zmianę naszego zalecenia z Trzymaj na Kupuj i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 4,75 PLN/akcję. W porównaniu z poprzednim raportem analitycznym, obecnie patrzymy z większym optymizmem na przyszłe wyniki spółki w obszarze produkcji tv i zarządzania. Rok 2016 jest okresem dalszego wzrostu na bazie pozyskanych nowych klientów oraz jednocześnie czasem ograniczonej realizacji projektów dla anten TVP. Oceniamy, że ATM Grupa m.in. z uwagi na posiadane zaplecze technologiczne oraz doświadczoną kadrę, posiada wyjątkowe na polskim rynku kompetencje do dalszego zwiększenia udziałów rynkowych produkcji dla telewizji. **Drugim kluczowym argumentem przesądzającym o naszym optymistycznym podejściu do spółki jest posiadany pakiet 50% w kapitale Aidem Media (produkcja gier na urządzenia mobilne). Ostatnie kwartały dla tego podmiotu definiujemy jako wyteżoną pracę organiczną. Spodziewamy się, że efekty podjętych działań będą widoczne w rezultatach już w 2017 roku.** W wywiadach prasowych przedstawiciele ATM Grupa zaznaczali, że Aidem Media może być docelowo wprowadzony na giełdę. Branża producentów gier jest coraz szerzej obecna na GPW i zakładamy, że Aidem Media jako producent aplikacji na urządzenia mobilne, który sprzedaje swoje tytuły na całym świecie, może być atrakcyjnym tematem inwestycyjnym.

Ogółem na poziomie grupy prognozujemy, że EBITDA w 2016 roku wyniesie 42,2 mln PLN. W latach 2017-2018 dostrzegamy pole do dalszych wzrostów odpowiednio do 43 i 43,7 mln PLN. Na poziomie netto dostrzegamy wyraźnie większą dynamikę poprawy aniżeli EBITDA w związku z oczekiwanym efektem kontrybucji jednostek stowarzyszonych. Dlatego prognozujemy wzrost zysku netto z 22,5 mln PLN w 2016 roku do 24,6 mln PLN w 2017 roku oraz do 27,3 mln PLN w 2018 roku.

Zakładana ścieżka wzrostu zysku netto oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2016-2018



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	428,3	5,08
A1	Udziały w Aidem Media (50%)*	104,0	1,23
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	61,2	0,73
A3	Wycena DCF	263,1	3,12
B	Wycena porównawcza	358,6	4,25
C = (A*60%+B*40%) Wycena końcowa		400,4	4,75

* - w modelu wyceniamy Aidem Media wg mnożnika P/E'17P i P/E'18P = 12,0x (poprzednio stosowaliśmy mnożnik 10,0x). Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 104 mln PLN (na koniec 3Q'16 łączna wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych wynosiła 7,1 mln PLN)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Zachodzące zmiany organizacyjne w TVP mogą okresowo wpływać na dalsze przedłużenie/opóźnienia w realizacji poszczególnych projektów. Jednocześnie ewentualne wzmocnienie finansowania mediów publicznych powinno w dłuższym horyzoncie czasu wpływać korzystnie na zapotrzebowanie na usługi spółki. Zwracamy uwagę, że takie tytuły jak Ranczo, Ojciec Mateusz czy Dziewczyny ze Lwowa należą do najchętniej oglądanych pozycji w paśmie, zatem ich ewentualna eliminacja oznaczać może dalszą silną erozję oglądalności anteny publicznej.

Wyniki segmentu produkcji i zarządzania są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizyjnych. Zatem ewentualne trwałe osłabienie rynku reklamy tv może negatywnie wpłynąć na przyszłe rezultaty ATM Grupa.

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

- Rok 2016 jest okresem dalszego wzrostu na bazie pozyskanych nowych klientów oraz jednocześnie czasem ograniczonej realizacji projektów dla anten TVP. Oceniamy, że ATM Grupa m.in. z uwagi na posiadane zaplecze technologiczne oraz doświadczoną kadrę, posiada wyjątkowe na polskim rynku kompetencje do dalszego zwiększenia udziałów rynkowych produkcji dla telewizji. Dlatego liczymy, że lata 2017-2018 przyniosą dla spółki dalszy wzrost budżetów produkcyjnych (z anten prywatnych). Tym samym choć wciąż przyjmujemy, że łącznie obszar produkcji i zarządzania wykaże w 2017 roku mniejszy wynik niż w 2016 roku to akcentujemy potencjalny efekt niskiej bazy przychodów z anten TVP z 2016 roku (dlatego nie wykluczamy docelowo pozytywnego zaskoczenia w 2017 roku). Ogółem w 2016 roku spodziewamy się wzrostu EBITDA w obszarze produkcji i zarządzania do 35,6 mln PLN. W latach 2017-2018 prognozujemy odpowiednio 33,9 mln PLN oraz 34,7 mln PLN.
- W dłuższym horyzoncie odczytów oglądalność ATM TV jest względnie stabilna i znajduje się w okolicy 0,9% (należy mieć na uwadze błąd odczytów z uwagi na próbki badania). Zatem tak jak poprzednio w naszym modelu przyjmujemy utrzymanie oglądalności i jednocześnie nie zakładamy też istotnych wydatków na aktywa programowe. Oceniamy, że ATM Rozrywka prezentuje specyficzny i dobrze poukładany model biznesowy generując zadowalające rezultaty. Tym samym w segmencie nadawania przyjęliśmy w 2016 roku EBITDA na poziomie 6 mln PLN. W okresie 2017-2018 liczymy na dalszą poprawę do 6,3 mln PLN i 6,6 mln PLN.
- W najbliższych latach nie należy wykluczyć większego niż przyjęliśmy w modelu zapotrzebowania 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 (w Warszawie). Budowa nowego centrum produkcyjnego otworzy jednocześnie wyższą perspektywę przyszłych wyników aniżeli pułapy uwzględnione w obecnym modelu.
- Stopę wolną od ryzyka pozostawiamy na pułapie 4,0%.
- W prognozie nie zakładamy akwizycji i projektów deweloperskich (wartość nieruchomości/gruntów pod deweloperkę ujmujemy w SOTP wg szacunkowego stanu z bilansu na koniec 3Q'16).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydującym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.02.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 263,1 mln PLN, czyli 3,12 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Aidem Media).

