Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,00 PLN

16 PAŹDZIERNIK 2017, 09:25 CEST

Zmieniamy zalecenie dla akcji ATM Grupa z Kupuj na Trzymaj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 4,0 PLN/akcję. Nasze prognozy wskazują, że spółka w przyszłym roku może wykazać erozję EBITDA, co będzie spowodowane stabilizacją wynikową większości obszarów przy braku efektów o charakterze wyjątkowym jak Światowe Igrzyska Sportowe World Games 2017 oraz niską kontrybucją do rezultatów ze strony działalności deweloperskiej. Jednocześnie jednak trwa proces przygotowań Aidem Media do upublicznienia. Scenariusz dalszej poprawy wyników Aidem Media może sugerować, że podmiot ten będzie wyceniony na rynku znacznie powyżej obecnego ujęcia bilansowego w sprawozdaniu ATM Grupa.

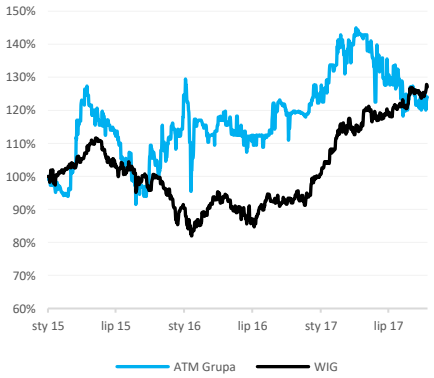
W 2Q'17 w działalności produkcyjnej i filmowej sprzedaż spółki spadła o 1,4% r/r. Z kolei w obszarze nadawanie i zarzadzanie dynamika wzrostu wpływów wyniosła odpowiednio +4,7% i +16,8% r/r. Największy przyrost przychodów związany był z kolei z działalnością deweloperską (segment pozostałe). Wynik EBITDA grupy w 2Q'17 był wyższy o 14,5% r/r i wyniósł 9,1 mln PLN (narastająco 3Q'16-2Q'17 EBITDA skonsolidowana osiągnęła pułap 43,5 mln PLN). Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (łącznie Aidem Media, FM Pro) wyniósł zaledwie 0,1 mln PLN. W komentarzu zarządu czytamy, że „dobry" rezultat odnotował podmiot Aidem Media, z kolei stratę wykazała spółka FM Pro. Ogółem na poziomie netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej ATM Grupa wypracowała 3,5 mln PLN, co oznacza spadek o 13% r/r.

Nasze założenia na 2018 rok przewidują stabilizację kontraktacji dla największych anten (w porównaniu z bieżącymi zamówieniami). Czekamy na wyniki oglądalności drugiego sezonu Watachy (premiera odbyła się równocześnie w 19 krajach). Wyniki oglądalności Watachy mogą być docelowo podpowiedzią, czy spółka będzie realizowała kolejne międzynarodowe produkcje dla HBO (jest to inna skala budżetów w porównaniu z serialami dedykowanymi jedynie na krajowy rynek). Sądzimy też, że ATM Grupa będzie chciała dodatkowo uczestniczyć także w planach produkcyjnych Netflix (czego na tym etapie nie uwzględniamy w modelu). W obszarze wynajmu/zarządzania staramy się uwzględnić jednorazowy efekt wynikowy z 2017 roku. W segmencie nadawanie przyjęliśmy w 2018 roku EBITDA na poziomie 5,4 mln PLN (w porównaniu z ok 5 mln PLN w 2017 roku). W okresie 2019-2020 liczymy na jego dalszą stopniową poprawę. Oceniamy, że ATM Rozrywka prezentuje specyficzny i dobrze poukładany model biznesowy generując zadowalające rezultaty. Działalność deweloperska, naszym zdaniem, w 2018 roku z uwagi na harmonogram prac będzie miała raczej nikłą kontrybucję do rezultatów grupy. Tym samym z bieżącej perspektywy prognozujemy erozję EBITDA grupy do 36,3 mln PLN.

Wycena końcowa [PLN]	**4,00**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-2,5%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,10
Kapitalizacja [mln PLN]	345,63
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,74
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,76
Zmiana kursu za 3 mc	+1%
Zmiana kursu za 6 mc	3%
Zmiana kursu za 9 mc	-13%
Zmiana kursu YTD	-1%
Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,83%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,42%
Altus TFI	15,66%
NN PTE	8,25%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	174,1	173,3	200,8	164,6	179,9	184,3
EBITDA [mln PLN]	**41,6**	**42,3**	**44,7**	**36,3**	**36,7**	**36,9**
EBIT [mln PLN]	22,3	23,6	27,1	18,8	18,1	18,6
Wynik netto [mln PLN]	**20,1**	**23,4**	**24,8**	**21,6**	**21,3**	**22,3**
P/BV	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4
P/E	17,2	14,8	13,9	16,0	16,2	15,5
EV/EBITDA	**7,8**	**7,8**	**7,3**	**9,2**	**9,1**	**9,0**
EV/EBIT	14,6	14,1	12,1	17,8	18,5	17,9
DPS	0,16	0,22	0,22	0,22	0,15	0,16



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 4
WYCENA DCF (SEGMENT PRODUKCJI TV I ZARZĄDZANIA ORAZ NADAWANIA) 4
WYCENA MNOŻNIKOWA 7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 2Q'17 8
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY 11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 13

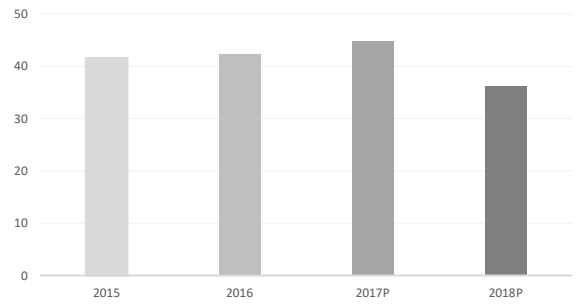
WYCENA I PODSUMOWANIE

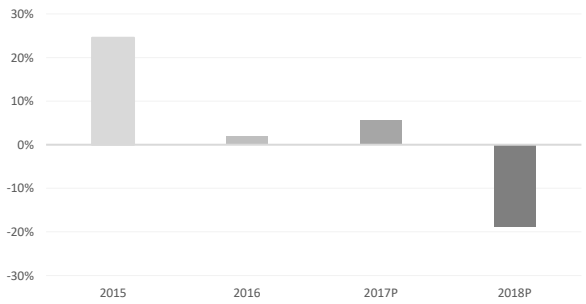
Zmieniamy zalecenie dla akcji ATM Grupa z Kupuj na Trzymaj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 4,0 PLN/akcję. Nasze prognozy wskazują, że spółka w przyszłym roku może wykazać erozję EBITDA, co będzie spowodowane stabilizacją wynikową większości obszarów przy braku efektów o charakterze wyjątkowym jak Światowe Igrzyska Sportowe World Games 2017 oraz niską kontrybucją do rezultatów ze strony działalności deweloperskiej. Jednocześnie jednak trwa proces przygotowań Aidem Media do upublicznienia. Scenariusz dalszej poprawy wyników Aidem Media może sugerować, że podmiot ten będzie wyceniony na rynku znacznie powyżej obecnego ujęcia bilansowego w sprawozdaniu ATM Grupa.

