

ATM Grupa

Zwiększając ekspozycję na produkcję premium

ATM Grupa jest spółką mediową produkującą głównie produkcje TV dla największych nadawców telewizyjnych w Polsce oraz świadczącą dodatkowe usługi związane z produkcją telewizyjną. ATM Grupa w ostatnich latach wyprodukowała kilka seriali TV z kategorii premium oraz swój pierwszy film. Ruch w stronę produkcji premium postrzegamy pozytywnie i oczekujemy, że ta linia będzie głównym czynnikiem wzrostu wyników w kluczowych segmentach spółki. Nie będzie to jednak odzwierciedlone na poziomie skonsolidowanym z uwagi na nasze założenia spadających wyników w działalności deweloperskiej w kolejnych latach: wyłączając działalność deweloperską prognozujemy wzrost skorygowanej EBITDA o 36%/14% r/r w 2021E/2022E. Podkreślamy również pozycję gotówkową netto spółki, która powinna umożliwić płacenie przyzwoitych dywidend w kolejnych latach (dla 2022E/2023E zakładamy PLN 0.30ps/0.36ps, co daje 7.2%/8.7% DY). Prognozujemy w 2021E/2022E odpowiednio PLN 236m/250m przychodów (+22%/+6% r/r) i zysk netto na poziomie PLN 32m/39m (+75%/+20% r/r). Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i obniżamy nasze FV do PLN 5.90ps (co daje 42% potencjału wzrostu) z PLN 6.00ps (głównie ze względu na mniejszą wartość rynkową udziału w Boombicie). Na naszych prognozach ATM Grupa jest handlowana na mnożniku P/E 10.9x/9.1x dla 2021E/2022E, lub wyłączając Boombit na skoryg. P/E 9.7x/8.0x w 2021E/2022E.

Premium napędza kluczowe segmenty. Naszym zdaniem ATM Grupa jest w stanie skorzystać z zarówno rosnącego rynku streamingu wideo (Statista prognozuje wzrost rynku sVoD na poziomie 11% CAGR w latach 2021E-2025E), jak również zwiększonego popytu na polskie produkcje ze strony serwisów OTT. Zakładamy, że ATM Grupa będzie z czasem w stanie produkować rocznie 4 serie premium (w porównaniu do prawie dwóch w rekordowym 2019).

Odbicie po pandemii. Kluczowy biznes produkcji TV i powiązanych usług mocno ucierpiał w 2020 z powodu pandemii, jednak ponieważ kolejne fale pandemii nie powodowały już przerw w produkcji, nie spodziewamy się by podobne przestoje się powtórzyły. W 2021E oczekujemy zobaczyć odbudowę biznesu w kluczowych segmentach produkcji telewizyjnej oraz zarządzania aktywami trwałymi. Prognozujemy dla tych segmentów wzrost przychodów zewnętrznych odpowiednio o 34%/34% w 2021E, a także wzrost skoryg. EBITDA o 31%/39%.

Prognoza 2Q21E. Oczekujemy solidnego 2Q21E w porównaniu do naznaczonego pandemią 2Q20 (produkcja była zatrzymana w kwietniu/maju 2020) i prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 10.2m (+23% r/r) oraz zysk netto na poziomie PLN 5.6m (+112% r/r). Wskazujemy, że wyniki 2Q21E nie będą w pełni porównywalne y/y, gdyż poza wstrzymaniem produkcji różny był jeszcze moment rozpoznania tantiem (szacujemy PLN 5.0m tantiem w 2Q20, natomiast w 2021E zakładamy rozpoznanie tantiem w 3Q21E). Wyłączając wpływ tantiem prognozujemy wzrost raportowanej EBITDA o 212% r/r.

Tabela 1. ATM Grupa podsumowanie prognoz*

PLN m	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	223.8	249.0	193.5	236.1	250.1	253.8
Raportowana EBITDA	53.5	55.7	46.6	52.2	56.2	56.9
Skorygowana EBITDA	48.5	54.4	36.9	51.2	55.2	55.8
Zysk netto	27.8	30.1	18.4	32.2	38.6	40.3
EPS (PLN)	0.33	0.36	0.22	0.38	0.46	0.48
DPS (PLN)	0.22	0.22	0.08	0.15	0.30	0.36
EV/EBITDA rap. (x)	7.0	7.0	7.2	6.4	6.0	5.9
P/E rap. (x)	13.5	12.6	18.7	10.9	9.1	8.7

*Źródło: Spółka, IPOPEMA Research, EV/EBITDA skoryg. o amortyzację aktywów prog.

TMT | Media

ATM Grupa

KUPUJ

FV PLN 5.90 z 6.00

42% potencjału wzrostu

Cena z dnia 3 września 2021 PLN 4.15

Utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	84.3
Kapitalizacja (EUR m)	77.5
12M śr. dzienny wolumen (k)	44.8
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.04
12M max/min (PLN)	4.48/3.40
Waga w WIG (%)	0.04
Reuters	ATGP.WA
Bloomberg	ATG PW

Stopa zwrotu

1M	1.7%
3M	-0.1%
12M	-4.1%

Akcjonariusze (% akcji)

Tomasz Kurzewski i Dorota Michalak-Kurzewska	40.0%
Zygmunt Solorz-Zak	17.4%
Nationale-Nederlanden OFE	9.7%
PKO TFI	7.3%
MetLife OFE	6.2%
Uniqa OFE	5.3%
Pozostali	14.1%

Analitycy

Marcin Nowak
marcin.nowak@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 44
Michał Wojciechowski
michal.wojciechowski@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 69

