



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Zdecydowaliśmy się na podnieść wycenę ATM Grupa do 6,55 PLN/akcję. Jest to niemal 30% powyżej bieżącej ceny rynkowej, dlatego wydajemy zalecenie Kupuj. Spółka korzysta na dobrym otoczeniu w reklamie i wzrostowi popytu na dobry jakościowo kontent telewizyjny. W średnim i dłuższym terminie istotnym impulsem wzrostowym dla obszaru związanego z produkcją filmową i telewizyjną oraz zarządzaniem może być zapowiadana ustawa przewidująca zachęty dla przemysłu filmowego (efektem ma być przyciągnięcie produkcji zagranicznych do Polski). Istotne znaczenie dla dalszej budowy wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych będzie miał rozwój Aidem Media (spodziewamy się upublicznienia na przełomie 2018/2019; podmiot ten wg nas zaofiaruje przygotowaną organizację zarówno na płaszczyźnie dewelopera gier jak i wydawcy gier). Wreszcie dobrze oceniamy kwestie corporate governance w ATM Grupa oraz podejście do akcjonariuszy mniejszościowych, co w obecnej trudnej sytuacji na szerokim rynku akcji w Warszawie ma także szczególne znaczenie. Nasze prognozy na 2018-2019 wskazują, że ATM Grupa jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie ok 7,9x-8,0x (wskaźniki nie są wygórowane nawet w zaawansowanym okresie koniunktury i dodatkowo obliczenia nie ujmują wartości aktywa w postaci udziałów w Aidem Media).

Rezultaty za 1Q'18 okazały się mocniejsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Spółka pokazała znaczącą poprawę m.in. w segmencie produkcja oraz zarządzanie. Tym samym EBITDA grupy wzrosła o 25% r/r do poziomu 11,2 mln PLN. Na poziomie wyniku jednostek stowarzyszonych spółka rozpoznała zysk w kwocie ok 13,5 mln PLN i wpływ na to miała wycena wartości godziwej posiadanych udziałów po podwyższeniu kapitału w Aidem Media (wzrost wartości inwestycji o 12,32 mln PLN). Jak podaje spółka w raporcie okresowym, w samym 1Q'18 Aidem Media sp. z o.o. miała wynik netto równy 6,89 mln PLN. Tym samym skonsolidowany zysk netto ATM Grupa wzrósł do 18,1 mln PLN (w 1Q'17 było to 3,6 mln PLN).

Zwracamy uwagę, że spółka wykazuje już osobny segment związany z działalnością deweloperską. W modelu ujmujemy dotychczasowe projekty realizowane w okolicy Wrocławia. Dodatkowo w styczniu'18 grupa zawiązała nowy podmiot ATM Living AB z siedzibą w Oxie w Szwecji. Spodziewamy się zatem, że spółka będzie chciała wykorzystać posiadane kompetencje w realizacji projektów mieszkaniowych na rynku szwedzkim (na chwilę obecną podchodzimy neutralnie do tego obszaru).

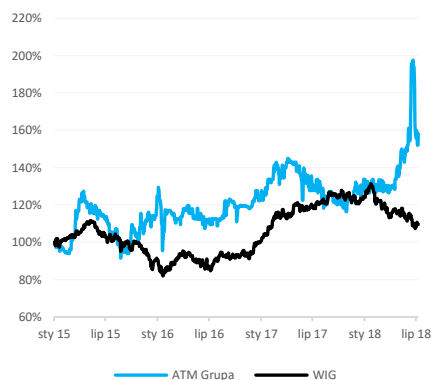
W porównaniu z ostatnim raportem analitycznym z października 2017 roku znacząco podwyższyliśmy oczekiwania dla EBITDA na 2018 i 2019 rok. Nasze poprzednie podejście okazało się zbyt zachowawcze i obecnie widzimy, że grupa bardzo umiejętnie wykorzystuje sprzyjającą sytuację na rynku produkcji telewizyjnych. Jednocześnie zrewidowaliśmy in plus oczekiwania wynikowe dla Aidem Media oraz FM Pro. Tym samym zaktualizowana prognoza dla zysku netto została podniesiona do 46 mln PLN w 2018 roku oraz do 37,5 mln PLN na 2019 rok.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	173,3	224,4	232,9	244,2	265,8	284,9
EBITDA [mln PLN]	42,0	50,1	53,4	55,7	58,7	61,1
EBIT [mln PLN]	23,2	32,1	34,3	35,4	37,9	39,5
Wynik netto [mln PLN]	22,9	28,3	46,0	37,5	41,8	46,4
P/BV	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,3
P/E	18,8	15,2	9,3	11,5	10,3	9,3
EV/EBITDA	9,6	8,0	7,9	8,0	7,8	7,3
EV/EBIT	17,5	12,5	12,3	12,6	12,1	11,3
DPS	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22

KUPUJ
(POPZEDNIO: TRZYMAJ)
WYCENA 6,55 PLN
10 LIPIEC 2018, 09:44 CEST

Wycena końcowa [PLN]	6,55
Potencjał do wzrostu / spadku	+29%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	5,10
Kapitalizacja [mln PLN]	430
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,80
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,16
Zmiana kursu za 3 mc	+21%
Zmiana kursu za 6 mc	+19%
Zmiana kursu za 9 mc	+20%
Zmiana kursu YTD	+18%
Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,83%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,42%
Altus TFI	12,88%
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