Model DCF (segment produkcji, zarządzania oraz nadawania)

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	168,4	175,1	181,0	186,7	192,5	197,2	201,9	206,8	211,8	218,9
EBIT [mln PLN]	20,9	22,0	22,6	23,7	24,1	22,6	22,3	22,2	22,1	22,0
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,0	4,2	4,3	4,5	4,6	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
NOPLAT [mln PLN]	16,9	17,8	18,3	19,2	19,5	18,3	18,1	18,0	17,9	17,8
Amortyzacja [mln PLN]	19,3	19,3	19,3	18,7	18,3	18,4	18,5	18,7	18,8	19,0
CAPEX [mln PLN]	-16,3	-17,2	-18,3	-18,9	-19,2	-19,7	-19,7	-20,2	-20,4	-20,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,3	1,7	-0,3	-1,0	-1,9	0,1	-1,5	-0,8	-0,8	-2,9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	16,6	21,7	18,9	17,9	16,8	17,0	15,3	15,7	15,5	13,3
DFCF [mln PLN]	15,5	18,6	15,0	13,1	11,3	10,5	8,7	8,2	7,5	5,9
Suma DFCF [mln PLN]	114,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	316,4		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	140,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	254,6									
Dług netto [mln PLN]	-8,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	263,1									
Ilość akcji [mln szt.]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,12									

Przychody zmiana r/r	0,9%	4,0%	3,3%	3,2%	3,1%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	3,3%
Marża EBITDA	23,9%	23,6%	23,1%	22,7%	22,0%	20,8%	20,2%	19,7%	19,3%	18,7%
Marża EBIT	12,4%	12,6%	12,5%	12,7%	12,5%	11,4%	11,0%	10,7%	10,4%	10,0%
Marża NOPLAT	10,0%	10,2%	10,1%	10,3%	10,2%	9,3%	8,9%	8,7%	8,4%	8,1%
CAPEX / Przychody	9,7%	9,8%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	9,8%	9,8%	9,6%	9,4%
CAPEX / Amortyzacja	84%	89%	95%	101%	105%	108%	106%	108%	108%	109%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	90,5%	90,7%	90,9%	91,1%	91,4%	91,6%	91,9%	92,1%	92,4%	92,6%
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	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	8,6%	8,4%	8,1%	7,9%	7,6%	7,4%
WACC	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%

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	2,84	3,01	3,23	3,52	3,92	4,18	4,50	4,91	5,45
	0.8	2,70	2,85	3,04	3,28	3,61	3,82	4,08	4,39	4,80
	0.9	2,57	2,70	2,86	3,07	3,35	3,52	3,73	3,98	4,29
	1.0	2,46	2,57	2,71	2,89	3,12	3,26	3,43	3,64	3,88
	1.1	2,35	2,45	2,57	2,73	2,92	3,05	3,19	3,35	3,55
	1.2	2,25	2,34	2,45	2,58	2,75	2,86	2,97	3,11	3,27
	1.3	2,17	2,24	2,34	2,46	2,60	2,69	2,79	2,90	3,04
	1.4	2,08	2,15	2,24	2,34	2,47	2,54	2,63	2,72	2,83
	1.5	2,01	2,07	2,15	2,24	2,35	2,41	2,48	2,57	2,66

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	4,79	4,46	4,17	4,04	3,92	3,80	3,70	3,50	3,32
	0.8	4,46	4,13	3,85	3,73	3,61	3,50	3,40	3,21	3,04
	0.9	4,17	3,85	3,58	3,46	3,35	3,24	3,14	2,96	2,80
	1.0	3,92	3,61	3,35	3,23	3,12	3,02	2,92	2,75	2,60
	1.1	3,70	3,40	3,14	3,03	2,92	2,83	2,74	2,57	2,43
	1.2	3,50	3,21	2,96	2,85	2,75	2,66	2,57	2,42	2,28
	1.3	3,32	3,04	2,80	2,70	2,60	2,51	2,43	2,28	2,15
	1.4	3,16	2,89	2,66	2,56	2,47	2,38	2,30	2,16	2,03
	1.5	3,02	2,75	2,53	2,44	2,35	2,26	2,19	2,05	1,93

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%	2,99	3,19	3,45	3,80	4,29	4,62	5,04	5,58	6,32
	3.5%	2,84	3,01	3,23	3,52	3,92	4,18	4,50	4,91	5,45
	4.0%	2,70	2,85	3,04	3,28	3,61	3,82	4,08	4,39	4,80
	4.5%	2,57	2,70	2,86	3,07	3,35	3,52	3,73	3,98	4,29
	5.0%	2,46	2,57	2,71	2,89	3,12	3,26	3,43	3,64	3,88
	5.5%	2,35	2,45	2,57	2,73	2,92	3,05	3,19	3,35	3,55
	6.0%	2,25	2,34	2,45	2,58	2,75	2,86	2,97	3,11	3,27
	6.5%	2,17	2,24	2,34	2,46	2,60	2,69	2,79	2,90	3,04
	7.0%	2,08	2,15	2,24	2,34	2,47	2,54	2,63	2,72	2,83

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2017-2019 w wysokości 8,0x. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 358,6 mln PLN, czyli 4,25 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że podany mnożniki nie uwzględnia wartości Aidem Media i przyszłe ewentualne upublicznienie tego podmiotu może mieć istotny pozytywny wpływ na strukturę bilansu spółki. Waga wyceny mnożnikowej w końcowej wycenie wynosi 40% (tak jak poprzednio).

Wycena mnożnikowa Orbis (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2017-2019						
	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	3,5	3,7	4,0	4,25	4,5	4,8	5,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

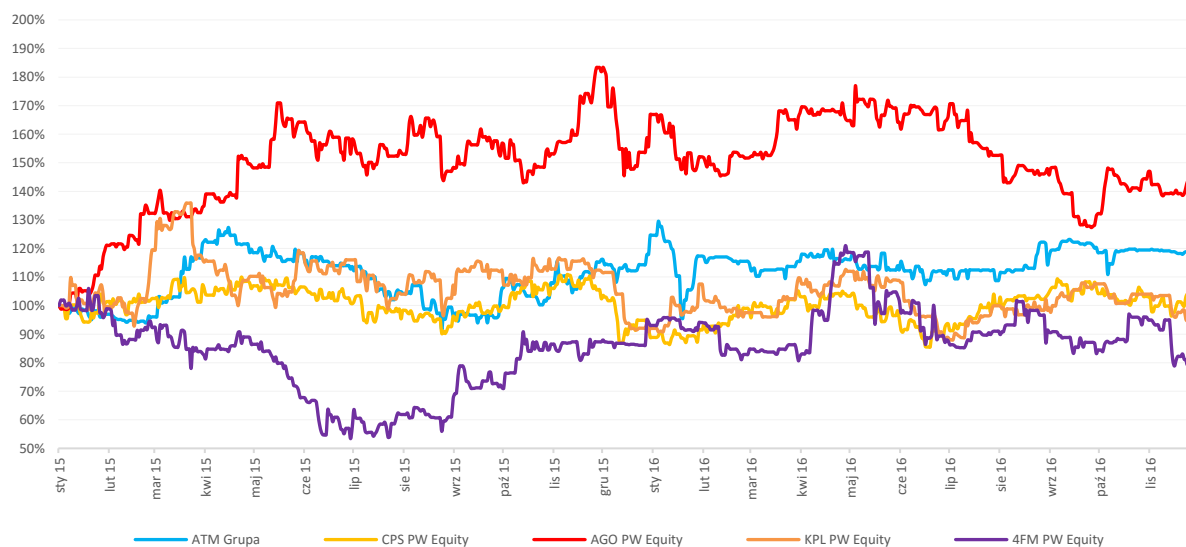
Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm. Najbliższy model biznesowy do ATM Grupa z zaprezentowanych spółek ma wg nas Lions Gate (choć i tak jak na średni podmiot w gronie innych producentów filmowych jest bardziej zdywersyfikowany niż ATM Grupa oraz posiada w portfolio filmy/tytuły monetizowane na rynku międzynarodowym).