ATM GRUPA

KUPUJ

FV PLN 5.9

Kapitalizacja EUR 78m

Potencjał wzrostu 42%

Mnożniki wyceny	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E rap. (x)	12.6	18.7	10.9	9.1	8.7
P/E wyłącz. Boombit (x)	13.1	19.3	9.7	8.0	7.8
EV/EBITDA skor.** (x)	6.7	7.2	4.8	4.4	4.4
EV/EBITDA rap. (x)	7.0	7.2	6.4	6.0	5.9
EV/Przychody (x)	1.6	1.7	1.4	1.3	1.3
P/BV (x)	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
Stopa FCFE (%)	2.2%	9.1%	4.8%	7.4%	7.7%
DY (%)	4.9%	2.0%	3.6%	7.2%	8.7%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt)	84.3	84.3	84.3	84.3	84.3
EPS rap. (PLN)	0.36	0.22	0.38	0.46	0.48
BVPS (PLN)	3.04	3.18	3.41	3.57	3.69
FCFEPS (PLN)	0.10	0.37	0.20	0.31	0.32
DPS (PLN)	0.22	0.08	0.15	0.30	0.36

Dynamika r/r	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	11.3%	-22.3%	22.0%	5.9%	1.5%
Raportowana EBITDA	4.3%	-16.3%	11.9%	7.7%	1.2%
Skoryg. EBITDA*	12.2%	-32.3%	38.9%	7.7%	1.2%
EBIT	13.9%	-48.3%	84.2%	7.4%	-1.7%
Rap. Zysk netto	8.4%	-38.8%	74.5%	20.0%	4.4%

Wskaźniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Rap. marż. EBITDA (%)	22.4%	24.1%	22.1%	22.5%	22.4%
Skor. marż. EBITDA (%)	21.9%	19.1%	21.7%	22.1%	22.0%
Marża EBIT (%)	14.0%	9.3%	14.1%	14.3%	13.8%
Rap. marża netto (%)	12.1%	9.5%	13.6%	15.4%	15.9%
ND / EBITDA rap. (x)	0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
ND / EBITDA skor.* (x)	0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
ND / Kapitał (x)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0
ND / Aktywa (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE rap. (%)	12.0%	7.0%	11.6%	13.1%	13.2%
ROIC rap. (%)	10.2%	5.2%	9.2%	9.6%	9.2%

Założenia	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Produkcja telewizyjna i filmowa (PLN m)					
Razem przychody	158.9	111.9	150.4	178.6	192.2
EBITDA raportowana	20.3	25.4	21.9	25.2	26.5
EBITDA skor.*	19.5	16.1	21.0	24.2	25.4
Zarządzanie aktywami trwałymi (PLN m)					
Razem przychody	71.5	49.4	66.3	74.4	78.7
EBITDA raportowana	30.1	19.2	26.6	29.8	31.4
Wynik Black Photon	0.0	-0.3	0.7	4.5	5.8
Nadawanie (PLN m)					
Razem przychody	22.0	16.8	2.7	0.0	0.0
EBITDA raportowana	6.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Działalność deweloperska (PLN m)					
Razem przychody	22.5	31.2	39.1	23.6	11.0
EBITDA raportowana	-0.1	3.0	5.3	3.0	0.8
Produkcja gier komputerowych (PLN m)					
Razem przychody	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA raportowana	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Wynik Boombit	3.2	4.1	5.3	6.0	6.8
Pozostałe (PLN m)					
EBITDA raportowana	-0.4	-0.8	-1.4	-1.6	-1.6

RZIS (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	IAS 17	IFRS 16	IFRS 16	IFRS 16	IFRS 16	IFRS 16
Razem przychody	223.8	249.0	193.5	236.1	250.1	253.8
Dochód z dotacji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty sprzedanych usług, itd.	-182.6	-203.5	-166.4	-189.2	-199.7	-203.9
Koszty ogólnego zarządu	-15.7	-16.1	-14.9	-17.6	-18.8	-19.0
Pozostałe przychody/koszty	5.1	5.5	5.9	4.0	4.1	4.3
Raportowana EBITDA	53.5	55.7	46.6	52.2	56.2	56.9
Skoryg. EBITDA*	48.5	54.4	36.9	51.2	55.2	55.8
EBIT	30.6	34.9	18.1	33.3	35.7	35.1
Koszty finansowe netto	-0.8	-0.9	0.4	-0.5	-0.4	-0.3
Stowarzyszone: Boombit	3.3	3.2	4.1	5.3	6.0	6.8
Stowarzyszone: Black Photon	0.0	0.0	-0.3	0.8	4.5	5.8
Pozostałe przychody/koszty	0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
Zysk przed opodat.	33.3	37.0	22.3	38.8	45.7	47.3
Podatek dochodowy	-5.7	-6.2	-3.4	-6.3	-6.7	-6.6
Mniejszości (zysk)/strata	-0.2	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
Raportowany zysk netto	27.8	30.1	18.4	32.2	38.6	40.3

Bilans (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	210.6	209.2	211.5	221.5	233.1	244.0
Rzeczowe aktywa trwałe	156.9	157.4	149.4	153.4	157.0	160.6
WNIP	5.0	3.4	2.2	2.2	2.1	1.9
Aktywa programowe	2.7	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
Pozostałe aktywa trwałe	46.0	46.3	57.4	63.5	71.5	79.0
Aktywa obrotowe	136.2	148.5	140.6	145.0	140.9	139.5
Należności handlowe i inne	44.4	36.3	30.4	41.9	44.4	44.7
Zapasy	41.0	46.8	49.5	42.6	37.0	37.7
Aktywa programowe	1.7	14.0	5.2	5.2	5.2	5.2
Środki pieniężne	34.7	23.6	39.2	39.6	37.5	34.0
Pozostałe aktywa obrotowe	14.5	27.8	16.3	15.8	16.8	17.9
Aktywa do sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Razem aktywa	346.8	357.6	352.2	366.5	374.0	383.5
Kapitał	246.3	256.2	268.1	287.4	300.8	310.7
Mniejszości	0.1	0.9	0.7	1.0	1.4	1.9
Zobowiązania długo.	49.1	42.7	34.1	33.2	30.7	30.7
Kredyty, pożyczki i leasing	26.8	23.7	18.4	17.5	15.0	15.0
Pozostałe zob. długo.	22.3	19.0	15.7	15.7	15.7	15.7
Zobowiązania krótko.	51.3	57.9	49.3	44.8	41.1	40.2
Kredyty, pożyczki i leasing	7.1	9.6	10.0	7.2	7.2	7.2
Zobowiązania handlowe i inne	26.1	26.9	23.1	21.9	18.2	17.3
Pozostałe zob. krótko.	18.2	21.5	16.2	15.7	15.7	15.7
Razem pasywa	346.8	357.6	352.2	366.5	374.0	383.5
Dług netto (PLN m)	-0.9	9.6	-10.8	-14.9	-15.3	-11.8