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	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	2
WYCENA DCF (SEGMENT PRODUKCJI TV I ZARZĄDZANIA ORAZ NADAWANIA)	3
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 1Q'18	7
PROGNOZA NA 2018 ORAZ KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	11

WYCENA I PODSUMOWANIE

Zdecydowaliśmy się na podniesienie wyceny spółki do 6,55 PLN/akcję. Jest to niemal 30% powyżej bieżącej wyceny rynkowej, dlatego wydajemy zalecenie Kupuj. Spółka korzysta na dobrym otoczeniu w reklamie i wzroście popytu na dobry jakościowo контент telewizyjny (widać to po wzroście budżetów produkcyjnych głównych anten w Polsce). W średnim i dłuższym terminie istotnym impulsem wzrostowym dla obszaru związanego z produkcją filmową i telewizyjną oraz zarządzaniem może być zapowiadana ustawa przewidująca zachęty dla przemysłu filmowego (efektem ma być przyciągnięcie produkcji zagranicznych do Polski). Istotne znaczenie dla dalszej budowy wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych będzie miał rozwój Aidem Media (spodziewamy się upublicznienia na przełomie 2018/2019; podmiot ten wg nas zaofiaruje przygotowaną organizację zarówno na płaszczyźnie dewelopera gier jak i wydawcy gier). Wreszcie dobrze oceniamy kwestie corporate governance w ATM Grupa oraz podejście do akcjonariuszy mniejszościowych, co w obecnej trudnej sytuacji na szerokim rynku akcji w Warszawie ma także szczególne znaczenie. Nasze prognozy na 2018-2019 wskazują, że ATM Grupa jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na poziomie ok 7,9x-8,0x (wskaźniki nie są wygórowane nawet w zaawansowanym okresie koniunktury i dodatkowo obliczenia nie ujmują wartości aktywa w postaci udziałów w Aidem Media).

Podsumowanie wyceny ATM Grupa

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	551,9	6,55
A1	Udziały w Aidem Media (33,33%)*	164,8	1,95
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	50,7	0,60
A3	Wycena DCF	336,5	3,99

* - w modelu wyceniamy Aidem Media wg mnożnika P/E'18P i P/E'19P = 15,0x. Wartość przypadająca na ATM Grupa wynosi zatem ok. 164,8 mln PLN (na koniec 1Q'18 łączna wartość bilansowa inwestycji w jednostkach zależnych to 22,6 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.

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 :

- W porównaniu z ostatnim raportem analitycznym z października 2017 roku znacząco podwyższyliśmy oczekiwania dla EBITDA na 2018 i 2019 rok. Nasze poprzednie podejście okazało się zbyt zachowawcze i obecnie widzimy, że grupa bardzo umiejętnie wykorzystuje sprzyjającą sytuację na rynku produkcji telewizyjnych.
- Zwracamy uwagę, że spółka chce rozbudować zaplecze produkcyjne w Warszawie. Przyjęte wartości inwestycji w latach 2018-2020 uważamy za konserwatywne.
- 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 1Q'18).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.09.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 336,5 mln PLN, czyli 3,99 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]	207,8	216,7	235,8	254,2	268,9	279,5	287,4	293,6	299,9	306,3
EBIT [mln PLN]	31,4	31,3	33,4	34,9	36,1	37,0	37,6	38,4	39,3	40,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	6,0	5,9	6,3	6,6	6,9	7,0	7,1	7,3	7,5	7,6
NOPLAT [mln PLN]	25,5	25,3	27,0	28,3	29,2	30,0	30,4	31,1	31,8	32,5
Amortyzacja [mln PLN]	19,1	20,4	20,9	21,6	21,4	21,3	21,1	21,0	20,9	20,7
CAPEX [mln PLN]	-34,4	-53,6	-36,6	-23,9	-27,1	-29,3	-30,4	-31,3	-31,9	-32,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11,4	2,9	-6,7	-2,0	-2,1	-1,6	-1,6	-1,1	-1,1	-1,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	-1,3	-5,0	4,6	23,9	21,4	20,4	19,6	19,8	19,7	19,5
DFCF [mln PLN]	-1,2	-4,5	3,8	18,4	15,2	13,3	11,8	11,0	10,0	9,2
Suma DFCF [mln PLN]	87,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	508,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	238,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	325,6									
Dług netto [mln PLN]	-10,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	336,5									
Ilość akcji [mln szt.]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	3,99									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	-7,2%	4,3%	8,8%	7,8%	5,8%	3,9%	2,8%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża EBITDA	24,3%	23,8%	23,0%	22,2%	21,4%	20,9%	20,4%	20,2%	20,1%	19,9%
Marża EBIT	15,1%	14,4%	14,2%	13,7%	13,4%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Marża NOPLAT	12,3%	11,7%	11,5%	11,1%	10,9%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
CAPEX / Przychody	16,5%	24,7%	15,5%	9,4%	10,1%	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,7%
CAPEX / Amortyzacja	180%	263%	175%	111%	126%	138%	144%	149%	153%	157%

