



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Wznawiamy pokrycie analityczne ATM Grupa i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 4,58 PLN/akcję, czyli 30% powyżej obecnego kursu rynkowego. Spółka jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA za 2022 rok w okolicy 5,0x i 8,9x dla P/E za 2022 rok. W obecnej analizie w szczególności akcentujemy komfortową sytuację płynnościową ATM Grupa, perspektywę wypłaty strumienia dywidend oraz naszym zdaniem dobre przygotowanie na trwający już okres spowolnienia na rynku reklamy.

Po dobrych odczytach za 1H'22 przygotowujemy się, iż w 2H'22 będzie widoczna ujemna dynamika EBITDA dla podstawowej działalności biznesowej ATM Grupa, czyli dla sumy dwóch segmentów związanych z produkcją tv i filmową oraz zarządzaniem aktywami trwałymi. W pierwszym półroczu br. EBITDA z tych obszarów wyniosła 19,9 mln PLN vs 19,6 mln PLN w 1H'21. Na drugie półrocze br. założyliśmy ok. 29,5 mln PLN EBITDA vs 32,9 mln PLN jakie oba segmenty wykazały w 2H'21. Nasza projekcja wskazuje jednocześnie, że pomimo słabych perspektyw makro dla polskiej gospodarki na 2023 rok, spółka jest dobrze przygotowana na przejście tego okresu w dobrej kondycji. Uwzględniając naszą prognozę wskazujemy też, że największa ujemna dynamika EBITDA LTM dla dwóch kluczowych segmentów może mieć miejsce właśnie na przełomie 2022/2023 roku i w kolejnych okresach zakładamy już stopniowo lepsze odczyty. W 2023 roku zakładamy, że EBITDA z tych dwóch obszarów spadnie o 1,6% r/r, a w kolejnych dwóch latach czyli w okresie 2024-2025 EBITDA wejdzie już w pozytywne dynamiki (odpowiednio +6,2% i +19,9% r/r).

Podjęta już wiele lat temu decyzja o zaangażowaniu kapitałowym w AidemMedia (dzisiejszy Boombit) w naszej ocenie okazała się strzałem w dziesiątkę biorąc pod uwagę wartość zainwestowanych środków i sumę dywidend jakie otrzymała już ATM Grupa z tego podmiotu. Dlatego pomimo dotychczasowej nieudanej historii Boombit (pod względem zachowania kursu) na GPW, mocno wierzymy że w średnim / dłuższym terminie posiadane udziały w BBT będą dalej istotną wartością dodaną dla akcjonariuszy ATM Grupa (scenariusz hojnych strumieni dywidend lub potencjalna sprzedaż pakietu). Obecnie ATM Grupa posiada w Boombit 4 mln akcji, a wartość rynkowa tego pakietu to zaledwie ok 46 mln PLN, co daje 0,55 PLN na 1 akcję ATM Grupa.

pozytywnie odbieramy fakt, że zarząd ATM Grupa na początku listopada br. podjął uchwałę o wypłacie zaliczki na poczet dywidendy za 2022 rok w kwocie 6,74 mln PLN (0,08 PLN/akcję). Dniem ustalenia prawa do wspomnianej zaliczkowej dywidendy jest 05 grudnia 2022 roku, a jej wypłata ma nastąpić 12 grudnia 2022 roku. Zwracamy uwagę, że ATM Grupa w swojej historii na GPW regularnie dzieli się z akcjonariuszami dywidendą.

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	193,5	223,9	273,6	209,8	220,4	263,6
EBITDA [mln PLN]	46,6	48,6	56,9	47,6	50,9	61,9
EBIT [mln PLN]	18,1	26,8	38,3	26,9	30,2	41,2
Wynik netto [mln PLN]	18,4	24,6	32,9	25,5	28,9	38,2
EPS [PLN]	0,22	0,30	0,39	0,30	0,34	0,46
P/BV	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x
P/E	15,7x	11,7x	8,9x	11,6x	10,2x	7,7x
EV/EBITDA	5,8x	6,1x	4,9x	5,8x	5,0x	3,9x
EV/EBIT	15,0x	11,0x	7,3x	10,3x	8,5x	5,9x
DPS [PLN]	0,09	0,15	0,28	0,20	0,20	0,22

KUPUJ

(WZNOWIENIE POKRYCIA ANALITYCZNEGO)

WYCENA 4,58 PLN

28 LISTOPAD 2022, 16:35 CEST

Wycena końcowa [PLN]	4,58
Potencjał do wzrostu / spadku	+30%
Cena rynkowa [PLN]	3,51
Kapitalizacja [mln PLN]	296
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,52
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	2,91
Zmiana kursu za 3 mc	16%
Zmiana kursu za 6 mc	-12%
Zmiana kursu za 12 mc	-15%
Zmiana kursu YTD	-22%
Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,0%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%
NN OFE PTE	9,9%
PKO TFI	7,6%

Maciej Bobrowski

maciej.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	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 2Q'22	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wznowiamy pokrycie analityczne ATM Grupa i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 4,58 PLN/akcję, czyli 30% powyżej obecnego kursu rynkowego.

Nasza wycena opiera się na metodzie SOTP. Wycena bazuje na wycenie dochodowej segmentów produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi. Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto posiadanych aktywów związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też wartość rynkową posiadanego pakietu walorów w Boombit.

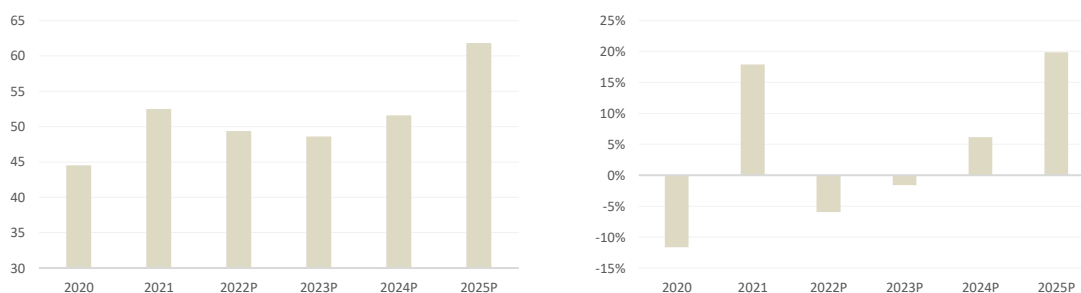
Podsumowanie wyceny ATM Grupa

A = 0,5*A1+0,5*A2	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [mln PLN]	254,8
A1	Wycena DCF [mln PLN]	223,2
A2	Wycena mnożnikowa [mln PLN]	286,4
B	Wycena aktywów deweloperskich [mln PLN]	85,0
C	Pakiet akcji Boombit [mln PLN]	46,0
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [mln PLN]	385,8
	Wycena na 1 akcję [PLN]	4,58
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,51
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	30%

