



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Z uwagi na skalę przeceny z ostatnich miesięcy akcji ATM Grupa decydujemy się zmienić nasze zalecenie Trzymaj na Kupuj. Na podstawie SOTP wyceniamy spółkę na poziomie 135.5 mln PLN, czyli 1.58 PLN/akcję. Zgodnie z naszymi założeniami obecnie spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2012-13 na poziomie 5.0-4.1x, czyli z dyskontem do grupy porównawczej. Trzeba jednak mieć na uwadze frustrująco niską rentowność ROE i bardzo powolny proces odbudowy wyników. Podkreślamy jednocześnie, że długoterminowo spółka nadal pozostaje jednym z naszych faworytów w obszarze mediów na GPW.

Wyniki za 2Q'12 były słabe i odzwierciedlały trudną sytuację z jaką ATM Grupa musi się zmagać w obszarze produkcji dla głównych anten tv. Przypominamy też, że porównanie r/r odbywa się do bardzo niskiej bazy. Ogółem przychody spółki w 2Q'12 wzrosły o ponad 5% r/r. Marża brutto na sprzedaży była jednak ciągle jednocyfrowa, co jest efektem oszczędności w budżetach produkcyjnych stacji tv oraz realizacji pierwszego sezonu telenoweli Galerii. Zwracamy też uwagę, że obciążeniem dla rezultatów były już „pierwsze” koszty związane z nowym segmentem nadawania tv (kanał ATM Rozrywka TV). Poziom tych dodatkowych kosztów (w ramach 1H'12 było to ok. 0.86 mln PLN) był relatywnie niski, jednak takie też było wcześniejsze założenie dotyczące tego projektu. Ujemną, większą niż wcześniej zakładaliśmy, kontrybucję do wyników miało także nowe centrum produkcyjne w Warszawie z uwagi na niskie obłożenie.

W obszarze produkcji tv spółka odczuwa szereg niekorzystnych czynników i przyszła odbudowa wyników może być trudniejsza niż wcześniej oczekiwaliśmy m.in. ze względu na problemy finansowe TVP, brak zleceń ze strony TVN, postępującą fragmentyzację i wzrost udziału w oglądalności małych stacji, których nie stać na duże budżety produkcyjne. Dlatego uruchomienie nowego segmentu nadawania tv (ATM Rozrywka TV), czyli uzyskanie bezpośredniego dostępu do rynku reklamy ma dla spółki teraz strategiczne znaczenie. Spodziewamy się, że nowy obszar biznesowy wykaże dodatni wynik EBITDA w 2014 roku i docelowo może mieć istotny wpływ na postrzeganie spółki.

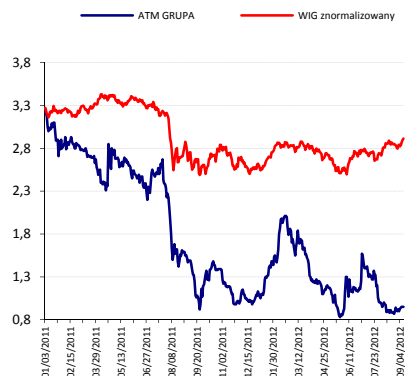
Do głównych czynników ryzyka, mogących mieć negatywny wpływ na przyszłą akceptowalną wycenę spółki, inwestorzy powinni zaliczyć to, że 2013 rok może być także trudny dla rynku reklamy tv, co z kolei będzie miało niekorzystne przełożenie na wysokość budżetów produkcyjnych głównych anten. Dodatkowo szczególnym ryzykiem obciążone są założenia dla nowego kanału tv z uwagi na początkowy etap funkcjonowania. Jednocześnie jednak zwracamy uwagę, że w kolejnych kwartałach czynnikiem stabilizującym/korzystnym dla kursu akcji może być skup akcji własnych.

	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Przychody [mln PLN]	113.9	101.4	114.4	115.2	109.1	118.1
EBITDA [mln PLN]	29.0	15.5	19.4	19.8	16.3	20.4
EBIT [mln PLN]	23.6	-0.5	4.9	1.6	-2.7	-0.2
Wynik netto [mln PLN]	19.1	0.0	3.5	2.2	-3.0	-0.8
P/BV	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
P/E	4.9	---	26.8	41.7	---	---
EV/EBITDA	0.4	1.7	1.9	3.9	5.0	4.1
EV/EBIT	0.6	---	12.0	113.5	---	---

KUPUJ
(POPZEDNIO: TRZYMAJ)
WYCENA 1.58 PLN
12 WRZESIEŃ 2012

Wycena końcowa [PLN]	1.58
Potencjał do wzrostu / spadku	+46%
Koszt kapitału	11%
Cena rynkowa [PLN]	1.08
Kapitalizacja [mln PLN]	92.88
Ilość akcji [mln. szt.]	86
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1.69
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	0.83
Stopa zwrotu za 3 mc	-8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-38%
Stopa zwrotu za 9 mc	3%
Akcjonariat (% głosów):	
Kurzewski Investment	52.68%
Zygmunt Solorz (Karswell)	13.48%
ING TFI	9.99%
Amplico OFE	5.15%

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'12 I 1H'12	8
PROGNOZA NA 2012 I 2013	9
ZMIANA W PROGNOZIE NA 2012/2013	12
ZAKOŃCZENIE ETAPU INWESTYCJI I SYTUACJA PŁYNNOŚCIOWA SPÓŁKI	13
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącym raporcie skorygowaliśmy w dół założenia dla segmentu produkcja tv z uwagi na szereg czynników (szczegółowy opis znajduje się w osobnym rozdziale). Jednocześnie postanowiliśmy uwzględnić w założeniach nowy obszar biznesowy, czyli segment nadawanie tv (ATM Rozrywka TV). Prognozy te dotyczą jednak projektu na wczesnym etapie rozwoju zatem obarczone są istotnym ryzykiem błędu. Staraliśmy się jednak nakreślić prawdopodobną projekcję wyników na najbliższe okresy.

Zgodnie z naszymi założeniami obecnie spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2012-13 na poziomie 5.0-4.1x, czyli z dyskontem do grupy porównawczej. Trzeba jednak mieć na uwadze frustrująco niską rentowność ROE i bardzo powolny procesu odbudowy wyników. Długoterminowo spółka nadal pozostaje jednym z naszych faworytów w obszarze mediów na GPW. Dokonane inwestycje (po doposażeniu centrum produkcyjnego w Warszawie i zakupie drugiego wozu HD spółka zakończyła etap największych wydatków) umocniły pozycję ATM Grupa jako jednego z największych niezależnych producentów tv w tej części Europy i uważamy, że potencjał wynikający z posiadanej infrastruktury w przyszłości pozwoli na istotne zwiększenie wyników. Dodatkowo liczymy, że w perspektywie 2-3 lat spółce uda się osiągnąć próg rentowności na nowym projekcie czyli kanale tv ATM Rozrywka TV.

