



Dom Maklerski BDM S.A.

## ATM GRUPA

### RAPORT ANALITYCZNY

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 wyników 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 zarządzanie 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). Sądzymy 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.

|                       | 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  |

## TRZYMAJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,00 PLN

16 PAŹDZIERNIK 2017, 09:25 CEST

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| 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



**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 |

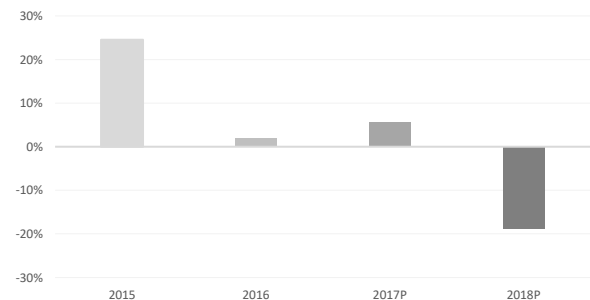
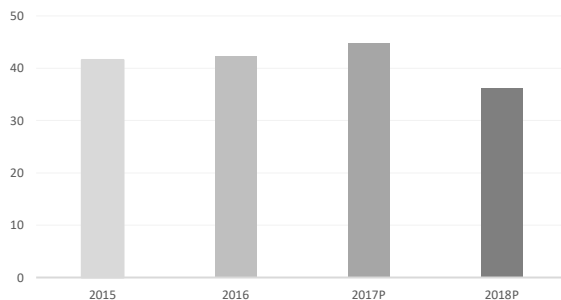
## WYCENA I PODSUMOWANIE

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 wyników 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 zanalizowanym wzrośnie do ponad 46 mln PLN. Liczymy bowiem na mocne odczyty z obszaru zarządzania. Przypominamy, że spółka była host broadcasterem 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 zanalizowanego 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). Sądzymy 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   |
|--------------------------|--|--------------|-------------|
| <b>A</b>                 | <b>Wycena SOTP</b>                                   | <b>359,6</b> | <b>4,27</b> |
| 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>B</b>                 | <b>Wycena porównawcza</b>                            | <b>303,5</b> | <b>3,60</b> |
| <b>C = (A*60%+B*40%)</b> | <b>Wycena końcowa</b>                                | <b>337,2</b> | <b>4,00</b> |

\* - 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 zarządzaniem 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 rezydującym 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        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 93,7         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               | 183,1        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto [mln PLN]                     | -17,7        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        | <b>200,9</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ilość akcji [mln szt.]                   | 84,3         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   | <b>2,38</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

|                      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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 monetizowane 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 zarządzania 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    |
|--|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Przychody</b>                         | <b>36,7</b> | <b>44,9</b> | <b>22,4%</b>  | <b>176,9</b> | <b>186,6</b> | <b>5,5%</b>   |
| 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%         |
| <b>EBITDA</b>                            | <b>7,9</b>  | <b>9,1</b>  | <b>14,5%</b>  | <b>41,7</b>  | <b>43,5</b>  | <b>4,3%</b>   |
| 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%        |
| <b>EBIT</b>                              | <b>3,1</b>  | <b>4,7</b>  | <b>51,9%</b>  | <b>22,4</b>  | <b>25,1</b>  | <b>12,1%</b>  |
| 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         | ---           |
| <b>Udział w wyniku jedn. met praw wł</b> | <b>1,1</b>  | <b>0,1</b>  | <b>-95,3%</b> | <b>4,8</b>   | <b>1,9</b>   | <b>-59,2%</b> |
| 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%         |
| <b>dla akcjonariuszy</b>                 | <b>4,0</b>  | <b>3,5</b>  | <b>-13,0%</b> | <b>21,6</b>  | <b>21,3</b>  | <b>-1,1%</b>  |
| 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”