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	P/E			EV/EBITDA			
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	
SCRIPPS NETWORKS	13,5	13,3	12,7	9,0	8,5	8,1	ekspozycja na tv, film oraz internet
CYFROWY POLSAT	13,8	12,3	11,4	6,9	6,6	6,1	
LIONS GATE	19,6	26,1	23,1	19,2	16,3	14,4	
ENTERTAINMENT ONE	10,9	9,4	8,2	8,0	7,0	6,3	
TIME WARNER	15,8	15,3	14,0	11,3	10,1	9,2	
WALT DISNEY	16,9	15,6	15,0	10,0	9,3	8,9	
NEWS CORP	30,9	24,0	21,5	5,9	5,1	4,4	
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	-2,1	19,9	7,2	9,7	8,6	6,9	
VIVENDI	32,1	28,5	23,2	16,2	14,9	12,8	
SKY	13,2	11,3	9,9	9,1	8,1	7,2	
LIBERTY GLOBAL	---	70,9	38,0	8,4	8,5	8,2	
ITV	10,3	10,5	10,2	8,4	8,2	7,7	
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	14,7	13,0	11,8	9,4	8,6	7,9	
RTL GROUP	13,1	12,6	12,1	7,6	7,3	6,9	
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	17,4	15,3	14,0	12,6	11,0	9,9	
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	32,2	16,1	17,9	6,8	5,4	5,6	
MODERN TIMES GROUP	18,4	15,1	14,2	12,0	10,1	9,0	
ACTIVISION BLIZZARD	17,7	16,4	14,4	12,2	10,6	8,6	producenci gier
ELECTRONIC ARTS	20,9	18,5	16,5	12,3	10,5	8,7	
ZYNGA	---	39,6	26,4	30,3	15,5	11,5	
NINTENDO	80,0	46,3	32,4	66,7	26,9	17,7	
GUNGHO ONLINE	7,7	10,1	11,0	3,6	4,0	3,9	
NEXON	25,0	12,9	12,6	8,8	5,5	4,7	
CD PROJEKT	26,7	57,3	10,2	16,9	38,3	5,3	

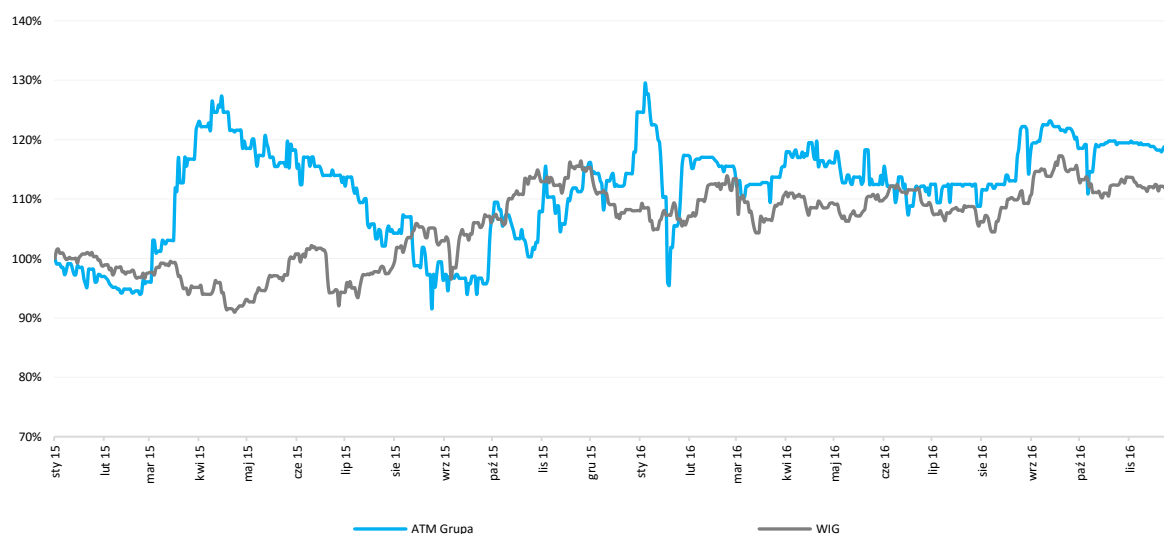
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów wybranych spółek z segmentu media na GPW (od 01.01.2015 r.)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG (od 01.01.2015 r.)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 3Q'16

Spółka zwiększa produkcję dla kolejnych pozyskiwanych anten prywatnych. Jednocześnie w 2016 roku obserwujemy spadek udziału w przychodach wpływów z TVP. Dlatego oceniamy, że rezultaty za 1-3Q'16 były przyzwoite i pokazały, że ATM Grupa skutecznie dywersyfikuje portfel odbiorów utrzymując dobrą rentowność. Ogółem w okresie 1-3Q'16 obszar produkcji tv prowadził prace m.in. nad następującymi tytułami:

Telewizja Polsat	Telewizja Polska	Canal+ Discovery
„Pierwsza Miłość”	„Ojciec Mateusz”	„Powrót do przeszłości”
„Świat według Kiepskich”	„Ranczo”	„Mikroprzygody”
„Pielęgniarki”	„Strażacy”	„Wynalazcy przyszłości”
„Policjantki i Policjanci”		„Niezapomniane lata 90”
„9 miesiąc”		„Sukces nie zna granic”
„Sprawiedliwi – Wydział Kryminalny”		
TLC Polska	TTV	HBO
„Undressed: randka w łóżku”	„Betlejewski. Prowokacje”	„Watacha” – przygotowania do drugiego sezonu
TVN	History (A+E Networks)	13 Ulica
„Druga szansa”	„Brac czy nie brać”	„Kobiety i mafia”