Na podstawie SOTP wyceniamy spółkę na poziomie 135.5 mln PLN, czyli 1.58 PLN/akcję. Jest to ponad 46% powyżej obecnej ceny rynkowej i dlatego decydujemy się zmienić nasze zalecenie Trzymaj na Kupuj. Do głównych czynników ryzyka, mogących mieć negatywny wpływ na przyszłą akceptowalną wycenę spółki, inwestorzy powinni zaliczyć to, że 2013 rok może być także trudny dla rynku reklamy tv, co z kolei może niekorzystnie wpłynąć na budżety produkcyjne głównych anten. Dodatkowo szczególnym ryzykiem obarczone są założenia dla nowego kanału tv z uwagi na początkowy etap funkcjonowania. Jednocześnie jednak zwracamy uwagę, że w kolejnych kwartałach czynnikiem stabilizującym/korzystnym dla kursu akcji może być skup akcji własnych. WZA przyjęło uchwałę o możliwości przeprowadzenia skupu nie więcej niż 4.8 mln szt akcji za cenę nie wyższą niż 2.0 PLN. Wartość wydzielonego kapitału na przeprowadzenie skupu wynosi 4.8 mln PLN.

Podsumowanie wyceny

A	Wycena SOTP [mln PLN]	135.5
A1	Udziały w Aidem Media (50%)	2.8
A2	Nieruchomości nieoperacyjne (wg wartości bilansowej)	10.2
A3	Wycena DCF	122.4
B	Wycena porównawcza [mln PLN]	162.2
C = (A*100%+B*0%)	Wycena końcowa [mln PLN]	135.5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na rynkowych stopach wolnych od ryzyka (rentowność 10 letnich obligacji). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.2 (poprzednio było 1.0).

Główne założenia/zmiany w modelu :

- W naszym modelu wynik EBITadj. różni się od tego co pokazuje w swoich sprawozdaniach spółka. Został on pomniejszony o przychody z lokat powyżej 3mc i przychody od udzielonych pożyczek (te wpływy uwzględniamy na saldzie finansowym) oraz księgowanych przychodów z tyt. rozliczenia otrzymanych wcześniej dotacji unijnych. Dodatkowo EBITadj. w latach 2012-2013 powiększyliśmy jednak o niegotówkowe odpisy aktualizujące wartość firm nabytych podmiotów.
- Zakładamy, że w obszarze produkcji tv dominujące znaczenie dla wyników spółki będzie miała w dalszym ciągu produkcja dla TVP i Polsatu. Wzrost udziału przychodów od mniejszych stacji komercyjnych będzie procesem długotrwałym i nawet w dłuższym horyzoncie czasowym największe budżety produkcyjne będą miały nadal główne anteny. W założeniach nie uwzględniamy rozpoczęcia współpracy w ramach produkcji tv dla TVN.
- W latach 2013-2014 uwzględniamy mniejsze zapotrzebowanie na inwestycje. Zwracamy uwagę, że po doposażeniu centrum produkcyjnego w Warszawie oraz zakupie drugiego wozu HD spółka w obszarze produkcji tv zakończyła okres największych inwestycji. W 2012 roku Capex uwzględnia otrzymanie 14.8 mln PLN dotacji.
- W modelu uwzględniamy wyniki nowego kanału tv ATM Rozrywka TV (założenia w osobnym rozdziale).
- Dług netto uwzględnia pozostałe aktywa finansowe w postaci lokat >3mc oraz pożyczek udzielonych Topacz Investment (podmiot powiązany z głównym akcjonariuszem).
- Stopę wolną od ryzyka obniżyliśmy z 5.5% do 5.0%.
- W prognozie nie zakładamy akwizycji.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2021.
- Wycena została sporządzona na dzień 12.09.2012 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość segmentu związanego z działalnością produkcyjną na 122.4 mln PLN, czyli 1.42 PLN/akcję.

Model DCF

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	109.06	118.10	127.10	139.02	151.55	162.26	169.97	176.25	181.88	187.16
EBIT adj. [mln PLN]	-3.45	-0.92	3.06	6.66	8.61	10.82	12.68	13.51	14.11	14.76
Stopa podatkowa			19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]			0.58	1.27	1.64	2.06	2.41	2.57	2.68	2.81
NOPLAT [mln PLN]	-3.45	-0.92	2.48	5.40	6.97	8.76	10.27	10.95	11.43	11.96
Amortyzacja [mln PLN]	19.81	20.60	20.67	20.36	20.28	19.22	18.87	18.67	18.46	18.35
CAPEX [mln PLN]	-12.08	-14.54	-7.68	-9.53	-11.82	-13.64	-15.41	-17.00	-17.63	-18.19
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6.62	-3.72	-4.81	-9.23	-8.97	-7.59	-5.67	-4.67	-4.31	-4.14
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	-2.34	1.42	10.66	6.99	6.46	6.76	8.06	7.95	7.95	7.98
DFCF [mln PLN]	-2.27	1.24	8.46	5.02	4.20	3.97	4.28	3.81	3.44	3.12
Suma DFCF [mln PLN]	35.3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	199.9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	78.2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	113.5									
Dług netto [mln PLN]	-9.0									
Wartość kapitału [mln PLN]	122.4									
Ilość akcji [mln szt.]	86.0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	1.42									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2.5%