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	92,7%	87,1%	83,7%	85,5%	87,3%	89,0%	90,5%	91,9%	93,2%	94,3%
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	7,3%	12,9%	16,3%	14,5%	12,7%	11,0%	9,5%	8,1%	6,8%	5,7%
WACC	8,7%	8,4%	8,3%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
beta	0.7	3,44	3,73	4,10	4,59	5,26	5,70	6,23	6,91	7,80
	0.8	3,23	3,48	3,80	4,21	4,76	5,12	5,55	6,07	6,74
	0.9	3,04	3,26	3,54	3,89	4,35	4,64	4,98	5,40	5,92
	1.0	2,87	3,06	3,30	3,60	3,99	4,23	4,52	4,85	5,26
	1.1	2,71	2,88	3,09	3,35	3,68	3,89	4,12	4,40	4,73
	1.2	2,57	2,72	2,90	3,13	3,41	3,59	3,78	4,01	4,29
	1.3	2,44	2,57	2,73	2,93	3,18	3,33	3,49	3,69	3,91
	1.4	2,32	2,44	2,58	2,75	2,97	3,10	3,24	3,40	3,59
	1.5	2,20	2,31	2,44	2,60	2,78	2,89	3,02	3,16	3,32

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	6,65	6,12	5,66	5,45	5,26	5,07	4,90	4,59	4,31
	0.8	6,12	5,60	5,15	4,95	4,76	4,59	4,43	4,13	3,86
	0.9	5,66	5,15	4,72	4,53	4,35	4,18	4,02	3,74	3,49
	1.0	5,26	4,76	4,35	4,16	3,99	3,83	3,68	3,41	3,18
	1.1	4,90	4,43	4,02	3,85	3,68	3,53	3,39	3,13	2,91
	1.2	4,59	4,13	3,74	3,57	3,41	3,27	3,13	2,89	2,68
	1.3	4,31	3,86	3,49	3,33	3,18	3,04	2,91	2,68	2,48
	1.4	4,06	3,63	3,27	3,11	2,97	2,84	2,71	2,49	2,30
	1.5	3,83	3,41	3,07	2,92	2,78	2,66	2,54	2,33	2,15

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%	3,68	4,02	4,45	5,03	5,85	6,40	7,09	7,99	9,21
	3.5%	3,44	3,73	4,10	4,59	5,26	5,70	6,23	6,91	7,80
	4.0%	3,23	3,48	3,80	4,21	4,76	5,12	5,55	6,07	6,74
	4.5%	3,04	3,26	3,54	3,89	4,35	4,64	4,98	5,40	5,92
	5.0%	2,87	3,06	3,30	3,60	3,99	4,23	4,52	4,85	5,26
	5.5%	2,71	2,88	3,09	3,35	3,68	3,89	4,12	4,40	4,73
	6.0%	2,57	2,72	2,90	3,13	3,41	3,59	3,78	4,01	4,29
	6.5%	2,44	2,57	2,73	2,93	3,18	3,33	3,49	3,69	3,91
	7.0%	2,32	2,44	2,58	2,75	2,97	3,10	3,24	3,40	3,59

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 (taki sam mnożnik używaliśmy w poprzednim raporcie analitycznym). Zaproponowane podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 435,8 mln PLN, czyli 5,17 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że podany mnożnik nie uwzględnia wartości Aidem Media i przyszłe ewentualne upublicznienie tego podmiotu może mieć istotny pozytywny wpływ na strukturę bilansu spółki.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2018-2020						
	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	4,2	4,5	4,8	5,17	5,5	5,8	6,2

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			
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	
LIONS GATE	16,0	18,0	12,5	11,9	12,1	10,5	} ekspozycja na tv, film oraz internet
ENTERTAINMENT ONE	15,9	13,5	12,6	10,6	9,4	8,9	
TIME WARNER	12,2	11,9	11,2	10,0	8,4	7,1	
WALT DISNEY	14,0	14,0	13,0	9,7	9,7	9,1	
NEWS CORP	35,9	30,5	27,8	8,1	7,2	6,4	
VIVENDI	23,7	20,3	18,4	15,7	13,5	12,6	
SKY	22,5	21,6	18,4	13,6	12,5	10,7	
LIBERTY GLOBAL	---	60,6	38,2	8,5	7,9	7,7	
ITV	11,6	11,3	10,2	9,3	9,0	8,3	
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	9,3	8,8	8,4	6,3	5,9	5,6	
RTL GROUP	13,4	12,8	12,2	7,3	7,0	6,6	
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	11,6	11,0	10,7	8,2	7,7	7,4	
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	15,1	10,9	9,8	4,9	3,9	3,6	
MODERN TIMES GROUP	23,4	21,3	18,9	12,8	11,7	10,5	
ACTIVISION BLIZZARD	29,2	25,0	22,9	20,3	17,0	14,6	} producenci gier
ELECTRONIC ARTS	28,5	25,3	23,4	18,7	16,3	15,3	
ZYNGA	31,8	22,2	18,5	17,2	12,6	10,1	
NINTENDO	23,2	18,0	16,5	12,7	9,4	9,1	
GUNGHO ONLINE	15,2	15,8	17,9	7,3	6,9	7,0	
NEXON	16,4	14,8	14,3	9,4	7,7	6,8	
CD PROJEKT	104,6	30,6	23,7	57,5	21,4	20,1	
G5	24,5	17,1	13,2	13,3	9,9	5,4	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 1Q'18