Rachunek przepł. (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przepływy z dział. Oper.	35.5	24.8	46.7	41.3	49.1	48.7
Zysk netto	27.8	30.1	18.4	32.2	38.6	40.3
Amortyzacja bez akt. prog.	17.9	19.5	18.8	17.9	19.4	20.7
Amortyzacja akt. prog.	4.9	1.3	9.8	1.0	1.0	1.1
Zmiana kapitału obrotowego	-11.9	-14.9	-3.8	-4.9	-0.6	-1.9
Podatek zapłacony	-4.8	-14.4	2.8	-6.3	-6.7	-6.6
Pozostałe	1.6	3.1	0.6	1.4	-2.6	-4.9
Przepływy z dział. Inwest.	-18.4	-9.9	-15.7	-21.7	-20.4	-18.9
CAPEX netto	-27.3	-11.9	-12.6	-21.9	-23.0	-24.1
Pozostałe	8.9	2.0	-3.1	0.2	2.6	5.2
Przepływy z dział. Finan.	-15.7	-26.0	-15.4	-19.3	-30.8	-33.4
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	7.0	-2.4	-5.3	-3.7	-2.5	0.0
Dywidendy dla akcjonariuszy	-18.5	-18.5	-6.7	-12.6	-25.3	-30.3
Odsetki zapł. (dług i leasing)	-0.8	-1.2	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6
Płatności leasingowe	-1.9	-2.3	-2.0	-2.2	-2.3	-2.4
Pozostałe	-1.4	-1.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
Zmiana gotówki	1.4	-11.1	15.6	0.4	-2.0	-3.5
Śr. Pienięż. na koniec ok.	34.7	23.6	39.2	39.6	37.5	34.0

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research, *Skor. EBITDA wyłącza aktywa prog. z amort.; **EV/EBITDA skor. również wyłącza wartość rynkową udziału w Boombicie z EV

Segmenty, model biznesowy i strategia

W poniższej tabeli podsumowujemy wyniki finansowe poszczególnych segmentów ATM Grupy. Naszym zdaniem segmenty produkcji telewizyjnej i filmowej, a także zarządzania aktywami trwałymi są kluczowymi segmentami dla spółki z punktu widzenia kontrybucji do skonsolidowanych wyników. Zakładamy, że w kolejnych latach znaczenie tych dwóch segmentów zostanie utrzymane z uwagi na: 1) zakończenie działalności przez segment nadawania oraz 2) mniejsze powtarzalne wyniki segmentu działalności deweloperskiej niż zakładane przez nas w 2021E/2022E.

Tabela 2. ATM Grupa: segmenty (2017-2025E)

PLN m	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Skonsolidowane przychody	224.3	223.8	249.0	193.5	236.1	250.1	253.8	268.7	283.0
Raportowana EBITDA	50.4	53.5	55.7	46.6	52.2	56.2	56.9	59.2	61.3
Skorygowana EBITDA*	48.9	48.5	54.4	36.9	51.2	55.2	55.8	58.1	60.1
Produkcja telewizyjna i filmowa									
Łączne przychody	123.8	140.9	159.1	112.0	150.4	178.6	192.2	204.4	216.0
Sprzedaż do stron trzecich	123.8	140.7	158.9	111.9	150.4	178.6	192.2	204.4	216.0
<i>Sprzedaż do stron trzecich jako % skonsolidowanych przychodów (%)</i>	55.2%	62.8%	63.8%	57.8%	63.7%	71.4%	75.7%	76.1%	76.3%
Raportowana EBITDA	15.4	18.7	20.3	25.4	21.9	25.2	26.5	27.6	28.7
<i>Raportowana EBITDA jako % skonsolidowanej raportowanej EBITDA (%)</i>	30.5%	35.0%	36.3%	54.4%	42.0%	44.8%	46.6%	46.7%	46.8%
Skorygowana EBITDA*	14.3	14.3	19.5	16.1	21.0	24.2	25.4	26.5	27.5
Zarządzanie aktywami trwałymi									
Łączne przychody	68.7	65.2	71.5	49.4	66.3	74.4	78.7	82.2	85.6
Sprzedaż do stron trzecich	49.5	41.3	45.2	33.2	43.6	47.6	50.3	52.5	54.6
<i>Sprzedaż do stron trzecich jako % skonsolidowanych przychodów (%)</i>	22.1%	18.4%	18.2%	17.2%	18.5%	19.0%	19.8%	19.5%	19.3%
Raportowana EBITDA	27.8	28.0	30.1	19.2	26.6	29.8	31.4	32.6	33.7
<i>Raportowana EBITDA jako % skonsolidowanej raportowanej EBITDA (%)</i>	55.3%	52.3%	54.1%	41.1%	51.1%	53.0%	55.2%	55.0%	54.9%
Wynik przypisany Black Photon	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.7	4.5	5.8	6.1	6.3
Nadawanie									
Łączne przychody	21.8	23.1	22.0	16.8	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Sprzedaż do stron trzecich	21.8	23.0	22.0	16.8	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Sprzedaż do stron trzecich jako % skonsolidowanych przychodów (%)</i>	9.7%	10.3%	8.8%	8.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Raportowana EBITDA	5.0	5.2	6.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Raportowana EBITDA jako % skonsolidowanej raportowanej EBITDA (%)</i>	9.9%	9.8%	10.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Skorygowana EBITDA*	4.5	4.7	5.5	-0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Działalność deweloperska									
Łączne przychody	29.3	18.2	22.5	31.2	39.1	23.6	11.0	11.5	12.1
Sprzedaż do stron trzecich	29.3	18.2	22.5	31.2	39.1	23.6	11.0	11.5	12.1
<i>Sprzedaż do stron trzecich jako % skonsolidowanych przychodów (%)</i>	13.1%	8.1%	9.0%	16.1%	16.6%	9.5%	4.3%	4.3%	4.3%
Raportowana EBITDA	3.6	1.4	-0.1	3.0	5.3	3.0	0.8	0.8	0.8
<i>Raportowana EBITDA jako % skonsolidowanej raportowanej EBITDA (%)</i>	7.1%	2.7%	-0.2%	6.5%	10.2%	5.3%	1.4%	1.4%	1.4%
Produkcja gier komputerowych									
Łączne przychody	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sprzedaż do stron trzecich	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>Sprzedaż do stron trzecich jako % skonsolidowanych przychodów (%)</i>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Raportowana EBITDA	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<i>Raportowana EBITDA jako % skonsolidowanej raportowanej EBITDA (%)</i>	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
Wynik przypisany Boombitowi	4.2	3.3	3.2	4.1	5.3	6.0	6.8	6.8	6.8
Pozostałe									
Sprzedaż do stron trzecich	0.5	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<i>Sprzedaż do stron trzecich jako % skonsolidowanych przychodów (%)</i>	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Raportowana EBITDA	-1.1	0.3	-0.4	-0.8	-1.4	-1.6	-1.6	-1.6	-1.7