Przychody zmiana r/r	-5.3%	8.3%	7.6%	9.4%	9.0%	7.1%	4.8%	3.7%	3.2%	2.9%
EBIT zmiana r/r	---	---	---	117.9%	29.2%	25.7%	17.2%	6.6%	4.4%	4.6%
NOPLAT zmiana r/r	---	---	---	117.9%	29.2%	25.7%	17.2%	6.6%	4.4%	4.6%
Marża EBITDA	15.0%	16.7%	18.7%	19.4%	19.1%	18.5%	18.6%	18.3%	17.9%	17.7%
Marża EBIT	-3.2%	-0.8%	2.4%	4.8%	5.7%	6.7%	7.5%	7.7%	7.8%	7.9%
Marża NOPLAT	-3.2%	-0.8%	1.9%	3.9%	4.6%	5.4%	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%
CAPEX / Przychody	-11.1%	-12.3%	-6.0%	-6.9%	-7.8%	-8.4%	-9.1%	-9.6%	-9.7%	-9.7%
CAPEX / Amortyzacja	-61.0%	-70.6%	-37.1%	-46.8%	-58.3%	-71.0%	-81.7%	-91.0%	-95.5%	-99.1%
Zmiana KO / Przychody	-6.1%	-3.2%	-3.8%	-6.6%	-5.9%	-4.7%	-3.3%	-2.6%	-2.4%	-2.2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-107.8%	41.2%	53.4%	77.5%	71.5%	70.8%	73.5%	74.3%	76.6%	78.4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
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	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Udział kapitału własnego	90.4%	90.3%	91.2%	91.8%	92.5%	93.1%	93.8%	94.5%	95.1%	95.8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6.5%	6.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
Udział kapitału obcego	9.6%	9.7%	8.8%	8.2%	7.5%	6.9%	6.2%	5.5%	4.9%	4.2%
WACC	10.6%	10.6%	10.5%	10.5%	10.6%	10.6%	10.6%	10.7%	10.7%	10.8%

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	1.41	1.51	1.63	1.79	1.99	2.12	2.28	2.46	2.69
	0.8	1.33	1.42	1.52	1.66	1.83	1.94	2.07	2.21	2.40
	0.9	1.26	1.33	1.43	1.54	1.69	1.78	1.89	2.01	2.15
	1.0	1.19	1.26	1.34	1.44	1.57	1.65	1.73	1.84	1.95
	1.1	1.13	1.19	1.26	1.35	1.46	1.53	1.60	1.69	1.79
	1.2	1.08	1.13	1.20	1.27	1.37	1.42	1.49	1.56	1.64
	1.3	1.03	1.08	1.13	1.20	1.28	1.33	1.39	1.45	1.52
	1.4	0.98	1.02	1.08	1.14	1.21	1.25	1.30	1.35	1.41
	1.5	0.94	0.98	1.02	1.08	1.14	1.18	1.22	1.26	1.32

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	2.64	2.44	2.27	2.20	2.12	2.06	1.99	1.87	1.77
	0.8	2.44	2.25	2.08	2.01	1.94	1.87	1.81	1.70	1.60
	0.9	2.27	2.08	1.92	1.85	1.78	1.72	1.66	1.55	1.45
	1.0	2.12	1.94	1.78	1.71	1.65	1.58	1.53	1.42	1.33
	1.1	1.99	1.81	1.66	1.59	1.53	1.47	1.41	1.31	1.23
	1.2	1.87	1.70	1.55	1.48	1.42	1.37	1.31	1.22	1.14
	1.3	1.77	1.60	1.45	1.39	1.33	1.28	1.23	1.14	1.06
	1.4	1.67	1.51	1.37	1.31	1.25	1.20	1.15	1.06	0.99
	1.5	1.58	1.42	1.29	1.23	1.18	1.13	1.08	1.00	0.93

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
premia za ryzyko	3.0%	1.39	1.49	1.61	1.76	1.96	2.08	2.23	2.41	2.63
	3.5%	1.30	1.38	1.48	1.61	1.77	1.87	1.99	2.13	2.29
	4.0%	1.22	1.29	1.37	1.48	1.62	1.70	1.79	1.90	2.03
	4.5%	1.14	1.21	1.28	1.37	1.48	1.55	1.63	1.71	1.82
	5.0%	1.08	1.13	1.20	1.27	1.37	1.42	1.49	1.56	1.64
	5.5%	1.02	1.06	1.12	1.19	1.27	1.31	1.37	1.43	1.50
	6.0%	0.96	1.01	1.05	1.11	1.18	1.22	1.26	1.31	1.37
	6.5%	0.91	0.95	0.99	1.04	1.10	1.14	1.18	1.22	1.26
	7.0%	0.87	0.90	0.94	0.98	1.03	1.06	1.10	1.13	1.17

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o prognozy na lata 2012-2014 do wybranych spółek notowanych na GPW oraz parkietach zagranicznych. Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Zatem uwzględniliśmy najważniejsze spółki z segmentu mediów z GPW. Dodatkowo ujmujemy wskaźniki rynkowe firm zagranicznych. 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 on bardziej zdywersyfikowane niż ATM Grupa). Ze względu na istotne różnice w modelach funkcjonowania poszczególnych spółek waga wyceny porównawczej w końcowej wycenie wynosi 0%.

Analizę oparto na wskaźniku EV/EBITDA. Mediana EV/EBITDA na lata 2012-2014 mieści się w przedziale 7.2x-7.7x. Zatem bazując na naszych prognozach dla ATM Grupa wyceniliśmy spółkę metodą porównawczą na 162.2 mln PLN czyli 1.89 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	Cena	EV/EBITDA		
		2012P	2013P	2014P
TVN	6.92	5.7	7.6	7.5
Cyfrowy Polsat	14.2	7.6	7.7	6.9
Agora	6.75	3.1	2.9	3.0
Cinema City	28.0	6.5	5.9	5.4
Lions Gate	15.6	13.6	9.5	7.7
Entertainment One	168	7.2	6.5	5.7
Time Warner	42.99	8.2	7.8	7.3
Walt Disney	51.64	9.2	8.2	7.4
News Corp	24.43	8.8	8.1	7.2
Mediana GPW		6.1	6.8	6.2
Mediana		7.6	7.7	7.2
ATM Grupa*		5.0	4.1	3.1
Premia / dyskonto		-34%	-46%	-57%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]		1.57	1.88	2.21
Waga roku		1/3	1/3	1/3
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	1.89			
Wycena końcowa spółki [mln PLN]	162.2			

* uwzględnia EBITDA adj.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'12 I 1H'12

Wyniki za 2Q'12 były słabe i odzwierciedlały trudną sytuację z jaką ATM Grupa musi się zmagać w obszarze produkcji dla głównych anten tv. Przypominamy też, że porównanie r/r odbywa się do bardzo niskiej bazy. W 2Q'11 negatywny wpływ na wyniki miały bowiem czynniki niestandardowe/jednorazowe. W tym okresie w szczególności spółka zanotowała stratę na dwóch nieudanych projektach związanych z realizacją filmów fabularnych – Maraton Tańca i Milion Dolarów. Dodatkowo w 2Q'11 na wyniki z produkcji tv dla Polsatu wpływ miały przesunięcia w harmonogramie realizacji części odcinków do telenoweli Pierwsza Miłość.