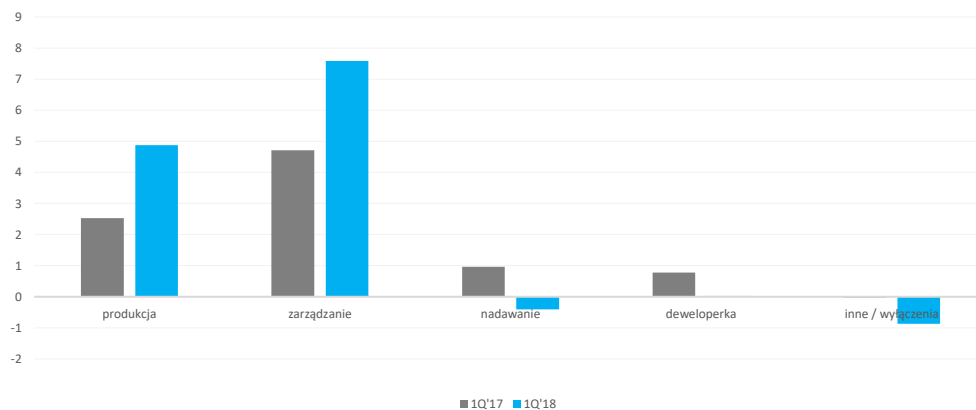
Rezultaty za 1Q'18 okazały się mocniejsze niż nasze wcześniejsze oczekiwania. Spółka pokazała znaczącą poprawę m.in. w segmencie produkcja oraz zarządzanie. Tym samym EBITDA grupy wzrosła o 25% r/r do poziomu 11,2 mln PLN. Na poziomie wyniku jednostek stowarzyszonych spółka rozpoznała zysk w kwocie ok 13,5 mln PLN i wpływ na to miała wycena wartości godziwej posiadanych udziałów po podwyższeniu kapitału w Aidem Media (wzrost wartości inwestycji o 12,32 mln PLN). Jak podaje spółka w raporcie okresowym, w samym 1Q'18 Aidem Media sp. z o.o. miała wynik netto równy 6,89 mln PLN. Tym samym skonsolidowany zysk netto ATM Grupa wzrósł do 18,1 mln PLN (w 1Q'17 było to 3,6 mln PLN).

Wyniki skonsolidowane za 1Q'18 [mln PLN]

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2016	2017	zmiana r/r
Przychody	45,5	58,3	28%	173,3	224,4	29%
EBITDA	9,0	11,2	25%	42,0	50,1	19%
<i>produkcja</i>	2,5	4,9	93%	11,8	15,1	27%
<i>zarządzanie</i>	4,7	7,6	61%	22,2	27,8	25%
EBIT	4,4	6,5	50%	23,2	32,1	38%
Saldo finansowe	-0,1	0,0	---	-1,0	-0,6	---
Udział jednostek stow.	0,1	13,5	9587%	4,5	2,7	-40%
Wynik brutto	4,4	20,0	354%	26,8	34,2	28%
Wynik netto	3,6	18,1	399%	22,8	27,9	23%
marża EBITDA	19,7%	19,2%		24,2%	22,3%	
marża EBIT	9,6%	11,2%		13,4%	14,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura EBITDA wg segmentów za 1Q'17 i 1Q'18 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oceniamy, że wielkość portfela realizowanych krajowych produkcji telewizyjnych w 1Q'18 była wysoka. Spółka w 1Q'18 świadczyła swoje usługi m.in. przy takich produkcji jak: „Drogi Wolności” (dla TVP) czy „Znaki” (dla AXN). Dodatkowo do głównych prowadzonych projektów zaliczamy:

Telewizja Polsat i TV4

„Pierwsza Miłość”
„Policjantki i Policjanci”
„Sprawiedliwi – Wydział Kryminalny”
„Mecenas Lena Barska”

TVN

„Druga szansa”
„Hipnoza”

Telewizja Polska

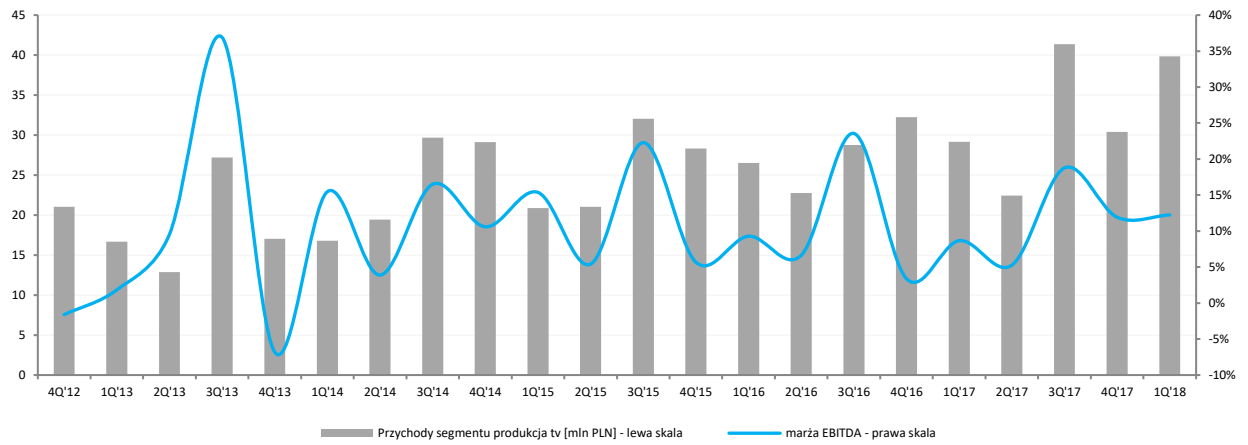
„Ojciec Mateusz”
„Dziewczyny ze Lwowa”