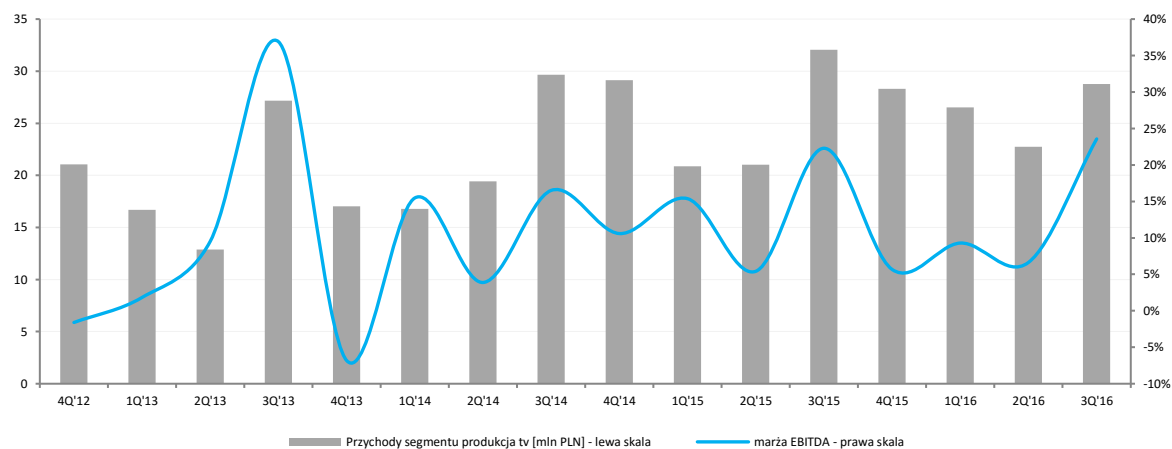
Łączne przychody grupy w 3Q'16 spadły o 7,1% do 44,7 mln PLN (odczuwalny był w szczególności negatywny efekt z produkcji tv i filmowej, gdzie erozja wpływów wyniosła ponad 10% r/r). Wynik EBITDA grupy w 3Q'16 wyniósł 13,4 mln PLN, co oznacza ubytek o niemal 6% r/r. Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (łącznie Aidem Media, FM Pro oraz Echo24) wyniósł 0.3 mln PLN i był to płaski odczyt r/r. Na poziomie netto dla akcjonariuszy jedn. dominującej ATM Grupa wypracowała 6,7 mln PLN, co oznacza spadek o 11% r/r.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	48,1	44,7	-7,1%	170,3	173,5	1,8%
prod tv i filmowa	32,1	28,8	-10,2%	103,1	106,4	3,2%
nadawanie	4,3	4,7	8,5%	20,0	22,1	10,5%
zarządzanie aktywami trwałymi	8,4	10,6	25,5%	33,3	35,8	7,6%
pozostałe	3,3	0,7	-79,9%	14,0	9,2	-34,2%
EBITDA	14,2	13,4	-5,9%	40,0	40,9	2,2%
prod tv i filmowa	7,1	6,8	-5,1%	14,6	12,4	-15,2%
nadawanie	0,2	0,6	225,5%	2,7	6,0	123,7%
zarządzanie aktywami trwałymi	6,4	5,9	-8,0%	20,7	21,8	5,6%
pozostałe	0,5	0,1	-79,7%	2,1	0,6	-69,3%
EBIT	9,7	8,5	-12,1%	20,8	21,2	2,3%
prod tv i filmowa	6,3	6,0	-6,0%	11,2	8,9	-20,2%
nadawanie	-0,3	0,0	---	0,5	2,8	444,8%
zarządzanie aktywami trwałymi	3,2	2,4	-23,5%	7,1	8,9	25,9%
pozostałe	0,5	0,1	-81,1%	2,1	0,6	-70,8%
Saldo finansowe	-0,1	-0,1	---	-0,4	-1,8	---
Udział w wyniku jedn. met praw wł	0,3	0,3	4,0%	2,2	4,8	115,0%
Wynik brutto	10,0	8,7	-12,4%	22,6	24,2	7,5%
Podatek	2,1	2,0	-6,1%	0,4	3,4	848,1%
Wynik netto	7,8	6,7	-14,1%	22,2	20,8	-6,2%
dla akcjonariuszy	7,6	6,7	-11,0%	21,7	20,7	-4,6%
Koszty zarządu	3,2	3,4	5,0%	13,2	13,6	2,9%
marża EBITDA	29,5%	29,9%		23,5%	23,6%	
marża EBIT	20,1%	19,1%		12,2%	12,2%	

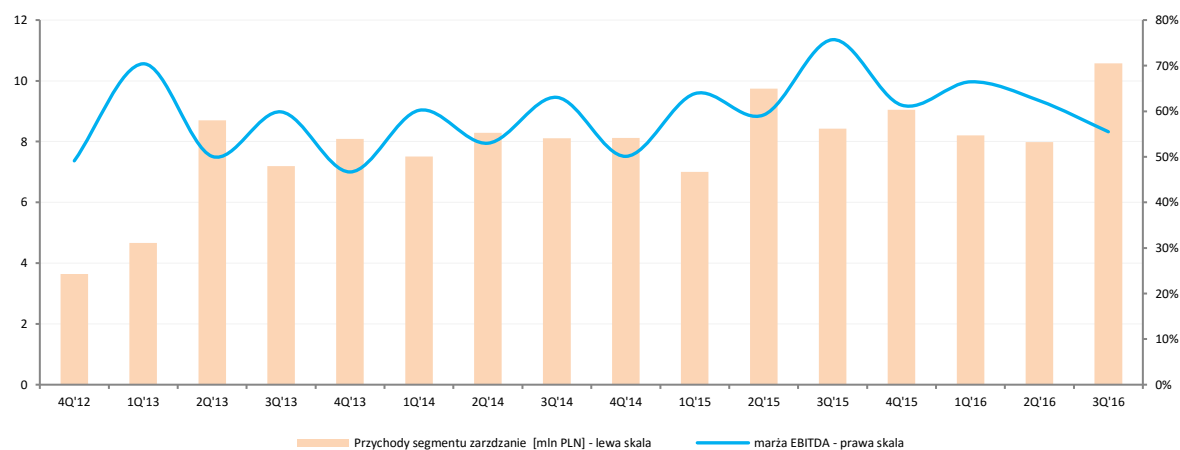
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu produkcja w ujęciu kwartalnym



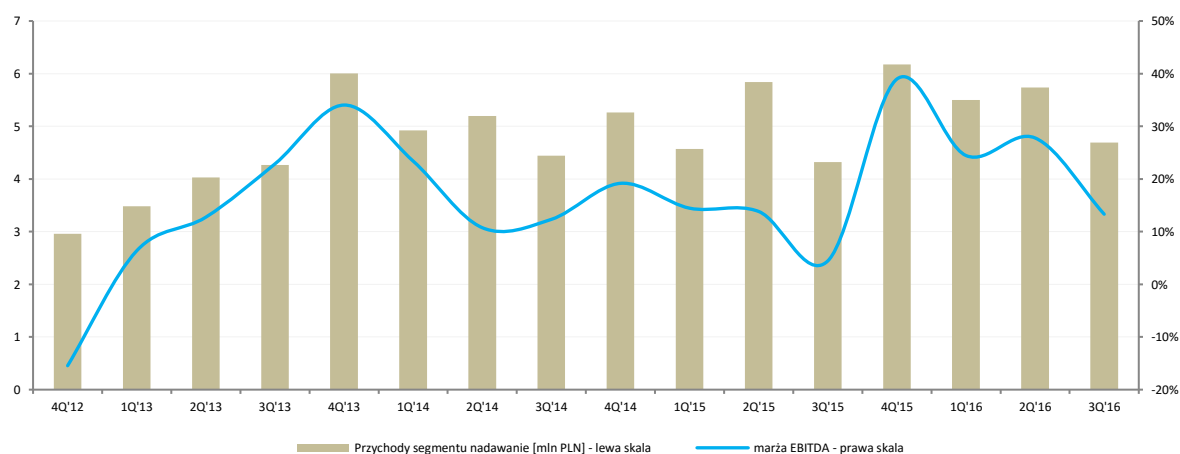
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu zarządzanie