Ogółem przychody spółki w 2Q'12 wzrosły o ponad 5% r/r. Marża brutto na sprzedaży była jednak ciągle jednocyfrowa, co jest efektem oszczędności w budżetach produkcyjnych stacji tv oraz realizacji pierwszego sezonu telenoweli Galerii. Zwracamy też uwagę, że obciążeniem dla rezultatów były już „pierwsze” koszty związane z nowym segmentem nadawania tv (kanał ATM Rozrywka TV). Poziom tych dodatkowych kosztów (w ramach 1H'12 było to ok. 0.86 mln PLN) był relatywnie niski, jednak takie też było wcześniejsze założenie dotyczące tego projektu. Ujemną, większą niż wcześniej zakładaliśmy, kontrybucję do wyników miało także nowe centrum produkcyjne w Warszawie z uwagi na niskie obłożenie.

W 1H'12 spółka realizowała zdjęcia do następujących tytułów:

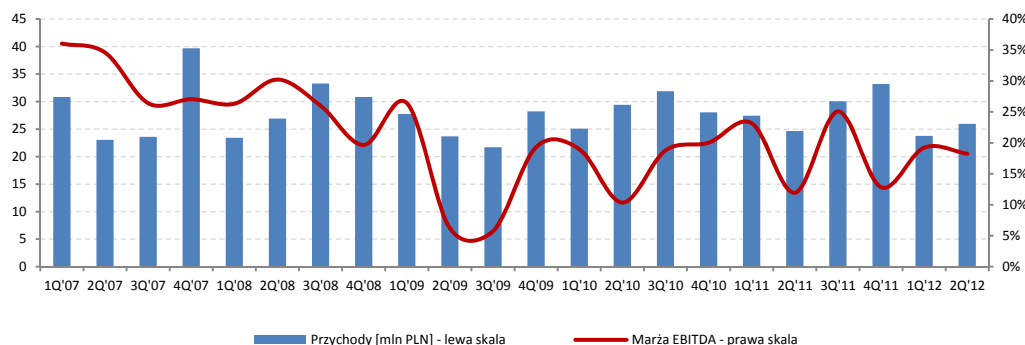
- Pierwsza Miłość (Polsat)
- Galeria (TVP)
- Świat wg Kiepskich (Polsat)
- Ojciec Mateusz (TVP)
- Ranczo (TVP)
- Na krawędzi (Polsat)
- Dragon's Den (TV4)
- Zbrodnie które wstrząsnęły Polską (TV4)

Wyniki skonsolidowane spółki za 2Q'12 i 1H'12

	2Q'11	2Q'12	zmiana r/r	1H'11	1H'12	zmiana r/r
Przychody [mln PLN]	24.66	25.94	5.2%	52.09	49.72	-4.6%
Wynik brutto na sprzedaży [mln PLN]	0.75	2.53	239.1%	4.54	4.50	-0.9%
EBITDA [mln PLN]	2.95	4.73	60.7%	9.30	9.30	0.0%
EBIT [mln PLN]	-1.26	-0.41	---	0.65	-0.04	---
Wynik netto [mln PLN]	-0.92	-0.34	---	0.58	0.14	-76.4%
marża brutto na sprzedaży	3.0%	9.8%		8.7%	9.0%	
marża EBITDA	11.9%	18.2%		17.9%	18.7%	
marża EBIT	-5.1%	-1.6%		1.2%	-0.1%	
marża netto	-3.7%	-1.3%		1.1%	0.3%	
Amortyzacja [mln PLN]	4.20	5.14		8.65	9.35	
Dług netto eop [mln PLN]	-43.24	-7.36		-43.24	-7.36	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2012 i 2013

Od 2H'12 wyniki będą w pełni uwzględniały dwa segmenty działalności: segment produkcji tv oraz segment nadawania (ATM Rozrywka TV). Do końca 1H'12 koszty segmentu nadawania obciążą wyniki skonsolidowane ze sprzedaży w wysokości 0.852 mln PLN.

Założenia dla segmentu produkcja tv

W segmencie produkcji tv w 2H'12 zakładamy realizację następujących tytułów:

- Pierwsza Miłość (Polsat)
- Galeria (TVP)
- Świat wg Kiepskich (Polsat)
- Ojciec Mateusz (TVP)
- Ranczo (TVP)
- Na krawędzi (Polsat)
- Dragon's Den (TV4)
- Zbrodnie które wstrząsnęły Polską (TV4)
- Serial komediowy (Polsat)

W 2H'12 nie zakładamy realizacji własnych projektów fabularnych (kinowych).

W zakresie wynajmu powierzchni i sprzętu okres 3Q'12 wg nas będzie słabszy niż 4Q'12. Centrum produkcyjne w Warszawie od zakończenia poprzedniej edycji widowiska Bitwa na głosy (TVP) nie miało pełnego obłożenia największej hali. Zatem dopiero we wrześniu wraz z rozpoczęciem kolejnej edycji wspomnianego widowiska obłożenie powinno wzrosnąć. Tym samym wyniki centrum produkcyjnego w Warszawie są słabe i istotnie in minus odbiegają od wcześniejszych oczekiwań. Wpływ na to ma głównie trudna sytuacja na rynku reklamy tv i oszczędności wprowadzone przez głównych potencjalnych zleceniodawców. Spodziewamy się zatem, że także 2013 rok będzie trudnym okresem dla nowego centrum produkcyjnego. Ogółem w 2012 roku dla centrum produkcyjnego w Warszawie zakładamy przychody na poziomie 4.1 mln PLN oraz wynik EBITDA na poziomie 0.18 mln PLN. Nasza prognoza na 2013 rok zakłada wzrost przychodów do 5.2 mln PLN i wynik EBITDA na poziomie 0.9 mln PLN. Osiągnięcie dodatniego wyniku EBIT możliwe jest wg naszych szacunków przy przychodach na poziomie ok. 6.5 mln PLN. Zwracamy też uwagę, że centrum produkcyjne w Warszawie jest obciążone kosztami kredytu w wysokości ok. 1.4 mln PLN rocznie.

W modelu utrzymujemy Galerię. Jednak w porównaniu do wcześniejszej prognozy musieliśmy zmniejszyć liczbę odcinków drugiej serii oraz zrewidować in minus marżę (wcześniej liczyliśmy, że drugi sezon będzie realizowany przy wyższych marżach). Na rok 2013 zakładamy także, że spółka będzie kontynuowała produkcję Galerii (jednak konserwatywnie w wynikach uwzględniamy realizację tego projektu z prawdopodobieństwem 50/50). Spodziewamy się, że modyfikacje jakie mają zostać wprowadzone w drugim sezonie będą pozytywnie wpływały na oglądalność. Dodatkowo przeniesienie przez TVP czasu emisji tego tytułu jest wg nas korzystne i bardziej celuje w docelową grupę widzów (wcześniejsza pora emisji była taka sama jak Plebanii, a grupa docelowa potencjalnych widzów istotnie różna!). Decyzji w sprawie przyszłości tego tytułu oczekujemy w połowie 4Q'12. Jeśli spółka będzie realizowała ten projekt, liczymy że będziemy mogli podnieść naszą prognozę na 2013 rok w górę. Jednocześnie jednak zakończenie tej produkcji wpłynie negatywnie na naszą prognozę na 2013 rok.