TV Puls

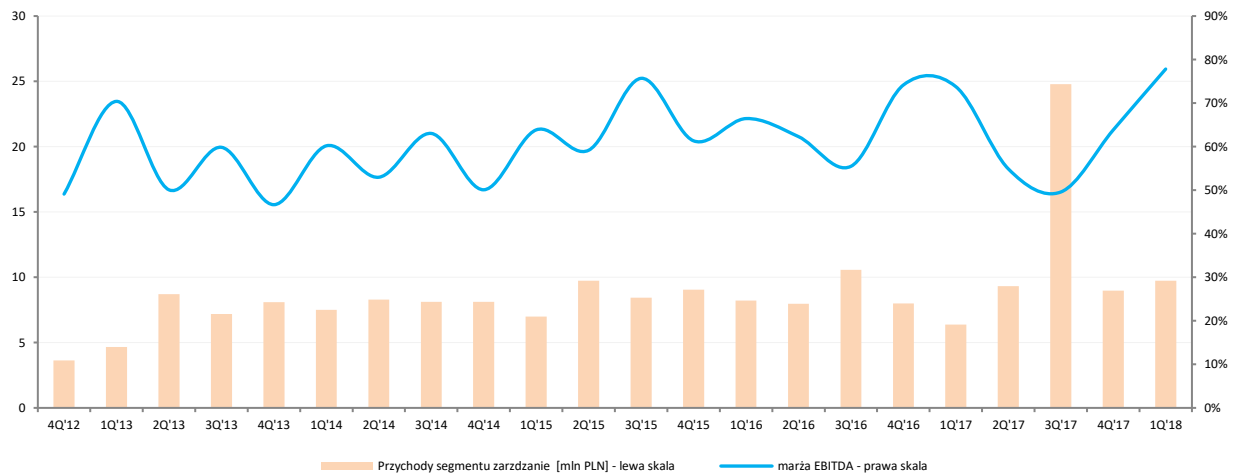
„Lombard. Życie pod zastaw”

Canal+ Discovery

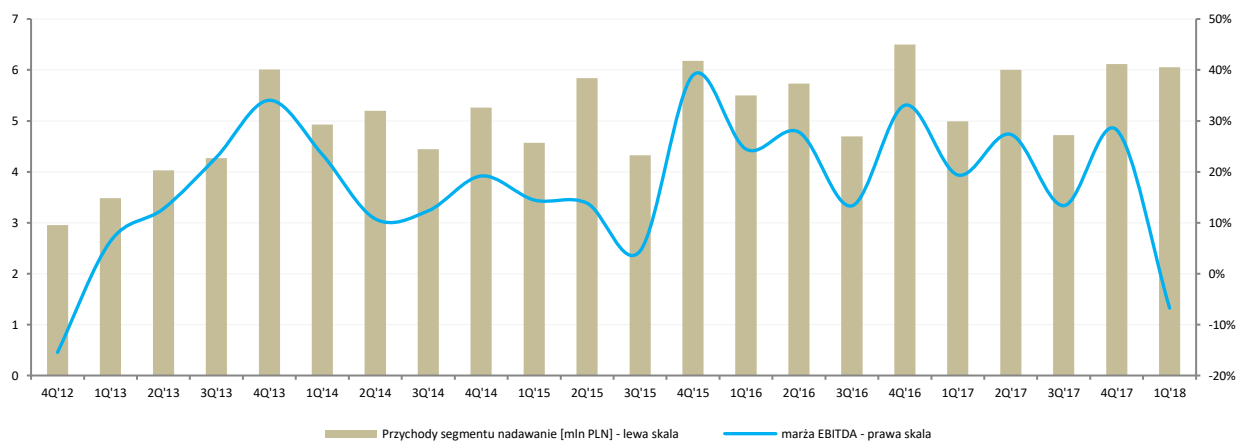
„Apetyt na sławę”
„Małe kraje, wielki sport”
„Polacy z wyboru”

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

PROGNOZA NA 2018 ORAZ KOLEJNE OKRESY

Zauważamy, że w raporcie okresowym za 1Q'18 ATM Grupa wprowadziła zmianę w raportowaniu segmentów. Obecnie spółka dzieli wyniki na 6 głównych obszarów:

- produkcja telewizyjna i filmowa,
- zarządzanie aktywami trwałymi,
- nadawanie,
- działalność deweloperska,
- produkcja gier komputerowych,
- działalność pozostała.