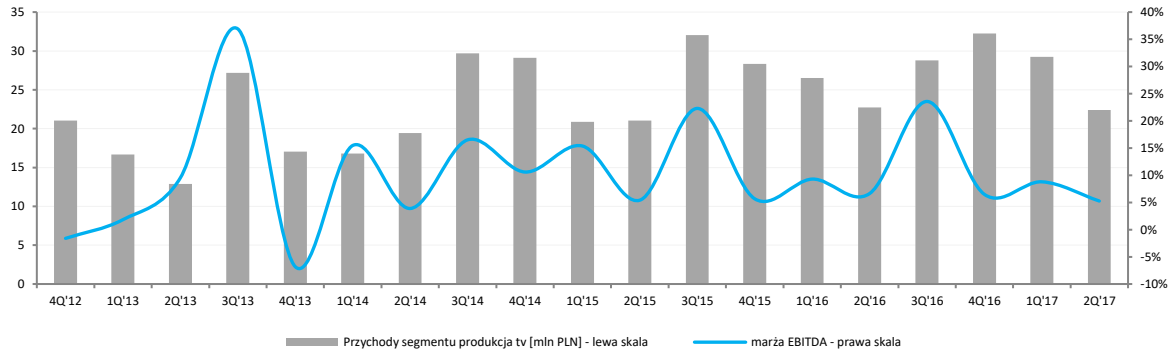
#### TVN

„Druga szansa”