Narastająco za cztery ostatnie kwartały EBITDA spółki wyniosła ok 43,5 mln PLN. Spodziewamy się, że po odczycie za 3Q'17 EBITDA w ujęciu zanualizowanym wzrośnie do ponad 46 mln PLN. Liczymy bowiem na mocne odczyty z obszaru zarządzania. Przypominamy, że spółka była host bradcasterem Światowych Igrzysk Sportowych World Games 2017. Zakładamy, że wszystkie działania przy tej produkcji przebiegły zgodnie z planem/umowami i spółka wykaże w 3Q'17 efekty tej pracy w wynikach. Dodatkowo uwzględniamy większy wpływ z działalności deweloperskiej w Ślęzie (kolejne etapy Osiedla przy zamku). W zakresie działalności produkcyjnej okres 3Q'17 wg nas mógł być najwyżej stabilny. Jak już wspominaliśmy, z uwagi na jednorazowy charakter impulsów wzrostowych dla 3Q'17, od kolejnego kwartału spodziewamy się już erozji zanualizowanego odczytu EBITDA. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA będzie w okolicy 44,7 mln PLN.

Nasze założenia na 2018 rok przewidują stabilizację kontraktacji dla największych anten (w porównaniu z bieżącymi zamówieniami). Czekamy na wyniki oglądalności drugiego sezonu Watachy (premiera odbyła się równocześnie w 19 krajach). Wyniki oglądalności Watachy mogą być docelowo podpowiedzią, czy spółka będzie realizowała kolejne międzynarodowe produkcje dla HBO (jest to inna skala budżetów w porównaniu z serialami dedykowanymi jedynie na krajowy rynek). Sądzimy też, że ATM Grupa będzie chciała dodatkowo uczestniczyć także w planach produkcyjnych Netflix (czego na tym etapie nie uwzględniamy w modelu). W obszarze wynajmu/zarządzania staramy się uwzględnić jednorazowy efekt wynikowy z 2017 roku. W segmencie nadawanie przyjęliśmy w 2018 roku EBITDA na poziomie 5,4 mln PLN (w porównaniu z ok 5 mln PLN w 2017 roku). W okresie 2019-2020 liczymy na jego dalszą stopniową poprawę. Oceniamy, że ATM Rozrywka prezentuje specyficzny i dobrze poukładany model biznesowy generując zadowalające rezultaty. Działalność deweloperska, naszym zdaniem, w 2018 roku z uwagi na harmonogram prac będzie miała raczej nikłą kontrybucję do rezultatów grupy. Tym samym z bieżącej perspektywy prognozujemy erozję EBITDA grupy do 36,3 mln PLN.

Zakładana ścieżka zachowania EBITDA w latach 2017-2018





Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

		mln PLN	PLN/akcję
A	**Wycena SOTP**	**359,6**	**4,27**
A1	Udziały w Aidem Media (50%)*	102,1	1,21
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	56,7	0,67
A3	Wycena DCF	200,9	2,38
B	**Wycena porównawcza**	**303,5**	**3,60**
C = (A*60%+B*40%)	**Wycena końcowa**	**337,2**	**4,00**

** - w modelu wyceniamy Aidem Media wg mnożnika P/E'18P i P/E'19P = 12,0x (poprzednio stosowaliśmy również ten sam mnożnik). Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 102 mln PLN (na koniec 2Q'17 łączna wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych to 4,64 mln PLN)*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Aidem Media. Obecnie trwa proces przygotowań do upublicznienia tego podmiotu. Docelowa akceptowalna wycena Aidem Media na GPW będzie rzutować na przyszłą wycenę ATM Grupa.

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

Kolejne 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.

Założenia dla segmentu nadawania tv obarczone są 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 :

- Nasze założenia na 2018 rok przewidują stabilizację kontraktacji dla największych anten (w porównaniu z bieżącymi zamówieniami). W obszarze wynajmu/zarządzania staramy się uwzględnić jednorazowy efekt wynikowy z 2017 roku. Tym samym z bieżącej perspektywy prognozujemy erozję EBITDA obszaru związanego z produkcją i zarzadzaniem z 33,8 do 30,2 mln PLN.
- W segmencie nadawanie przyjęliśmy w 2018 roku EBITDA na poziomie 5,4 mln PLN (w porównaniu z ok 5 mln PLN w 2017 roku). 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.
- W najbliższych latach nie należy wykluczyć większego niż przyjęliśmy w modelu zapotrzebowania na inwestycje. Zwracamy uwagę, że spółka rozważa budowę kolejnego centrum produkcyjnego w Warszawie.
- 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 2Q'17).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.01.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 200,9 mln PLN, czyli 2,38 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Aidem Media).

Model DCF (segment produkcji, zarządzania oraz nadawania)