Jesteśmy zbudowani raportem okresowym za 1Q'18. Mocne odczyty w obszarze produkcji oraz zarządzania wskazują, że grupa korzysta z wysokich budżetów produkcyjnych głównych anten telewizyjnych w Polsce. Spodziewamy się, że także kolejne kwartały br. będą sprzyjające dla ATM Grupa. Przypominamy, że w samym 3Q'18 w segmencie zarządzanie przy porównywaniu wyników r/r będziemy mieli efekt wysokiej bazy związany ze Światowymi Igrzyskami Sportowymi (spółka była w minionym roku host broadcasterem).

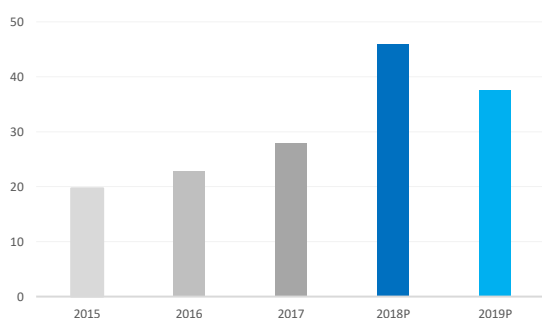
Obecnie spodziewamy się, że w skali całego 2018 roku EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa wyniesie ok 19,25 mln PLN (bez uwzględnienia wpływu produkcji zagranicznych), natomiast w segmencie zarządzanie EBITDA powinna być w okolicy 27,25 mln PLN. Akcentujemy, że spółka korzysta na dobrej koniunkturze na rynku reklamy tv. W średnim i dłuższym terminie istotnym impulsem wzrostowym dla tej dywizji biznesowej mogłaby być zapowiadana ustawa przewidująca zachęty dla przemysłu filmowego (efektem ma być pojawienie się produkcji zagranicznych w Polsce).

W segmencie nadawanie kolejne kwartały wg nas powinny być płaskie (przypominamy, że w samym 1Q'18 było widać jednorazowe straty związane z Echo24). Na 2019 rok założyliśmy konserwatywnie odczyt EBITDA rzędu 4,03 mln PLN.

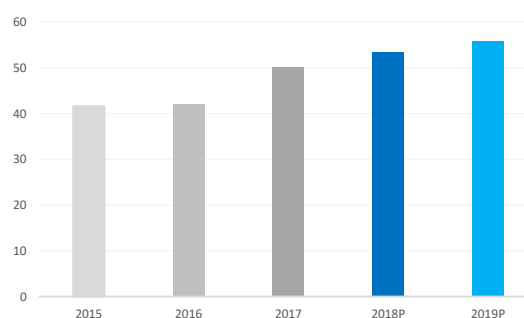
Zwracamy uwagę, że spółka wykazuje już osobny segment związany z działalnością deweloperską. W modelu ujmujemy dotychczasowe projekty realizowane w okolicy Wrocławia. Dodatkowo w styczniu'18 grupa zawiązała nowy podmiot ATM Living AB z siedzibą w Oxie w Szwecji. Spodziewamy się zatem, że spółka będzie chciała wykorzystać posiadane kompetencje w realizacji projektów mieszkaniowych na rynku szwedzkim (na chwilę obecną podchodzimy neutralnie do tego obszaru działania).

Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz wyniku netto w ujęciu r/r w latach 2015-2019P

Wynik netto [mln PLN]



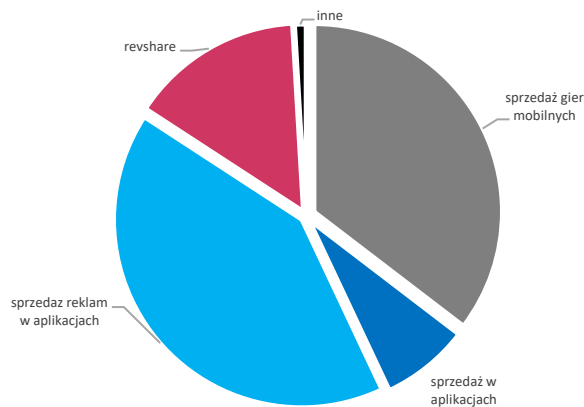
EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kluczowe znaczenie dla dalszej budowy wartości z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych będzie miał rozwój Aidem Media (obecnie trwają prace nad upublicznieniem). W br. podwyższono kapitał Aidem Media i udział ATM Grupa w tym podmiocie spadł z 50% do 33,33%. Należy mieć na uwadze, że zawarta została umowa aportowa do Aidem Media 100% udziałów w BoomBit Games Limited (o wartości wycenionej w momencie aportu na 44,89 mln PLN). Szacujemy, że w 2017 roku sam podmiot Aidem Media Sp. z o.o. mógł mieć przychody na poziomie przekraczającym 20 mln PLN i wynik netto rzędu 8,4 mln PLN. W naszej analizie spodziewamy się, że wraz z konsolidacją BoomBit Games wynik netto Aidem Media za 2018 rok przekroczy 25 mln PLN, a w 2019 roku będzie to przynajmniej 38 mln PLN.