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 3. Podsumowanie udziału segmentów w skonsolidowanych przychodach, skorygowanej EBITDA oraz zysku netto (2019-2020)

	2019 Przychody zewnętrzne	2019 Skoryg. EBITDA	2019 Zysk netto	2020 Przychody zewnętrzne	2020 Skoryg. EBITDA	2020 Zysk netto
Produkcja telewizyjna i filmowa	63.8%	35.7%	45.6%	57.8%	43.6%	61.4%
Zarządzanie aktywami trwałymi	18.2%	55.4%	33.7%	17.2%	52.0%	12.9%
Nadawanie	8.8%	10.1%	10.7%	8.7%	-1.1%	-10.6%
Działalność deweloperska	9.0%	-0.2%	-0.7%	16.1%	8.3%	13.5%
Produkcja gier komputerowych	0.0%	-0.3%	9.9%	0.0%	-0.7%	20.7%
Pozostałe	0.2%	-0.7%	0.9%	0.2%	-2.1%	2.1%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Produkcja telewizyjna i filmowa

Produkcja telewizyjna i filmowa jest największym operacyjnym segmentem ATM Grupy, który odpowiadał za 55-64% przychodów od klientów zewnętrznych i 36-46% zysku netto w latach 2017-2019. Znaczenie segmentu z punktu grupy wzrosło w 2020 roku, w którym to segment wygenerował 58% przychodów od klientów zewnętrznych i 63% zysku netto grupy. W większych szczegółach w 2019 roku (to jest ostatnim „normalnym” roku przed pandemią COVID-19) łączne przychody segmentu, raportowana EBITDA i skorygowana EBITDA (to jest wyłączając amortyzacje aktywów programowych, oszacowaną przez nas) wyniosły odpowiednio PLN 159.1m (+13% r/r), PLN 20.3m (+8% r/r) i PLN 19.5m (+36% r/r). W 2020 roku nie tylko wpływ pandemii COVID-19 był widoczny, ale także mniejsza ilość produkcji „premium” była rozpoznana w przychodach. Uwzględniając te czynniki łączne przychody segmentu, raportowana EBITDA i skorygowana EBITDA w 2020 roku wyniosły odpowiednio PLN 112.0m (-30% r/r), PLN 25.4m (+25% r/r) oraz PLN 16.1m (-17% r/r). Naszym zdaniem EBITDA raportowana segmentu nie jest dokładnym odzwierciedleniem wyników danej linii z uwagi na to, że ATM Grupa klasyfikuje amortyzacje aktywów programowych jako amortyzację, a nie jako osobny zwykły koszt (co jest naszym zdaniem bardziej adekwatnym podejściem, między innymi stosowanym przez Cyfrowy Polsat).

ATM Grupa nie ujawnia dokładnie mixu produktowego rozpoznanego w przychodach w danym okresie. Pośród mixu produkcji wyróżniamy:

- „Zwykłe” produkcje zorientowane na TV i zamawiane przez nadawców telewizyjnych, począwszy od wielosezonowych seriali (w tym o uznanej pozycji jak przykładowo „Ojciec Mateusz”, „Pierwsza Miłość” lub „Świat według Kiepskich” oraz inne) do produkcji dokumentalnych i rozrywkowych. Odpowiadają one za większość produkcji spółki.
- „Premium” seriale TV zamawiane przez platformy streamingowe OTT lub nadawców telewizyjnych. Projekty premium różnią się od zwykłych produkcji zarówno pod kątem długości (seriale premium mają zazwyczaj jednocyfrową liczbę odcinków w sezonie) i ogólnym kosztem wyprodukowania odcinka serialu (może wynieść nawet PLN 2m lub więcej w zależności od projektu według ATM Grupy). Zakładamy, że udział produkcji premium w przychodach segmentu będzie rosł w kolejnych okresach.
- Filmy zamawiane przez producentów filmowych (lub potencjalnie w przyszłości także serwisy streamingowe).
- Tantiemy z tytułu reemisji programów zrealizowanych przez grupę, które są zazwyczaj płatne raz do roku przez Związek Autorów i Producentów Audiowizualnych (ZAPA, organizacja sektorowa).