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	160,6	167,4	174,3	181,3	185,8	192,3	196,0	200,6	204,5	208,5
EBIT [mln PLN]	18,1	15,6	16,6	17,5	16,1	16,1	16,2	16,6	16,7	16,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,4	3,0	3,2	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
NOPLAT [mln PLN]	14,6	12,7	13,5	14,2	13,0	13,0	13,1	13,4	13,5	13,6
Amortyzacja [mln PLN]	17,5	18,7	18,4	17,5	17,4	17,4	17,5	17,7	17,9	18,1
CAPEX [mln PLN]	-23,4	-19,8	-14,4	-16,6	-17,7	-18,4	-19,0	-19,4	-19,6	-19,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	9,5	-0,2	-1,4	1,9	1,0	-0,8	-0,5	0,0	-0,5	-0,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	18,3	11,3	16,1	17,0	13,6	11,3	11,1	11,7	11,3	11,2
DFCF [mln PLN]	16,8	9,6	12,5	12,2	9,0	6,8	6,2	6,0	5,3	4,9
Suma DFCF [mln PLN]	89,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	214,9		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2.0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	93,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	183,1									
Dług netto [mln PLN]	-17,7									
Wartość kapitału[mln PLN]	**200,9**									
Ilość akcji [mln szt.]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**2,38**									
Przychody zmiana r/r	-6,4%	4,2%	4,2%	4,0%	2,4%	3,5%	2,0%	2,3%	1,9%	1,9%
Marża EBITDA	22,2%	20,5%	20,1%	19,3%	18,0%	17,4%	17,2%	17,1%	16,9%	16,7%
Marża EBIT	11,3%	9,3%	9,5%	9,6%	8,6%	8,4%	8,3%	8,3%	8,1%	8,0%
Marża NOPLAT	9,1%	7,6%	7,7%	7,8%	7,0%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%
CAPEX / Przychody	14,6%	11,8%	8,3%	9,1%	9,5%	9,5%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%
CAPEX / Amortyzacja	133%	106%	78%	95%	102%	106%	108%	109%	109%	110%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	92,1%	92,2%	92,3%	92,4%	92,5%	92,6%	92,7%	92,8%	92,9%	93,0%
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	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%
WACC	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	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								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
beta	**0.7**	2,21	2,32	2,47	2,66	2,93	3,11	3,32	3,60	3,95
	0.8	2,11	2,21	2,34	2,50	2,72	2,86	3,03	3,24	3,51
	0.9	2,02	2,11	2,22	2,35	2,54	2,65	2,79	2,96	3,17
	1.0	1,94	2,02	2,11	2,23	**2,38**	2,48	2,59	2,73	2,89
	1.1	1,87	1,93	2,01	2,12	2,25	2,33	2,42	2,53	2,66
	1.2	1,80	1,86	1,93	2,02	2,13	2,20	2,27	2,37	2,47
	1.3	1,73	1,79	1,85	1,93	2,02	2,08	2,15	2,22	2,31
	1.4	1,68	1,72	1,78	1,85	1,93	1,98	2,04	2,10	2,17
	1.5	1,62	1,66	1,71	1,77	1,85	1,89	1,94	1,99	2,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	**4.00%**	**4.50%**	**4.75%**	**5.00%**	**5.25%**	**5.50%**	**6.00%**	**6.50%**
beta	**0.7**	3,53	3,30	3,10	3,01	2,93	2,85	2,78	2,64	2,52
	0.8	3,30	3,08	2,89	2,80	2,72	2,64	2,57	2,44	2,33
	0.9	3,10	2,89	2,70	2,62	2,54	2,47	2,40	2,27	2,16
	1.0	2,93	2,72	2,54	2,46	**2,38**	2,31	2,25	2,13	2,02
	1.1	2,78	2,57	2,40	2,32	2,25	2,18	2,12	2,00	1,90
	1.2	2,64	2,44	2,27	2,20	2,13	2,06	2,00	1,90	1,80
	1.3	2,52	2,33	2,16	2,09	2,02	1,96	1,90	1,80	1,71
	1.4	2,41	2,22	2,06	1,99	1,93	1,87	1,82	1,72	1,63
	1.5	2,31	2,13	1,98	1,91	1,85	1,79	1,74	1,64	1,56

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								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
premia za ryzyko	**3.0%**	2,32	2,45	2,62	2,86	3,18	3,41	3,69	4,05	4,54
	3.5%	2,21	2,32	2,47	2,66	2,93	3,11	3,32	3,60	3,95
	4.0%	2,11	2,21	2,34	2,50	2,72	2,86	3,03	3,24	3,51
	4.5%	2,02	2,11	2,22	2,35	2,54	2,65	2,79	2,96	3,17
	5.0%	1,94	2,02	2,11	2,23	**2,38**	2,48	2,59	2,73	2,89
	5.5%	1,87	1,93	2,01	2,12	2,25	2,33	2,42	2,53	2,66
	6.0%	1,80	1,86	1,93	2,02	2,13	2,20	2,27	2,37	2,47
	6.5%	1,73	1,79	1,85	1,93	2,02	2,08	2,15	2,22	2,31
	7.0%	1,68	1,72	1,78	1,85	1,93	1,98	2,04	2,10	2,17

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 2018-2019 w wysokości 8,0x. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 303,5 mln PLN, czyli 3,60 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 ATM Grupa (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]	3,0	3,2	3,4	**3,60**	3,8	4,0	4,2

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 monetyzowane na rynku międzynarodowym).

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	P/E			EV/EBITDA			
	2017P	**2018P**	**2019P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	
SCRIPPS NETWORKS	15,1	15,4	15,0	9,4	8,9	8,3	ekspozycja na tv, film oraz internet
CYFROWY POLSAT	14,8	13,1	11,9	7,1	6,7	6,3	
LIONS GATE	32,0	29,5	25,0	14,2	12,0	10,1	
ENTERTAINMENT ONE	14,5	12,4	11,3	8,6	7,5	6,7	
TIME WARNER	16,2	15,2	14,2	11,1	10,2	9,3	
WALT DISNEY	16,4	15,4	15,2	9,8	9,3	9,3	
NEWS CORP	29,6	26,3	23,6	6,5	5,9	5,4	
CENTRAL EUROPEAN MEDIA	3,8	9,6	7,3	7,3	6,3	5,3	
VIVENDI	29,7	22,6	20,2	20,1	15,3	13,7	
SKY	14,9	13,3	13,1	9,7	8,8	8,5	
LIBERTY GLOBAL	-185,2	41,9	27,4	9,2	8,6	8,1	
ITV	11,2	11,1	10,5	8,7	8,5	8,0	
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	13,1	12,5	11,8	8,3	7,8	7,3	
RTL GROUP	13,4	13,0	12,6	7,5	7,2	7,0	
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	16,8	15,7	14,8	11,6	10,7	10,3	
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	21,2	23,4	17,8	7,2	7,3	6,0	
MODERN TIMES GROUP	23,2	19,2	18,1	13,8	11,1	10,3	
ACTIVISION BLIZZARD	28,7	23,9	20,9	18,0	14,7	12,6	producenci gier
ELECTRONIC ARTS	27,4	22,9	20,5	17,1	14,0	12,1	
ZYNGA	38,8	29,2	22,0	20,5	14,0	10,6	
NINTENDO	59,1	35,0	25,7	34,6	19,8	14,4	
GUNGHO ONLINE	13,1	15,2	14,9	6,2	6,4	6,3	
NEXON	20,0	17,5	17,0	10,7	9,7	8,8	
CD PROJEKT	52,7	40,9	15,0	40,9	28,8	9,4	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 2Q'17

W 2Q'17 w działalności produkcyjnej i filmowej sprzedaż spółki spadła o 1,4% r/r. Z kolei w obszarze nadawania i zarzadzania dynamika wzrostu wpływów wyniosła odpowiednio +4,7% i +16,8% r/r. Największy przyrost przychodów związany był z kolei z działalnością deweloperską (segment pozostałe).

Wynik EBITDA grupy w 2Q'17 był wyższy o 14,5% r/r i wyniósł 9,1 mln PLN (narastająco 3Q'16-2Q'17 EBITDA skonsolidowana osiągnęła pułap 43,5 mln PLN). Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (łącznie Aidem Media, FM Pro) wyniósł zaledwie 0,1 mln PLN. W komentarzu zarządu czytamy, że „dobry" rezultat odnotował podmiot Aidem Media. Z kolei stratę wykazała spółka FM Pro. Ogółem na poziomie netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej ATM Grupa wypracowała 3,5 mln PLN, co oznacza spadek o 13% r/r.