Struktura przychodów Aidem Media sp. z o.o. za 2017 rok



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Aidem Media

Prognozy wyników ATM Grupa w podziale na segmenty

RAZEM KONSOLIDACJA	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	58,27	49,54	63,25	61,81	232,85	244,21	265,78	284,93	300,45	311,84	320,55	327,52
EBITDA	11,21	10,30	18,92	12,98	53,41	55,74	58,74	61,09	62,22	63,15	63,68	64,50
produkcja	4,88	3,33	7,03	4,01	19,25	18,57	19,65	20,56	21,18	21,75	22,01	22,56
zarządzanie	7,58	5,66	8,02	5,98	27,25	29,87	31,86	34,15	34,53	34,74	34,86	34,99
nadawanie	-0,41	1,59	0,52	1,63	3,32	4,03	4,09	4,12	4,14	4,16	4,18	4,21
deweloperka	0,03	0,38	1,00	1,50	2,90	4,13	4,50	4,61	4,73	4,85	4,97	5,09
EBIT	6,55	5,75	14,07	7,98	34,34	35,39	37,87	39,53	40,81	41,87	42,54	43,50
Saldo finansowe	-0,04	-0,08	-0,14	-0,20	-0,45	-1,71	-2,68	-2,89	-2,53	-2,16	-1,78	-1,42
Udział jednostek stowarzyszonych*	13,47	1,67	2,00	3,33	20,47	12,67	16,47	20,58	23,67	26,04	27,34	28,57
Wynik brutto	19,98	7,33	15,94	11,11	54,36	46,35	51,65	57,23	61,95	65,75	68,09	70,65
Wynik netto	18,14	5,94	12,91	9,00	45,99	37,54	41,84	46,35	50,18	53,26	55,16	57,23
marża EBITDA	19,2%	20,8%	29,9%	21,0%	22,9%	22,8%	22,1%	21,4%	20,7%	20,3%	19,9%	19,7%
marża EBIT	11,2%	11,6%	22,3%	12,9%	14,7%	14,5%	14,2%	13,9%	13,6%	13,4%	13,3%	13,3%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z ostatnim raportem analitycznym z października 2017 roku znacząco podwyższyliśmy oczekiwania dla EBITDA na 2018 i 2019 rok. Nasze poprzednie podejście okazało się zbyt zachowawcze i obecnie widzimy, że grupa bardzo umiejętnie wykorzystuje sprzyjającą sytuację na rynku produkcji telewizyjnych. Jednocześnie zrewidowaliśmy in plus oczekiwania wynikowe dla Aidem Media oraz FM Pro. Tym samym nasza zaktualizowana prognoza dla zysku netto została podniesiona do niemal 46 mln PLN w 2018 roku oraz do 37,54 mln PLN na 2019 rok.

Zmiana założeń dla ATM Grupa w porównaniu z raportem z 16.10.2017 r.