ATM Grupa w sierpniu 2012 roku wycofała się z projektu produkcji filmu o Powstaniu Warszawskim. Film Miasto miał być wspólnym przedsięwzięciem Akson Studio/TVN/ATM Grupa. Decyzja o rezygnacji z projektu nie powinna mieć istotnego wpływu na bieżące wyniki.

Założenia dla segmentu nadawanie tv (ATM Rozrywka TV)

Od sierpnia 2012 roku nowy kanał ATM Rozrywka TV ma zmodyfikowaną ramówkę i bazuje głównie na starej bibliotece Polsatu. ATM TV nadaje przede wszystkim polskie seriale (także te, których była wcześniej producentem) i teleturnieje. Obecnie ATM TV dostępna jest na MUX1 (docelowo w 2013 roku sygnał ma być już powszechnie dostępny w całym kraju), oraz na największej platformie satelitarnej, czyli w ofercie programów Cyfrowego Polsatu oraz w pakietach największego operatora kablowego w Polsce, czyli UPC. Oceniamy, że obecny zasięg stacji sprzyja realizacji jej planów biznesowych w początkowym etapie działalności.

Model biznesowy segmentu jest dość specyficzny i generalnie bazuje na ścisłej współpracy z grupą Polsatu. Tak jak już zwracaliśmy uwagę, koncepcja programowa ATM TV bazuje na możliwie tanich aktywach programowych z biblioteki Polsatu. W modelu zakładamy, że spółka przynajmniej do czasu osiągnięcia satysfakcjonujących wyników z tej działalności nie będzie korzystała z innych aktywów programowych. Przyjmujemy, że korzystanie z biblioteki Polsatu (przynajmniej w pierwszych kwartałach funkcjonowania) nie będzie determinowało powstawania aktywów w bilansie spółki.

Od 3Q'12 zakładamy pierwsze przychody z segmentu nadawanie tv (sprzedaż reklam odbywać się ma poprzez Polsat Media). Dla spółki bezpośredni dostęp do rynku reklamy ma strategiczne znaczenie, w sytuacji kiedy wartość krajowego rynku produkcji tv osiągnęła istotne bariery dalszego wzrostu (m.in. problemy finansowe TVP, brak zleceń ze strony TVN, postępująca fragmentyzacja i wzrost udziału w oglądalności małych stacji, których nie stać na duże budżety produkcyjne). Pierwsze 2 lata działania ATM TV będą jednak związane z koniecznością ponoszenia wyższych kosztów niż możliwe do uzyskania wpływy z reklamy. W modelu zakładamy, że pozytywny wynik EBITDA w skali całego roku pojawi się w 2014 roku (pierwszy dodatni wynik EBITDA w 4Q'13).

Wakacyjne odczyty oglądalności nowego kanału są wg spółki obiecujące. Z danych przedstawionych przez ATM Grupa wynika, że średni udział ATM TV w rynku kanałów telewizyjnych wyniósł ok. 0.3%. Natomiast wśród widzów telewizji cyfrowej ATM TV miała ok. 3.2%.

Prognozy wyników w podziale na segmenty

Razem Atm Grupa	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2011	2012	2013	2014	2015
Przychody	23.77	25.94	28.40	30.94	24.31	25.93	32.00	35.86	115.34	109.06	118.10	127.10	139.02
EBITDA	4.12	4.33	4.61	3.19	4.95	4.88	5.78	4.81	20.85	16.25	20.42	24.13	27.43
EBIT	0.37	-0.41	-0.64	-2.03	-0.20	-0.27	0.63	-0.34	1.99	-2.71	-0.18	3.47	7.07
Saldo finansowe	0.04	-0.27	-0.36	-0.32	-0.23	-0.20	-0.18	-0.17	0.67	-0.90	-0.78	-0.50	-0.31
Wynik netto	0.47	-0.34	-0.92	-2.24	-0.38	-0.47	0.52	-0.44	2.10	-3.03	-0.76	2.95	6.48
marża EBITDA	17.3%	16.7%	16.2%	10.3%	20.4%	18.8%	18.1%	13.4%	18.1%	14.9%	17.3%	19.0%	19.7%
marża EBIT	1.6%	-1.6%	-2.3%	-6.6%	-0.8%	-1.0%	2.0%	-1.0%	1.7%	-2.5%	-0.2%	2.7%	5.1%
Segment produkcji tv	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2011	2012	2013	2014	2015
Przychody	23.77	25.94	26.26	27.91	21.49	22.52	29.12	31.60	115.34	103.89	104.73	109.11	113.61
EBITDA	4.57	4.73	5.51	3.21	5.35	5.16	6.24	4.35	21.10	18.03	21.10	22.72	23.44
EBIT	0.82	-0.01	0.56	-1.70	0.50	0.32	1.39	-0.51	2.24	-0.33	1.70	3.25	4.29
marża EBITDA	19.2%	18.2%	21.0%	11.5%	24.9%	22.9%	21.4%	13.8%	18.3%	17.4%	20.1%	20.8%	20.6%
marża EBIT	3.4%	0.0%	2.1%	-6.1%	2.3%	1.4%	4.8%	-1.6%	1.9%	-0.3%	1.6%	3.0%	3.8%
Odpis na utratę wart.	0.00	-0.54	0.00	-3.50	0.00	0.00	0.00	-3.50	-3.00	-4.04	-3.50	0.00	0.00
Segment nadawania	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	2011	2012	2013	2014	2015
Przychody	0.00	0.00	2.15	3.03	2.82	3.41	2.88	4.26	0.00	5.17	13.37	18.00	25.41
EBITDA	-0.45	-0.40	-0.90	-0.02	-0.40	-0.28	-0.46	0.47	-0.25	-1.78	-0.68	1.42	3.98
EBIT	-0.45	-0.40	-1.20	-0.32	-0.70	-0.58	-0.76	0.17	-0.25	-2.38	-1.88	0.22	2.78
marża EBITDA	---	---	-42.0%	-0.8%	-14.3%	-8.3%	-16.1%	11.0%	---	-34.4%	-5.1%	7.9%	15.7%
marża EBIT	---	---	-56.0%	-10.7%	-24.9%	-17.1%	-26.5%	3.9%	---	-46.0%	-14.1%	1.2%	11.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA W PROGNOZIE NA 2012/2013