Wyniki skonsolidowane za 2Q'17 [mln PLN]

	2Q'16	2Q'17	zmiana r/r	3Q'15-2Q'16	3Q'16-2Q'17	zmiana r/r
Przychody	**36,7**	**44,9**	**22,4%**	**176,9**	**186,6**	**5,5%**
prod tv i filmowa	22,7	22,4	-1,4%	109,6	112,7	2,7%
nadawanie	5,7	6,0	4,7%	21,7	22,2	2,1%
zarządzanie aktywami trwałymi	8,0	9,3	16,8%	33,7	33,6	-0,3%
pozostałe	0,2	7,2	2778,0%	11,9	18,2	53,9%
EBITDA	**7,9**	**9,1**	**14,5%**	**41,7**	**43,5**	**4,3%**
prod tv i filmowa	1,5	1,2	-21,9%	12,7	12,6	-0,8%
nadawanie	1,6	1,6	3,0%	5,5	4,8	-12,8%
zarządzanie aktywami trwałymi	5,0	5,1	2,9%	22,4	20,9	-6,5%
pozostałe	-0,2	1,3	---	1,0	5,4	414,2%
EBIT	**3,1**	**4,7**	**51,9%**	**22,4**	**25,1**	**12,1%**
prod tv i filmowa	0,4	0,5	27,4%	9,3	9,9	6,3%
nadawanie	1,0	1,1	10,2%	2,4	2,5	5,6%
zarządzanie aktywami trwałymi	1,8	1,9	5,5%	9,7	7,6	-21,2%
pozostałe	-0,2	1,3	---	1,0	5,3	430,7%
Saldo finansowe	-0,1	-0,4	---	-1,7	-0,8	---
Udział w wyniku jedn. met praw wł	**1,1**	**0,1**	**-95,3%**	**4,8**	**1,9**	**-59,2%**
Wynik brutto	4,0	4,4	9,2%	25,5	26,2	2,9%
Podatek	0,0	0,9	---	3,6	4,8	34,7%
Wynik netto	4,0	3,5	-12,4%	21,9	21,4	-2,3%
dla akcjonariuszy	**4,0**	**3,5**	**-13,0%**	**21,6**	**21,3**	**-1,1%**
Koszty zarządu	3,4	3,7	8,1%	13,4	14,7	9,4%
marża EBITDA	21,6%	20,2%		23,6%	23,3%	
marża EBIT	8,4%	10,4%		12,7%	13,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oceniamy, że wielkość portfela realizowanych krajowych produkcji telewizyjnych w 1H'17 była już na poziomie trudnym do dalszej odczuwalnej poprawy. Zauważamy, że kontraktacja dla Telewizji Polsat i TV4 była optymalna. Spółka realizowała m.in. prace na rzecz Canal+Discovery, utrzymywany był także jeden serial dla TVN. Jednocześnie niskie (na tle odczytów historycznych) budżetowanie dostrzegamy dla TVP.

Główne realizowane przez grupę programy telewizyjne w 1H'17:

Telewizja Polsat i TV4
„Pierwsza Miłość"
„Świat według Kiepskich"
„Policjantki i Policjanci"
„Sprawiedliwi – Wydział Kryminalny"
„Mecenas Lena Barska"

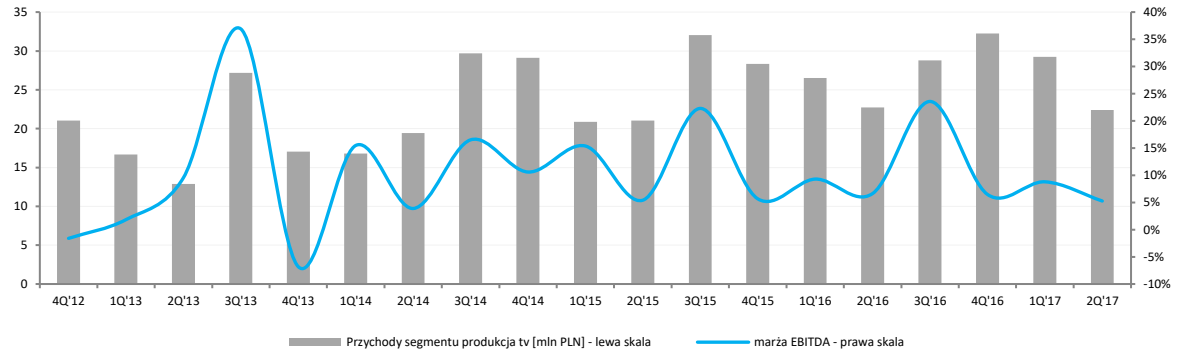
Telewizja Polska
„Ojciec Mateusz"
„Dziewczyny ze Lwowa"

Canal+ Discovery
„Polacy z wyboru"
„Wynalazcy przyszłości"
„Herosi"
„Dla siebie, dla świata"
„Superbohaterowie PRL"

TVN
„Druga szansa"

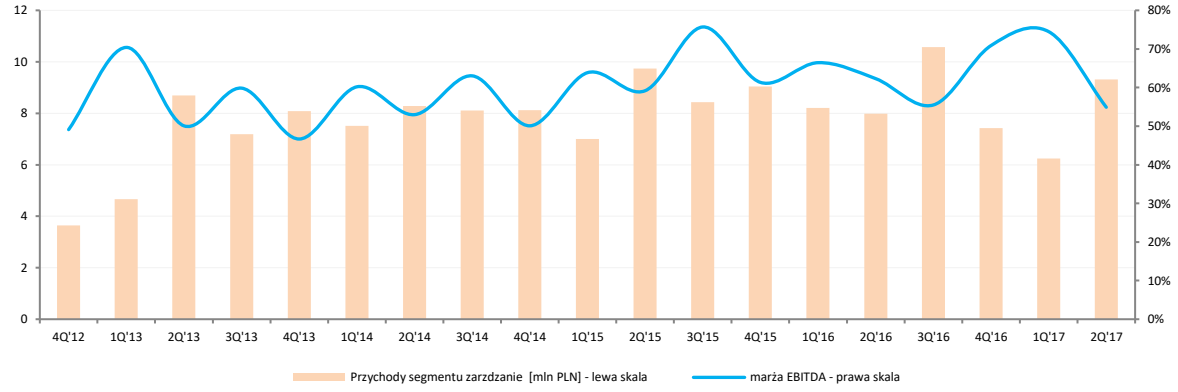
HBO
„Watacha" – finalizacja drugiego sezonu

