



Dom Maklerski BDM S.A.

ATM GRUPA

RAPORT ANALITYCZNY

Pozostawiamy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie obniżamy naszą wycenę do 4,51 PLN/akcję (jest to 37% powyżej obecnego kursu rynkowego). Nie zmieniamy naszego nastawienia i podchodzimy do wyników bieżącego roku z ostrożnością. Zwracamy uwagę na niski poziom kontraktacji segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej oraz wymagającą bazę wynikową w segmencie zarządzania aktywami trwałymi. Przygotowujemy się zatem na scenariusz, że przez najbliższe kwartały spółka będzie prawdopodobnie wykazywała ujemne dynamiki wyników w relacji r/r. Jednocześnie w perspektywie 2024-2025 liczymy na odczuwalną poprawę wyników z działalności audiowizualnej. Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną w 2023 roku będzie niższa o 13,8% r/r, a w roku 2024 i 2025 wejdzie w obszar dodatnich dynamik: odpowiednio +7,1% i +13,7% r/r.

Naszym zdaniem 2Q'23 wskaże, iż w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) w ramach dwóch podstawowych segmentów (produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie) odczyt EBITDA pozostanie na stabilnym poziomie 52,1 mln PLN. Będzie to zatem ósmy z rzędu kwartał, kiedy EBITDA LTM pozostanie w przedziale 52,0-53,6 mln PLN. Zwracamy jednocześnie uwagę, że punktowo sam 2Q'23 będzie prawdopodobnie najsłabszym kwartałem dla segmentu produkcji tv i filmowej w bieżącym roku. Jest to efekt, na co wcześniej zwracaliśmy uwagę, niskiej kontraktacji nowych tytułów tv oraz jednocześnie zaprzestania realizacji dwóch długoletnich i ważnych pozycji dla ATM Grupa. Dodatkowo przypominamy, że spółka w 1Q'23 pokazała dane silniejsze niż się spodziewaliśmy w segmencie produkcji tv i filmowej, a to jest dla nas wskazanie, iż mogła wcześniej nastąpić konsumpcja przychodów, które mieliśmy w modelu uwzględnione na 2Q. W 3Q i 4Q br. liczymy na stopniową poprawę linii przychodowej w segmencie produkcji tv i filmowej względem pierwszego półrocza'23, choć przygotowujemy się, że będą to nadal wartości słabe w relacji r/r.

Choć momentum wynikowe ATM Grupa nie zachęca do optymizmu to akcentujemy obecną niską wycenę rynkową. Doceniamy też fakt, że spółka konsekwentnie kieruje do akcjonariuszy hojny strumień dywidend. Patrzymy wreszcie z coraz większym optymizmem na potencjał jaki buduje Lumina Park. Oceniamy, że podmiot ten może w perspektywie kolejnych lat prezentować istotny element przyszłej wyceny aktywów znajdujących się w portfelu inwestycyjnym ATM Grupa. Zwracamy też uwagę, że choć obecnie proces sprzedaży pakietu akcji Boombit wydaje się mglisty (przy bieżących cenach rynkowych) to ATM Grupa otrzymuje od Boombit strumień dywidend.

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	223,9	299,9	209,3	226,1	264,6	298,7
EBITDA [mln PLN]	48,6	64,4	46,0	48,9	56,5	65,0
EBIT [mln PLN]	26,8	46,2	22,6	26,9	32,8	39,9
Wynik netto [mln PLN]	24,6	43,8	25,8	30,3	35,4	42,0
EPS [PLN]	0,29	0,52	0,31	0,36	0,42	0,50
P/BV	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x
P/E	11,3x	6,3x	10,8x	9,2x	7,8x	6,6x
EV/EBITDA	5,7x	3,9x	5,4x	5,3x	4,5x	3,9x
EV/EBIT	10,3x	5,4x	11,0x	9,6x	7,7x	6,3x
DPS [PLN]	0,15	0,29	0,24	0,22	0,26	0,30
Rentowność dywidendy	4,7%	8,7%	7,3%	6,7%	7,9%	9,2%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,51 PLN

13 WRZESIEŃ 2023, 23:37 CEST

Wycena końcowa [PLN]	4,51
Potencjał do wzrostu / spadku	+37%

Cena rynkowa [PLN]	3,29
Kapitalizacja [mln PLN]	277,3
Ilość akcji [mln. szt.]	84,3

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,67
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,21

Zmiana kursu za 3 mc	-6%
Zmiana kursu za 6 mc	-5%
Zmiana kursu za 12 mc	-3%
Zmiana kursu YTD	-9%

Akcjonariat (% kapitału):	
Kurzewski Investment	40,0%
Zygmunt Solorz (Karswell)	17,4%
NN OFE PTE	9,9%
PKO TFI	7,6%

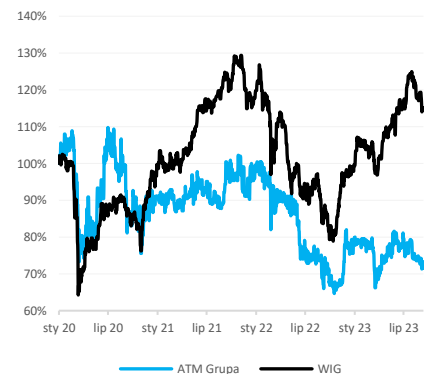
Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

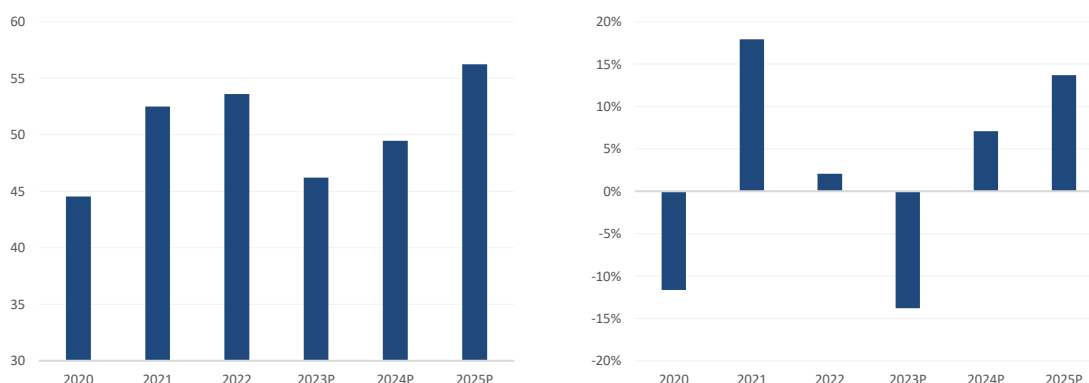
WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	5
WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO)	7
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA	8
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 1Q'23	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Pozostawiamy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie obniżamy naszą wycenę do 4,51 PLN/akcję (jest to 37% powyżej obecnego kursu rynkowego).

Nie zmieniamy naszego nastawienia i podchodzimy do wyników bieżącego roku z ostrożnością. Zwracamy uwagę na niski poziom kontraktacji segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej oraz wymagającą bazę wynikową w segmencie zarządzania aktywami trwałymi. Przygotowujemy się zatem na scenariusz, że przez najbliższe kwartały spółka będzie prawdopodobnie wykazywała ujemne dynamiki wyników w relacji r/r. Jednocześnie w perspektywie 2024-2025 liczymy na odczuwalną poprawę wyników z działalności audiowizualnej. Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną w 2023 roku będzie niższa o 13,8% r/r, a w roku 2024 i 2025 wejdzie w obszar dodatnich dynamik: odpowiednio +7,1% i +13,7% r/r.

Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2023-2025 (dla segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Choć momentum wynikowe ATM Grupa nie zachęca do optymizmu to akcentujemy obecną niską wycenę rynkową. Doceniamy też fakt, że spółka konsekwentnie kieruje do akcjonariuszy hojny strumień dywidend. Patrzymy wreszcie z coraz większym optymizmem na potencjał jaki buduje Lumina Park. Oceniamy, że podmiot ten może w perspektywie kolejnych lat prezentować istotny element przyszłej wyceny aktywów znajdujących się w portfelu inwestycyjnym ATM Grupa. Zwracamy też uwagę, że choć obecnie proces sprzedaży pakietu akcji Boombit wydaje się mglisty przy bieżących cenach rynkowych to ATM Grupa otrzymuje od Boombit strumień dywidend.

Przedstawiona wycena opiera się na metodzie SOTP. Sporządziliśmy wycenę DCF i mnożnikową segmentów produkcji telewizyjnej i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi. Dodatkowo uwzględniamy szacunek wartości aktywów netto związanych z działalnością deweloperską. Do końcowej wartości dodajemy też wartość rynkową pakietu akcji w podmiocie Boombit.