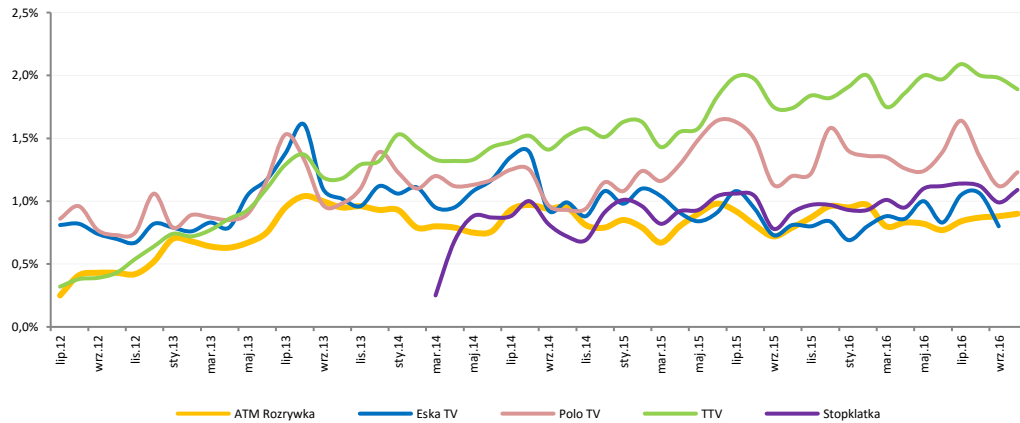
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie oglądalności 5 wybranych anten

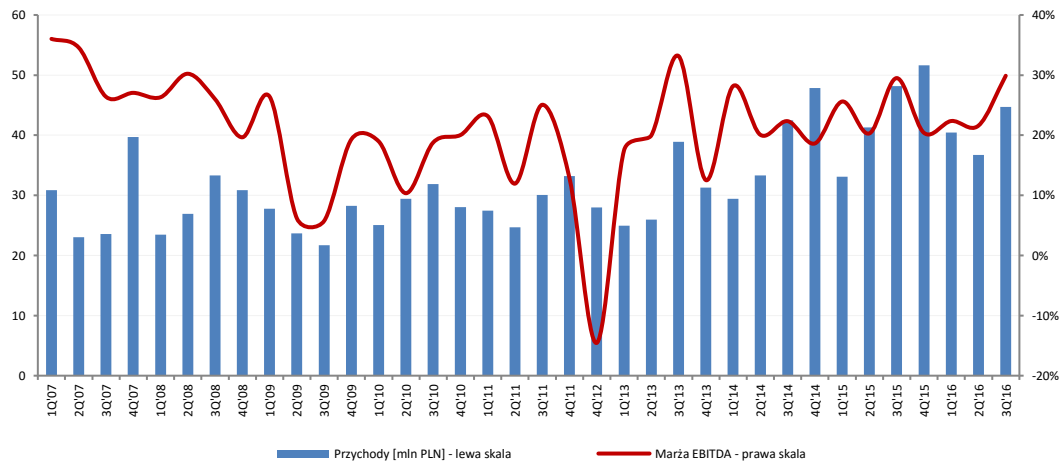


Stacja ATM Rozrywka utrzymuje względnie stabilne odczyty oglądalności. Jak podała spółka średni wynik oglądalności w okresie 1-3Q'16 w grupie komercyjnej 16-49 lat wyniósł 0,86% SHR (w 1-3Q'15 było to 0,82%).

W 1-3Q'16 w zasięgu telewizji cyfrowej (DTT) udział w oglądalności ATM Rozrywka ukształtowała się na poziomie 2,26% SHR (w 1-3Q'15 było to 2,13%).

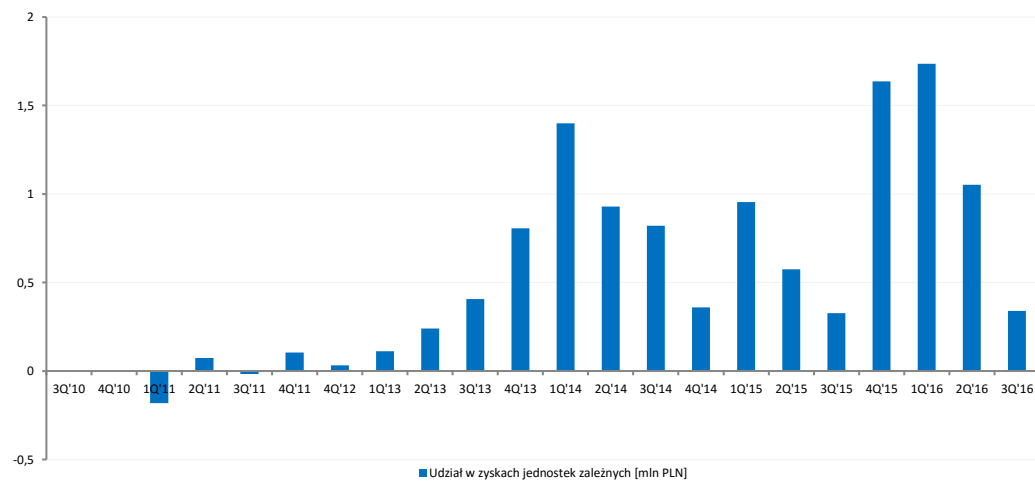
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

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]



Główny wpływ na poziom zysków jednostek zależnych ma Aidem Media (spółka posiada 50% kapitału). Dodatkowo w tej kategorii ujmowany jest m.in. wpływ FM Pro oraz Echo24.