Rok 2012 wbrew naszym wcześniejszym nadziejom nie jest lepszy niż poprzedni dla segmentu produkcji tv. Korekta in minus naszych założeń dla tego segmentu wynika z obniżenia rezultatów nowego centrum produkcyjnego w Warszawie (poprzednio dla centrum zakładaliśmy osiągnięcie progu rentowności na poziomie netto w ramach całego 2012 roku; obecnie szacujemy, że strata netto może wynieść ok. 3 mln PLN) oraz ze znikomej wartości dodanej jaką przyniosła realizacja telenoweli Galeria dla TVP (wcześniej przyjmowaliśmy, że pierwszy sezon będzie na niskich marżach, jednak drugi miał już cechować się lepszymi rezultatami). Dodatkowo niekorzystny wpływ na osiągnięte wyniki ma także trudna sytuacja na rynku reklamy tv i cięcia w pozostałych budżetach produkcyjnych (szczególnie dotyczy to zleceń z TVP). Kolejnym czynnikiem jest też przyspieszenie odpisów z tytułu utraty wartości firmy.

Wg nas rok 2013, z dzisiejszej perspektywy, nie zapowiada istotnej poprawy wartości rynku produkcji tv w Polsce. W dalszym ciągu liczymy się z presją na cięcia kosztów oraz z bardzo zachowawczym podejściem w zakresie rozpoczynania nowych kosztownych formatów. Dla segmentu produkcji tv kluczowa może być zatem przyszłość telenoweli Galeria. Tak jak już opisywaliśmy, w modelu utrzymujemy Galerię jednak konserwatywnie w wynikach uwzględniamy realizację tego projektu z prawdopodobieństwem 50/50. Spodziewamy się, że modyfikacje jakie mają zostać wprowadzone w drugim sezonie będą korzystnie wpływały na oglądalność. Dodatkowo przeniesienie przez TVP czasu emisji tego tytułu jest wg nas korzystne i bardziej celuje w docelową grupę widzów (wcześniejsza pora emisji była taka sama jak Plebanii, a grupa docelowa potencjalnych widzów istotnie różna!). Ostatecznej decyzji w sprawie przyszłości tego tytułu oczekujemy w połowie 4Q'12. Jeśli spółka będzie realizowała ten projekt, liczymy że będziemy mogli podnieść naszą prognozę na 2013 rok w górę. Jednocześnie jednak zakończenie tej produkcji wpłynie negatywnie na naszą prognozę na 2013 rok. Z kolei centrum produkcyjne w Warszawie nadal może obciążać wyniki spółki, choć liczymy że w mniejszym zakresie niż to jest w 2012 roku.

W obecnym modelu uwzględniamy także nowy segment nadawania tv (ATM Rozrywka TV). We wcześniejszych prognozach nie uwzględnialiśmy tego obszaru działalności, jednocześnie jednak ostrzegaliśmy, że „konsolidacja nowej działalności w 2012 może spowodować, że wynik ATM Grupa na poziomie netto wyniesie ok. zero” (ostatecznie po korekcie in minus w segmencie produkcji tv wg nas może to być strata netto).

Zmiana w prognozie wyników na 2012 i 2013 [mln PLN]

	2012 stara prognoza	2012 nowa prognoza	zmiana	2013 stara prognoza	2013 nowa prognoza	zmiana
Przychody	125.75	109.06	-13.3%	131.8	118.10	-10.4%
EBITDA	29.08	16.25	-44.1%	33.3	20.42	-38.7%
EBIT	8.5	-2.71	---	13.5	-0.18	---
Wynik netto	6.79	-3.03	---	10.8	-0.76	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZAKOŃCZENIE ETAPU INWESTYCJI I SYTUACJA PŁYNNOŚCIOWA SPÓŁKI

Spółka w ostatnich latach przeprowadziła szereg inwestycji. Główne projekty to m.in. budowa centrum produkcyjnego we Wrocławiu (współfinansowanie ze środków unijnych), budowa nowego centrum produkcyjnego w Warszawie, oraz zakup drugiego wozu transmisyjnego HD (współfinansowanie ze środków unijnych). Wspomniane inwestycje mają istotny wpływ na poziom amortyzacji majątku trwałego. W 2Q'12 amortyzacja wzrosła do poziomu 5.14 mln PLN. W skali 2012 roku amortyzację szacujemy na ok. 19.8 mln PLN, a w 2013 roku na poziomie ok. 20.6 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że ostatnim „dużym” projektem inwestycyjnym w segmencie produkcja tv był zakup drugiego wozu HD. Inwestycja ta była współfinansowana ze środków unijnych (podobnie jak centrum produkcyjne we Wrocławiu). Wartość projektu wyniosła 29.604 mln PLN (dofinansowanie wyniosło 50%, czyli 14.8 mln PLN). Spółka poniosła już wszystkie nakłady związane z przedmiotową inwestycją. Obecnie oczekuje na dotację (w modelu uwzględniamy wpływ środków pieniężnych w 3Q'12). Na 2H'12 zakładamy Capex na poziomie ok. 1.7 mln PLN. W 2013 roku Capex zakładamy na poziomie 14.54 mln PLN (w tym 10.14 mln to zapłata dla Mirbudu – spór sądowy opisany w osobnym akapicie).

Dlatego pomimo absolutnie niskiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału jaki szacujemy na 2012 i 2013 rok, spółka w najbliższych kwartałach będzie notowała dodatnie przepływy z działalności. Na koniec 1H'12 dług netto wynosił -7.4 mln PLN. Na koniec 2012 roku szacujemy dług netto na -10.3 mln PLN, a na koniec 2013 roku dług netto powinien wynosić ok. -11.3 mln PLN (uwzględniając pesymistyczny scenariusz zapłaty dla Mirbudu 10.14 mln PLN spornych należności).