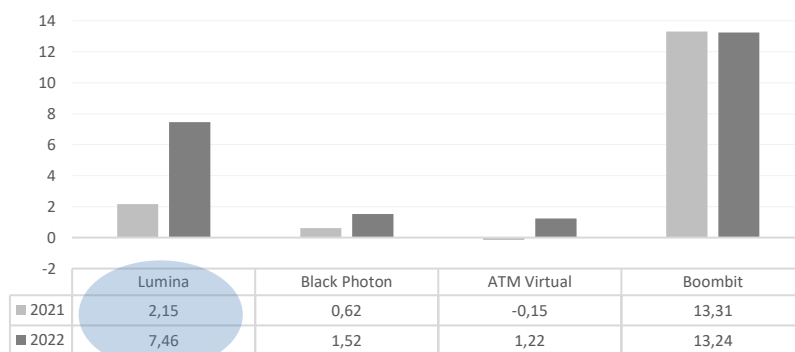
Podsumowanie wyceny ATM Grupa

$A = 0,5 \cdot A1 + 0,5 \cdot A2$	Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [mln PLN]	266,8
A1	Wycena DCF [mln PLN]	244,2
A2	Wycena mnożnikowa [mln PLN]	289,5
B	Wycena aktywów deweloperskich [mln PLN]	65,1
C	Pakiet akcji Boombit [mln PLN]	48,0
D = A+B+C	Wycena końcowa spółki [mln PLN]	379,9
	Wycena na 1 akcję [PLN]	4,51
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	3,29
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	37%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

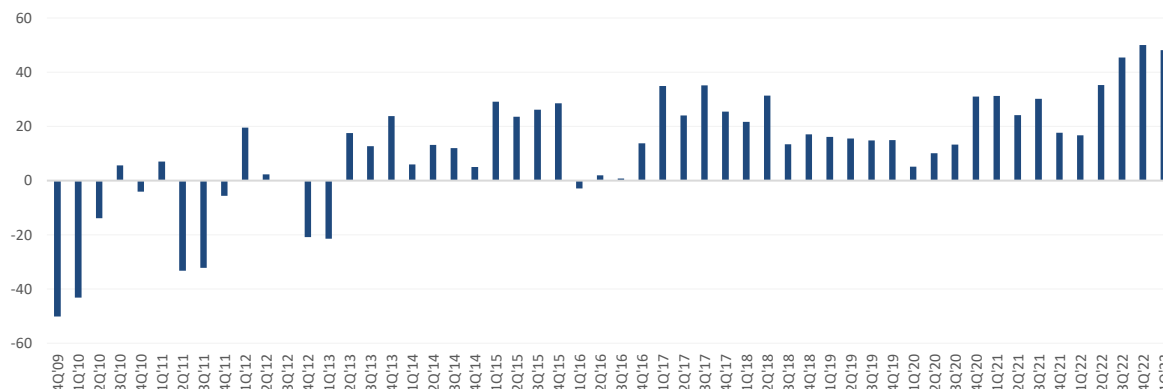
Nasze podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Tak jak wskazaliśmy, wyceniamy walory Boombit zgodnie z bieżącą wartością rynkową. Natomiast aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości udzielonych im pożyczek przez ATM Grupa - jest to ujęte w pozycji dług netto. W kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy zmiany naszego podejścia w stosunku do Lumina. Zwracamy bowiem uwagę, że w 2023 roku Lumina chce otworzyć dodatkowe parki iluminacji (w sezonie świątecznym 2023/2024 będzie prawdopodobnie łącznie 10 parków). Jest to działalność, która zaskoczyła nas in plus w 2022 roku (mocne wyniki w 4Q'22) i zwracamy uwagę, że w całym 2022 roku Lumina zanotowała wynik netto rzędu 7,5 mln PLN (w 2021 było to 2,15 mln PLN).

Historyczne odczyty wyniku netto wybranych podmiotów, w których jest zaangażowana ATM Grupa [mln PLN] (jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne przepływy operacyjne minus przepływy inwestycyjne w ujęciu LTM ATM Grupa [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 0,57 PLN i 0,77 PLN na akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Dodatkowo przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji i zarządzania są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizyjnych. Zatem ewentualne przyszłe trwałe osłabienie rynku reklamy tv może negatywnie wpłynąć na docelowe rezultaty ATM Grupa. Należy mieć również na uwadze przyszły poziom budżetów produkcyjnych poszczególnych partnerów biznesowych.

Z ostatnich wydarzeń, mogących mieć wpływ na przyszłe wyniki ATM Grupy, zwracamy uwagę na komunikaty płynące z Viaplay (jednego z klientów spółki). Zgodnie z nową koncepcją działania, aktywa Viaplay w Polsce (obok aktywów m.in. w UK, USA czy Kanadzie) będą wystawione na sprzedaż lub mogą być elementem konsolidacji z innymi partnerami biznesowymi. Tym samym należy mieć na uwadze potencjalne ryzyko, iż zakładane przez nas wejście spółki w okres odczuwalnego wzrostu wyników w latach 2024/2025 w obszarze audiowizualnym przesunie się w czasie, a dodatkowo efekt docelowego wzrostu względem roku 2022 będzie spłaszczony. Przypominamy, że Viaplay wpływa na rezultaty dwóch segmentów ATM Grupy: segment zarządzania m.in. wynajmuje pomieszczenia / halę na potrzeby transmisji wydarzeń sportowych w Warszawie, z kolei segment produkcji posiada ekspozycję na Viaplay w postaci realizacji m.in. produkcji tytułów non-fiction.

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 5,6% (poprzednio było 6,0%). 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.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 14,7%.

Dług netto na koniec 2023 roku uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 244,2 mln PLN, czyli 2,90 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit). Wycena została sporządzona na dzień 2024-01-03.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
	10,2%	3,18	3,25	3,32	3,41	3,50	3,61	3,74
	11,7%	3,02	3,07	3,12	3,18	3,25	3,32	3,41
	13,2%	2,90	2,93	2,97	3,02	3,07	3,12	3,18
WACC	14,7%	2,80	2,83	2,86	2,90	2,93	2,97	3,02
	16,2%	2,73	2,75	2,77	2,80	2,83	2,86	2,90
	17,7%	2,66	2,68	2,70	2,73	2,75	2,77	2,80
	19,2%	2,61	2,63	2,64	2,66	2,68	2,70	2,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	207,1	236,6	251,7	265,4	278,5	290,8	302,3	312,7	322,7	333,1
EBITDA [mln PLN]	49,5	56,2	61,1	64,3	67,0	69,4	72,1	74,5	76,7	78,7
EBIT [mln PLN]	27,6	32,7	36,2	38,8	41,5	43,4	45,1	46,7	47,9	49,1
NOPAT [mln PLN]	22,4	26,5	29,3	31,4	33,6	35,1	36,5	37,8	38,8	39,8
Amortyzacja [mln PLN]	21,9	23,5	24,9	25,6	25,5	26,0	27,0	27,9	28,7	29,6
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-0,6	-1,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-20,7	-23,7	-26,4	-27,9	-29,2	-30,5	-31,7	-32,8	-33,9	-35,0
FCFF [mln PLN]	22,9	25,2	27,1	28,5	29,3	30,1	31,3	32,4	33,3	34,0
Suma PV FCFF [mln PLN]	142,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	73,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	215,9									
Dług netto [mln PLN]	-28,3									
Inne korekty [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	244,2									
Ilość akcji [mln szt.]	84,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,90									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%

WACC w okresie rezydualnym: 14,7%

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ogółem zmiana r/r	8,2%	14,2%	6,4%	5,4%	4,9%	4,4%	3,9%	3,5%	3,2%	3,2%
Marża EBITDA	23,9%	23,8%	24,3%	24,2%	24,0%	23,9%	23,8%	23,8%	23,8%	23,6%
Marża EBIT	13,3%	13,8%	14,4%	14,6%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%	14,7%
CAPEX / Przychody	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
D / E	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
E / (E+D)	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
D / (E+D)	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
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	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Kosz długu po opodatkowaniu	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
WACC	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 5,5x (tak samo jak poprzednio). Naszym zdaniem jest to podejście konserwatywne, uwzględniające perspektywę niepewności dotyczącej przyszłego zachowania rynku reklamy tv w Polsce w okresie spadku aktywności gospodarczej. Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 289,5 mln PLN, czyli 3,43 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	3,0	4,0	5,0	5,5	6,0	7,0	8,0
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	2,0	2,6	3,1	3,43	3,7	4,3	4,9

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

	EV/EBITDA		
	2023P	2024P	
M6-METROPOLE TELEVISION	3,5	3,5	Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023/2024 dla wybranych podmiotów wyniosła 7,9x i 7,1x.
PROSIEBENSAT.1 MEDIA	7,3	6,4	
RTL GROUP	6,0	5,4	
VIVENDI	8,9	7,7	
ITV	6,8	6,1	
MODERN TIMES GROUP	5,0	4,7	
WARNER BROS DISCOVERY	6,8	6,2	
WARNER MUSIC GROUP	16,4	14,9	
WALT DISNEY	13,3	11,1	
PARAMOUNT GLOBAL	10,8	8,8	
FOX CORP	7,0	6,4	
NETFLIX	27,7	21,8	
NEWS CORP	9,7	8,8	
LIBERTY GLOBAL	8,5	8,2	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

ATM Grupa to największe niezależne studio produkcyjne w Polsce, dostarczające treści dla nadawców telewizyjnych i streamingowych.

Spółka historycznie brała udział w każdym gatunku telewizyjnym. Na przestrzeni lat dużą popularność przyniosły spółce takie seriale jak: „Fala zbrodni”, „Ranczo”, „Ojciec Mateusz” czy „Pitbull”. Jednym z kroków milowych dla spółki była też realizacja prestiżowego projektu w postaci serialu sensacyjnego „Wataha” wyprodukowanego dla HBO Europe, który otworzył nowy etap rozwoju i współpracy z zagranicznymi partnerami.

Spółka realizuje również projekty fabularne w roli producenta lub koproducenta. Dotychczasowe produkcje fabularne to m.in.: „Pitbull”, „Dlaczego nie!”, „Ranczo Wilkowyje”, a także „Milion dolarów”, „Miasto z morza”, „Weekend”, „Syberia” czy mający w tym roku premierę kinową film „Skołowani”.

W podsumowaniu działalności operacyjnej za 2022 rok ATM Grupa wyszczególniła następujące statystyki:

- 5 produkcji na 42 antenach;
- Ponad 18,8 tysięcy godzin wyemitowanych programów;
- 15 wyprodukowanych tytułów;
- 722 godzin wyprodukowanych treści;
- Dotarcie do 32,5 mln widzów w ramach zrealizowanych produkcji.