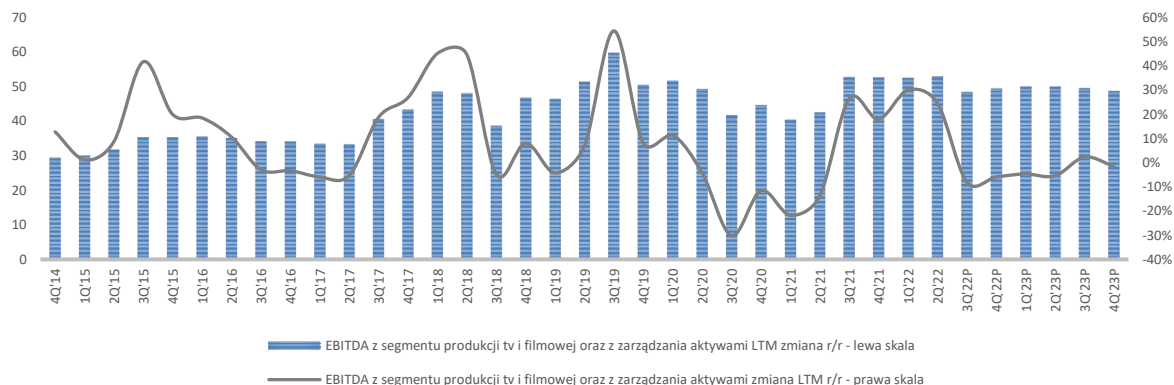
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po dobrych odczytach za 1H'22 przygotowujemy się, iż w 2H'22 będzie widoczna ujemna dynamika EBITDA dla podstawowej działalności biznesowej ATM Grupa, czyli dla sumy dwóch segmentów związanych z produkcją tv i filmową oraz zarządzaniem aktywami trwałymi. W pierwszym półroczu br. EBITDA z tych obszarów wyniosła 19,9 mln PLN vs 19,6 mln PLN w 1H'21. Na drugie półrocze br. założymy ok. 29,5 mln PLN EBITDA vs 32,9 mln PLN jakiego oba segmenty wykazały w 2H'21. Nasza projekcja wskazuje jednocześnie, że pomimo słabych perspektyw makro dla polskiej gospodarki na 2023 rok, spółka jest dobrze przygotowana na przejście tego okresu w dobrej kondycji. Uwzględniając naszą prognozę wskazujemy też, że największa ujemna dynamika EBITDA LTM dla dwóch kluczowych segmentów może mieć miejsce właśnie na przełomie 2022/2023 roku i w kolejnych okresach zakładamy już stopniowo lepsze odczyty. W 2023 roku zakładamy, że EBITDA z tych dwóch obszarów spadnie o 1,6% r/r, a w kolejnych dwóch latach czyli w okresie 2024-2025 EBITDA wejdzie już w pozytywne dynamiki (odpowiednio +6,2% i +19,9% r/r).

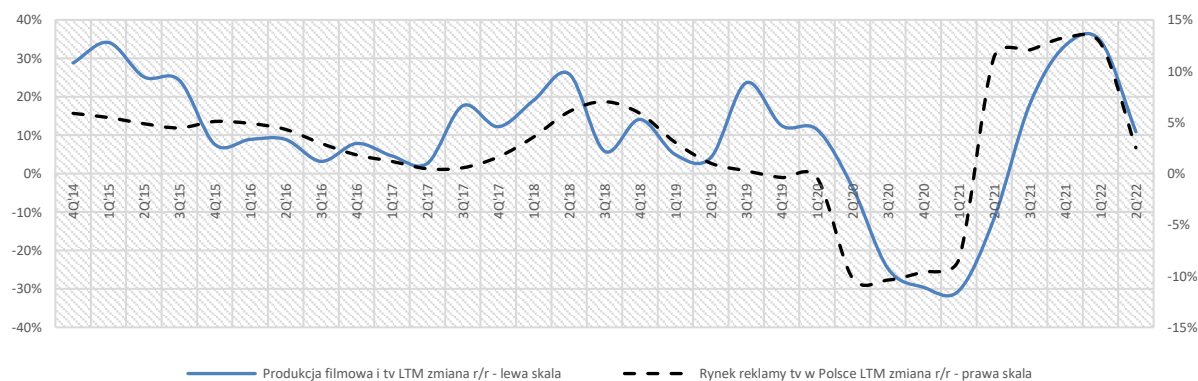
Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2022-2025P (dla segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EBITDA segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi (historia oraz prognoza BDM)


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty przychodów segmentu produkcji tv i filmowej na tle dynamiki rynku reklamy telewizyjnej w Polsce


Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki oraz odczytów rynkowych Nielsen, Publicis Groupe

Segment związany z działalnością deweloperską obejmuje realizację projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków mieszkalnych (głównie domki jednorodzinne). Podmioty, w których ATM Grupa jest zaangażowana z tego segmentu to m.in.: ATM Inwestycje, ATM Golf Estate, ATM Baltic oraz ATM Living. Nasz szacunek wyceny aktywów netto tego segmentu to ok 85 mln PLN, czyli 1,01 PLN/akcję ATM Grupa. Spodziewamy się, że odczyty dla segmentu deweloperskiego w 4Q'22 wskażą na kulminację dotychczasowych projektów (w Polsce oraz pojedyncze jednostki ze Szwecji). Na rok 2023 zakładamy istotne ograniczenie wyników tej części biznesowej i stopniowo od drugiej połowy 2024 roku zakładamy wejście na nową ścieżkę wzrostu wraz ze stopniem zaawansowania kolejnych dużych projektów w Polsce oraz Szwecji.