Spółka w komentarzu do wyników za 3Q'16 określiła rezultat Aidem Media jako „bardzo dobry”. Sądzymy, że odczyt za sam 3Q'16 na poziomie wyniku jednostek stowarzyszonych może być zatem zaburzony in minus przez efekt FM Pro czy Echo24.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

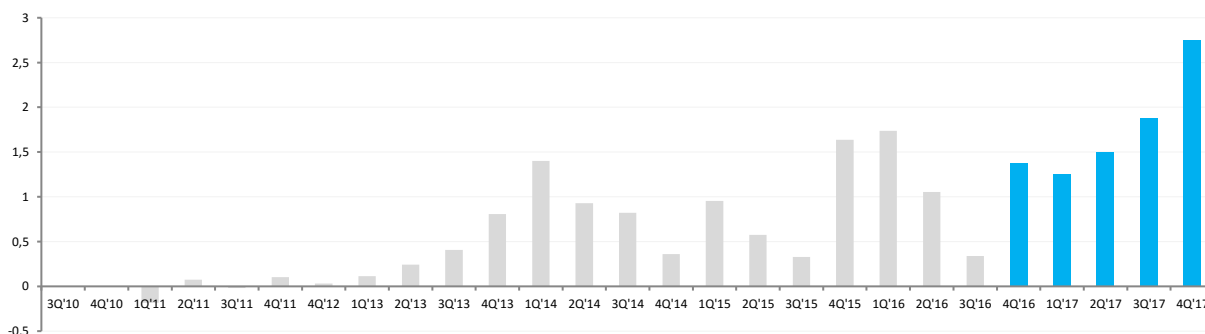
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

Patrzymy z większym optymizmem na przyszłe wyniki spółki w latach 2017-2018. Rok 2016 jest okresem dalszego wzrostu na bazie pozyskanych nowych klientów oraz jednocześnie czasem ograniczonej realizacji projektów dla anten TVP. Oceniamy, że ATM Grupa m.in. z uwagi na posiadane zaplecze technologiczne oraz doświadczoną kadrę, posiada wyjątkowe na polskim rynku kompetencje do dalszego zwiększenia udziałów rynkowych produkcji dla telewizji. Dlatego liczymy, że lata 2017-2018 przyniosą dla spółki dalszy wzrost budżetów produkcyjnych (z anten prywatnych). Jednocześnie na podstawie wysokiej oglądalności sztandarowych tytułów produkowanych dla TVP (Ranczo, Ojciec Mateusz czy Dziewczyny ze Lwowa) zakładamy, że spółka będzie jednak kontynuowała te projekty. Tym samym choć wciąż przyjmujemy, że łącznie obszar produkcji i zarządzania wykaże w 2017 roku mniejszy wynik niż w 2016 roku to akcentujemy potencjalny efekt niskiej bazy przychodów z anten TVP z 2016 roku (dlatego nie wykluczamy docelowo pozytywnego zaskoczenia w 2017 roku). Ogółem w 2016 roku spodziewamy się wzrostu EBITDA w obszarze produkcji i zarządzania do 35,6 mln PLN. W latach 2017-2018 prognozujemy odpowiednio 33,9 mln PLN oraz 34,7 mln PLN.

W segmencie nadawanie przyjęliśmy w 2016 roku EBITDA na poziomie 6 mln PLN. W okresie 2017-2018 liczymy na dalszą poprawę do 6,3 mln PLN i 6,6 mln PLN. Oceniamy, że ATM Rozrywka prezentuje specyficzny i dobrze poukładany model biznesowy generując zadowalające rezultaty.

Istotne zmiany wprowadziliśmy w pozycji wyników jednostek stowarzyszonych. W ostatnich kwartałach widać było zwiększoną aktywność operacyjną podmiotu FM Pro. Dodatkowo kluczowe znaczenie ma Aidem Media. Ostatnie kwartały dla tego podmiotu definiujemy jako wyężoną pracę organiczną. Spodziewamy się, że efekty podjętych działań będą widoczne w rezultatach już w 2017 roku. W wywiadach prasowych przedstawiciele ATM Grupa zaznaczali już, że Aidem Media może być docelowo wprowadzony na giełdę. Branża producentów gier jest coraz szerzej obecna na GPW i zakładamy, że Aidem Media jako producent aplikacji na urządzenia mobilne, który sprzedaje swoje tytuły na całym świecie, może być atrakcyjnym tematem inwestycyjnym.

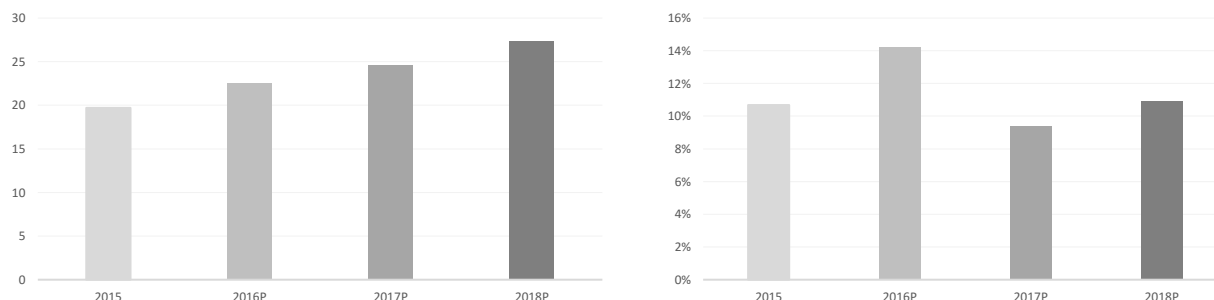
Historyczne rezultaty oraz prognoza wyników na poziomie udziału w jednostkach stowarzyszonych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ogółem na poziomie grupy założyliśmy, że EBITDA w 2016 roku wyniesie 42,2 mln PLN. W latach 2017-2018 dostrzegamy pole do dalszych wzrostów odpowiednio do 43 i 43,7 mln PLN. Na poziomie netto dostrzegamy wyraźnie większą dynamikę poprawy aniżeli EBITDA w związku z oczekiwanym efektem kontrybucji jednostek stowarzyszonych. Dlatego prognozujemy wzrost zysku netto z 22,5 mln PLN w 2016 roku do 24,6 mln PLN w 2017 roku oraz do 27,3 mln PLN w 2018 roku.

Zakładana ścieżka wzrostu zysku netto oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2016-2018