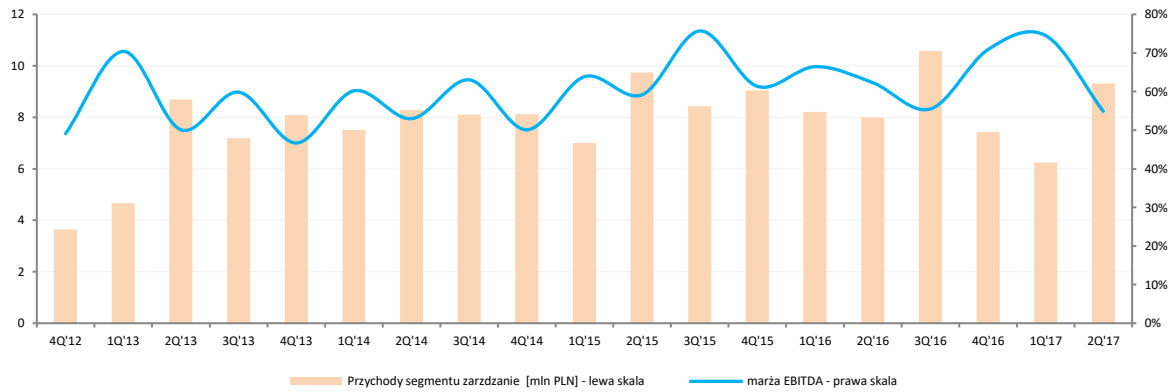
#### HBO

„Watacha” – finalizacja drugiego sezonu

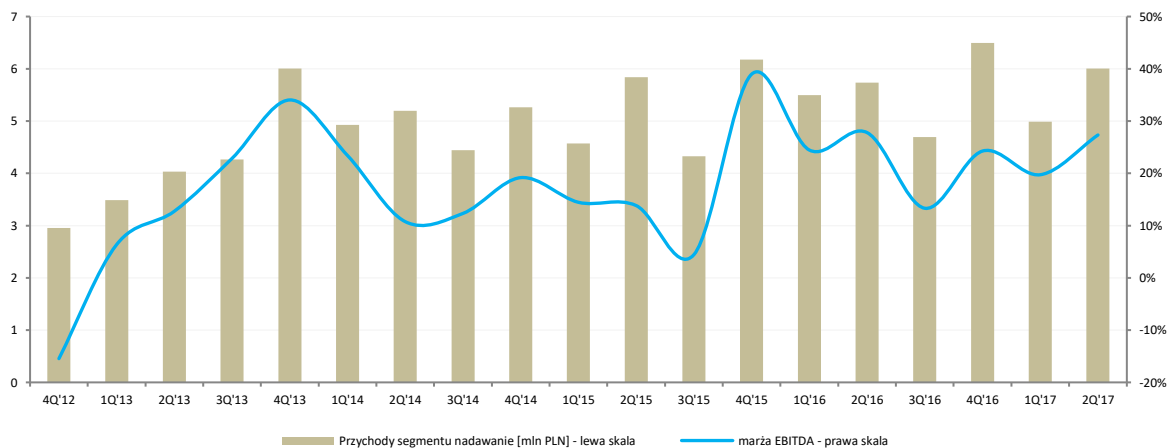


**Wyniki segmentu produkcja w ujęciu kwartalnym**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

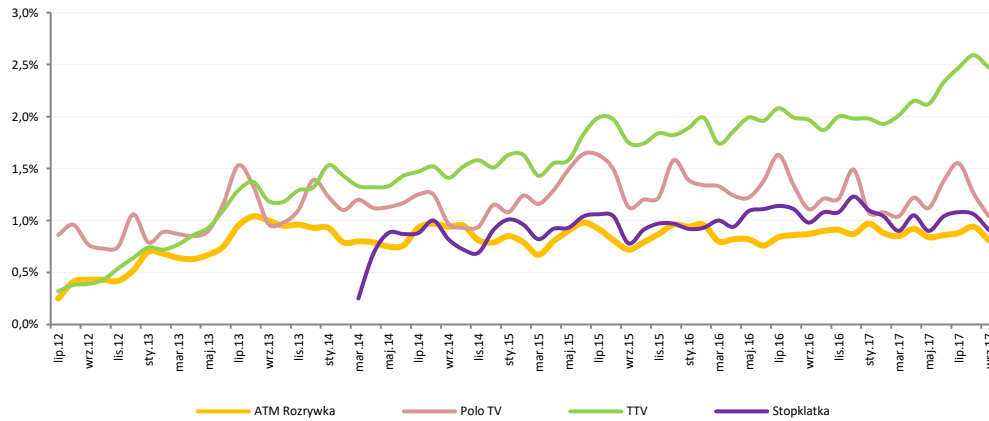
**Wyniki segmentu zarządzanie**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki segmentu nadawanie**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

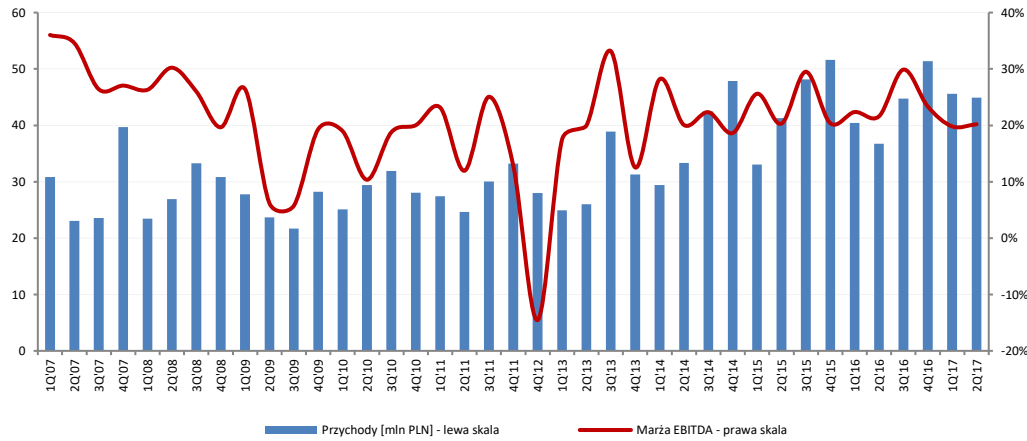
**Porównanie oglądalności 4 wybranych anten**



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.

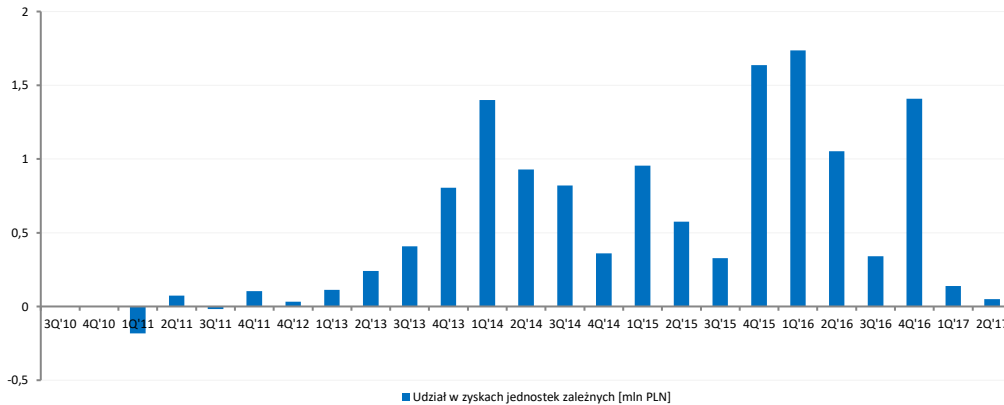
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Nielsen Audience Measurement, spółka