Podjęta już wiele lat temu decyzja o zaangażowaniu kapitałowym w AidemMedia (dzisiejszy Boombit) w naszej ocenie okazała się strzałem w dziesiątkę biorąc pod uwagę wartość zainwestowanych środków i sumę dywidend jakie otrzymała już ATM Grupa z tego podmiotu. Dlatego pomimo dotychczasowej nieudanej historii Boombit (pod względem zachowania kursu) na GPW, mocno wierzymy że w średnim / dłuższym terminie posiadane udziały w BBT będą dalej istotną wartością dodaną dla akcjonariuszy ATM Grupa (scenariusz hojnych strumieni dywidend lub potencjalna sprzedaż pakietu). Obecnie ATM Grupa posiada w Boombit 4 mln akcji, a wartość rynkowa tego pakietu to zaledwie ok 46 mln PLN, co daje 0,55 PLN na 1 akcję ATM Grupa (taka jest też kontrybucja tego pakietu do naszej wyceny SOTP).

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,55 PLN i 1,01 PLN na akcję). Ryzyko przeszacowania przez nas przyszłego potencjału dla działalności deweloperskiej mogą rzutować negatywnie na docelowej akceptowalnej przez rynek wycenie. Dodatkowo dla wyceny pakietu Boombit przyjęta wycena w oparciu o obecny kurs rynkowy BBT może w przyszłości skutkować istotną zmiennością.

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. Obecnie kontraktacja dla TVP w segmencie produkcji tv i filmowej wg nas jest na wyjątkowo niskim poziomie. Jednocześnie oceniamy, iż segment zarządzania aktywami trwałymi realizuje szereg projektów dla anten TVP.

WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 7,0%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest ATM Grupa.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną i nadawaniem na 230,7 mln PLN, czyli 2,74 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2023-03-31.

Model DCF (nie uwzględnia segmentu deweloperskiego)

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	196,4	204,9	240,4	258,1	274,5	289,4	302,2	314,0	324,8	335,2
EBIT [mln PLN]	25,5	28,7	38,9	42,9	46,6	49,3	51,4	53,7	55,8	57,5
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,85	5,45	7,39	8,16	8,85	9,36	9,76	10,21	10,60	10,93
NOPLAT [mln PLN]	20,67	23,21	31,52	34,78	37,71	39,89	41,60	43,52	45,20	46,60
Amortyzacja [mln PLN]	20,8	20,7	20,7	21,1	21,6	22,1	22,7	23,2	23,8	24,4
NOPAT [mln PLN]	41,4	43,9	52,2	55,9	59,3	62,0	64,3	66,7	69,0	71,0
CAPEX [mln PLN]	21,0	21,4	23,7	25,3	26,4	27,3	28,4	29,4	30,3	31,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	5,9	2,1	2,9	6,1	2,2	2,0	2,3	2,1	1,9	1,9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCFF [mln PLN]	14,5	20,4	25,5	24,5	30,7	32,7	33,6	35,2	36,7	37,9
PV FCFF [mln PLN]	13,0	15,9	17,2	14,2	15,4	14,2	12,6	11,4	10,3	9,2
Suma PV FCFF [mln PLN]	133,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	304,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	74,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	207,6									
Dług netto 2022 eop [mln PLN]	-16,3									
Zaliczkowa dywidenda z grudnia'22	6,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	230,7									
Ilość akcji [mln szt.]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,74									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.9%

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	-1,4%	4,3%	17,3%	7,4%	6,4%	5,4%	4,4%	3,9%	3,4%	3,2%
Marża EBITDA	23,6%	24,1%	24,8%	24,8%	24,8%	24,7%	24,5%	24,5%	24,5%	24,4%
Marża EBIT	13,0%	14,0%	16,2%	16,6%	17,0%	17,0%	17,0%	17,1%	17,2%	17,2%
Marża NOPLAT	10,5%	11,3%	13,1%	13,5%	13,7%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%
CAPEX / Przychody	10,7%	10,4%	9,9%	9,8%	9,6%	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%
CAPEX / Amortyzacja	101%	103%	115%	120%	122%	123%	125%	127%	128%	128%
D / E	11%	11%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	7%
E / (E+D)	90%	90%	91%	91%	92%	92%	92%	93%	93%	93%
D / (E+D)	10%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	7%	7%	7%
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	16,6%	16,6%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%
Kosz długu po opadkowaniu	6,3%	6,4%	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
WACC	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%

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 2022-2024 w wysokości 5,5x. Naszym zdaniem jest to podejście konserwatywne, uwzględniające perspektywę dużej niepewności dotyczącej przyszłego zachowania rynku reklamy tv w Polsce w okresie spadku aktywności gospodarczej. Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 286,4 mln PLN, czyli 3,40 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2022-2024						
	3,0	4,0	5,0	5,5	6,0	7,0	8,0
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,0	2,6	3,1	3,40	3,7	4,2	4,8

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 z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
CYFROWY POLSAT	11,5	13,1	9,6	6,6	6,9	6,6
ORANGE POLSKA	12,9	13,0	11,3	5,2	5,3	4,9
M6-METROPOLE TELEVISION	7,8	7,8	7,6	3,3	3,1	2,8
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	7,8	8,1	6,7	5,7	6,0	5,3
RTL GROUP	9,8	9,5	8,6	5,3	5,2	4,9
VIVENDI	27,2	14,6	12,7	8,6	7,9	7,6
ITV	6,0	8,5	7,5	4,5	5,6	5,0
MEDIASET ESPANA COMUNICACION	5,7	5,9	5,8	2,6	2,2	1,7
MODERN TIMES GROUP	20,9	16,8	14,5	6,4	5,6	4,8
WARNER BROS DISCOVERY	-8,8	66,2	12,0	8,0	6,0	5,1
WARNER MUSIC GROUP	32,6	25,8	21,4	16,5	14,2	12,2
WALT DISNEY	24,5	18,9	16,1	13,9	11,8	10,2
PARAMOUNT GLOBAL	10,4	15,1	10,2	7,7	9,7	8,3
FOX CORP	8,7	10,0	8,5	5,4	5,8	5,0
NETFLIX	24,9	23,4	18,4	21,6	18,9	14,9
NEWS CORP	26,7	20,6	17,8	7,2	6,3	5,6
LIBERTY GLOBAL	2,6			7,0	7,0	6,4

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2023 rok dla podmiotów z UE wyniosła niespełna 6,0x, a z kolei mediana dla wybranych podmiotów z USA przekracza 8,0x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zwracamy uwagę, że zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego oraz wartości Boombit.