Wyniki segmentu produkcja w ujęciu kwartalnym



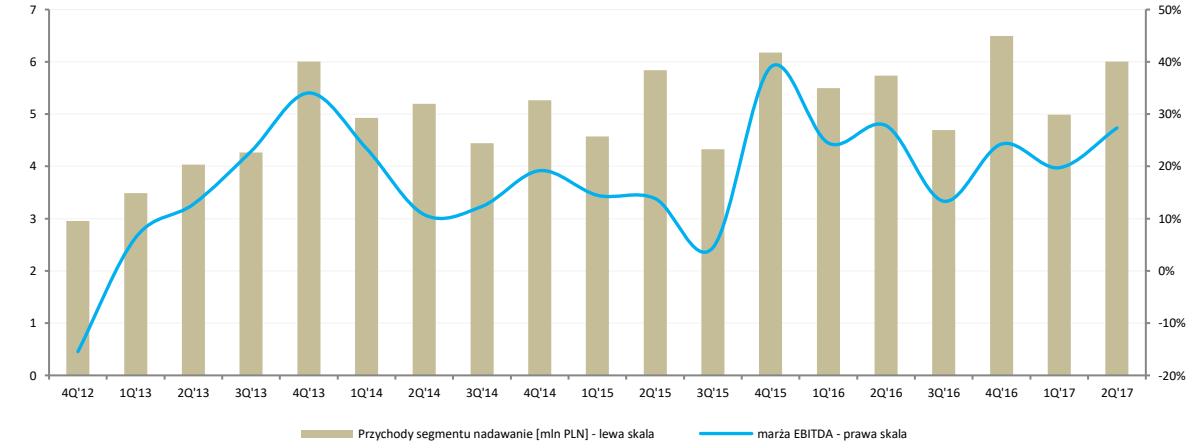
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu zarządzanie



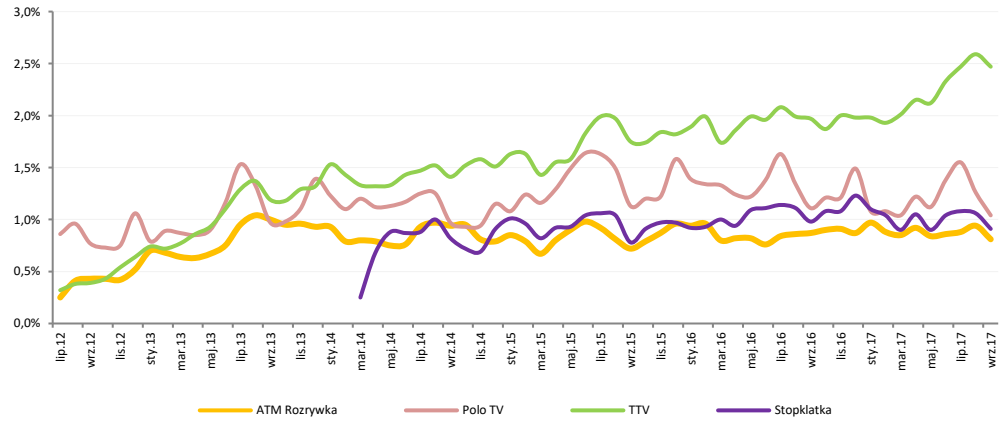
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu nadawanie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

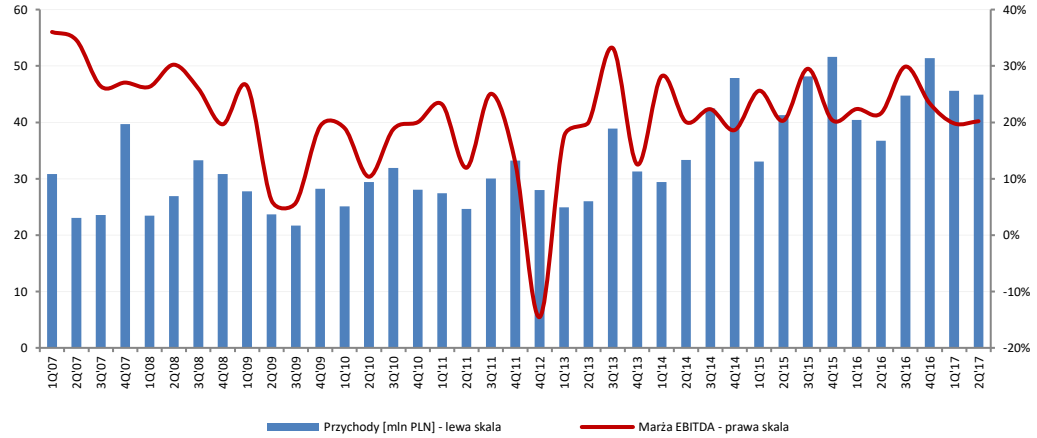
Porównanie oglądalności 4 wybranych anten



Stacja ATM Rozrywka utrzymuje względnie stabilne odczyty oglądalności. Jak podała spółka średni wynik oglądalności w 1H'17 w grupie komercyjnej (16-49 lat) wyniósł 0,88% SHR.

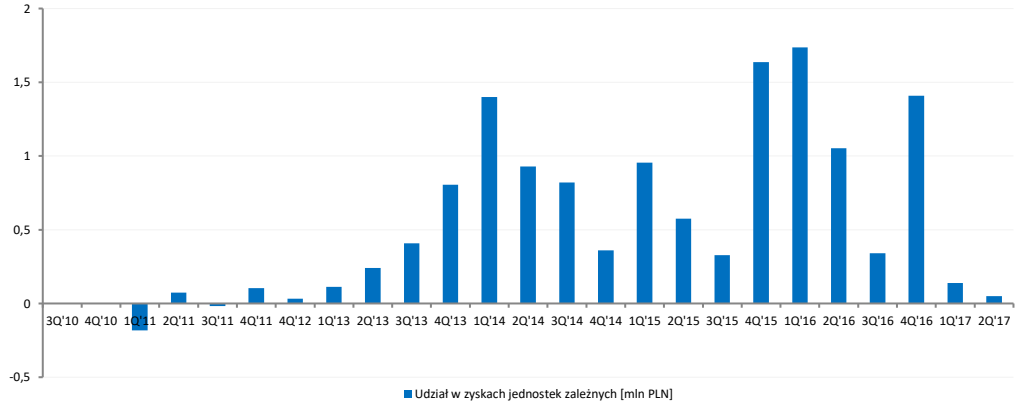
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

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 2Q'17 wskazała na stratę jaką wygenerował podmiot FM Pro.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