**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

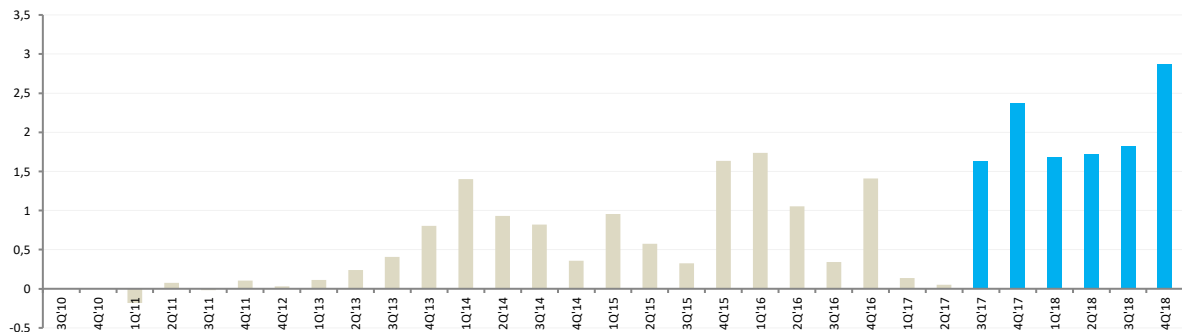
## PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Narastająco za cztery ostatnie kwartały EBITDA spółki wyniosła ok 43,5 mln PLN. Spodziewamy się, że po odczycie za 3Q'17 EBITDA w ujęciu zannualizowanym wzrośnie do ponad 46 mln PLN. Liczymy bowiem na mocne odczyty z obszaru zarządzania. Przypominamy, że spółka była host broadcasterem 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 zannualizowanego 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). Sądzymy 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.

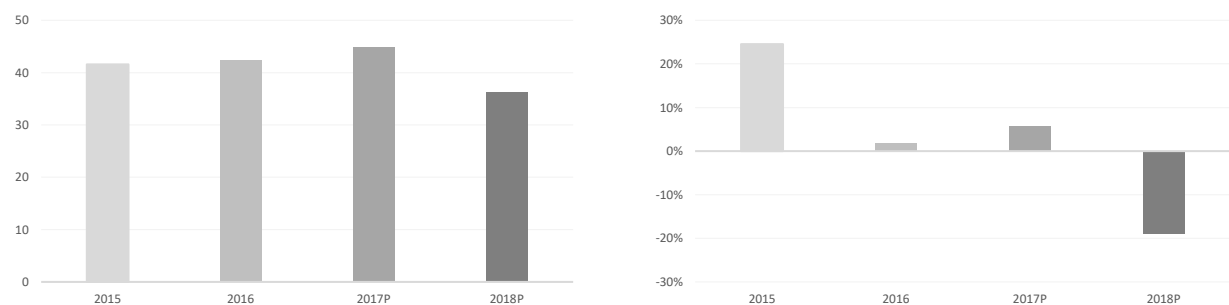
Zauważamy, że spółka kontynuuje prace nad upublicznieniem Aidem Media. Odczyty łącznego salda wyniku jednostek współzależnych w 1H'17 były zaburzone przez stratę FM Pro. Niemniej i tak nasze wcześniejsze cele dla Aidem Media były bardziej ambitne. Mamy nadzieję, że 2018 rok przyniesie nowe impulsy wynikowe 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**