Poza bezpośrednimi zamówieniami, niektóre tytuły ATM Grupa tworzy i produkuje wewnętrznie. W takich przypadkach ATM Grupa bierze na siebie ryzyko przyszłej monetyzacji w postaci sprzedaży licencji do tych produkcji do zainteresowanych podmiotów (przykładem jest drugi sezon serialu „Znaki” sprzedanego do AXN w 2020). W tych przypadkach koszty produkcji są kapitalizowane w aktywach programowych, a później amortyzowane po sprzedaży licencji. W ostatnich latach produkcje rozwijane wewnętrznie stanowiły mniejszość w mixie produkcji segmentu (biorąc pod uwagę wielkość amortyzacji aktywów programowych). Większość przychodów segmentu jest związana z produkcjami zamawianymi przez podmioty trzecie – w ich przypadku spółka rozpoznaje przychody i koszty proporcjonalnie w momencie produkcji (to jest nie w momencie wykorzystania produkcji przez nabywcę).

W naszym modelu rozbijamy przychody ze sprzedaży segmentu na cztery główne kategorie zgodnie z naszym przedstawionym powyżej podziałem: „zwykłe” produkcje, seriale „premium”, filmy i przychody z tantiem. Stosujemy takie podejście również z uwagi na ich zróżnicowane momenty rozpoznania w czasie. Zakładamy, że przychody z tantiem będą rozpoznawane raz do roku (choć konkretny kwartał kalendarzowy może się zmieniać na przestrzeni lat), podczas gdy przychody/koszty z pozostałych projektów będą zależały od planów produkcyjnych lub sprzedaży licencji (szacunkowo przypisanych do poszczególnych kwartałów). Zakładamy też, że zwykłe projekty są produkowane w trybie ciągłym.

„Zwykłe” produkcje – odbicie w 2021E po pandemii i stabilne perspektywy w kolejnych latach

W 2020 roku pandemia COVID-19 dwójako wpłynęła na produkcję zwykłych projektów TV przez spółkę. Z jednej strony spowodowała wymuszoną przerwę w procesie produkcyjnym pomiędzy 13 marca 2020 i 25 maja 2020 przez ogłoszone restrykcje. To miało negatywny wpływ na przychody segmentu w 2Q20 w ujęciu r/r, co było częściowo zrównoważone poprzez przyspieszony wpływ przychodów z tantem. Na szczęście druga i trzecia fala pandemii nie wiązał się z wprowadzeniem nowych ograniczeń dla sektora, co umożliwiło nieprzerwaną produkcję w kolejnych kwartałach. Szacujemy jednak, że rozpoznane przychody ze zwykłych produkcji były niższe r/r nie tylko w 1Q20 i 2Q20, ale także w 2H20 (łącznie w całym 2020 szacujemy przychody ze zwykłych produkcji na PLN 100.6m, -23% r/r, co przekładało się na 90% łącznych przychodów segmentu w porównaniu do szacowanych 82% w 2019 roku i 96% w 2018). Spadek r/r w 2Q20 przypisujemy pośrednio pandemii, ponieważ naszym zdaniem popyt od klientów ucierpiał na skutek niższych przychodów reklamowych na rynku, a także dodatkowemu wpływowi na proces produkcyjny (środki bezpieczeństwa, itd.).

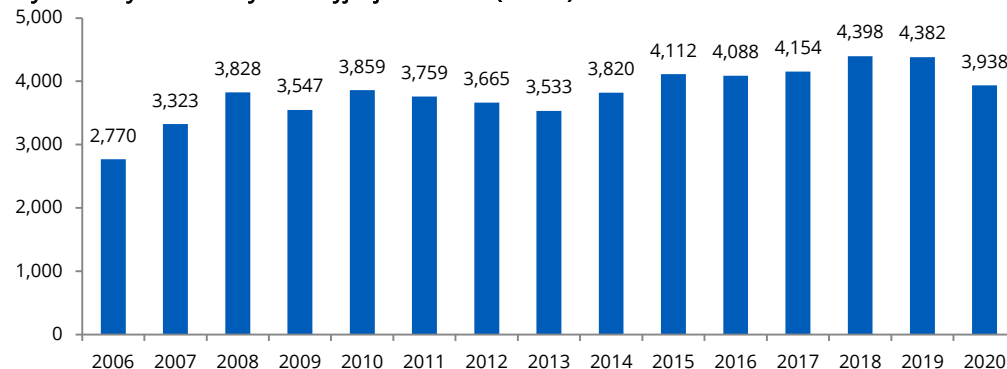
W 2021E zakładamy brak pandemicznych zakłóceń w produkcji zwykłych projektów, co pozwoli na odbicie w ujęciu r/r. Nie spodziewamy się jednak, że przychody z zwykłych produkcji w 2021E przebiją poziom z 2019 roku z powodu słabszego początku roku (zakładamy je na poziomie PLN 128.6m, +28% r/r, ale 2% poniżej 2019 roku). W kolejnych latach zakładamy średniorocznie stabilny niski jednocyfrowy wzrost przychodów, co będzie wspierane przez oczekiwany przez nas powolny wzrost rynku reklamy telewizyjnej (w naszym bazowym scenariuszu nie zakładamy wprowadzenia żadnego podatku od reklamy telewizyjnej, w szczególności w wersji zaproponowanej przez rząd w lutym 2021).

Publicis Groupe szacuje, że szeroki rynek reklamowy w 1Q21 i 2Q21 wzrósł odpowiednio o 2% i 41% r/r (podczas gdy rynek reklamy telewizyjnej odpowiednio spadł o 1% r/r i wzrósł o 48%). Dla całego roku 2021 Publicis Groupe prognozuje 13% wzrostu r/r (w porównaniu do 8.5% prognozowanych po danych za 1Q21) i zakłada wzrost w głównych kanałach reklamowych (prognozuje spadek r/r tylko w magazynach i prasie). Z drugiej strony Cyfrowy Polsat prognozuje dwucyfrowy wzrost rynku reklamy telewizyjnej w 2021E, zgodnie z komentarzem z konferencji po 2Q21 (Cyfrowy podniósł prognozę w porównaniu do komentarzy z maja 2021 o średnim jednocyfrowym wzroście).