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

Razem ATM Grupa	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	51,6	40,4	36,7	44,7	49,6	46,3	38,7	46,4	49,5	153,1	174,1	171,5	180,9	187,6	193,5
EBITDA	10,5	9,0	7,9	13,4	11,8	9,7	9,0	13,0	11,2	33,4	41,6	42,2	43,0	43,7	44,3
EBIT	5,1	4,5	3,1	8,5	7,0	4,9	4,1	8,2	6,5	13,4	22,3	23,1	23,7	24,5	25,1
Saldo finansowe	-1,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-1,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Wynik w jedn. stow.*	1,6	1,7	1,1	0,3	1,4	1,3	1,5	1,9	2,8	3,5	3,5	4,5	7,4	10,0	11,0
Wynik netto	4,9	5,2	4,0	6,7	6,6	4,9	4,4	8,0	7,3	18,0	20,1	22,5	24,6	27,3	28,6
marża EBITDA	20,4%	22,4%	21,6%	29,9%	23,9%	21,0%	23,2%	28,0%	22,7%	21,8%	23,9%	24,6%	23,7%	23,3%	22,9%
marża EBIT	10,0%	11,1%	8,4%	19,1%	14,1%	10,6%	10,7%	17,6%	13,1%	8,7%	12,8%	13,5%	13,1%	13,0%	13,0%
Segment produkcji i zarządzania	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	37,4	34,7	30,7	39,4	39,6	37,2	30,3	38,5	39,2	127,1	136,5	144,4	145,1	150,9	155,9
EBITDA	7,2	7,9	6,5	12,6	8,5	7,8	6,8	11,6	7,8	29,2	35,2	35,6	33,9	34,7	34,9
EBIT	3,2	4,0	2,3	8,4	4,2	3,5	2,5	7,3	3,6	11,4	19,0	18,9	16,9	17,7	18,0
marża EBITDA	19,2%	22,9%	21,1%	32,1%	21,5%	20,9%	22,4%	30,1%	19,9%	23,0%	25,8%	24,6%	23,4%	23,0%	22,4%
marża EBIT	8,7%	11,5%	7,3%	21,3%	10,7%	9,4%	8,4%	19,1%	9,1%	9,0%	13,9%	13,1%	11,7%	11,7%	11,5%
Segment nadawania	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	6,2	5,5	5,7	4,7	6,5	5,7	5,9	4,9	6,8	19,8	20,9	22,5	23,3	24,2	25,1
EBITDA	2,4	1,3	1,6	0,6	2,5	1,4	1,6	0,7	2,6	3,3	4,1	6,0	6,3	6,6	7,0
EBIT	1,0	0,7	1,0	0,0	1,9	0,8	1,1	0,1	2,0	1,1	1,0	3,7	3,9	4,3	4,6
marża EBITDA	39,0%	24,5%	27,8%	13,3%	37,7%	24,2%	27,6%	13,5%	38,0%	16,5%	19,5%	26,8%	26,9%	27,3%	27,8%
marża EBIT	15,8%	13,5%	17,4%	1,0%	28,8%	14,0%	17,9%	1,7%	29,5%	5,5%	5,0%	16,3%	16,9%	17,7%	18,5%
Segment inne (deweloperka)	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	8,1	0,2	0,2	0,7	3,5	3,5	2,5	3,0	3,5	6,2	16,7	4,6	12,5	12,5	12,50
EBITDA	1,0	-0,2	-0,2	0,1	0,9	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	2,3	0,6	2,8	2,4	2,44
EBIT	0,9	-0,3	-0,2	0,1	0,9	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	2,3	0,5	2,8	2,4	2,44
marża EBITDA	11,8%	-118%	-65,2%	15,2%	25,0%	17,5%	22,2%	25,0%	25,0%	15,2%	13,9%	12,4%	22,3%	19,5%	19,5%
marża EBIT	11,6%	-123%	-68,8%	13,9%	25,0%	17,5%	22,2%	25,0%	25,0%	14,5%	13,7%	11,8%	22,3%	19,5%	19,5%

* wpływ na wynik jednostek stowarzyszonych ma Aidem Media, FM Pro oraz Echo24

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z naszym ostatnim raportem analitycznym z 16 lutego 2016 roku zdecydowaliśmy się podnieść założenia we wszystkich głównych segmentach. Wcześniejsze ostrożniejsze podejście wynikało z obaw o mniejszą kontrakcję z TVP. W okresie 1-3Q'16 obserwowaliśmy już rezultaty w sytuacji niskiej produkcji na rzecz anten TVP i w 2017 roku nie powinno być już z tego tytułu widać dalszej odczuwalnej erozji wpływów. Istotne korekty zdecydowaliśmy się dokonać na poziomie jednostek stowarzyszonych. Liczymy bowiem, że Aidem Media wejdzie na ścieżkę silnie rosnących wyników, co będzie efektem prowadzonej m.in. w 2016 roku pracy organicznej wzmacniającej przysze fundamenty tego podmiotu.

Zmiana założeń w porównaniu z raportem z 16.02.2016 r.

	2016 stara prognoza	2016 nowa prognoza	zmiana	2017 stara prognoza	2017 nowa prognoza	zmiana	2018 stara prognoza	2018 nowa prognoza	zmiana
EBITDA	38,4	42,2	10%	40,7	43,0	6%	42,7	43,7	2%
segment produkcji tv	31,6	35,6	13%	33,6	33,9	1%	35,1	34,7	-1%
segment nadawania tv	4,4	6,0	37%	4,9	6,3	28%	5,3	6,6	25%
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	2,3	4,5	96%	3,1	7,4	138%	3,8	10,0	162%
Wynik netto	15,0	22,5	50%	18,7	24,6	32%	19,9	27,3	37%