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spółka poprzez spółkę zależną ATM Studio, znajduje się w sporze z Mirbudem, generalnym wykonawcą centrum produkcyjnego w Warszawie. Mirbud żąda 10.14 mln PLN zapłaty niespłaconej należności. Z kolei spółka naliczyła Mirbudowi kary umowne („związane ze znaczącymi opóźnieniami wykonania zobowiązań”) na łączną wysokość 10.574 mln PLN. ATM Grupa w raporcie za 1H'12 poinformowała, że ocenia ryzyko konieczności zapłaty roszczenia złożonego przez Mirbud jako nieistotne stąd nie tworzy z tego tytułu rezerwy. Jeśli strony nie dojdą do porozumienia to postępowanie sądowe może trwać co najmniej kilka kwartałów. Nie jesteśmy w stanie rzetelnie ocenić prawdopodobieństwa jak zakończy się ten spór. Dlatego w modelu przyjmujemy założenie najbardziej bezpieczne dla poziomu wyceny, czyli zapłatę przez spółkę kwoty 10.14 mln PLN (efekt: w 4Q'13 wzrost w bilansie aktywów centrum produkcyjnego, bez wpływu na RZiS). Zwracamy uwagę, że każde inne przyszłe rozwiązanie tego sporu na korzyść ATM Grupa będzie miało pozytywny wpływ na wycenę.

Istotną transakcją z osobami powiązаныmi jest udzielona pożyczka podmiotowi kontrolowanemu przez głównego akcjonariusza (Topacz Investment). Na koniec 1H'12 wartość pożyczki wynosi 11.124 mln PLN. Zakładamy, że 4Q'12 spółka otrzyma 5 mln PLN z tej kwoty. W modelu przyjmujemy, że pozostała część pożyczki zostanie uregulowana do końca 2013 roku.

Zwracamy uwagę, że spółka w zapasach uwzględniła m.in. animację „Złote krople” (szacujemy, że wartość końcowa tego projektu może wynieść ponad 6 mln PLN; dotacja z PISZF ok. 2 mln PLN). Jest to jedyny tytuł kinowy jaki na przełomie 2013/2014 może istotnie wpłynąć na rezultaty spółki. Premiera tego tytułu planowana jest na 2H'13 (jest ona przekładana). Obawiamy się, że bez podpisania umowy na dystrybucję zagraniczną tytuł ten obciąży wyniki ATM Grupa. W modelu nie uwzględniamy wpływu wspomnianej animacji na rezultaty ponieważ kluczowe znaczenie będzie miała końcowa forma dystrybucji i sprzedaży praw autorskich.

Założenia dla segmentu nadawania tv obarczone są dużym ryzykiem błędu. Spółka dopiero rozpoczyna rozwój własnego kanału tv. Koszty działania tego segmentu w latach 2012-2014 są relatywnie niskie i w szczególności w zakresie zakupu treści programowych uwzględniają współpracę z Polsatem. Tym samym inwestorzy powinni mieć na uwadze ryzyko, że przyszłe wyniki zarówno ze względu na wyższe koszty jak i niższe przychody reklamowe mogą okazać się jednak inne niż założone w prognozie.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	113.9	101.4	114.4	115.2	109.1	118.1	127.1	139.0	151.6	162.3	170.0	176.3	181.9	187.2
segment produkcji tv	113.9	101.4	114.4	115.2	103.9	104.7	109.1	113.6	118.2	122.6	125.8	129.0	132.4	135.8
segment nadawania tv	---	---	---	---	5.2	13.4	18.0	25.4	33.3	39.7	44.2	47.2	49.5	51.3
EBITDA	29.0	15.5	19.4	19.8	16.3	20.4	24.1	27.4	29.3	30.4	32.0	32.6	33.0	33.5
segment produkcji tv	29.0	15.5	19.4	20.1	18.0	21.1	22.7	23.4	23.9	23.6	23.9	23.7	23.6	23.7
segment nadawania tv	---	---	---	-0.3	-1.8	-0.7	1.4	4.0	5.4	6.8	8.0	8.9	9.4	9.8
EBIT	23.6	-0.5	4.9	1.6	-2.7	-0.2	3.5	7.1	9.0	11.2	13.1	13.9	14.5	15.2
segment produkcji tv	23.6	-0.5	4.9	1.9	-0.3	1.7	3.2	4.3	4.8	5.6	6.3	6.3	6.4	6.6
segment nadawania tv	---	---	---	-0.3	-2.4	-1.9	0.2	2.8	4.2	5.6	6.8	7.7	8.2	8.6
EBITDA adj	31.3	15.7	18.1	18.8	16.4	19.7	23.7	27.0	28.9	30.0	31.6	32.2	32.6	33.1
EBIT adj	21.4	-0.4	2.9	0.6	-3.4	-0.9	3.1	6.7	8.6	10.8	12.7	13.5	14.1	14.8
Przychody finansowe	3.4	1.8	1.4	1.5	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
Koszty finansowe	0.6	0.2	0.2	0.4	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
Udział w zyskach jedn. zal.	-1.6	-1.0	-0.8	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Wynik brutto	24.7	0.1	5.3	2.7	-3.4	-0.8	3.2	7.0	9.1	11.4	13.3	14.2	14.9	15.7
Wynik netto	19.1	0.0	3.5	2.2	-3.0	-0.8	2.9	6.5	8.4	9.9	10.8	11.5	12.1	12.7
Bilans	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aktywa trwałe	113.8	155.2	162.0	194.7	211.8	202.5	189.7	179.1	170.9	165.6	162.5	161.2	160.7	161.0
Rzeczowe aktywa trwałe	95.5	134.1	135.4	169.6	178.1	173.2	161.4	151.8	144.6	140.2	137.9	137.4	137.8	138.9
WNIP	3.2	4.4	9.3	3.8	13.9	12.7	11.5	10.3	9.1	7.9	6.7	5.5	4.3	3.1
Wartość firmy	10.1	11.5	9.8	6.9	3.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Nieruchomości inwestycyjne	3.9	3.5	3.5	9.1	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
Inwestycje w jedn. stow	0.4	0.6	2.9	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0	4.3	4.6	5.0	5.4	5.8
Pozostałe aktywa trwałe	0.7	1.1	1.0	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Aktywa obrotowe	187.6	122.2	117.1	94.4	85.8	91.2	100.6	111.4	120.0	127.8	133.5	137.6	141.8	145.6
Zapasy	15.3	16.5	9.8	10.2	12.0	12.9	13.9	15.2	16.6	17.8	18.6	19.3	19.9	20.5
Należności	92.9	37.4	41.9	39.5	35.1	37.8	40.5	44.1	47.9	51.1	53.5	55.3	57.0	58.6
Pozostałe aktywa finansowe	10.9	29.0	29.3	11.4	14.2	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
Pożyczki (Topacz Investment)	0.0	0.0	6.9	10.3	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne (lokaty powyżej 3 mc)	0.0	0.0	22.3	1.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	68.4	39.3	36.1	33.2	24.5	31.7	35.8	36.5	35.3	34.8	34.3	33.3	32.8	32.1
Razem Aktywa	301.4	277.3	279.2	289.1	297.6	293.6	290.3	290.6	291.0	293.5	296.0	298.8	302.6	306.6
Kapitał własny	246.8	233.2	229.4	215.6	202.8	203.2	207.4	213.6	219.9	226.8	233.9	241.2	248.7	256.6
Kapitały mniejszości	0.9	0.3	0.6	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Kapitał własny razem	247.7	233.5	230.1	216.6	203.3	203.7	207.9	214.1	220.4	227.3	234.4	241.7	249.2	257.1
Zobowiązania długoterminowe	30.6	30.2	33.3	47.7	64.6	59.4	51.3	44.3	37.3	32.1	27.0	21.9	17.7	13.4
Zobowiązania dł %	0.0	0.0	5.8	23.5	22.6	22.6	19.6	17.9	16.1	14.3	12.5	10.7	8.9	7.1
Rozliczenie międzyokresowe przychodów	30.2	29.6	26.5	23.6	32.4	28.4	24.4	20.4	16.4	14.2	12.0	9.9	8.7	7.4
Pozostałe zobowiązania dł.	0.4	0.5	1.0	0.6	9.7	8.5	7.3	6.1	4.9	3.7	2.5	1.3	0.1	-1.1
Zobowiązania krótkoterminowe	23.1	13.7	15.8	24.8	29.7	30.4	31.2	32.2	33.2	34.1	34.7	35.2	35.7	36.1
Zobowiązania kr %	0.0	1.4	1.7	1.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Zobowiązania handlowe	4.2	6.2	4.5	4.9	9.0	9.7	10.4	11.4	12.5	13.3	14.0	14.5	14.9	15.4
Pozostałe zobowiązania kr	18.8	6.0	9.5	18.1	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9
Razem Pasywa	301.4	277.3	279.2	289.1	297.6	293.6	290.3	290.6	291.0	293.5	296.0	298.8	302.6	306.6
CF	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
CF Operacyjny	29.7	13.8	6.4	23.4	30.4	15.6	14.7	13.6	15.6	19.1	21.7	23.2	24.7	25.3
CF Inwestycyjny	-14.3	-63.9	-9.8	-28.3	-30.0	-8.4	-7.7	-9.5	-11.8	-13.6	-15.4	-17.0	-17.6	-18.2
CF Finansowy	-12.1	20.8	0.3	2.0	-9.1	0.0	-3.0	-3.3	-5.0	-6.0	-6.7	-7.2	-7.6	-7.8
Przepływy netto razem	3.3	-29.2	-3.1	-2.9	-8.7	7.1	4.1	0.8	-1.2	-0.5	-0.5	-1.0	-0.5	-0.7
Środki pieniężne eop	68.4	39.3	36.1	32.9	24.6	31.7	35.8	36.6	35.4	34.8	34.4	33.4	32.9	32.2