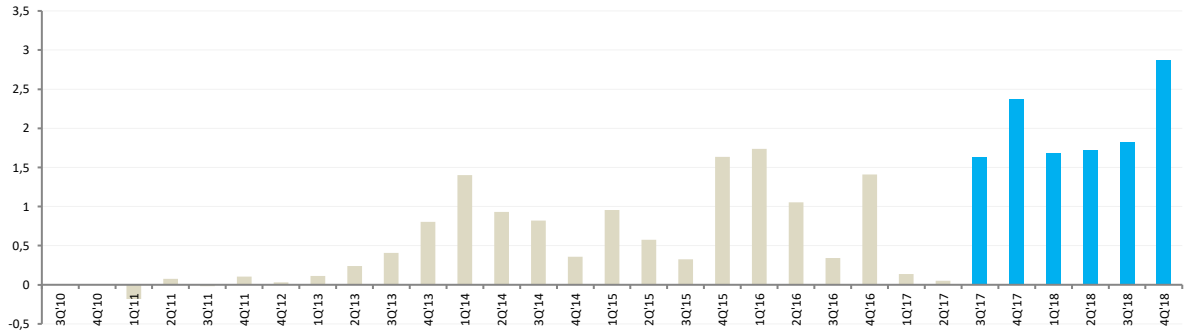
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Narastająco za cztery ostatnie kwartały EBITDA spółki wyniosła ok 43,5 mln PLN. Spodziewamy się, że po odczycie za 3Q'17 EBITDA w ujęciu zanualizowanym wzrośnie do ponad 46 mln PLN. Liczymy bowiem na mocne odczyty z obszaru zarządzania. Przypominamy, że spółka była host bradcasterem Światowych Igrzysk Sportowych World Games 2017. Zakładamy, że wszystkie działania przy tej produkcji przebiegły zgodnie z planem/umowami i spółka wykaże w 3Q'17 efekty tej pracy w wynikach. Dodatkowo uwzględniamy większy wpływ z działalności deweloperskiej w Ślęzie (kolejne etapy Osiedla przy zamku). W zakresie działalności produkcyjnej okres 3Q'17 wg nas mógł być najwyżej stabilny. Z uwagi na jednorazowy charakter impulsów wzrostowych w 3Q'17 od kolejnego kwartału spodziewamy się już jednak erozji zanualizowanego odczytu EBITDA. W skali całego 2017 roku przyjmujemy EBITDA będzie w okolicy 44,7 mln PLN.

Nasze założenia na 2018 rok przewidują stabilizację kontraktacji dla największych anten (w porównaniu z bieżącymi zamówieniami). Czekamy na wyniki oglądalności drugiego sezonu Watachy (premiera odbyła się równocześnie w 19 krajach). Wyniki oglądalności Watachy mogą być docelowo podpowiedzią, czy spółka będzie realizowała kolejne międzynarodowe produkcje dla HBO (jest to inna skala budżetów w porównaniu z serialami dedykowanymi jedynie na krajowy rynek). Sądzimy też, że ATM Grupa będzie chciała dodatkowo uczestniczyć także w planach produkcyjnych Netflix (czego na tym etapie nie uwzględniamy w modelu). W obszarze wynajmu/zarządzania staramy się uwzględnić jednorazowy efekt wynikowy z 2017 roku. W segmencie nadawanie przyjęliśmy w 2018 roku EBITDA na poziomie 5,4 mln PLN (w porównaniu z ok 5 mln PLN w 2017 roku). W okresie 2019-2020 liczymy na jego dalszą stopniową poprawę. Oceniamy, że ATM Rozrywka prezentuje specyficzny i dobrze poukładany model biznesowy generując zadowalające rezultaty. Działalność deweloperska, naszym zdaniem, w 2018 roku z uwagi na harmonogram prac będzie miała raczej nikłą kontrybucję do rezultatów grupy. Tym samym z bieżącej perspektywy prognozujemy erozję EBITDA grupy do 36,3 mln PLN.

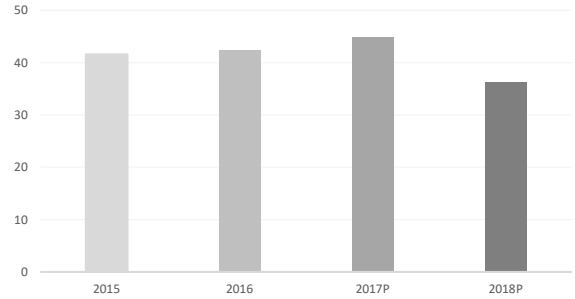
Zauważamy, że spółka kontynuuje prace nad upublicznieniem Aidem Media. Odczyty łącznego salda wyniku jednostek współzależnych w 1H'17 były zaburzone przez stratę FM Pro. Niemniej i tak nasze wcześniejsze cele dla Aidem Media były bardziej ambitne. Mamy nadzieję, że 2018 rok przyniesie nowe impulsy wynikowe dla tego podmiotu. Wcześniej w wywiadach prasowych przedstawiciele ATM Grupa zaznaczali, że Aidem Media jako producent aplikacji na urządzenia mobilne, który sprzedaje swoje tytuły na całym świecie, może/powinien być docelowo atrakcyjnym tematem inwestycyjnym.

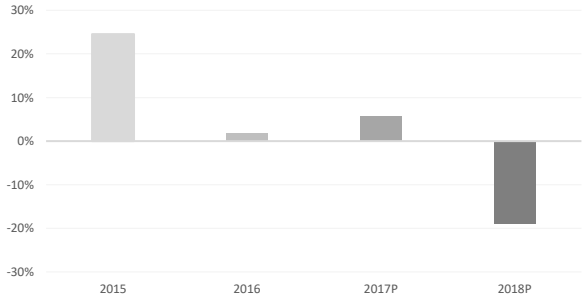
Historyczne rezultaty oraz prognoza wyników na poziomie udziału w jednostkach stowarzyszonych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2015-2018P





Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

Razem ATM Grupa	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	51,4	45,6	44,9	65,9	44,4	38,4	39,6	40,0	46,6	153,1	174,1	173,3	200,8	164,6	179,9
EBITDA	**12,0**	**9,0**	**9,1**	**16,3**	**10,3**	**7,2**	**7,7**	**11,4**	**10,0**	**33,4**	**41,6**	**42,3**	**44,7**	**36,3**	**36,7**
EBIT	7,5	4,4	4,7	11,9	6,0	2,8	3,3	7,1	5,5	13,4	22,3	23,6	27,1	18,8	18,1
Saldo finansowe	-0,2	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,2	-0,7
Wynik w jedn. stow.*	**1,4**	**0,1**	**0,1**	**1,6**	**2,4**	**1,7**	**1,7**	**1,8**	**2,9**	**3,5**	**3,5**	**4,5**	**4,2**	**8,1**	**8,9**
Wynik netto	**7,5**	**3,7**	**3,5**	**10,9**	**6,7**	**3,6**	**4,1**	**7,2**	**6,7**	**18,0**	**20,1**	**23,4**	**24,8**	**21,6**	**21,3**
marża EBITDA	23,3%	19,8%	20,2%	24,7%	23,3%	18,8%	19,5%	28,5%	21,4%	21,8%	23,9%	24,4%	22,3%	22,1%	20,4%
marża EBIT	14,6%	9,7%	10,4%	18,1%	13,6%	7,4%	8,4%	17,7%	11,9%	8,7%	12,8%	13,6%	13,5%	11,4%	10,0%
Segment produkcji i zarządzania	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**1Q'18**	**2Q'18**	**3Q'18**	**4Q'18**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Przychody	39,7	35,5	31,7	47,0	34,7	31,8	31,9	34,5	39,2	127,1	136,5	144,5	148,9	137,3	143,4
EBITDA	7,4	7,1	6,2	12,6	7,9	5,9	5,7	10,5	8,0	29,2	35,2	34,4	33,8	30,2	28,6
EBIT	3,4	3,1	2,3	8,8	4,1	2,0	1,9	6,7	4,1	11,4	19,0	18,1	18,3	14,8	12,1
marża EBITDA	18,6%	20,0%	19,4%	26,8%	22,8%	18,5%	17,9%	30,6%	20,5%	23,0%	25,8%	23,8%	22,7%	22,0%	20,0%
marża EBIT	8,6%	8,8%	7,3%	18,7%	11,8%	6,4%	5,9%	19,6%	10,6%	9,0%	13,9%	12,5%	12,3%	10,8%	8,5%
Segment nadawania	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**1Q'18**	**2Q'18**	**3Q'18**	**4Q'18**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Przychody	6,5	5,0	6,0	4,9	6,7	5,1	6,2	5,1	6,9	19,8	20,9	22,4	22,6	23,3	24,0
EBITDA	1,6	1,0	1,6	0,7	1,7	1,1	1,7	0,8	1,8	3,3	4,1	5,1	5,0	5,4	5,7
EBIT	1,0	0,4	1,1	0,1	1,2	0,5	1,2	0,3	1,3	1,1	1,0	2,8	2,8	3,3	3,5
marża EBITDA	24,3%	19,7%	27,3%	13,7%	25,4%	20,6%	28,1%	15,7%	26,8%	16,5%	19,5%	22,9%	22,1%	23,4%	23,6%
marża EBIT	15,5%	7,9%	18,4%	2,8%	17,3%	10,1%	19,4%	5,0%	19,0%	5,5%	5,0%	12,4%	12,3%	14,1%	14,6%
Segment inne (deweloperka)	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**1Q'18**	**2Q'18**	**3Q'18**	**4Q'18**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Przychody	5,3	5,1	7,2	14,0	3,0	1,5	1,5	0,5	0,5	6,2	16,7	6,4	29,3	4,0	12,5
EBITDA	3,1	0,9	1,3	3,0	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,9	2,3	2,8	6,0	0,7	2,4
EBIT	3,1	0,9	1,3	3,0	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,9	2,3	2,7	6,0	0,7	2,4
marża EBITDA	58,4%	18,4%	17,8%	21,5%	25,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	15,2%	13,9%	43,4%	20,4%	17,5%	19,5%
marża EBIT	58,2%	18,1%	17,6%	21,5%	25,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	14,5%	13,7%	42,7%	20,3%	17,5%	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 grudnia 2016 roku podwyższyliśmy oczekiwania dla EBITDA na 2017 rok. Wpływ na to miał projekt World Games 2017 oraz duża aktywność związana z deweloperką. Jednocześnie obniżyliśmy oczekiwania wynikowe dla Aidem Media oraz FM Pro. Tym samym nasza zaktualizowana prognoza dla zysku netto została podniesiona o 1%. Na 2018 rok nasze obecne prognozy obniżyliśmy na wszystkich poziomach i zwracamy uwagę na ambitną bazę EBITDA z 2017 roku (w części jest to efekt zdarzeń niepowtarzalnych takich jak World Games 2017).

Zmiana założeń w porównaniu z raportem z 16.02.2016 r.

	2017 stara prognoza	2017 nowa prognoza	zmiana	2018 stara prognoza	2018 nowa prognoza	zmiana	2019 stara prognoza	2019 nowa prognoza	zmiana
EBITDA	180,9	200,8	11%	187,6	164,6	-12%	193,5	179,9	-7%
segment produkcji tv	43,0	44,7	4%	43,7	36,3	-17%	44,3	36,7	-17%
segment nadawania tv	23,7	27,1	14%	24,5	18,8	-23%	25,1	18,1	-28%
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	7,4	4,2	-43%	10,0	8,1	-19%	11,0	8,9	-19%
Wynik netto	24,6	24,8	1%	27,3	21,6	-21%	28,6	21,3	-26%

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**	**173,3**	**200,8**	**164,6**	**179,9**	**184,3**	**186,3**	**188,3**	**194,8**	**198,5**	**200,6**
segment produkcji tv	102,5	102,4	127,1	136,5	144,5	148,9	137,3	143,4	149,7	156,3	160,2	166,3	169,6	173,8
segment nadawania tv	6,1	17,8	19,8	20,9	22,4	22,6	23,3	24,0	24,6	25,1	25,5	26,0	26,4	26,8
segment inne (deweloperka)	1,2	0,9	6,2	16,7	6,4	29,3	4,0	12,5	10,0	5,0	2,5	2,5	2,5	0,0
EBITDA	**9,4**	**26,4**	**33,4**	**41,6**	**42,3**	**44,7**	**36,3**	**36,7**	**36,9**	**35,7**	**33,8**	**33,9**	**34,1**	**34,3**
segment produkcji tv	9,3	22,6	29,2	35,2	34,4	33,8	30,2	28,6	29,0	28,8	27,2	27,2	27,3	27,8
segment nadawania tv	-0,8	3,9	3,3	4,1	5,1	5,0	5,4	5,7	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5
segment inne (deweloperka)	0,9	-0,2	0,9	2,3	2,8	6,0	0,7	2,4	2,0	0,7	0,4	0,4	0,4	0,0
EBIT	**-9,9**	**6,8**	**13,4**	**22,3**	**23,6**	**27,1**	**18,8**	**18,1**	**18,6**	**18,2**	**16,4**	**16,5**	**16,6**	**16,6**
segment produkcji tv	-8,5	4,8	11,4	19,0	18,1	18,3	14,8	12,1	12,9	13,6	12,0	11,9	12,0	12,2
segment nadawania tv	-1,4	2,0	1,1	1,0	2,8	2,8	3,3	3,5	3,8	3,9	4,1	4,2	4,3	4,3
segment inne (deweloperka)	0,0	0,0	0,9	2,3	2,7	6,0	0,7	2,4	2,0	0,8	0,4	0,4	0,4	0,0
Przychody finansowe	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
Koszty finansowe	1,9	1,1	1,4	2,0	1,5	1,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Udział w zyskach jedn. zal.	0,0	1,6	3,5	3,5	4,5	4,2	8,1	8,9	9,6	10,1	10,5	10,9	11,3	11,7
Wynik brutto	-10,8	8,2	16,3	24,3	27,4	30,6	26,6	26,3	27,5	27,7	26,4	26,8	27,3	27,5
Wynik netto	**-8,8**	**6,1**	**18,0**	**20,1**	**23,4**	**24,8**	**21,6**	**21,3**	**22,3**	**22,4**	**21,3**	**21,7**	**22,1**	**22,3**