Przykładowe projekty, które realizowała spółka w 2022 roku:

TV	PLATFORMY STREAMINGOWE
<p>Telewizja Polsat i TV4</p> <p>„Pierwsza Miłość” „Policjantki i Policjanci” „Sprawiedliwi. Wydział Kryminalny” „Święty”</p> <p>Telewizja Polska</p> <p>„Ojciec Mateusz”</p> <p>Telewizja Puls</p> <p>„Lombard. Życie pod zastaw” „Dzielnica strachu”</p>	<p>Netflix</p> <p>„Zachowaj spokój” „Absolutni debiutanci” (wcześniej robocza nazwa: „Lovzone”)</p> <p>PRODUKCJE KINOWE</p> <p>„Skołowani”</p>

Wybrane podmioty dla których ATM Grupa świadczyła/świadczy usługi



Źródło: dane przedstawione przez ATM Grupę w prezentacji wynikowej za 2022 rok

W ramach grupy zostało wyodrębnionych 5 segmentów biznesowych oraz działalność pozostała:

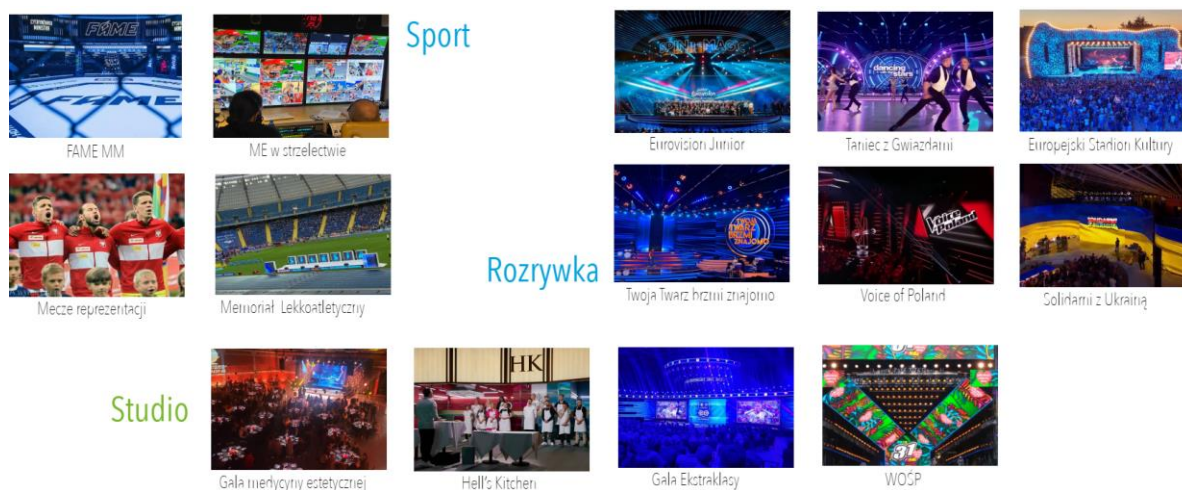
- produkcja telewizyjna i filmowa;
- zarządzanie aktywami trwałymi;
- nadawanie (segment wygaszony z uwagi na utratę koncesji przez kanał tv ATM Rozrywka);
- działalność deweloperska;
- produkcja gier komputerowych;
- działalność pozostała.

Podstawowa działalność spółki (czyli projekty audiowizualne) obejmuje dwa wyodrębnione segmenty biznesowe:

- produkcja telewizyjna i filmowa;
- zarządzanie aktywami trwałymi.

ATM Grupa posiada dwa obiekty produkcyjne i biurowe zlokalizowane we Wrocławiu oraz w Warszawie. Zwracamy uwagę, że spółka od lat systematycznie inwestuje w rozbudowę własnego zaplecza infrastrukturalnego i technologicznego (m.in. wozy realizacyjne HD, sprzęt zdjęciowy i dźwiękowy, oświetlenie filmowe oraz sceniczne, postprodukcji).

Przykładowe projekty, przy których udział brała ATM Grupa



Źródło: dane przedstawione przez ATM Grupę w prezentacji wynikowej za 2022 rok

Zwracamy uwagę, że korelacja wyników w ramach działalności audiowizualnej jest wysoka i obszar ten posiada ekspozycję na kondycję rynku reklamy telewizyjnej oraz budżety produkcyjne swoich partnerów biznesowych.

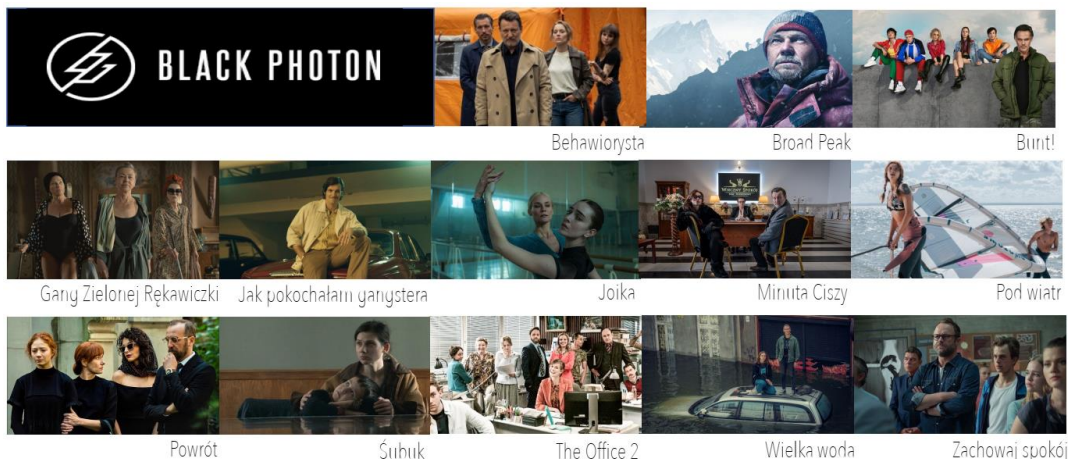
Wyniki segmentu związanego z działalnością deweloperską są w pewnym stopniu uzupełnieniem podstawowej działalności. Spółka historycznie w poszczególnych latach realizowała z różną intensywnością projekty mieszkaniowe (ten obszar miał bardzo duży wpływ na wyniki skonsolidowane w 2022 roku). Geograficznie dwa najważniejsze rynki dla tej dywizji biznesowej to Polska oraz Szwecja.

Z kolei segment związany z produkcją gier to ekspozycja na wyniki giełdowego Boombit i jest obszar księgowany poniżej wyniku EBIT. Przypominamy, że w 4Q'21 ATM Grupa zdecydowała się na rozpoczęcie procesu przeglądu opcji strategicznych w zakresie dotyczącym posiadanych udziałów w Boombit. Celem tego procesu ma być podjęcie decyzji co do ewentualnej sprzedaży całego posiadanego pakietu (w jednorazowej transakcji, której stroną będzie jeden inwestor finansowy lub branżowy, działający na podobnym jak Boombit rynku). Dotychczas spółka nie raportowała o finalizacji tego procesu. Mamy na uwadze obecne niższe (niż kilka lat temu) wyceny spółek z obszaru gier. Oceniamy, że ATM Grupa nie ma presji czasowej na sprzedaż posiadanego pakietu przy bieżących cenach rynkowych (ok 42 mln PLN) i akceptuje hojny strumień dywidend jaki otrzymuje od Boombit.

ATM Grupa posiada udziały również w innych podmiotach. Wyróżniamy m.in.:

- Lumina Park – sieć parków iluminacji;
- Black Photon - studio specjalizujące się w usługach postprodukcji filmowej i telewizyjnej;
- ATM Virtual - specjalizuje się w zdjęciach z zastosowaniem wirtualnych lokacji, aby optymalizować koszty oraz zwiększać efektywność logistyki produkcji reklam, teledysków, czy filmów fabularnych.

Przykładowe projekty, przy których udział brał Black Photon



Źródło: dane przedstawione przez ATM Grupę w prezentacji wynikowej za 2022 rok

Charakterystyka Lumina Park

Lumina Park w liczbach

7

Parków

w Europie

2 144 162

Ledów

we wszystkich naszych parkach

- ✓ **280 km sznurów elektrycznych**
W tym roku do stworzenia wszystkich parków wykorzystaliśmy ponad 280 km sznurów elektrycznych! Oznacza to, że gdyby rozciągnąć ten sznur we Wrocławiu, jego koniec znajdowałby się... w Pradze!
- ✓ **27 instalacji artystycznych**
We wszystkich naszych parkach znajduje się aż 27 instalacji artystycznych wykonanych przez siedmiu europejskich artystów
- ✓ **15 m**
Najwyższa z instalacji artystycznych w naszych parkach ma ponad 15 m wysokości

Źródło: dane przedstawione przez Lumina: <https://luminapark.pl>

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA 1Q'23

Spółka raportuje wyniki za 2Q'23 w dniu 2023-09-28, dlatego opisując ostatnie dane finansowe opieramy się na opublikowanym sprawozdaniu za 1Q 2023.