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 2Q'22

W 2Q'22 w działalności produkcyjnej i filmowej sprzedaż spółki spadła o 19% r/r (w ujęciu LTM segment wykazał wzrost o 11% r/r). Z kolei w obszarze zarządzania dynamika wzrostu przychodów w samym 2Q'22 to 45% r/r (LTM dynamika wzrostu to 56% r/r). Należy zauważyć, że istotny wpływ na poziom przychodów skonsolidowanych w 2Q'22 miał obszar związany z działalnością deweloperską, gdzie rozpoznano aż 37 mln PLN przychodów.

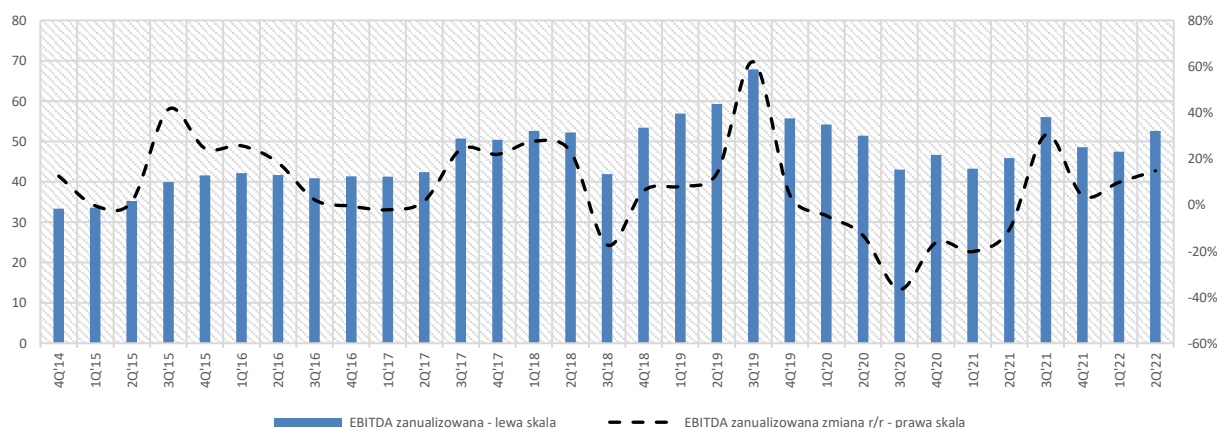
Wynik EBITDA grupy w 2Q'22 był wyższy o 48% r/r i wyniósł 16,1 mln PLN (narastająco 3Q'21-2Q'22 EBITDA skonsolidowana osiągnęła pułap 52,7 mln PLN). Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (łącznie Boombit oraz inne podmioty) wyniósł 0,65 mln PLN (LTM było to 5,4 mln PLN). Ogółem na poziomie netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej ATM Grupa wypracowała w 2Q'22 ok 9,82 mln PLN (LTM było to niemal 28,9 mln PLN).

Wyniki skonsolidowane za 2Q'22 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	3Q'20-2Q'21	3Q'21-2Q'22	zmiana r/r
Przychody	58,45	83,69	43%	219,09	242,78	11%
produkcja tv i filmowa	38,26	30,89	-19%	125,96	139,70	11%
zarządzanie aktywami trwałymi	10,84	15,66	45%	39,38	61,59	56%
działalność deweloperska	9,25	36,97	300%	41,26	40,86	-1%
inne	0,10	0,17	62%	12,49	0,62	-95%
EBITDA	10,91	16,11	48%	45,88	52,66	15%
produkcja tv i filmowa	4,77	3,79	-20%	19,08	22,80	19%
zarządzanie aktywami trwałymi	5,72	7,06	23%	23,29	29,98	29%
działalność deweloperska	0,96	5,91	515%	4,47	7,24	62%
inne	-0,54	-0,65	-0,96	-0,96	-7,37	
EBIT	5,78	11,16	93%	22,42	31,76	42%
Saldo finansowe	-0,39	-0,99		0,24	-1,57	
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,74	0,65	-11%	3,03	5,42	78%
Wynik brutto	6,13	10,83	77%	25,69	35,61	39%
Podatek	1,24	0,96	-23%	4,53	6,01	33%
Wynik netto	4,89	9,87	102%	21,16	29,60	40%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	4,83	9,82	103%	21,07	28,86	37%
Koszty zarządu	4,01	4,46	11,2%	15,92	16,56	4%
Marża EBITDA	18,7%	19,2%		20,9%	21,7%	
Marża EBIT	9,9%	13,3%		10,2%	13,1%	
Marża netto	8,4%	11,8%		9,7%	12,2%	

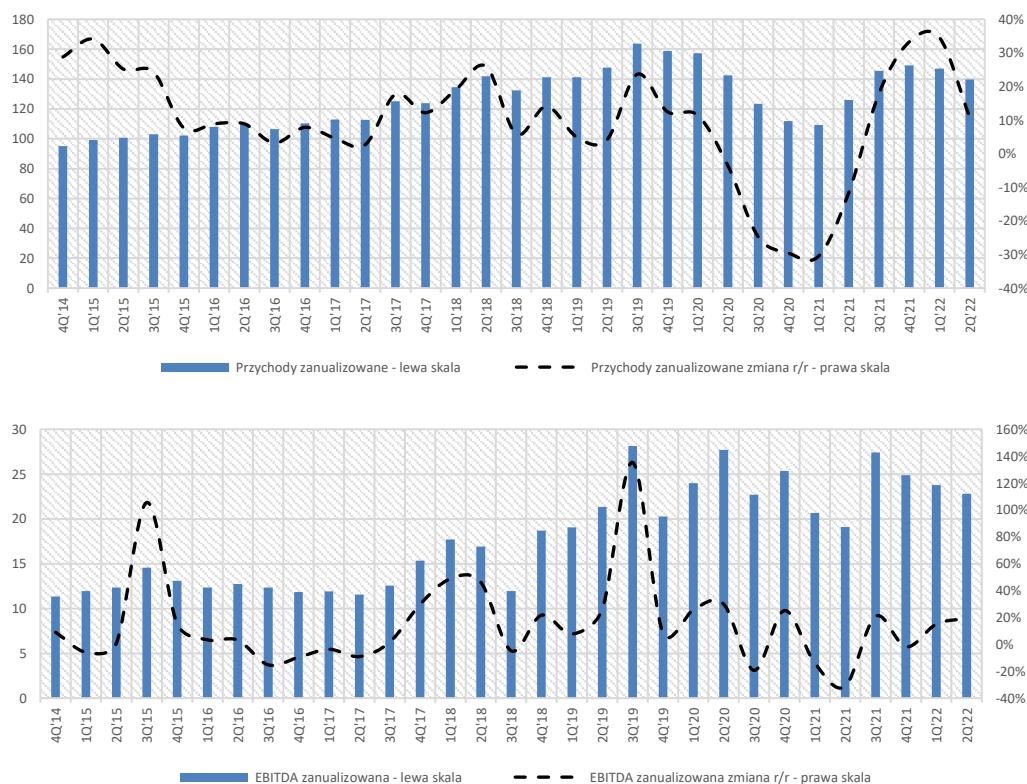
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA dla spółki w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu produkcji tv i filmowej w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane realizowane przez grupę projekty telewizyjne w 1H'22:

TV

Telewizja Polsat i TV4

- „Pierwsza Miłość”
- „Policjantki i Policjanci”
- „Sprawiedliwi. Wydział Kryminalny”
- „Święty”

Telewizja Polska

- „Ojciec Mateusz”

Telewizja Puls

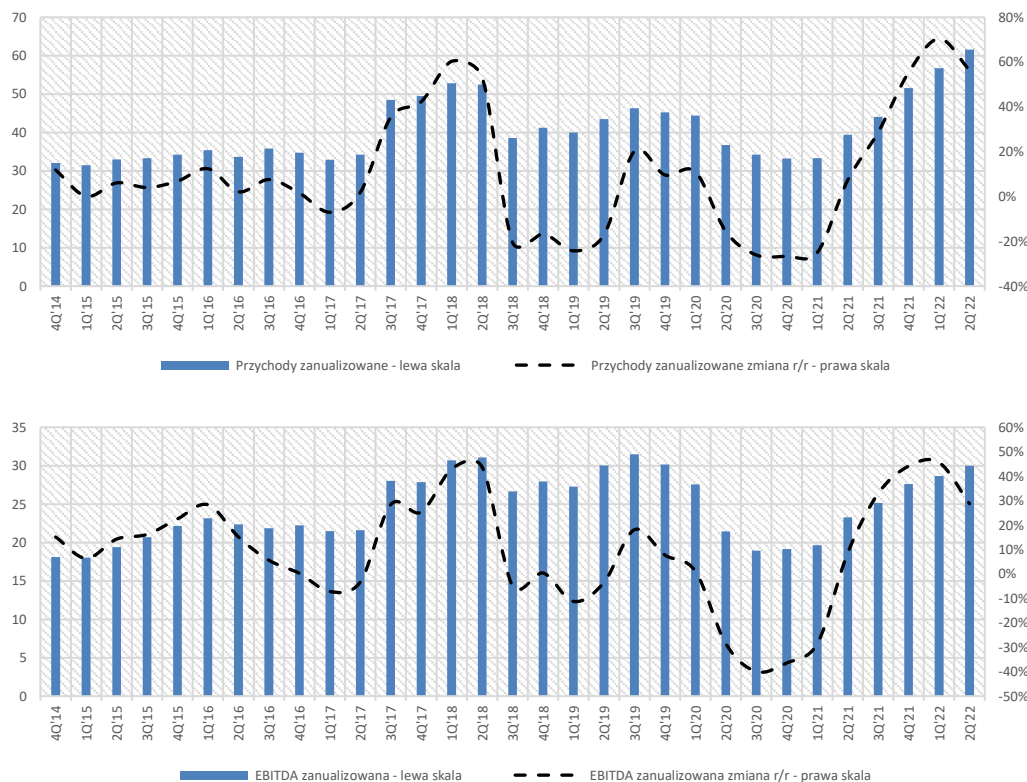
- „Lombard. Życie pod zastaw”

PLATFORMY STREAMINGOWE

Netflix

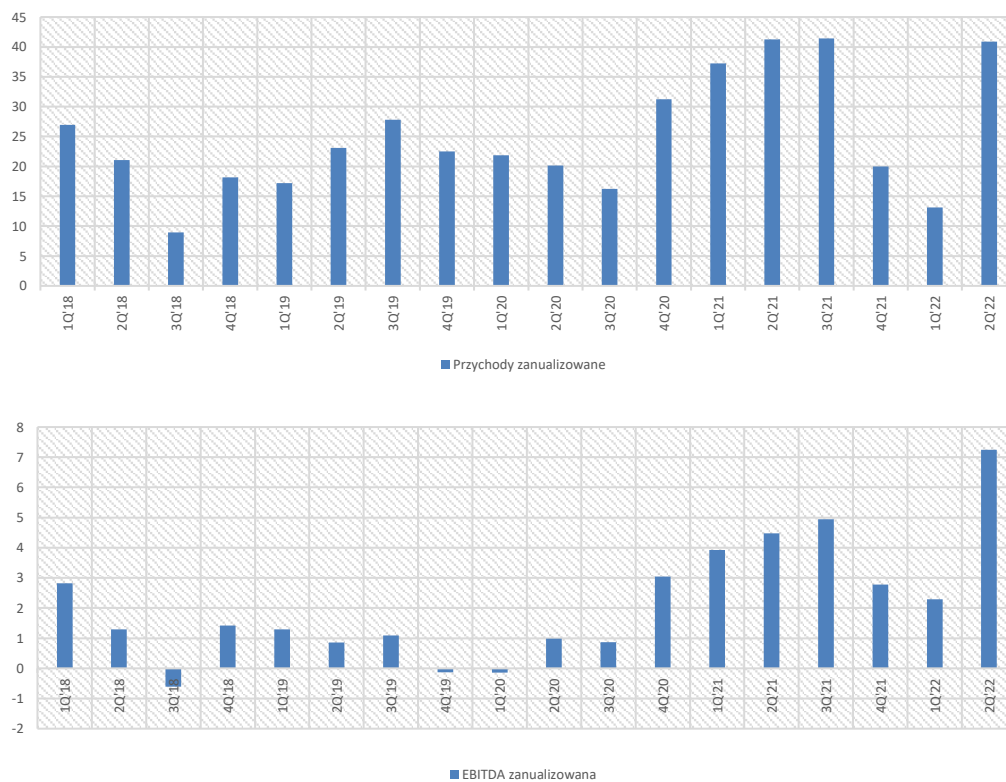
- „Zachowaj spokój”
- „Lovzone”