Tabela 4. Wartość rynku reklamowego w Polsce 1Q16-2Q21 (PLN m)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Total	1,892	2,328	1,822	2,557	1,940	2,335	1,859	2,716	2,111	2,559	2,002	2,847	2,113	2,636	2,120	2,955	2,119	1,887	2,061	2,906	2,162	2,666
TV	907	1,130	814	1,237	912	1,115	824	1,303	996	1,202	872	1,328	966	1,203	888	1,325	933	778	871	1,356	922	1,155
Internet	559	694	615	725	620	743	646	829	709	860	718	930	759	940	799	1,027	814	875	873	1,124	956	1,137
Radio	154	169	140	210	152	158	150	222	163	179	156	236	161	177	169	246	161	131	155	234	162	189
Reklama zewnętrzna	100	150	102	132	100	149	106	140	106	146	115	149	100	153	129	162	96	43	96	98	63	103
Magazyny	80	102	75	109	71	93	70	100	69	87	64	91	63	79	59	84	57	35	33	54	38	45
Prasa	49	67	58	67	42	55	48	61	40	52	46	55	36	47	42	49	32	26	29	35	22	29
Kina	24	27	30	54	26	31	29	55	28	32	32	58	29	35	34	63	25	0	4	5	0	7

Źródło: Publicis Groupe, Starcom, IPOPEMA Research

Wykres 1. Rynek reklamy telewizyjnej 2006-2020 (PLN m)

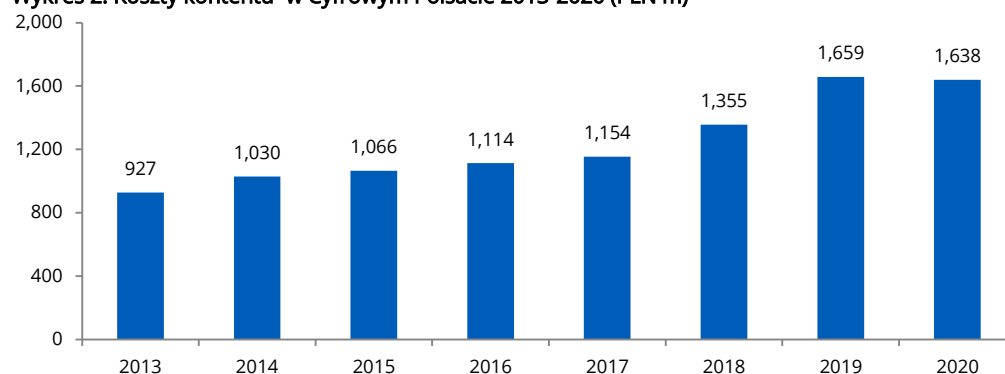
Źródło: Publicis Groupe, Starcom, Starlink, IPOPEMA Research

Naszym zdaniem nawet jeśli w długoterminowej perspektywie dynamika rynku reklamy TV zacznie się wypłaszczać lub powoli spadać, nie musi to koniecznie oznaczać, że produkcje produkowane przez ATM Grupę natychmiast staną się mniej potrzebne lub że zobaczymy natychmiastową presję na marże. W naszym odczuciu w przypadku spłaszczenia średniego wzrostu lepiej pozycjonowani nadawcy TV (Cyfrowy Polsat i grupa Discovery/TVN; naszym zdaniem Polska Telewizja Publiczna to inny przypadek z uwagi na obecny model finansowania) najpierw będą utrzymywać wydatki na produkcje telewizyjne by bronić przychodów z reklamy. Co więcej naszym zdaniem w takim przypadku również koszty produkcji się zmieniają, co będzie miało wspierający wpływ na marże ATM Grupy.

Podkreślamy, że przychody segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej w dużym stopniu zależą od kluczowych nadawców TV: Polsatu (z grupy Cyfrowego Polsatu) i Polskiej Telewizji Publicznej (TVP), które wspólnie odpowiadają za 41-52% skonsolidowanych przychodów spółki w latach 2017-2020 (w tym 27-33% Polsat oraz 11-24% TVP). Nie wykluczamy, że część tych przychodów może być rozpoznana w segmencie zarządzania aktywami trwałymi (jako płatność za dodatkowe usługi lub najem nieruchomości), jednak zakładamy, że większość przypada na segment produkcji telewizyjnej i filmowej. Odnosząc łączny udział Polsatu i TVP w przychodach tylko do przychodów segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej otrzymujemy 74-82% udział w przychodach od klientów zewnętrznych w latach 2017-2020 (w tym 42-49% przypadające tylko Cyfrowemu w latach 2017-2019 i 58% w 2020 pandemicznym roku). Alternatywnie łączne przychody Cyfrowego i TVP przeliczone do sumy przychodów od klientów zewnętrznych w segmentach produkcji telewizyjnej i zarządzania aktywami wyniosły 53-63%.

W tym kontekście zwracamy uwagę, że kontrolujący akcjonariusz Cyfrowego Polsatu, Pan Zygmunt Solorz, jest posiada również istotny udział w ATM Grupie (na dzień 3 września 2021 posiadał 17.4% akcji oraz 13.7% głosów). Z tego względu uważamy za mało prawdopodobne, że Polsat istotnie zmniejszy zamówienia na zwykłe produkcje w kolejnych latach.

Wykres 2. Koszty kontentu* w Cyfrowym Polsacie 2013-2020 (PLN m)



*Źródło: Cyfrowy Polsat, IPOPEMA Research *Koszty kontentu w Cyfrowym Polsacie uwzględniają również koszty praw sportowych.*

Naszym zdaniem ATM Grupa ma dość zdywersyfikowany portfel projektów w obszarze zwykłych produkcji biorąc pod uwagę liczbę produkcji w ciągu roku. W 2020 aż 58 projektów ATM Grupy było wyświetlanych na 42 kanałach (w 2019 odpowiednio 59 produkcji na 43 kanałach, a w 2018 odpowiednio 59 produkcji na 38 kanałach).