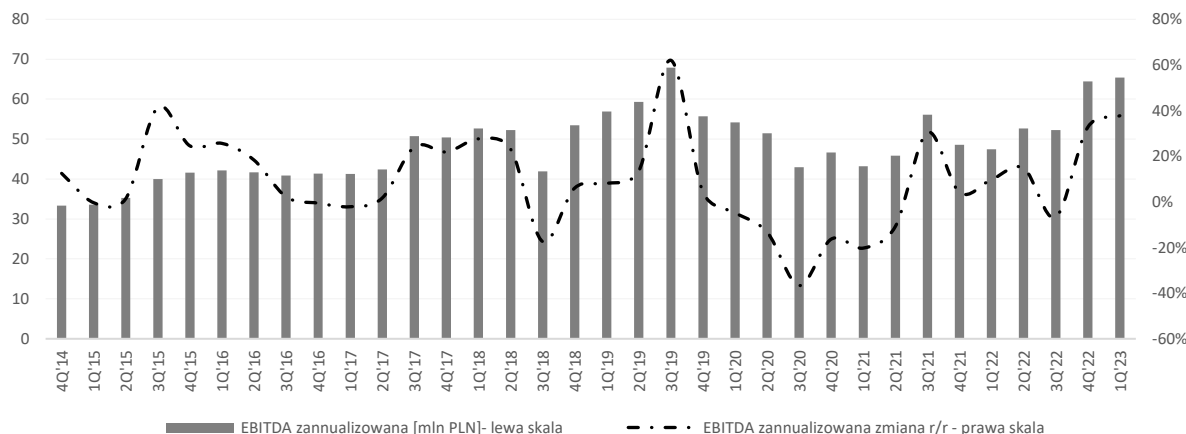
- Przychody w segmencie produkcja tv i filmowa w 1Q'23 były niższe o 3 r/r i był to już trzeci kwartał z rzędu z ujemnymi dynamikami r/r (we wcześniejszych komentarzach zwracaliśmy uwagę na zaprzestanie realizacji dwóch historycznych projektów). Odczyt EBITDA segmentu wzrósł o 13,6% r/r do poziomu ponad 3,6 mln PLN. W ujęciu LTM dynamika przychodów to -4% r/r.
- W segmencie zarządzanie przychody wyniosły 13,9 mln PLN, co oznacza wzrost o 8% r/r. Przypominamy, iż w minionych kwartałach w tym segmencie spółka istotnie zwiększyła skalę biznesu. Odczyt EBITDA segmentu wzrósł o ok 5% r/r do poziomu 6,2 mln PLN.
- Ogółem suma przychodów z działalności audiowizualnej (segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania) to 46,4 mln PLN, czyli pułap analogiczny jak w 1Q'22. EBITDA z obu segmentów w samym 1Q'23 wzrosła jednocześnie do 9,8 mln PLN, czyli o 8,2% r/r. W ujęciu LTM przychody i EBITDA obu segmentów wyniosły odpowiednio 220,9 mln PLN i 54,3 mln PLN, co oznacza wzrost odpowiednio o 8,4% i 3,6% r/r.
- Okres 1Q'23 to stosunkowo niewielki wkład (na tle poprzednich kwartałów) segmentu deweloperskiego do wyników skonsolidowanych.
- Udział w wyniku jedn. zależnych to kontrybucja do wyniku netto na poziomie 1,8 mln PLN, czyli 95% więcej niż w 1Q'22. W ujęciu LTM jest to wynik rzędu 9,6 mln PLN (+75% r/r).
- Wynik netto przypisany akcjonariuszom ATM Grupa wzrósł do 5,4 mln PLN (+24% r/r).
- Szacowany przez nas poziom długu netto na koniec marca'23 wyniósł -26,7 mln PLN.

Wyniki ATG w 1Q'23 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'22 LTM	1Q'23 LTM	zmiana r/r	1Q'23 P	realizacja
Przychody	46,6	49,7	7%	217,5	303,0	39%	51,9	96%
produkcja tv i filmowa	33,5	32,5	-3%	147,1	141,9	-4%	31,6	103%
zarządzanie aktywami trw.	12,9	13,9	8%	56,8	79,0	39%	13,1	106%
działalność deweloperska	0,0	3,1	---	13,1	81,3	519%	6,9	44%
inne	0,2	0,3	55%	0,6	0,8	42%	0,2	113%
EBITDA	8,6	9,5	11%	47,5	65,4	38%	9,1	105%
produkcja tv i filmowa	3,2	3,6	14%	23,8	20,9	-12%	3,1	116%
zarządzanie aktywami trw.	5,9	6,2	5%	28,6	33,4	17%	5,9	104%
działalność deweloperska	0,3	0,5	85%	2,3	13,3	481%	0,6	83%
inne	-0,7	-0,8	4%	-7,3	-2,3	-68%	-0,6	129%
EBIT	4,7	4,9	5%	26,4	46,5	76%	4,3	115%
Saldo finansowe	-0,3	-0,3	-22%	-1,0	-2,5	153%	-0,2	105%
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,9	1,8	95%	5,5	9,6	75%	1,3	140%
Wynik brutto	5,3	6,5	23%	30,9	53,6	74%	5,3	122%
Podatek	0,8	1,0	15%	6,3	8,0	27%	1,0	95%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	4,3	5,4	24%	23,9	44,9	88%	4,3	124%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	46,4	46,4	0,0%	203,8	220,9	8,4%	44,8	104%
EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	9,1	9,8	8,2%	52,4	54,3	3,6%	9,0	108%

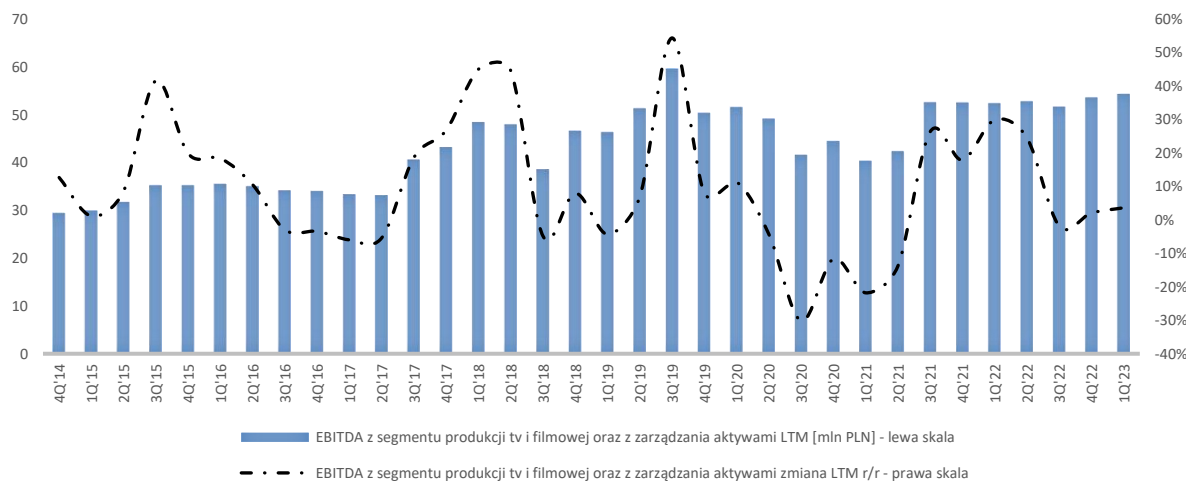
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



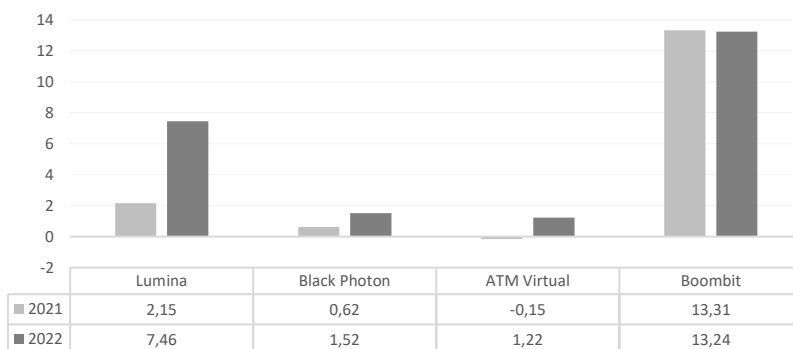
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA LTM dla działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania)



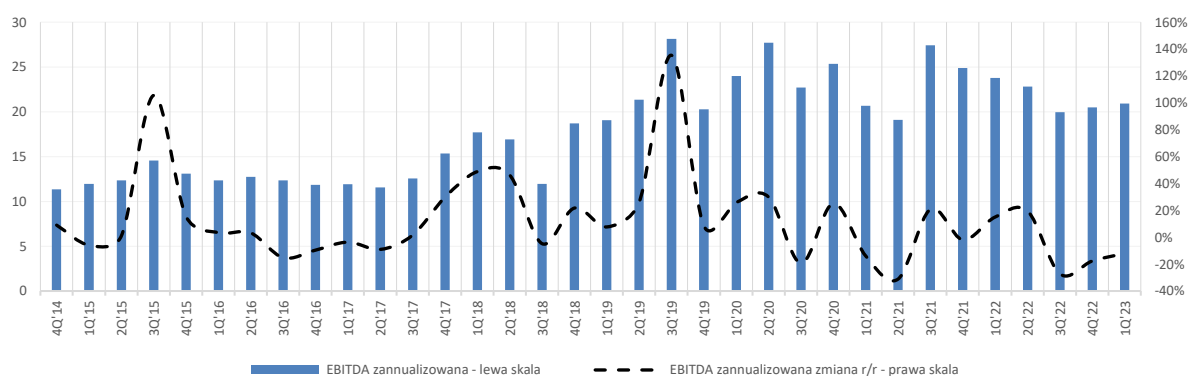
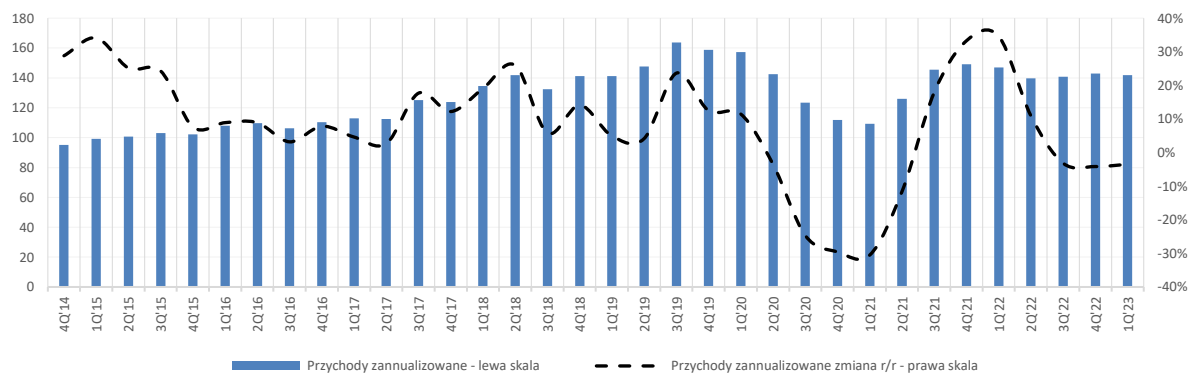
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty wyniku netto wybranych podmiotów, w których jest zaangażowana ATM Grupa [mln PLN] (jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia)