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu zarządzanie aktywami trwałymi w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu deweloperskiego w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

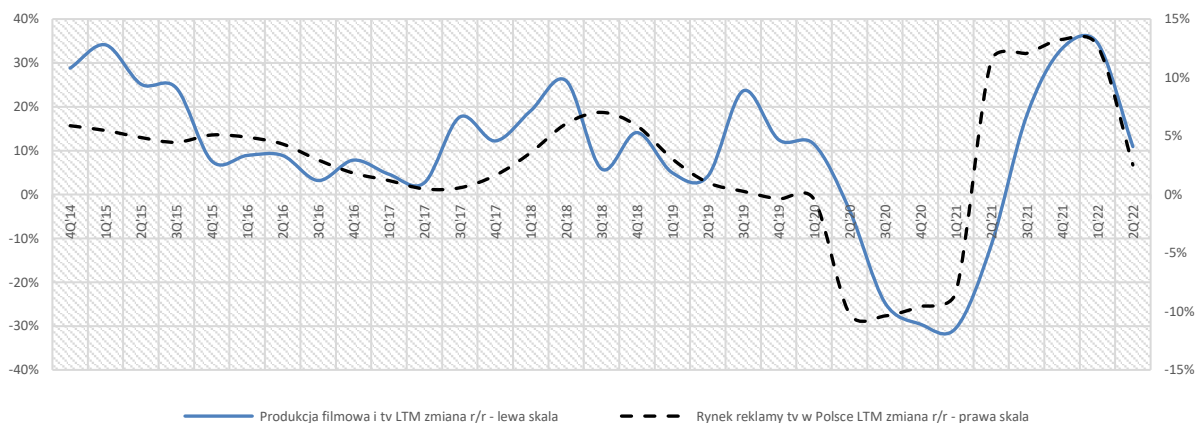
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Segment produkcji tv i filmowej:

Wyniki za 2022 cechują się niższą dynamiką niż można było oczekiwać wcześniej, na co wpływ mają m.in. brak nowej kontraktacji z HBO czy dalsze ograniczenie liczby produkcji dla TVP. Zwracamy właśnie szczególnie uwagę na fakt, że obecnie ATM Grupa ma bardzo niskie (na tle odczytów historycznych) budżetowanie w segmencie produkcji tv i filmowej dla anten TVP (odwrotnie niż w segmencie zarządzania aktywami trwałymi). Liczymy, że obecna baza projektów dla TVP jest tak niska, że w kolejnych okresach (po 2023 roku) ten obszar biznesowy ATM Grupa powinien przynieść znacznie więcej pozytywnych informacji.

Zwracamy uwagę, że historycznie przychody segmentu produkcji tv i filmowej były skorelowane z dynamiką rynku reklamy tv w Polsce. Perspektywa spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce wskazuje również na znaczące ochłodzenie koniunktury na rynku reklamowym. W 2023 roku wg naszych założeń dynamika rynku reklamy (w ujęciu nominalnym) może być symbolicznie na plusie i prawdopodobnie będzie to kolejny okres z odczytami istotnie poniżej inflacji dla Polski.

Historyczne odczyty przychodów segmentu produkcji tv i filmowej na tle dynamiki rynku reklamy telewizyjnej w Polsce



Źródło: symulacja Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki oraz odczytów rynkowych Nielsen, Publicis Groupe

Nasza projekcja na 2023 rok wskazuje, że w segmencie produkcji tv może dojść do spadku przychodów oraz wyników. Przychody w naszym modelu dla tego obszaru są niższe w 2023 roku o 3,6% względem 2022 roku. Jednocześnie zakładamy, że w latach 2024-2025 powinno być już widać szereg impulsów wzrostowych dla spółki. Liczymy bowiem na kolejne cykliczne zwiększenie budżetów produkcyjnych w stacjach tv oraz pozytywny wpływ z kontraktów produkcyjnych z kanałów streamingowych. Tym samym rok 2024 i 2025 wg nas przyniosą wzrost w omawianym segmencie. Założona przez nas dynamika wzrostu przychodów w tych dwóch latach wynosi odpowiednio 4,5% i 20% r/r.

W 1Q'23 i 2Q'23 spodziewamy się ujęcia w wynikach wpływów z monetyzacji własnej produkcji fabularnej – „Skołowani”. Biorąc pod uwagę budżet projektu oraz wcześniejsze podejście spółki do sposobu sprzedaży praw do tego typu projektów kinowych spodziewamy się umiarkowanie pozytywnego wpływu tego tytułu na wyniki spółki (nasze założenia bazują na frekwencji kinowej < 250 tys. widzów).

Segment zarządzania aktywami trwałymi:

Bieżący 2022 rok wg nas powinien przynieść rekordowe przychody i wyniki segmentu zarządzania aktywami trwałymi. Liczymy, że przychody w 2022 roku przekroczą 62 mln PLN, a EBITDA przekroczy 29 mln PLN. Nasza prognoza na 2023 rok wskazuje, że w omawianym segmencie spółka powinna poprawić odczyty z 2022 roku, co potwierdza spodziewana przez nas kontraktacja (należy mieć też na uwadze szereg inicjatyw wzmacniających ten obszar jakie miały miejsce w minionych dwóch latach). Kolejne dwa lata, czyli rok 2024 i 2025 wg nas powinny być również dobre zważywszy na oczekiwane przez nas wejście już w ożywienie gospodarcze i poprawę sytuacji na rynku reklamy tv. Założona przez nas dynamika wzrostu przychodów w tych dwóch latach wynosi odpowiednio 4,1% i 12% r/r.

Segment zarządzania aktywami trwałymi:

Segment związany z działalnością deweloperską obejmuje realizację projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków mieszkalnych (głównie domki jednorodzinne). Podmioty, w których ATM Grupa jest zaangażowana z tego segmentu to m.in.: ATM Inwestycje, ATM Golf Estate, ATM Baltic oraz ATM Living. Nasz szacunek wyceny aktywów netto tego segmentu to ok 85 mln PLN, czyli ok 1,01 PLN/akcją ATM Grupa. Spodziewamy się, że odczyty dla segmentu deweloperskiego w 4Q'22 wskażą na kulminację dotychczasowych projektów (w Polsce oraz pozostałe jednostki ze Szwecji). Na rok 2023 zakładamy istotne ograniczenie wyników tej części biznesowej spółki i stopniowo od drugiej połowy 2024 roku zakładamy wejście na nową ścieżkę wzrostu wraz ze stopniem zaawansowania kolejnych dużych projektów w Polsce oraz Szwecji.