	2018 stara prognoza	2018 nowa prognoza	zmiana	2019 stara prognoza	2019 nowa prognoza	zmiana
EBITDA	36,3	53,41	47%	36,7	55,74	52%
segment produkcji i zarządzania tv	30,2	46,50	54%	28,6	48,44	69%
segment nadawania tv	5,4	3,32	-38%	5,7	4,03	-29%
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	8,1	20,47	153%	8,9	12,67	42%
Wynik netto	21,6	45,99	113%	21,3	37,54	76%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody	173,3	224,4	232,9	244,2	265,8	284,9	300,5	311,8	320,5	327,5	334,7
EBITDA	42,0	50,1	53,4	55,7	58,7	61,1	62,2	63,1	63,7	64,5	65,4
segment produkcja tv	11,8	15,1	19,3	18,6	19,6	20,6	21,2	21,8	22,0	22,6	23,1
segment zarządzanie	22,2	27,8	27,2	29,9	31,9	34,2	34,5	34,7	34,9	35,0	35,1
segment nadawanie	5,7	5,0	3,3	4,0	4,1	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2
segment deweloperka	0,6	3,6	2,9	4,1	4,5	4,6	4,7	4,8	5,0	5,1	5,2
EBIT	23,2	32,1	34,3	35,4	37,9	39,5	40,8	41,9	42,5	43,5	44,5
Przychody finansowe	0,7	0,8	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1
Koszty finansowe	1,7	1,4	1,1	1,9	3,0	3,4	3,2	2,9	2,7	2,4	2,2
Udział w zyskach jedn. zal.	4,5	2,7	20,5	12,7	16,5	20,6	23,7	26,0	27,3	28,6	29,7
Wynik brutto	26,8	34,2	54,4	46,3	51,7	57,2	61,9	65,7	68,1	70,7	73,2
Wynik netto	22,9	28,3	46,0	37,5	41,8	46,4	50,2	53,3	55,2	57,2	59,3
Bilans	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	208,0	191,0	230,1	269,6	293,6	306,2	323,7	344,8	367,7	392,2	418,2
Rzeczowe aktywa trwałe	145,7	139,4	156,3	189,5	205,2	207,6	213,2	221,2	230,5	240,8	251,8
WNiP	6,9	5,1	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Wartość firmy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Nieruchomości inwestycyjne	31,6	24,9	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Inwestycje w jedn. stow	7,9	9,1	29,6	35,9	44,2	54,5	66,3	79,3	93,0	107,3	122,1
Pozostałe aktywa trwałe	11,9	9,6	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Aktywa obrotowe	123,1	133,8	124,3	125,5	142,1	149,4	156,3	164,0	170,7	176,9	182,9
Zapasy	40,9	34,7	38,3	33,5	36,4	35,1	34,6	34,2	34,3	34,1	33,9
Należności	38,5	51,1	60,5	62,9	67,7	71,9	75,3	77,8	79,7	81,2	82,8
Pozostałe aktywa finansowe	13,4	13,2	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	28,7	33,3	6,7	10,2	19,1	23,5	27,6	33,1	37,8	42,7	47,3
Razem Aktywa	331,1	324,8	354,4	395,1	435,7	455,7	480,1	508,8	538,4	569,1	601,0
Kapitał własny	230,6	237,2	264,6	286,6	292,9	323,7	357,5	393,5	430,6	468,9	508,4
Kapitały mniejszości	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kapitał własny razem	231,0	237,8	265,4	287,4	293,7	324,5	358,3	394,3	431,4	469,7	509,2
Zobowiązania długoterminowe	50,4	46,9	44,4	62,4	95,4	83,4	73,1	65,1	57,1	49,1	41,1
Zobowiązania dł %	21,2	20,1	20,4	45,4	65,4	60,4	55,4	50,4	45,4	40,4	35,4
Pozostałe zobowiązania i rozliczenia dł.	29,2	26,7	24,0	17,0	30,0	23,0	17,7	14,7	11,7	8,7	5,7
Zobowiązania krótkoterminowe	49,7	40,2	44,6	45,3	46,6	47,8	48,7	49,4	49,9	50,3	50,8
Zobowiązania kr %	6,6	5,1	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Zobowiązania handlowe	10,9	10,5	14,0	14,7	16,0	17,2	18,1	18,8	19,3	19,7	20,2
Pozostałe zobowiązania kr	32,2	24,6	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Razem Pasywa	100,1	87,1	89,0	107,7	142,0	131,2	121,8	114,5	107,0	99,4	91,8
CF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF Operacyjny	35,0	25,6	33,6	50,6	44,1	51,9	55,5	60,1	61,2	63,0	64,3
CF Inwestycyjny	-21,3	-0,2	-38,6	-53,6	-36,6	-23,9	-27,1	-29,3	-30,4	-31,3	-31,9
CF Finansowy	-28,4	-20,9	-21,6	6,5	1,5	-23,5	-24,4	-25,2	-26,1	-26,9	-27,8
Przepływy netto razem	-14,7	4,5	-26,6	3,5	8,9	4,4	4,1	5,6	4,7	4,8	4,6
Środki pieniężne eoP	28,7	33,3	6,7	10,2	19,1	23,5	27,6	33,1	37,8	42,7	47,3

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody zmiana r/r	-0,5%	29,5%	3,8%	4,9%	8,8%	7,2%	5,4%	3,8%	2,8%	2,2%	2,2%
Marża EBITDA	24,2%	22,3%	22,9%	22,8%	22,1%	21,4%	20,7%	20,3%	19,9%	19,7%	19,5%
Marża EBIT	13,4%	14,3%	14,7%	14,5%	14,2%	13,9%	13,6%	13,4%	13,3%	13,3%	13,3%
Marża netto	13,2%	12,6%	19,8%	15,4%	15,7%	16,3%	16,7%	17,1%	17,2%	17,5%	17,7%
Cena [PLN]	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Kapitalizacja [mln PLN]	430	430	430	430	430	430	430	430	430	430	430
EPS [PLN]	0,27	0,34	0,55	0,45	0,50	0,55	0,60	0,63	0,65	0,68	0,70
BVPS [PLN]	2,74	2,81	3,14	3,40	3,47	3,84	4,24	4,67	5,11	5,56	6,03
CEPS [PLN]	0,49	0,55	0,77	0,69	0,74	0,81	0,85	0,88	0,91	0,93	0,95
P/E (x)	18,8	15,2	9,3	11,5	10,3	9,3	8,6	8,1	7,8	7,5	7,3
P/BV (x)	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
P/CE (x)	10,3	9,3	6,6	7,4	6,9	6,3	6,0	5,8	5,6	5,5	5,4
EV/EBITDA (x)	9,6	8,0	7,9	8,0	7,8	7,3	7,0	6,8	6,6	6,3	6,1
EV/EBIT (x)	17,5	12,5	12,3	12,6	12,1	11,3	10,7	10,2	9,8	9,4	9,0
Dług netto [mln PLN]	-25,0	-29,4	-6,1	15,4	26,4	17,0	8,0	-2,6	-12,3	-22,1	-31,7
Dywidenda [mln PLN]	18,9	18,6	18,5	18,5	18,5	18,5	19,4	20,2	21,1	21,9	22,8
DPS [PLN]	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27
DYield	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	5,1%	5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

Makler Papierów Wartościowych

tel. (032) 20-81-412

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, wegiel/stal](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 20-81-432

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)
Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl

[chemia, przemysł drzewny](#)
Adrian Górniak

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

[deweloperzy, handel](#)
WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-100

e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854

e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	6,55	trzymaj	4,00	10.07.2018	09:44 CEST	5,10	56 638
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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'18*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować 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 jakkolwiek 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 10.07.2018 roku (09:44 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.07.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 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.

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 10.07.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane? Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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.