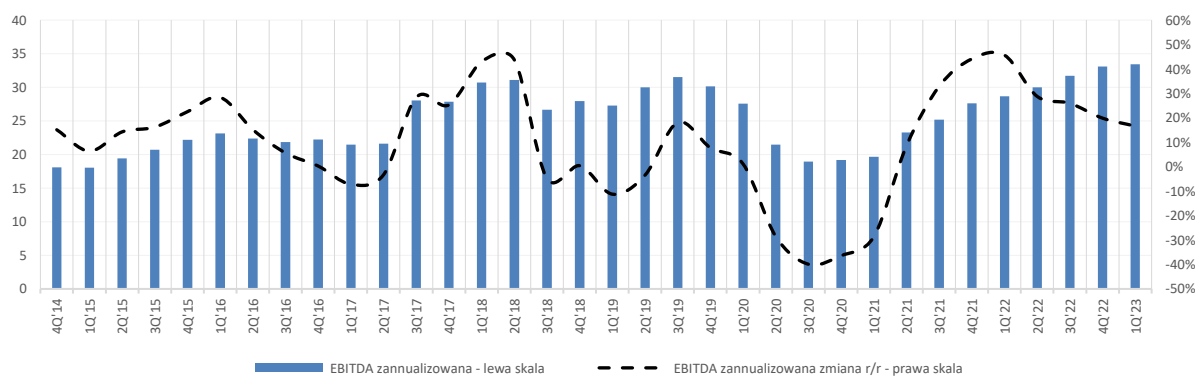
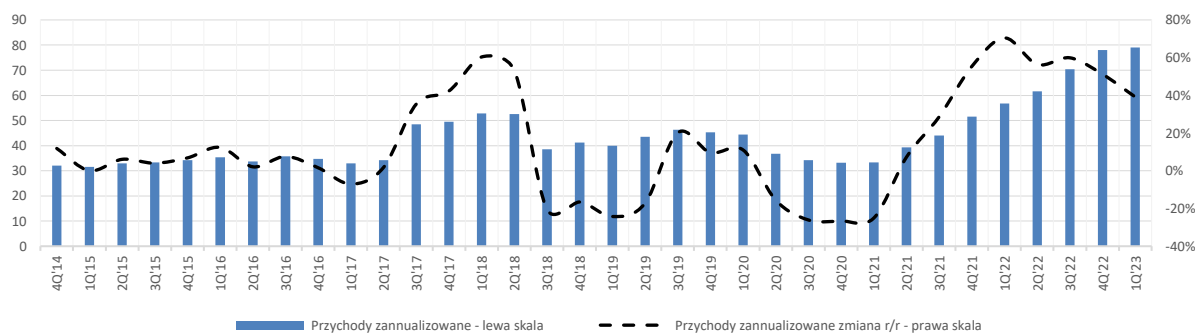
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



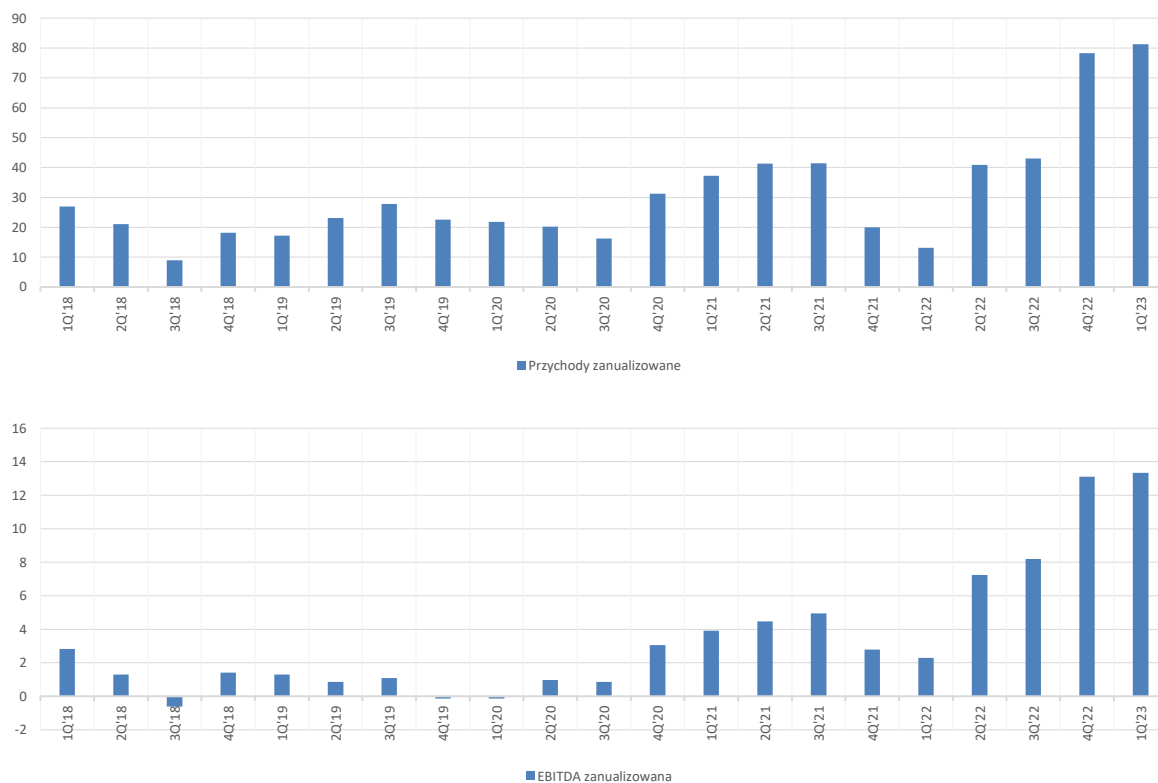
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne przychody oraz EBITDA segmentu zarządzania aktywami trwałymi w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Nie zmieniamy naszego nastawienia i podchodzimy do wyników bieżącego roku z ostrożnością. Zwracamy uwagę na niski poziom kontraktacji segmentu produkcji tv i filmowej oraz wymagającą bazę wynikową w segmencie zarządzania aktywami trwałymi. Przygotowujemy się zatem na scenariusz, że przez najbliższe kwartały spółka będzie prawdopodobnie wykazywała ujemne dynamiki wyników w relacji r/r. W perspektywie 2024-2025 liczymy na odczuwalną poprawę wyników z działalności audiowizualnej.

Nasze oczekiwania dotyczące 2Q 2023 (raport okresowy będzie opublikowany 2023-09-28)

Naszym zdaniem 2Q'23 wskaże, iż w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) w ramach dwóch podstawowych segmentów (produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie) odczyt EBITDA pozostanie na stabilnym poziomie 52,1 mln PLN. Będzie to zatem ósmy z rzędu kwartał, kiedy EBITDA LTM pozostanie w przedziale 52,0-53,6 mln PLN.

Zwracamy jednocześnie uwagę, że punktowo sam 2Q'23 będzie prawdopodobnie najsłabszym kwartałem dla segmentu produkcji tv i filmowej w bieżącym roku. Jest to efekt, na co wcześniej zwracaliśmy uwagę, niskiej kontraktacji nowych tytułów tv oraz jednocześnie zaprzestania realizacji dwóch długoletnich i ważnych pozycji dla ATM Grupa. Dodatkowo przypominamy, że spółka w 1Q'23 pokazała dane silniejsze niż się spodziewaliśmy w segmencie produkcji tv i filmowej, a to jest dla nas wskazanie, iż mogła wcześniej nastąpić konsumpcja przychodów, które mieliśmy w modelu uwzględnione na 2Q. W 3Q i 4Q br. liczymy na stopniową poprawę linii przychodowej w segmencie produkcji tv i filmowej względem pierwszego półrocza'23, choć przygotowujemy się, że będą to nadal wartości słabe w relacji r/r.