Wskaźniki rynkowe (dane nie uwzględniają wyników ATM Rozrywka TV)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody zmiana r/r	-2.9%	-10.9%	12.9%	0.7%	-5.3%	8.3%	7.6%	9.4%	9.0%	7.1%	4.8%	3.7%	3.2%	2.9%
Marża brutto na sprzedaży	30.1%	13.4%	13.0%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Marża EBITDA adj.	27.5%	15.5%	15.8%	16.4%	15.0%	16.7%	18.7%	19.4%	19.1%	18.5%	18.6%	18.3%	17.9%	17.7%
Marża EBIT adj.	18.8%	-0.4%	2.6%	0.6%	-3.2%	-0.8%	2.4%	4.8%	5.7%	6.7%	7.5%	7.7%	7.8%	7.9%
Marża netto	16.7%	0.0%	3.0%	1.9%	-2.8%	-0.6%	2.3%	4.7%	5.5%	6.1%	6.3%	6.5%	6.7%	6.8%
EPS	0.22	0.00	0.04	0.03	-0.04	-0.01	0.03	0.08	0.10	0.11	0.13	0.13	0.14	0.15
BVPS	2.87	2.71	2.67	2.51	2.36	2.36	2.41	2.48	2.56	2.64	2.72	2.80	2.89	2.95
CEPS	0.28	0.19	0.21	0.24	0.19	0.23	0.27	0.31	0.33	0.34	0.34	0.35	0.36	0.36
P/E	4.9	---	26.8	41.7	---	---	31.5	14.3	11.1	9.4	8.6	8.0	7.7	7.4
P/BV	0.38	0.40	0.40	0.43	0.46	0.46	0.45	0.43	0.42	0.41	0.40	0.39	0.37	0.37
P/CE	3.79	5.78	5.15	4.55	5.83	4.68	3.93	3.46	3.24	3.19	3.13	3.07	3.04	3.02
EV/EBITDA	0.43	1.65	1.93	3.90	5.05	4.15	3.14	2.66	2.47	2.34	2.18	2.11	2.05	2.02
EV/EBIT	0.63	---	11.97	113.46	---	---	24.38	10.81	8.30	6.48	5.43	5.04	4.73	4.52
Dług netto [mln PLN]	-79.3	-66.8	-57.9	-19.3	-10.3	-11.3	-18.3	-20.9	-21.5	-22.7	-24.0	-24.8	-26.1	-27.2
Dywidenda [mln PLN]	12.4	14.5	6.9	15.7	10.8	0.0	0.0	1.5	3.2	4.2	4.9	5.4	5.8	6.1
DPS	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
DYield	13.4%	15.6%	7.4%	16.9%	11.7%	0.0%	0.0%	1.6%	3.5%	4.5%	5.3%	5.8%	6.2%	6.4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Zarychta

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-438
e-mail: zarychta@bdm.pl

surowce, energetyka, przemysł okołógórniczny

Krzystian Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny, deweloperzy

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	data	kurs	WIG
kupuj	1.58	trzymaj	2.00	12.09.2012	1.08	43 010
trzymaj	2.00	kupuj	1.59	21.02.2012	2.01	42 047
kupuj	1.59	---	---	28.09.2011	1.16	37 826

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'12:

Kupuj	1	7.7%
Akumuluj	4	30.8%
Trzymaj	5	38.5%
Redukuj	3	23.1%
Sprzedaj	0	0.0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 12.09.2012 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 17.09.2012 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązuja przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM 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, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie zależne od wyników finansowych BDM, które zależą, między innymi, od wyniku pozostałych usług oferowanych przez BDM w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie to nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.