Content „premium” i filmy – oczekiwanie na skalowalność

Tym, co odróżnia seriale „premium” od zwykłych produkcji telewizyjnych jest zarówno długość serii (seriale premium mają zazwyczaj jednocyfrową liczbę odcinków w sezonie) jak i budżet produkcji. Według ATM Grupy koszt wyprodukowania jednego odcinka serialu premium zazwyczaj przekracza PLN 2m i może się różnić znacząco w zależności od obsady, gatunku i potrzeby usług postprodukcyjnych.

W ostatnich latach ATM Grupa ukończyła tylko kilka projektów premium, w których była producentem, w szczególności:

- **„W głębi lasu”** (angielski tytuł „The Woods”). Serial debiutujący na Netflixie 12 czerwca 2020 o długości 6 odcinków oparty o książkę Harlana Cobena. Po premierze „W głębi lasu” zdołało osiągnąć pozycję w rankingu top 10 w kilku krajach (w tym top 1 serial w Wielkiej Brytanii 15 czerwca 2020). Na portalu Imdb.com serial ma ocenę 6.5/10.
- **„Jak zostać gwiazdą”** (angielski tytuł „How to Become a Star”). Pierwszy film wyprodukowany przez ATM Grupę, którego premiera w kinach miała miejsce 2 października 2020 (to jest około miesiąca przed zamknięciem kin z powodu drugiej fali pandemii, pierwotna data premiery była ustalona na 19 czerwca 2020).
- **„Wataha”** (angielski tytuł „The Pack”). Serial TV z trzema już wypuszczonymi sezonami emitowany przez HBO (pierwsze odcinki poszczególnych sezonów zadebiutowały odpowiednio 12 października 2014, 15 października 2017 i 6 grudnia 2019).

Dodatkowo ATM Grupa świadczyła trochę technicznych usług dla filmu realizowanego przez Aurum dla Netflixu „Wszyscy moi przyjaciele nie żyją” (angielska nazwa „All My Friends Are Dead”), który miał premierę na Netflixie 28 grudnia 2020 w Polsce, i 3 lutego 2021 w innych krajach. Ponieważ ATM Grupa nie była głównym producentem tego filmu, nie klasyfikujemy go jako produkcji premium w naszych wyliczeniach.

Na dzień 12 maja 2021 (to jest datę konferencji spółki po wynikach za 4Q20) ATM Grupa pracowała nad kolejnym projektem premium – drugim serialem dla Netflixu na podstawie książki Harlana Cobena „Zachowaj spokój” (angielska nazwa „Hold Tight”). Jego produkcja rozpoczęła się w 2Q21, a ATM Grupa planuje jej zakończenie w 2021E i przewiduje premierę na Netflixie w 2H22E.

Naszym zdaniem ekspansja w obszarze produkcji premium może być głównym czynnikiem wzrostu dla wyników segmenty produkcji telewizyjnej i filmowej w przyszłości (pośrednio również dla segmentu aktywów trwałych, gdyż Black Photon świadczy usługi postprodukcyjne). Jednakże, chociaż globalny rynek serwisów streamingowych się rozwija, to jak do tej pory nie przełożyło się to na zbudowanie znaczącego portfela produktów premium przez ATM Grupę.

Powolny start w obszarze produkcji premium jest najlepiej widoczny w przypadku serialu „Wataha” i zamówień od Netflixu. W szczególności podkreślamy, że zamówienie i wyemitowanie tylko trzech sezonów „Watachy”, uznanego serialu lokalnie w Polsce, zajęło HBO ponad 5 lat (licząc czas pomiędzy premierami, nie uwzględniając czasu produkcji pierwszego sezonu). W przypadku Netflixu zwracamy uwagę, że ATM Grupa rozpoczęła produkcję drugiego serialu prawie rok po światowej premierze „W głębi lasu”, czyli prawie dwa lata po starcie produkcji „W głębi lasu” (przy czym pandemia COVID-19 mogła wpłynąć na proces decyzyjny).

Przerwy w produkcji projektów premium potwierdzają zasadność pytania jaka jest rzeczywista zdolność spółki do regularnego produkowania tego typu treści. Naszym zdaniem ATM Grupa jest w stanie produkować kilka projektów premium rocznie (zwłaszcza, że produkcja nie trwa pełnego roku), przy czym istnieją pewne ograniczenia związane z dostępnością jakościowej obsady, reżyserów, scenarzystów, itd. W naszej opinii większą przeszkodą w wypełnieniu harmonogramu produkcji są same platformy streamingowe, które zarządzają swoimi budżetami na produkcji w określonych granicach. Według ATM Grupy spółka ma wiele projektów w fazie koncepcyjnej proponowanych potencjalnym klientom, co naszym zdaniem potwierdza, że zmiana podejścia platform może być potrzebna by ATM Grupa prowadziła więcej projektów.

Zwracamy uwagę, że ATM Grupa w 2019 roku realizowała 3 projekty premium (z których zakładamy, że 80% przychodów zostało rozpoznanych w 2019 roku): „W głębi lasu”, trzeci sezon „Watahy” oraz „Jak zostać gwiazdą”. Naszym zdaniem to pokazuje, że spółka jest zdolna do jednoczesnej produkcji kilku projektów premium w ciągu jednego roku kalendarzowego. Szacujemy, że w 2020 roku spółka rozpoznała mniej niż jeden projekt (ukończenie „W głębi lasu” oraz „Jak zostać gwiazdą”), natomiast w 2021E zakładamy skończenie „Zachowaj spokój” oraz rozpoczęcie prac nad kolejnym, jeszcze nie nazwanym, serialem premium, co pozwoli na rozpoznanie efektywnie ekwiwalentu 1.25x serialu premium w przychodach. W kolejnych latach nie zakładamy produkcji filmów przez ATM Grupę, ponieważ uważamy, że bardziej racjonalne będzie skupienie się na serialach niż na filmach z uwagi na większe budżety (szacujemy budżet „Jak zostać gwiazdą” na tylko kilka milionów PLN). W 2022E i 2023E

zakładamy, że ATM Grupa rozpozna odpowiednio w przychodach ekwiwalent 2.5x oraz 3.0x serialu. W kolejnych latach zakładamy, że spółka będzie w stanie produkować średnio 4.0x serialu począwszy od 2025E, natomiast nie wykluczamy, że w długim terminie zdolności ATM Grupy mogą być większe. Zakładając PLN 12-16m przychodów z jednego sześciocyfrowego sezonu serialu premium prognozujemy PLN 16.5m przychodów z produkcji premium w 2021E, PLN 35.8m w 2022E oraz PLN 63.6m w 2025E.