Prognozy wyników na 2Q'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23P	zmiana r/r	2Q'22 LTM	2Q'23 LTM P	zmiana r/r
Przychody	83,7	49,0	-42%	242,8	268,3	11%
produkcja tv i filmowa	30,9	26,2	-15%	139,7	137,3	-2%
zarządzanie aktywami trw.	15,7	15,1	-4%	61,6	78,4	27%
działalność deweloperska	37,0	7,4	-80%	40,9	51,8	27%
inne	0,2	0,3	58%	0,6	0,9	43%
EBITDA	16,1	9,1	-44%	52,7	58,4	11%
produkcja tv i filmowa	3,8	2,2	-41%	22,8	19,4	-15%
zarządzanie aktywami trw.	7,1	6,4	-9%	30,0	32,8	9%
działalność deweloperska	5,9	1,1	-81%	7,2	8,5	18%
inne	-0,7	-0,6	-7%	-7,4	-2,3	23%
EBIT	11,2	2,8	-75%	31,8	38,1	20%
Saldo finansowe	-1,0	-0,3	30%	-1,6	-1,8	12%
Udział w wyniku jedn. zależnych *	0,7	1,7	163%	5,4	10,7	97%
Wynik brutto	10,8	4,2	-61%	35,6	47,0	32%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	9,8	3,3	-66%	28,9	38,4	33%
Marża EBITDA	19,2%	18,6%	-3%	21,7%	21,8%	1%
Marża EBIT	13,3%	5,8%	-56%	13,1%	14,2%	8%
Marża netto	11,7%	6,8%	-42%	11,9%	14,3%	19%
Przychody: produkcja tv + zarządzanie	46,6	41,3	-11,3%	201,3	215,6	7,1%
EBITDA: produkcja tv + zarządzanie	10,9	8,6	-20,4%	52,8	52,1	-1,3%

* W 2Q'23 na poziomie wyniku w jednostkach zależnych prawdopodobnie będzie widoczny wpływ przeszacowania udziałów przez Boombit w podmiocie SuperScale. W sprawozdaniu za pierwsze półrocze'23 Boombit pokaże łączny wpływ tego zdarzenia w skonsolidowanym wyniku finansowym w kwocie 8,2 mln PLN.

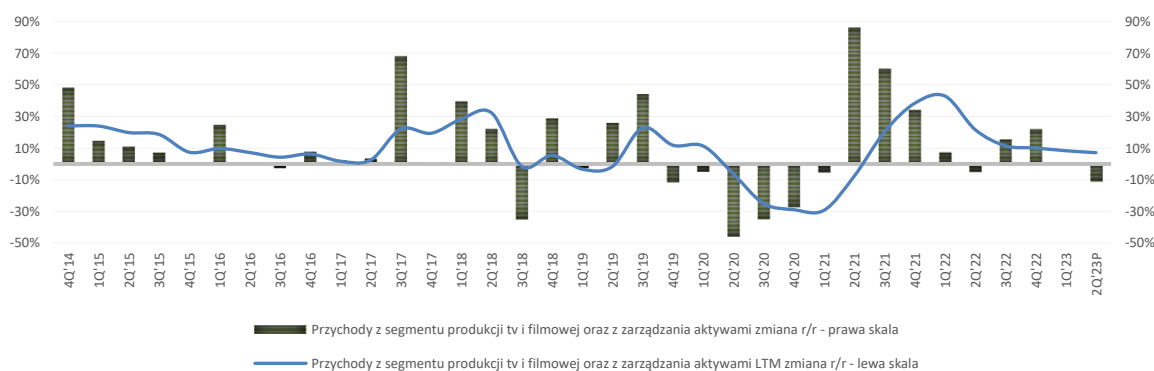
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W ramach działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania) założyliśmy w 2Q'23 przychody na poziomie blisko 41,3 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 11,3% r/r. Za pierwsze półrocze'23 powinna być to wartość ok 87,7 mln PLN. W porównaniu z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami na pierwsze półrocze zrewidowaliśmy w dół przychody o ok 8%. Łączna EBITDA omawianych dwóch segmentów, według nas, może wynieść 8,6 mln PLN. Za pierwsze półrocze może to być zatem 18,4 mln PLN (około 15% mniej niż w naszych wcześniejszych projekcjach).

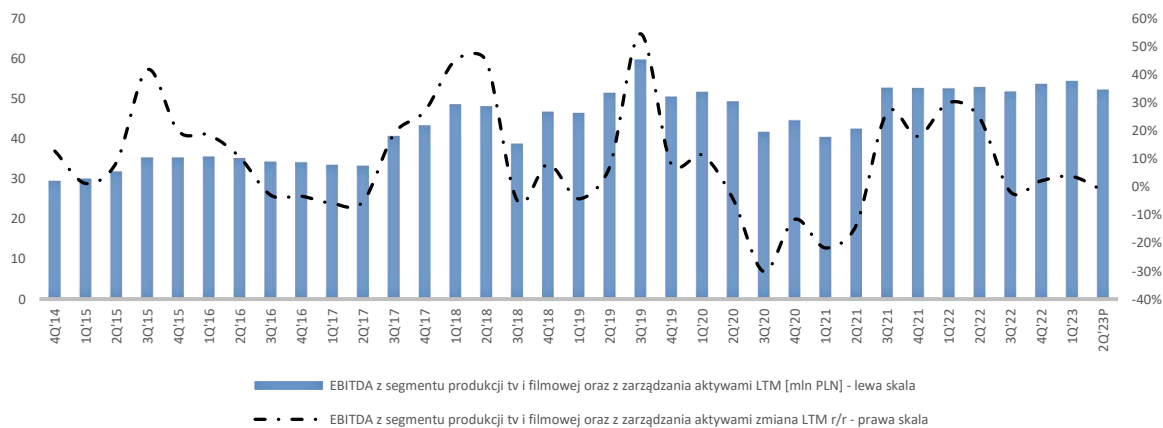
Zakładamy, że do końca 2023 roku spółka w obszarze deweloperki powinna rozliczyć pozostałe pojedyncze obiekty ze Szwecji. Dlatego przyjęliśmy, iż w 2Q'23 przychody segmentu mogą wynieść 7,4 mln PLN. Przypominamy, że po rekordowym dla tego segmentu wyniku z 2022 roku, najbliższe lata prawdopodobnie wskażą na zdecydowanie mniejszą kontrybucję tego obszaru do wyników skonsolidowanych ATM Grupa.

Ogółem, skonsolidowany odczyt EBITDA za 2Q'23 może wynieść 9,1 mln PLN (-44% r/r), a w ujęciu LTM będzie to 58,4 mln (+11% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się zysku w kwocie 3,3 mln PLN (-66% r/r), co będzie wskazywać na odczyt LTM rzędu 38,4 mln PLN (+33% r/r).

Dynamika przychodów z dwóch segmentów (produkcja tv + zarządzanie) w poprzednich kwartałach i nasze założenia na 2Q'23



EBITDA LTM dwóch segmentów (produkcja tv + zarządzanie) w poprzednich kwartałach i nasze założenia na 2Q'23



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment produkcji tv i filmowej + segment zarządzania (działalność audiowizualna)

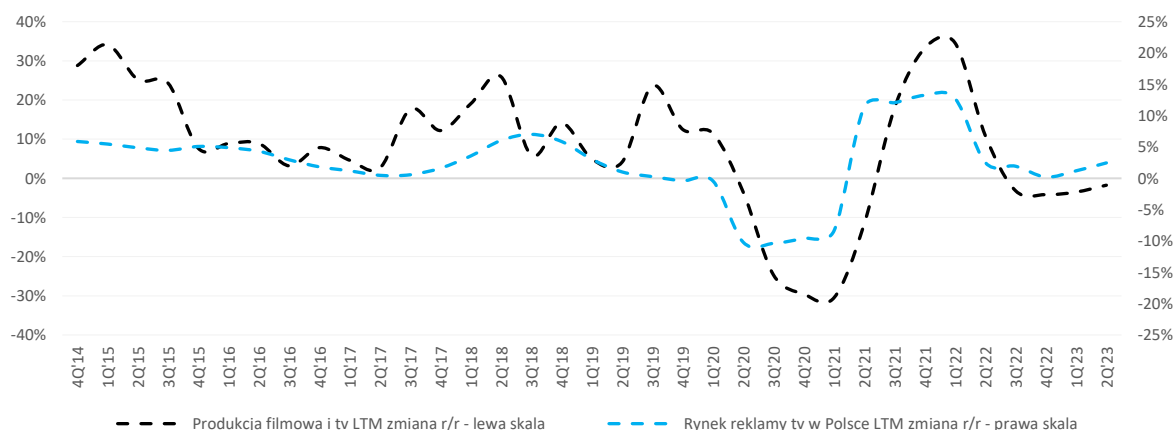
Przychody segmentu produkcji tv i filmowej za cały 2022 rok wykazały erozję o 4% r/r, a EBITDA o 17,7% r/r. Mamy na uwadze, że po wielu latach zaprzestano realizacji dwóch ważnych dla spółki projektów. W pierwszych trzech kwartałach 2022 roku EBITDA w tym obszarze wskazywała ujemne dynamiki r/r, natomiast ostatni kwartał 2022 roku wskazał na wzrost. Dlatego fakt, że w końcu 2022 roku udało się powrócić do dodatnich odczytów (zarówno na przychodach jak i EBITDA w relacji r/r) ocenialiśmy pozytywnie.

Rok 2022 był bardzo mocny dla segmentu zarządzania. Każdy kwartał ubiegłego roku wskazywał na wysokie dynamiki wzrostu przychodów jak i EBITDA r/r. W skali całego 2022 roku wpływy z tego obszaru wzrosły o ponad 51%, a EBITDA była wyższa o niemal 20% r/r.

Suma danych ze wskazanych dwóch segmentów pokazała wzrost przychodów do 220,9 mln PLN (+10,1% r/r) przy symbolicznie wyższym odczycie EBITDA o 2,1% r/r (53,6 mln PLN). Zwracamy uwagę, że od ponad 7 kwartałów z rzędu odczyt LTM EBITDA (suma dwóch omawianych segmentów związanych z działalnością audiowizualną) porusza się w wąskim paśmie 51,7-53,6 mln PLN.