Prognozy wyników spółki na kolejne okresy (wraz z podziałem na segmenty)

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	46,6	83,7	67,3	76,0	46,3	49,2	64,8	49,6	223,9	273,6	209,8	220,4	263,6
produkcja tv i filmowa	33,5	30,9	45,5	26,4	31,8	29,3	43,2	26,9	149,1	136,3	131,3	137,2	164,6
zarządzanie aktywami trw.	12,9	15,7	16,1	17,4	14,2	15,9	16,3	17,7	51,6	62,1	64,1	66,7	74,7
działalność deweloperska	0,0	37,0	5,5	32,0	0,0	3,7	5,0	4,8	20,0	74,5	13,5	15,5	23,2
inne	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	3,2	0,7	1,0	1,0	1,0
EBITDA	8,6	16,1	17,2	15,0	9,0	10,6	16,8	11,3	48,6	56,9	47,6	50,9	61,9
produkcja tv i filmowa	3,2	3,8	10,0	3,2	2,9	3,2	9,1	3,0	24,9	20,2	18,1	19,9	26,3
zarządzanie aktywami trw.	5,9	7,1	7,2	9,0	6,8	7,6	7,7	8,4	27,6	29,2	30,5	31,7	35,5
działalność deweloperska	0,3	5,9	0,6	3,4	0,0	0,4	0,5	0,5	2,8	10,1	1,3	1,5	2,3
inne	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-6,7	-2,6	-2,3	-2,2	-2,2
EBIT	4,7	11,2	12,4	10,0	4,2	5,4	11,5	5,8	26,8	38,3	26,9	30,2	41,2
Saldo finansowe	-0,3	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,9	0,7	0,8	1,3	1,9	1,7	2,1	1,6	5,6	3,7	7,4	8,3	8,9
Wynik brutto	5,3	10,8	12,6	10,7	5,5	6,5	12,9	6,7	31,7	39,3	31,6	35,8	47,5
Podatek	0,8	1,0	2,4	2,0	1,0	1,2	2,5	1,3	6,5	6,2	6,0	6,8	9,0
Wynik netto	4,4	9,9	10,2	8,6	4,4	5,3	10,5	5,4	25,3	33,1	25,6	29,0	38,5
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	4,3	9,8	10,1	8,6	4,4	5,2	10,4	5,4	24,6	32,9	25,5	28,9	38,2
Marża EBITDA	18,5%	19,2%	25,5%	19,7%	19,5%	21,5%	25,9%	22,7%	21,7%	20,8%	22,7%	23,1%	23,5%
Marża EBIT	10,0%	13,3%	18,4%	13,2%	9,0%	11,0%	17,8%	11,6%	12,0%	14,0%	12,8%	13,7%	15,6%
Marża netto	9,3%	11,7%	15,1%	11,3%	9,5%	10,7%	16,1%	10,9%	11,0%	12,0%	12,1%	13,1%	14,5%
EBITDA segment produkcja tv + zarządzanie	9,1	10,9	17,2	12,2	9,6	10,8	16,8	11,3	52,5	49,4	48,6	51,6	61,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podsumowując, suma wyników dwóch podstawowych obszarów biznesowych (produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie aktywami trwałymi) wg naszych prognoz wskaże w 2022 roku erozję EBITDA z 52,5 mln PLN w 2021 roku do 49,4 mln PLN. Przygotowujemy się, że rok 2023 może wskazać na symboliczną dalszą erozję EBITDA, jednak na tle oczekiwanego spadku aktywności gospodarczej w Polsce i tym samym pogorszenie sytuacji na rynku reklamowym, przyjęte przez nas projekcje wskazują na to iż nie oczekujemy odczuwalnego wpływu na ATM Grupa. Akcentujemy jednocześnie, że spółka powinna być w stanie wykorzystać nowe szanse jakie może przynieść zmiany na rynku nadawców tv w Polsce oraz poprawić swoje pozycjonowanie w kontaktach ze stacjami streamingowymi. W 2024 roku oczekujemy, że EBITDA z dwóch podstawowych segmentów zbliży się do 52 mln PLN a w 2025 roku do 62 mln PLN.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane z rachunku wyników, bilansu oraz rachunku przepływów pieniężnych (dane skonsolidowane)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	224,4	223,8	249,0	193,5	223,9	273,6	209,8	220,4	263,6	297,6
EBITDA	50,1	53,5	55,7	46,6	48,6	56,9	47,6	50,9	61,9	68,0
segment produkcja tv	15,4	18,7	20,3	25,4	24,9	20,2	18,1	19,9	26,3	28,3
segment zarządzanie	27,8	28,0	30,1	19,2	27,6	29,2	30,5	31,7	35,5	38,0
segment nadawanie	5,0	5,2	6,0	0,1	0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	3,6	1,4	-0,1	3,0	2,8	10,1	1,3	1,5	2,3	4,0
inne/wyłączenia	-1,6	0,1	-0,5	-1,0	-7,6	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1
EBIT	32,1	30,6	34,9	18,1	26,8	38,3	26,9	30,2	41,2	46,9
segment produkcja tv	12,7	12,7	17,7	14,5	18,3	16,3	13,0	14,6	21,0	22,8
segment zarządzanie	14,4	13,8	14,1	4,3	13,1	14,6	15,0	16,4	20,3	22,6
segment nadawanie	2,7	2,6	3,9	-2,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	3,6	1,4	-0,1	3,0	2,8	10,0	1,3	1,5	2,3	4,0
inne/wyłączenia	-1,3	0,1	-0,6	-1,2	-7,7	-2,5	-2,2	-2,1	-2,2	-2,3
Saldo finansowe	-0,6	-0,8	-0,9	0,4	-0,7	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Udział w zyskach jedn. zal.	2,7	3,5	3,0	3,8	5,6	3,7	7,4	8,3	8,9	9,3
Wynik brutto	34,2	33,3	37,0	22,3	31,7	39,3	31,6	35,8	47,5	53,7
Wynik netto	28,3	27,6	30,7	18,8	25,3	33,1	25,6	29,0	38,5	43,5
dla akcjonariuszy Grupy	27,9	27,8	30,1	18,4	24,6	32,9	25,5	28,9	38,2	43,2
	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	191,0	210,6	209,2	211,5	215,7	227,6	227,9	228,5	231,6	235,8
Rzeczowe aktywa trwałe	139,4	156,9	157,4	149,4	155,4	170,6	170,7	171,3	174,3	178,5
Aktywa programowe dł term	2,7	2,7	2,0	2,5	2,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
WNiP	5,1	4,8	3,2	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1
Wartość firmy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	43,6	46,0	46,3	57,4	55,9	53,7	53,7	53,7	53,7	53,7
Aktywa obrotowe	133,8	136,2	148,5	140,6	158,4	176,7	159,1	172,5	196,5	216,6