|  | 4Q'16       | 1Q'17      | 2Q'17      | 3Q'17       | 4Q'17       | 1Q'18      | 2Q'18      | 3Q'18       | 4Q'18       | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        |
|--|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Razem ATM Grupa</b>                 |             |            |            |             |             |            |            |             |             |             |             |             |             |             |             |
| 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       |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>12,0</b> | <b>9,0</b> | <b>9,1</b> | <b>16,3</b> | <b>10,3</b> | <b>7,2</b> | <b>7,7</b> | <b>11,4</b> | <b>10,0</b> | <b>33,4</b> | <b>41,6</b> | <b>42,3</b> | <b>44,7</b> | <b>36,3</b> | <b>36,7</b> |
| 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        |
| <b>Wynik w jedn. stow.*</b>            | <b>1,4</b>  | <b>0,1</b> | <b>0,1</b> | <b>1,6</b>  | <b>2,4</b>  | <b>1,7</b> | <b>1,7</b> | <b>1,8</b>  | <b>2,9</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>8,1</b>  | <b>8,9</b>  |
| <b>Wynik netto</b>                     | <b>7,5</b>  | <b>3,7</b> | <b>3,5</b> | <b>10,9</b> | <b>6,7</b>  | <b>3,6</b> | <b>4,1</b> | <b>7,2</b>  | <b>6,7</b>  | <b>18,0</b> | <b>20,1</b> | <b>23,4</b> | <b>24,8</b> | <b>21,6</b> | <b>21,3</b> |
| 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%       |
| <b>Segment produkcji i zarządzania</b> |             |            |            |             |             |            |            |             |             |             |             |             |             |             |             |
| 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%        |
| <b>Segment nadawania</b>               |             |            |            |             |             |            |            |             |             |             |             |             |             |             |             |
| 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%       |
| <b>Segment inne (deweloperka)</b>      |             |            |            |             |             |            |            |             |             |             |             |             |             |             |             |
| 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           |               |        | 2018           |               |        | 2019           |               |        |
|--|----------------|---------------|--------|----------------|---------------|--------|----------------|---------------|--------|
|  | stara prognoza | nowa prognoza | zmiana | stara prognoza | nowa prognoza | zmiana | stara prognoza | 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