Historycznie przychody segmentu produkcji tv i filmowej były skorelowane z dynamiką rynku reklamy tv w Polsce. Perspektywa spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce spowodowała znaczące ochłodzenie koniunktury na rynku reklamowym. W 2023 roku, wg naszych założeń, dynamika rynku reklamy (w ujęciu nominalnym) może być na średnim jednocyfrowym plusie i prawdopodobnie będzie to kolejny okres z odczytami istotnie poniżej inflacji w Polsce.

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

Przygotowujemy się na scenariusz, że rok 2023 pod względem wyników będzie słabszy dla działalności audiowizualnej (suma dwóch segmentów: produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie). Jest to podejście bardziej pesymistyczne niż ostatnio, kiedy kreśliiliśmy scenariusz płaskich wyników w relacji r/r. Słabsze wyniki w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej traktujemy w dużej mierze jako efekt przesunięcia harmonogramów realizacji i nadal oceniamy, że ATM Grupa jest dobrze przygotowana pod względem możliwości poszerzenia portfela realizowanych projektów i wg nas efekty tego będą mieć pozytywny i odczuwalny wpływ na rezultaty w 2024-2025.

Zwracamy też 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 powinien przynieść znacznie więcej pozytywnych informacji.

Nasza bieżąca symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch wymienionych segmentów w 2023 roku będzie niższa o 13,8% r/r, a w roku 2024 i 2025 wejdzie w obszar dodatnich dynamik: odpowiednio +7,1% i +13,7% r/r/.

Przypominamy też, że w 2023 roku w wynikach będzie widać rozliczenie filmu fabularnego „Skotowani” (spółka otrzymała na ten film wsparcie z PISF). Tym samym w 2Q i 3Q spodziewać się można ujęcia efektów monetyzacji w kinach oraz ewentualnie z kolejnych etapów „cyklu życia” filmu.

Zwracamy dodatkowo uwagę, że na wskazanie przez spółkę w raporcie rocznym za 2022, iż przewidywane nakłady inwestycyjne w najbliższych 2 latach (2023-2024) w kategorii produkcje oraz koprodukcje filmowe i telewizyjne mogą wynieść ok 15-25 mln PLN (jest to istotna zmiana względem poprzedniego wskazania). W naszym modelu na chwilę obecną nie uwzględniamy realizacji istotnego projektu do własnej biblioteki i sygnalizujemy, iż w kolejnych aktualizacjach może to być jeden z powodów zmian w projekcjach. Realizacja scenariusza polegającego na wytworzeniu projektu (serialu) na własne ryzyko może być istotnie innym modelem aniżeli dotychczasowe realizowane projekty (z odpowiednio wyższym profilem risk/return).

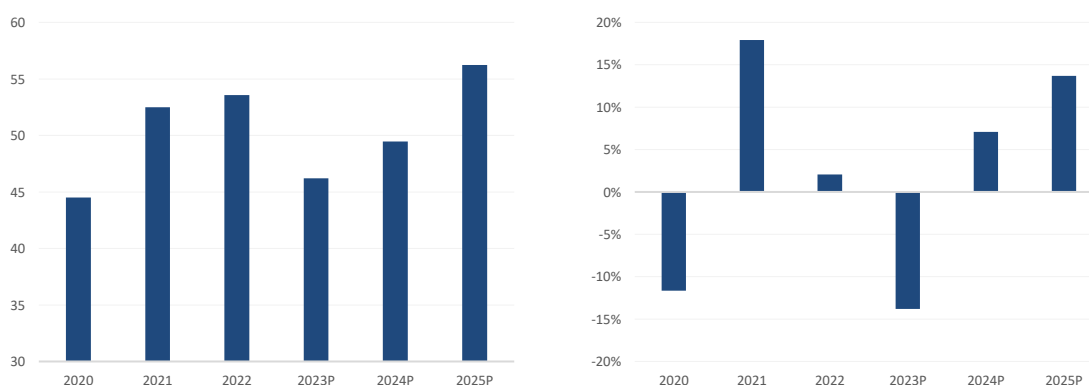
Według nas warto też mieć na uwadze czerwcowy komunikat, iż Wydawnictwo Znak i ATM Grupa podpisały umowę na ekranizację książki Się żyje. Kora. Biografia!. Spółka zakupiła prawa do ekranizacji wspomnianej książki i spodziewamy się, iż projekt będzie obejmował zarówno wersję dokumentalną jak i kinową.

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

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	46,6	83,7	78,4	91,2	49,7	49,0	60,8	49,8	223,9	299,9	209,3	226,1	264,6
produkcja tv i filmowa	33,5	30,9	49,6	29,0	32,5	26,2	38,2	27,3	149,1	142,9	124,1	141,5	169,1
zarządzanie aktywami trw.	12,9	15,7	24,7	24,7	13,9	15,1	19,7	18,5	51,6	78,0	67,3	65,6	67,5
działalność deweloperska	0,0	37,0	4,1	37,2	3,1	7,4	2,6	3,7	20,0	78,3	16,8	17,9	26,9
inne	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	3,2	0,7	1,1	1,1	1,2
EBITDA	8,6	16,1	21,3	18,5	9,5	9,1	16,4	10,9	48,6	64,4	46,0	48,9	56,5
produkcja tv i filmowa	3,2	3,8	10,1	3,4	3,6	2,2	8,4	3,3	24,9	20,5	17,6	20,9	26,2
zarządzanie aktywami trw.	5,9	7,1	10,4	9,8	6,2	6,4	8,3	7,8	27,6	33,1	28,6	28,5	30,0
działalność deweloperska	0,3	5,9	1,4	5,5	0,5	1,1	0,3	0,4	2,8	13,1	2,3	1,8	2,7
inne	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-6,7	-2,3	-2,5	-2,4	-2,4
EBIT	4,7	11,2	16,7	13,7	4,9	2,8	8,8	6,0	26,8	46,2	22,6	26,9	32,8
Saldo finansowe	-0,3	-1,0	0,0	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,7	-2,5	-1,1	-1,1	-1,2
Udział w wyniku jedn. zależnych	0,9	0,7	1,6	5,6	1,8	1,7	1,3	6,1	5,6	8,7	10,9	12,6	13,4
Wynik brutto	5,3	10,8	18,3	18,1	6,5	4,2	9,9	11,8	31,7	52,4	32,4	38,4	45,0
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	4,3	9,8	15,3	14,4	5,4	3,3	7,8	9,3	24,6	43,8	25,8	30,3	35,4
Działalność audiowizualna:													
Przychody (segment produkcja tv + zarządzanie)	46,4	46,6	74,2	53,7	46,4	41,3	57,9	45,8	200,7	220,9	191,4	207,1	236,6
EBITDA (segment produkcja tv + zarządzanie)	9,1	10,9	20,5	13,1	9,8	8,6	16,7	11,1	52,5	53,6	46,2	49,5	56,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładana ścieżka wzrostu EBITDA oraz dynamika wzrostu w ujęciu r/r w latach 2023-2025 (dla segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment związany z działalnością deweloperską

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. W raporcie wyceniliśmy aktywa netto tego segmentu na ok 65 mln PLN, czyli 0,77 PLN/akcję ATM Grupa.

Szacujemy, że zapasy wykazane w bilansie na koniec 2022 roku związane z przedsięwzięciami deweloperskimi wynosiły ok 31,5 mln PLN. Na koniec 2021 roku zapasy powiązane z działalnością deweloperską według naszych szacunków mogły być wyceniane na ponad 66 mln PLN. Spadek poziomu zapasów r/r na koniec 2022 roku związany był przede wszystkim z zakończonymi projektami deweloperskimi w ATM Inwestycje i ATM Living.

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.

Zmiany w prognozie w porównaniu do poprzedniego modelu

W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2023-05-22) zdecydowaliśmy się na zrewidowanie in minus założeń dotyczących podstawowej działalności. Tak jak już wskazaliśmy, bieżący rok upływa pod znakiem słabego zakontraktowania w segmencie produkcja telewizyjna i filmowa, z kolei segment zarządzania aktywami trwałymi ma bardzo wysoką bazę w układzie porównawczym r/r.

W perspektywie najbliższych trzech lat wprowadzone korekty dla segmentu produkcji filmowej i telewizyjnej traktujemy jako przesunięcie w czasie powrotu do wyższej kontraktacji. Nadal oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana na stopniowy wzrost liczby realizowanych projektów (liczymy na odczuwalną poprawę EBITDA na przełomie 2024/2025).

Dla segmentu zarządzanie aktywami zdecydowaliśmy się na trwałe obniżenie założeń, co związane jest z opisanym ryzykiem kontraktacji z Viaplay (przyjęte podejście może okazać się finalnie zbyt konserwatywne).

Przedstawiona obecnie przez nas ścieżka przychodów na wskazanych dwóch segmentach jest niższa o 11%/9%/7% w latach 2023/2024/2025 (w porównaniu z poprzednim modelem). EBITDA dla najbliższych trzech lat w naszym obecnym scenariuszu bazowym rośnie spadła o 13%/11%/10% względem majowych założeń.

Jednocześnie zrewidowaliśmy in plus założenia dla wyniku przypisanego z tytułu zaangażowania w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia. Na rok 2023 jest to głównie efekt Boombit i założenia kolejnego bardzo udanego przełomu roku dla parków iluminacji (Lumina Park).