Aktywa programowe	1,5	1,7	14,0	5,2	1,4	2,6	2,0	2,1	2,5	2,9
Zapasy	34,7	41,0	46,8	49,5	67,1	45,0	37,4	39,2	44,8	50,5
Należności handlowe	39,9	44,4	36,3	30,4	31,6	52,5	40,2	42,3	46,9	53,0
Środki pieniężne	33,3	34,7	23,6	39,2	33,3	47,5	53,3	62,8	76,2	84,1
Pozostałe aktywa obrotowe	24,5	14,5	27,8	16,3	25,1	29,1	26,1	26,1	26,1	26,1
Razem Aktywa	324,8	346,8	357,6	352,2	376,6	404,4	386,9	401,0	428,1	452,4
Kapitał własny razem	237,8	246,4	257,0	268,8	280,8	289,5	298,4	310,7	330,0	348,3
Kapitał własny	237,2	246,3	256,2	268,1	279,8	289,1	298,0	310,2	329,6	347,8
Kapitały mniejszości	0,6	0,1	0,9	0,7	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Razem zobowiązania	82,9	92,5	100,6	83,4	95,9	114,8	88,5	90,4	98,1	104,1
Zobowiązania długoterminowe	46,9	45,1	42,7	34,1	40,2	35,6	35,6	35,6	35,6	35,6
Zobowiązania krótkoterminowe	36,1	47,3	57,9	49,3	55,1	79,3	52,9	54,8	62,5	68,5
Razem Pasywa	320,7	338,8	357,6	352,2	376,6	404,4	386,9	401,0	428,1	452,4
	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	25,6	35,5	24,8	46,7	27,8	67,1	40,3	47,5	56,0	58,2
CF Inwestycyjny	-0,2	-18,4	-9,9	-15,7	-10,2	-35,3	-21,0	-21,4	-23,7	-25,3
CF Finansowy	-20,9	-15,7	-26,0	-15,4	-23,5	-17,6	-13,6	-16,7	-18,9	-25,0
Przepływy netto razem	4,5	1,4	-11,1	15,6	-5,9	14,2	5,8	9,4	13,4	7,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Cena akcji [PLN]	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51
Liczba akcji [mln szt.]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [mln PLN]	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
Dług netto [mln PLN]	-28	-17	4	-25	-1	-16	-19	-41	-54	-62
EV [mln PLN]	268	279	300	271	294	280	277	255	242	234
EPS [PLN]	0,34	0,33	0,36	0,22	0,30	0,39	0,30	0,34	0,46	0,52
BVPS [PLN]	2,81	2,92	3,04	3,18	3,32	3,43	3,54	3,68	3,91	4,13
DPS [PLN]	0,22	0,22	0,24	0,09	0,15	0,28	0,20	0,20	0,22	0,30
Rentowność dywidendy	6,3%	6,4%	6,8%	2,5%	4,4%	8,0%	5,6%	5,6%	6,4%	8,4%
P/E	10,5x	10,7x	9,6x	15,7x	11,7x	8,9x	11,6x	10,2x	7,7x	6,8x
EV/EBITDA	5,3x	5,2x	5,4x	5,8x	6,1x	4,9x	5,8x	5,0x	3,9x	3,4x
EV/EBIT	8,3x	9,1x	8,6x	15,0x	11,0x	7,3x	10,3x	8,5x	5,9x	5,0x
P/BV	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x
Przychody r/r	29,5%	-0,3%	11,3%	-22,3%	15,7%	22,2%	-23,3%	5,0%	19,6%	12,9%
Marża EBITDA	22,3%	23,9%	22,4%	24,1%	21,7%	20,8%	22,7%	23,1%	23,5%	22,8%
Marża EBIT	14,3%	13,7%	14,0%	9,3%	12,0%	14,0%	12,8%	13,7%	15,6%	15,8%
Marża netto	12,6%	12,3%	12,3%	9,7%	11,3%	12,1%	12,2%	13,2%	14,6%	14,6%
ROE	11,9%	11,2%	12,0%	7,0%	9,0%	11,5%	8,6%	9,4%	11,7%	12,5%
ROA	8,7%	8,0%	8,6%	5,3%	6,7%	8,2%	6,6%	7,2%	9,0%	9,6%
Aktywa obrotowe / Przychody	60%	61%	60%	73%	71%	65%	76%	78%	75%	73%
Aktywa trwałe / Przychody	85%	94%	84%	109%	96%	83%	109%	104%	88%	79%
Aktywa / Przychody	145%	155%	144%	182%	168%	148%	184%	182%	162%	152%
Zobowiązania krótkoterminowe / Przychody	16%	21%	23%	25%	25%	29%	25%	25%	24%	23%
Zobowiązania długoterminowe / Przychody	21%	20%	17%	18%	18%	13%	17%	16%	13%	12%
Zobowiązania / Pasywa	8%	9%	9%	8%	7%	8%	9%	8%	8%	7%
Kapitał własny / Pasywa	73%	71%	72%	76%	75%	72%	77%	77%	77%	77%
Dług % [mln PLN]	25	30	33	28	28	33	33	33	33	33
Dług netto [mln PLN]	-28	-17	4	-25	-1	-16	-19	-41	-54	-62
Dług % / Kapitał własny	10,6%	12,2%	12,9%	10,6%	9,9%	11,5%	11,2%	10,8%	10,1%	9,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz
Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz
Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Kajetan Sroczyński
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski
tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	4,58	trzymaj	4,00	2022-11-28	16:35 CEST	3,51	56 008
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

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 (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 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	9	64%	1	100%
Akumuluj	2	14%	0	0%
Trzymaj	2	14%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	7%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być 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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2022-11-28.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2022-11-28 (16:35 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-12-05.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechnią ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają 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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (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 redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

Na dzień 2022-11-28:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- 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 art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.