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	174,1	171,5	180,9	187,6	193,5	196,7	202,5	202,2	206,9	209,3	211,8
segment produkcji tv	102,5	102,4	127,1	136,5	144,4	145,1	150,9	155,9	161,1	166,3	170,6	174,9	179,3	183,9
segment nadawania tv	6,1	17,8	19,8	20,9	22,5	23,3	24,2	25,1	25,6	26,1	26,6	27,0	27,5	27,9
segment inne (deweloperka)	1,2	0,9	6,2	16,7	4,6	12,5	12,5	12,5	10,0	10,0	5,0	5,0	2,5	0,0
EBITDA	9,4	26,4	33,4	41,6	42,2	43,0	43,7	44,3	44,3	43,9	41,7	41,6	41,2	40,9
segment produkcji tv	9,3	22,6	29,2	35,2	35,6	33,9	34,7	34,9	35,1	35,0	33,4	33,2	33,1	33,1
segment nadawania tv	-0,8	3,9	3,3	4,1	6,0	6,3	6,6	7,0	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8	7,9
segment inne (deweloperka)	0,9	-0,2	0,9	2,3	0,6	2,8	2,4	2,4	2,0	1,5	0,8	0,8	0,4	0,0
EBIT	-9,9	6,8	13,4	22,3	23,1	23,7	24,5	25,1	25,6	25,6	23,3	23,1	22,5	22,1
segment produkcji tv	-8,5	4,8	11,4	19,0	18,9	16,9	17,7	18,0	18,8	19,0	17,3	17,0	16,7	16,5
segment nadawania tv	-1,4	2,0	1,1	1,0	3,7	3,9	4,3	4,6	4,9	5,1	5,2	5,3	5,5	5,5
segment inne (deweloperka)	0,0	0,0	0,9	2,3	0,5	2,8	2,4	2,4	2,0	1,5	0,8	0,8	0,4	0,0
Przychody finansowe	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1
Koszty finansowe	1,9	1,1	1,4	2,0	1,4	1,3	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Udział w zyskach jedn. zal.	0,0	1,6	3,5	3,5	4,5	7,4	10,0	11,0	11,8	12,4	12,9	13,4	13,9	14,4
Wynik brutto	-10,8	8,2	16,3	24,3	26,9	30,4	33,7	35,3	36,7	37,3	35,6	35,9	36,0	36,0
Wynik netto	-8,8	6,1	18,0	20,1	22,5	24,6	27,3	28,6	29,7	30,2	28,8	29,1	29,1	29,2
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa trwałe	212,3	228,3	196,4	203,8	210,7	215,1	218,0	222,5	228,6	235,7	243,5	251,4	259,9	268,7
Rzeczowe aktywa trwałe	179,1	161,7	151,7	145,9	149,0	146,1	144,0	143,0	143,2	144,1	145,5	146,7	148,2	149,8
WNiP	12,9	11,4	11,9	10,6	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
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	27,3	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8	28,8
Inwestycje w jedn. stow	2,9	5,2	5,7	6,4	8,5	15,8	20,8	26,3	32,2	38,4	44,8	51,5	58,5	65,7
Pozostałe aktywa trwałe	3,5	2,5	1,9	13,5	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Aktywa obrotowe	80,4	80,9	116,8	129,9	115,5	115,4	119,4	123,0	126,0	128,6	130,4	135,0	138,9	142,7
Zapasy	9,6	12,1	40,9	36,1	30,5	32,2	29,3	28,6	29,1	30,0	29,9	30,6	31,0	31,3
Należności	38,7	25,6	51,3	41,7	45,0	47,1	48,5	49,8	50,5	51,8	51,7	52,8	53,3	53,8
Pozostałe aktywa finansowe	12,4	6,4	1,9	8,6	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19,7	36,8	22,8	43,4	29,8	26,1	31,5	34,4	36,2	36,7	38,6	41,5	44,6	47,4
Razem Aktywa	292,7	309,2	313,2	333,7	326,2	330,5	337,4	345,5	354,6	364,3	373,9	386,4	398,9	411,3
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	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kapitał własny razem	200,0	220,3	225,0	226,4	230,6	238,4	251,2	265,2	260,4	276,1	290,4	304,9	319,5	334,2
Zobowiązania długoterminowe	63,6	61,7	54,1	57,1	51,6	47,6	41,3	35,0	48,7	42,4	37,7	35,4	33,1	30,8
Zobowiązania dł %	21,6	19,4	17,5	25,1	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2
Rozliczenie międzyokresowe przychodów	33,0	29,2	25,3	23,8	22,3	18,3	14,3	10,3	6,3	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania dł.	9,0	13,1	11,3	8,2	6,1	6,1	3,8	1,5	19,2	16,9	14,5	12,2	9,9	7,6
Zobowiązania krótkoterminowe	29,1	27,2	34,2	50,2	44,0	44,5	44,9	45,3	45,5	45,8	45,8	46,1	46,2	46,4
Zobowiązania kr %	6,0	4,9	4,4	6,8	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Zobowiązania handlowe	6,2	6,5	8,3	9,3	10,3	10,9	11,3	11,7	11,9	12,2	12,2	12,5	12,6	12,8
Pozostałe zobowiązania kr	17,0	15,8	21,5	34,1	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3
Razem Pasywa	92,7	88,9	88,3	107,3	95,5	92,1	86,2	80,3	94,2	88,2	83,5	81,5	79,3	77,2
CF	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CF Operacyjny	8,8	28,8	8,7	47,8	41,8	29,4	39,5	38,1	37,5	36,6	38,5	39,4	40,1	40,1
CF Inwestycyjny	-29,6	-5,0	-3,7	-19,3	-28,6	-16,3	-17,2	-18,3	-18,9	-19,2	-19,7	-19,7	-20,2	-20,4
CF Finansowy	2,8	-7,2	-19,0	-7,9	-26,8	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9	-16,9
Przepływy netto razem	-18,1	16,6	-14,0	20,6	-13,6	-3,8	5,4	2,9	1,8	0,5	1,9	2,9	3,1	2,8
Środki pieniężne eop	19,8	36,3	22,8	43,4	29,8	26,1	31,5	34,4	36,2	36,7	38,6	41,5	44,6	47,4

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%	13,7%	-1,5%	5,5%	3,7%	3,1%	1,7%	2,9%	-0,2%	2,4%	1,2%	1,2%
Marża EBITDA	8,5%	21,8%	21,8%	23,9%	24,6%	23,7%	23,3%	22,9%	22,5%	21,7%	20,6%	20,1%	19,7%	19,3%
Marża EBIT	-9,0%	5,7%	8,7%	12,8%	13,5%	13,1%	13,0%	13,0%	13,0%	12,7%	11,5%	11,1%	10,8%	10,4%
Marża netto	-8,0%	5,0%	11,7%	11,5%	13,1%	13,6%	14,6%	14,8%	15,1%	14,9%	14,3%	14,1%	13,9%	13,8%
Cena [PLN]	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93	3,93
Kapitalizacja [mln PLN]	338	331	331	331	331	331	331	331	331	331	331	331	331	331
EPS [PLN]	-0,10	0,07	0,21	0,24	0,27	0,29	0,32	0,34	0,35	0,36	0,34	0,35	0,35	0,35
BVPS [PLN]	2,32	2,61	2,66	2,68	2,73	2,82	2,98	3,14	3,09	3,27	3,44	3,61	3,79	3,96
CEPS [PLN]	0,12	0,30	0,45	0,47	0,49	0,52	0,55	0,57	0,57	0,58	0,56	0,56	0,57	0,57
P/E (x)	---	54,5	18,4	16,5	14,7	13,5	12,1	11,6	11,1	11,0	11,5	11,4	11,4	11,4
P/BV (x)	1,7	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
P/CE (x)	32,0	12,9	8,7	8,4	8,0	7,5	7,1	6,9	6,8	6,8	7,0	7,0	6,9	6,9
EV/EBITDA (x)	35,5	11,8	9,8	7,5	7,7	7,6	7,3	7,2	7,1	7,2	7,5	7,5	7,5	7,5
EV/EBIT (x)	---	45,6	24,6	13,9	14,0	13,8	13,1	12,7	12,3	12,3	13,5	13,5	13,7	13,8
Dług netto [mln PLN]	-4,6	-18,8	-2,8	-20,2	-8,5	-4,7	-10,1	-13,1	-14,9	-15,4	-17,3	-20,1	-23,2	-26,0
Dywidenda [mln PLN]	10,8	1,9	13,6	13,7	18,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
DPS [PLN]	0,13	0,02	0,16	0,16	0,22	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
DYield	3,2%	0,6%	4,1%	4,1%	5,7%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%

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/rozrywka, stal/węgiel

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	4,75	trzymaj	3,62	01.12.2016	09:17 CEST	3,93	48 619
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 4Q'16:

Kupuj	6	46%
Akumuluj	5	38%
Trzymaj	2	15%
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 kapitału własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

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.

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).

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 strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony Klientom BDM dnia 01.12.2016 roku o godzinie 09:17 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.12.2016 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 nie trafne. 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 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 01.12.2016 roku:

- BDM nie 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.

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.