Finalnie na poziomie netto obecnie zakładamy niższe wyniki odpowiednio o 17%/16%/16% względem tego co oczekiwaliśmy w maju'23.

Wskazanie na zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2023-05-22

	obecnie			było			zmiana %			zmiana mln PLN		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Przychody	209,3	226,1	264,6	232,3	246,0	280,2	-10%	-8%	-6%	-23,0	-19,9	-15,6
produkcja tv i filmowa	124,1	141,5	169,1	145,2	153,2	173,1	-15%	-8%	-2%	-21,1	-11,7	-4,0
zarządzanie aktywami trw.	67,3	65,6	67,5	70,3	74,9	80,7	-4%	-12%	-16%	-3,0	-9,3	-13,2
działalność deweloperska	16,8	17,9	26,9	15,8	16,9	25,3	6%	6%	6%	1,0	1,0	1,6
inne	1,1	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	10%	13%	15%	0,1	0,1	0,2
EBITDA	46,0	48,9	56,5	52,1	54,8	63,1	-12%	-11%	-10%	-6,1	-5,9	-6,6
produkcja tv i filmowa	17,6	20,9	26,2	22,2	22,7	26,8	-21%	-8%	-2%	-4,6	-1,8	-0,6
zarządzanie aktywami trw.	28,6	28,5	30,0	30,7	32,6	35,9	-7%	-12%	-16%	-2,1	-4,1	-5,9
działalność deweloperska	2,3	1,8	2,7	1,5	1,7	2,5	50%	6%	8%	0,8	0,1	0,2
inne	-2,5	-2,4	-2,4	-2,3	-2,2	-2,2	7%	8%	11%	-0,2	-0,2	-0,2
EBIT	22,6	26,9	32,8	28,4	33,9	41,1	-20%	-21%	-20%	-5,8	-7,0	-8,3
Udział w wyniku jedn. zależnych	10,9	12,6	13,4	10,8	11,6	12,1	1%	9%	11%	0,1	1,0	1,3
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	25,8	30,3	35,4	31,0	36,0	42,2	-17%	-16%	-16%	-5,2	-5,7	-6,8
Działalność audiowizualna:												
Przychody	191,4	207,1	236,6	215,5	228,1	253,9	-11%	-9%	-7%	-24,1	-21,0	-17,3
produkcja tv + zarządzanie	46,2	49,5	56,2	52,9	55,3	62,8	-13%	-11%	-10%	-6,7	-5,8	-6,6
EBITDA												
produkcja tv + zarządzanie												

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

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

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	249,0	193,5	223,9	299,9	209,3	226,1	264,6	298,7	319,2
EBITDA	55,7	46,6	48,6	64,4	46,0	48,9	56,5	65,0	69,7
segment produkcja tv	20,3	25,4	24,9	20,5	17,6	20,9	26,2	28,8	30,4
segment zarządzanie	30,1	19,2	27,6	33,1	28,6	28,5	30,0	32,3	33,9
segment nadawanie	6,0	0,1	0,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
segment deweloperka	-0,1	3,0	2,8	13,1	2,3	1,8	2,7	6,4	7,9
inne/wyłączenia	-0,5	-1,0	-7,6	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4
EBIT	34,9	18,1	26,8	46,2	22,6	26,9	32,8	39,9	43,9
Saldo finansowe	-0,9	0,4	-0,7	-2,5	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
Udział w zyskach jedn. zal.	3,0	3,8	5,6	8,7	10,9	12,6	13,4	14,6	15,1
Wynik brutto	37,0	22,3	31,7	52,4	32,4	38,4	45,0	53,3	57,9
Wynik netto	30,7	18,8	25,3	44,6	26,5	31,1	36,4	43,2	46,9
dla akcjonariuszy Grupy	30,1	18,4	24,6	43,8	25,8	30,3	35,4	42,0	45,6
<hr/>									
	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	209,2	211,5	215,7	258,4	262,2	269,3	276,5	284,7	293,9
Rzeczowe aktywa trwałe	157,4	149,4	155,4	175,9	172,0	171,9	172,0	172,4	173,7
Aktywa programowe dl term	2,0	2,5	2,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
WNIP	3,2	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
Wartość firmy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	46,3	57,4	55,9	79,3	87,0	94,2	101,3	109,1	116,9
Aktywa obrotowe	148,5	140,6	158,4	133,1	129,4	148,5	161,8	176,1	185,9
Aktywa programowe	14,0	5,2	1,4	7,5	2,6	2,5	2,9	3,3	3,5
Zapasy	46,8	49,5	67,1	32,2	33,3	40,3	45,0	50,7	54,2
Należności handlowe	36,3	30,4	31,6	29,9	22,9	43,4	47,1	53,2	56,8
Środki pieniężne	23,6	39,2	33,3	43,9	36,5	28,3	32,7	34,8	37,2
Pozostałe aktywa obrotowe	27,8	16,3	25,1	19,7	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1
Razem Aktywa	357,6	352,2	376,6	391,4	391,6	417,8	438,3	460,8	479,8
<hr/>									
Kapitał własny razem	257,0	268,8	280,8	301,4	307,2	318,9	332,5	349,0	364,3
Razem zobowiązania	100,6	83,4	95,9	90,0	84,5	99,0	105,8	111,9	115,5
Zobowiązania długoterminowe	42,7	34,1	40,2	39,1	36,5	36,5	36,5	36,5	36,5
Zobowiązania krótkoterminowe	57,9	49,3	55,1	50,9	48,0	62,4	69,3	75,4	79,0
Razem Pasywa	357,6	352,2	376,6	391,4	391,6	417,8	438,3	460,8	479,8
<hr/>									
	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF Operacyjny	24,8	46,7	27,8	94,4	42,6	32,3	50,0	53,0	59,8
CF Inwestycyjny	-9,9	-15,7	-10,2	-44,4	-33,1	-21,9	-23,8	-25,4	-27,1
CF Finansowy	-26,0	-15,4	-23,5	-39,4	-11,6	-18,6	-21,8	-25,5	-30,2
Przepływy netto razem	-11,1	15,6	-5,9	10,6	-2,2	-8,2	4,4	2,1	2,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Cena akcji [PLN]	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29
Liczba akcji [mln szt.]	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3	84,3
Mkt Cap [mln PLN]	277	277	277	277	277	277	277	277	277
Dług netto [mln PLN]	4	-25	-1	-26	-28	-20	-25	-27	-29
EV [mln PLN]	282	252	276	252	249	257	253	251	248
EPS [PLN]	0,36	0,22	0,29	0,52	0,31	0,36	0,42	0,50	0,54
BVPS [PLN]	3,04	3,18	3,32	3,56	3,63	3,77	3,93	4,13	4,31
DPS [PLN]	0,24	0,09	0,15	0,29	0,24	0,22	0,26	0,30	0,36
Rentowność dywidendy	7,2%	2,6%	4,7%	8,7%	7,3%	6,7%	7,9%	9,2%	10,9%
P/E	9,2x	15,0x	11,3x	6,3x	10,8x	9,2x	7,8x	6,6x	6,1x
EV/EBITDA	5,1x	5,4x	5,7x	3,9x	5,4x	5,3x	4,5x	3,9x	3,6x
EV/EBIT	8,1x	14,0x	10,3x	5,4x	11,0x	9,6x	7,7x	6,3x	5,6x
P/BV	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x
Przychody r/r	11,3%	-22,3%	15,7%	34,0%	-30,2%	8,1%	17,0%	12,9%	6,9%
Marża EBITDA	22,4%	24,1%	21,7%	21,5%	22,0%	21,6%	21,3%	21,8%	21,8%
Marża EBIT	14,0%	9,3%	12,0%	15,4%	10,8%	11,9%	12,4%	13,4%	13,8%
Marża netto	12,3%	9,7%	11,3%	14,9%	12,7%	13,8%	13,8%	14,5%	14,7%
ROE	12,0%	7,0%	9,0%	14,8%	8,7%	9,8%	11,0%	12,4%	12,9%
ROA	8,6%	5,3%	6,7%	11,4%	6,8%	7,4%	8,3%	9,4%	9,8%
Aktywa obrotowe / Przychody	60%	73%	71%	44%	62%	66%	61%	59%	58%
Aktywa trwałe / Przychody	84%	109%	96%	86%	125%	119%	104%	95%	92%
Aktywa / Przychody	144%	182%	168%	131%	187%	185%	166%	154%	150%
Zobowiązania krótkoterminowe / Przychody	23%	25%	25%	17%	23%	28%	26%	25%	25%
Zobowiązania długoterminowe / Przychody	17%	18%	18%	13%	17%	16%	14%	12%	11%
Zobowiązania / Pasywa	28%	24%	25%	23%	22%	24%	24%	24%	24%
Kapitał własny / Pasywa	72%	76%	75%	77%	78%	76%	76%	76%	76%
Dług % [mln PLN]	33	28	28	29	32	32	32	32	32
Dług netto [mln PLN]	4	-25	-1	-26	-28	-20	-25	-27	-29
Dług % / Kapitał własny	12,9%	10,6%	9,9%	9,5%	10,5%	10,1%	9,7%	9,2%	8,8%

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Tomasz Grzeszczyk
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@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	4,51	kupuj	4,95	2023-09-13	23:37 CEST	3,29	66 664
kupuj	4,95	kupuj	4,58	2023-05-22	11:23 CEST	3,45	65 398
kupuj	4,58	wznowienie	---	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 3Q'23*:	, 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	69%	0	0%
Akumuluj	2	15%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	1	8%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	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: 2023-09-13.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-09-13 (23:37 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-09-13.

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 rozpowszechniają 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 WPLYWAĆ 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 2023-09-13:

- 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.
- 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

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.