|  | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>RZiS</b>                              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Przychody</b>                         | <b>109,9</b> | <b>121,1</b> | <b>153,1</b> | <b>174,1</b> | <b>173,3</b> | <b>200,8</b> | <b>164,6</b> | <b>179,9</b> | <b>184,3</b> | <b>186,3</b> | <b>188,3</b> | <b>194,8</b> | <b>198,5</b> | <b>200,6</b> |
| 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          |
| <b>EBITDA</b>                            | <b>9,4</b>   | <b>26,4</b>  | <b>33,4</b>  | <b>41,6</b>  | <b>42,3</b>  | <b>44,7</b>  | <b>36,3</b>  | <b>36,7</b>  | <b>36,9</b>  | <b>35,7</b>  | <b>33,8</b>  | <b>33,9</b>  | <b>34,1</b>  | <b>34,3</b>  |
| 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          |
| <b>EBIT</b>                              | <b>-9,9</b>  | <b>6,8</b>   | <b>13,4</b>  | <b>22,3</b>  | <b>23,6</b>  | <b>27,1</b>  | <b>18,8</b>  | <b>18,1</b>  | <b>18,6</b>  | <b>18,2</b>  | <b>16,4</b>  | <b>16,5</b>  | <b>16,6</b>  | <b>16,6</b>  |
| 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         |
| <b>Wynik netto</b>                       | <b>-8,8</b>  | <b>6,1</b>   | <b>18,0</b>  | <b>20,1</b>  | <b>23,4</b>  | <b>24,8</b>  | <b>21,6</b>  | <b>21,3</b>  | <b>22,3</b>  | <b>22,4</b>  | <b>21,3</b>  | <b>21,7</b>  | <b>22,1</b>  | <b>22,3</b>  |
| <b>Bilans</b>                            | <b>2012</b>  | <b>2013</b>  | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  |
| <b>Aktywa trwałe</b>                     | <b>212,3</b> | <b>228,3</b> | <b>196,4</b> | <b>203,8</b> | <b>208,0</b> | <b>195,7</b> | <b>209,6</b> | <b>215,2</b> | <b>216,0</b> | <b>220,2</b> | <b>225,8</b> | <b>232,2</b> | <b>239,3</b> | <b>246,9</b> |
| 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         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                   | <b>80,4</b>  | <b>80,9</b>  | <b>116,8</b> | <b>129,9</b> | <b>123,1</b> | <b>144,1</b> | <b>127,1</b> | <b>127,1</b> | <b>131,3</b> | <b>131,4</b> | <b>129,8</b> | <b>129,4</b> | <b>127,7</b> | <b>124,9</b> |
| 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         |
| <b>Razem Aktywa</b>                      | <b>292,7</b> | <b>309,2</b> | <b>313,2</b> | <b>333,7</b> | <b>331,1</b> | <b>339,8</b> | <b>336,7</b> | <b>342,3</b> | <b>347,3</b> | <b>351,6</b> | <b>355,5</b> | <b>361,6</b> | <b>367,0</b> | <b>371,8</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                    | <b>199,3</b> | <b>219,8</b> | <b>224,4</b> | <b>225,8</b> | <b>230,6</b> | <b>236,8</b> | <b>239,9</b> | <b>250,7</b> | <b>241,6</b> | <b>251,9</b> | <b>260,2</b> | <b>268,0</b> | <b>275,4</b> | <b>282,2</b> |
| 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          |
| <b>Kapitał własny razem</b>              | <b>200,0</b> | <b>220,3</b> | <b>225,0</b> | <b>226,4</b> | <b>231,0</b> | <b>237,1</b> | <b>240,1</b> | <b>250,9</b> | <b>241,9</b> | <b>252,1</b> | <b>260,5</b> | <b>268,3</b> | <b>275,7</b> | <b>282,5</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>       | <b>63,6</b>  | <b>61,7</b>  | <b>54,1</b>  | <b>57,1</b>  | <b>50,4</b>  | <b>43,7</b>  | <b>39,7</b>  | <b>33,5</b>  | <b>47,4</b>  | <b>41,3</b>  | <b>36,8</b>  | <b>34,6</b>  | <b>32,4</b>  | <b>30,3</b>  |
| 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         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>      | <b>29,1</b>  | <b>27,2</b>  | <b>34,2</b>  | <b>50,2</b>  | <b>49,7</b>  | <b>59,0</b>  | <b>56,9</b>  | <b>57,8</b>  | <b>58,1</b>  | <b>58,2</b>  | <b>58,3</b>  | <b>58,7</b>  | <b>58,9</b>  | <b>59,0</b>  |
| 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         |
| <b>Razem Pasywa</b>                      | <b>292,7</b> | <b>309,2</b> | <b>313,2</b> | <b>333,7</b> | <b>331,1</b> | <b>339,8</b> | <b>336,7</b> | <b>342,3</b> | <b>347,3</b> | <b>351,6</b> | <b>355,5</b> | <b>361,6</b> | <b>367,0</b> | <b>371,8</b> |
| <b>CF</b>                                | <b>2012</b>  | <b>2013</b>  | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018</b>  | <b>2019</b>  | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  |
| 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        |
| <b>Przepływy netto razem</b>             | <b>-18,1</b> | <b>16,6</b>  | <b>-14,0</b> | <b>20,6</b>  | <b>-14,7</b> | <b>3,4</b>   | <b>-5,9</b>  | <b>-0,9</b>  | <b>2,7</b>   | <b>1,9</b>   | <b>-0,8</b>  | <b>-1,5</b>  | <b>-2,4</b>  | <b>-2,9</b>  |
| <b>Środki pieniężne eop</b>              | <b>19,8</b>  | <b>36,3</b>  | <b>22,8</b>  | <b>43,4</b>  | <b>28,7</b>  | <b>32,2</b>  | <b>26,2</b>  | <b>25,4</b>  | <b>28,0</b>  | <b>29,9</b>  | <b>29,2</b>  | <b>27,7</b>  | <b>25,3</b>  | <b>22,4</b>  |

**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

**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, 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 opiewające pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka  
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.



**Nota prawna:**

Niniejszy raport został opracowany 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 uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura 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 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 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 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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.