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**	**208,0**	**195,7**	**209,6**	**215,2**	**216,0**	**220,2**	**225,8**	**232,2**	**239,3**	**246,9**
Rzeczowe aktywa trwałe	179,1	161,7	151,7	145,9	145,7	139,2	145,0	146,1	142,2	141,3	141,6	142,6	144,1	145,8
WNiP	12,9	11,4	11,9	10,6	6,9	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
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	31,6	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Inwestycje w jedn. stow	2,9	5,2	5,7	6,4	7,9	8,6	16,7	21,2	26,0	31,0	36,3	41,7	47,4	53,3
Pozostałe aktywa trwałe	3,5	2,5	1,9	13,5	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Aktywa obrotowe	**80,4**	**80,9**	**116,8**	**129,9**	**123,1**	**144,1**	**127,1**	**127,1**	**131,3**	**131,4**	**129,8**	**129,4**	**127,7**	**124,9**
Zapasy	9,6	12,1	40,9	36,1	40,9	30,3	27,1	24,6	25,2	23,0	21,7	21,3	21,2	20,9
Należności	38,7	25,6	51,3	41,7	38,5	68,4	60,5	63,8	64,8	65,2	65,7	67,1	67,9	68,4
Pozostałe aktywa finansowe	12,4	6,4	1,9	8,6	13,4	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19,7	36,8	22,8	43,4	28,7	32,2	26,2	25,4	28,0	29,9	29,2	27,7	25,3	22,4
Razem Aktywa	**292,7**	**309,2**	**313,2**	**333,7**	**331,1**	**339,8**	**336,7**	**342,3**	**347,3**	**351,6**	**355,5**	**361,6**	**367,0**	**371,8**
Kapitał własny	**199,3**	**219,8**	**224,4**	**225,8**	**230,6**	**236,8**	**239,9**	**250,7**	**241,6**	**251,9**	**260,2**	**268,0**	**275,4**	**282,2**
Kapitały mniejszości	0,7	0,5	0,6	0,6	0,4	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**	**231,0**	**237,1**	**240,1**	**250,9**	**241,9**	**252,1**	**260,5**	**268,3**	**275,7**	**282,5**
Zobowiązania długoterminowe	**63,6**	**61,7**	**54,1**	**57,1**	**50,4**	**43,7**	**39,7**	**33,5**	**47,4**	**41,3**	**36,8**	**34,6**	**32,4**	**30,3**
Zobowiązania dł %	21,6	19,4	17,5	25,1	21,2	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Pozostałe zobowiązania i rozliczenia dł.	42,0	42,3	36,6	32,1	29,2	23,8	19,8	13,7	27,5	21,4	16,9	14,7	12,6	10,4
Zobowiązania krótkoterminowe	**29,1**	**27,2**	**34,2**	**50,2**	**49,7**	**59,0**	**56,9**	**57,8**	**58,1**	**58,2**	**58,3**	**58,7**	**58,9**	**59,0**
Zobowiązania kr %	6,0	4,9	4,4	6,8	6,6	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Zobowiązania handlowe	6,2	6,5	8,3	9,3	10,9	12,1	9,9	10,8	11,1	11,2	11,3	11,7	12,0	12,1
Pozostałe zobowiązania kr	17,0	15,8	21,5	34,1	32,2	40,1	40,1	40,1	40,1	40,1	40,1	40,1	40,1	40,1
Razem Pasywa	**292,7**	**309,2**	**313,2**	**333,7**	**331,1**	**339,8**	**336,7**	**342,3**	**347,3**	**351,6**	**355,5**	**361,6**	**367,0**	**371,8**

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	35,0	32,8	36,0	31,5	30,5	32,8	32,1	32,9	33,5	34,1
CF Inwestycyjny	-29,6	-5,0	-3,7	-19,3	-21,3	-9,5	-23,4	-19,8	-14,4	-16,6	-17,7	-18,4	-19,0	-19,4
CF Finansowy	2,8	-7,2	-19,0	-7,9	-28,4	-19,8	-18,5	-12,6	-13,5	-14,3	-15,2	-16,0	-16,9	-17,7
Przepływy netto razem	**-18,1**	**16,6**	**-14,0**	**20,6**	**-14,7**	**3,4**	**-5,9**	**-0,9**	**2,7**	**1,9**	**-0,8**	**-1,5**	**-2,4**	**-2,9**
Środki pieniężne eop	**19,8**	**36,3**	**22,8**	**43,4**	**28,7**	**32,2**	**26,2**	**25,4**	**28,0**	**29,9**	**29,2**	**27,7**	**25,3**	**22,4**

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%	-0,5%	15,9%	-18,0%	9,3%	2,5%	1,1%	1,0%	3,5%	1,9%	1,1%
Marża EBITDA	8,5%	21,8%	21,8%	23,9%	24,4%	22,3%	22,1%	20,4%	20,0%	19,2%	17,9%	17,4%	17,2%	17,1%
Marża EBIT	-9,0%	5,7%	8,7%	12,8%	13,6%	13,5%	11,4%	10,0%	10,1%	9,8%	8,7%	8,5%	8,4%	8,3%
Marża netto	-8,0%	5,0%	11,7%	11,5%	13,5%	12,4%	13,1%	11,8%	12,1%	12,0%	11,3%	11,1%	11,1%	11,1%
Cena [PLN]	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Kapitalizacja [mln PLN]	353	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346	346
EPS [PLN]	-0,10	0,07	0,21	0,24	0,28	0,29	0,26	0,25	0,26	0,27	0,25	0,26	0,26	0,26
BVPS [PLN]	2,32	2,61	2,66	2,68	2,74	2,81	2,85	2,97	2,87	2,99	3,09	3,18	3,27	3,35
CEPS [PLN]	0,12	0,30	0,45	0,47	0,50	0,50	0,46	0,47	0,48	0,47	0,46	0,46	0,47	0,47
P/E (x)	---	56,9	19,2	17,2	14,8	13,9	16,0	16,2	15,5	15,4	16,2	15,9	15,6	15,5
P/BV (x)	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
P/CE (x)	33,4	13,5	9,1	8,8	8,2	8,1	8,8	8,7	8,5	8,7	8,9	8,8	8,7	8,6
EV/EBITDA (x)	37,1	12,4	10,3	7,8	7,8	7,3	9,2	9,1	9,0	9,3	9,8	9,8	9,8	9,9
EV/EBIT (x)	---	47,7	25,7	14,6	14,1	12,1	17,8	18,5	17,9	18,1	20,1	20,2	20,2	20,4
Dług netto [mln PLN]	-4,6	-18,8	-2,8	-20,2	-14,3	-17,7	-11,8	-10,9	-13,6	-15,5	-14,7	-13,2	-10,9	-7,9
Dywidenda [mln PLN]	10,8	1,9	13,6	13,7	18,9	18,5	18,5	12,6	13,5	14,3	15,2	16,0	16,9	17,7
DPS [PLN]	0,13	0,02	0,16	0,16	0,22	0,22	0,22	0,15	0,16	0,17	0,18	0,19	0,20	0,21
DYield	3,1%	0,5%	3,9%	4,0%	5,5%	5,4%	5,4%	3,7%	3,9%	4,1%	4,4%	4,6%	4,9%	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

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

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

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
trzymaj	**4,00**	**kupuj**	**4,75**	**16.10.2017**	**09:25 CEST**	**4,10**	**65 601**
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'17:

Kupuj	1	25%
Akumuluj	2	50%
Trzymaj	1	25%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.10.2017 roku (09:25 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.10.2017 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy 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 niemniejszym 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 16.10.2017 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 subemisje 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.