Zakładamy również, że produkcje typu premium są bardziej marżowe niż zwykłe produkcje. Szacujemy, że w 2019 około PLN 2.9m EBIT można było przypisać produkcjom premium, to jest około 8.3% skonsolidowanego EBIT spółki. W latach 2022E/2023E zakładamy, że projekty premium wygenerują PLN 5.4m/6.6m EBIT, to jest 15.0%/18.8% skonsolidowanego wyniku EBIT (brak kontrybucji wyniku z segmentu nadawania oraz niższe powtarzalne wyniki w działalności deweloperskiej powinny zwiększyć udział produkcji premium w skonsolidowanych wynikach).

Tabela 5. Założenia IPOPEMA dotyczące projektów premium w latach 2017-2025E (szt)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ekwiwalent seriali premium rozpoznanych w przychodach (sztuk)	1.00	0.00	1.60	0.40	1.25	2.50	3.00	3.50	4.00
Ekwiwalent filmów rozpoznanych w przychodach (sztuk)	0.00	0.00	0.80	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Źródło: IPOPEMA Research

Naszym zdaniem platformy OTT mogą być skłonne zwiększyć zamówienia na seriale premium w przypadku, kiedy zostanie potwierdzona jakość produkcji ATM Grupy oraz kiedy zostaną już nawiązane relacje pomiędzy podmiotami. Podejrzewamy, że zarówno „W głębi lasu” oraz „Wataha” potwierdziły zdolność ATM Grupy do wykonywania projektów premium i że mogą one stanowić punkt odniesienia w negocjacjach z platformami OTT w przyszłości (z Netflixem i HBO lub innymi platformami). W kontekście relacji, naszym zdaniem również posiadanie udziałów w Black Photon może być pomocne, jako że świadczy on usługi postprodukcyjne dla projektów premium.

Wskazujemy również na współpracę ATM Grupy z NENT Group, który wystartował z platformą OTT Viaplay w Polsce 3 sierpnia 2021, na której są dostępne nie tylko prawa sportowe (Bundesliga i Liga Europy UEFA, począwszy od sezonu 2022/23 dostępna będzie również Premier League, ATM Grupa zorganizowała studio live dla Viaplay), ale również seriale TV i filmy. NENT Group ogłosiła w dniu startu Viaplay w Polsce, że zamówi 3 projekty premium w Polsce, w tym „Czarny pies” (sześciocyfrowy serial stworzony przez Artura Kowalewskiego, producenta kreatywnego z ATM Grupy, jak podano w komunikacie NENT) oraz dwa inne projekty (produkowane przez Opus TV i NENT Group's Paprika Studios Poland). Nie wykluczamy, że NENT w przyszłości może być zainteresowany zakupem projektów premium bezpośrednio od ATM Grupy.

Rynek streaming wideo – konkurowanie biblioteką treści

Statista.com prognozuje wartość rynku streamingu wideo (SVOD) na poziomie około USD 71 mld i spodziewa się wzrostu 11% CAGR wzrostu w latach 2021-2025. Z drugiej strony, Grand View Research szacuje wzrost rynku streamingu wideo w latach 2021-2028 na poziomie 21% CAGR oraz podkreśla rosnące zapotrzebowanie na oryginalne produkcje, trend hybrydowej monetyzacji i fragmentacji treści ze względu na konkurencję jako czynniki wzrostu w kolejnych latach. Dla porównania, tylko Netflix miał w 2020 USD 25mld przychodów.

Biorąc pod uwagę wielkość budżetów na produkcje największym graczem na rynku jest Netflix, który planuje wydać w 2021 ponad USD 17mld na treści w porównaniu do gotówkowych wydatków na poziomie USD 11.8mld w 2020 oraz USD 13.9mld w 2019. Amazon wydał w 2020 USD 11mld na produkcje wideo oraz muzykę w porównaniu do USD 7.8mld w 2019. Disney planuje wydawać USD 8-9mld na potrzeby Disney+ do 2024 roku.

Głównymi platformami wideo OTT globalnie są:

- Netflix (dostępny w Polsce);
- Amazon Prime Video (dostępny w Polsce);
- Disney+ (obecnie planowany start w Polsce jest na 2022E, Disney planuje wyprodukować 60 seriali oryginalnych w Europie do 2024E);

- HBO Max / HBO GO (po połączeniu Warner Bros i Discovery może zwiększyć zakres biblioteki treści dostępnej na platformach, obecnie planowany start HBO Max w Polsce jest na 2022, podczas gdy HBO GO jest już dostępne).

Z lokalnego punktu widzenia następujące platformy również odgrywają istotną rolę w Polsce:

- Canal+ online;
- Player.pl (z grupy Discovery);
- Viaplay (od NENT Group, wystartował 3 sierpnia 2021);
- Polsat Box Go (Ipla.pl przed rebrandingiem, z grupy Cyfrowy Polsatu).

Zwracamy również uwagę, że zarówno Discovery jak i Cyfrowy Polsat planowały w ramach wspólnego JV wystartować z nową platformą (według planów z 2019 roku), jednakże na ten moment wydaje się to mało prawdopodobne do zrealizowania biorąc pod uwagę brak oficjalnych komentarzy i brak złożenia wniosku do UOKiK po przekazaniu sprawy na lokalny poziom przez Komisję Europejską. Naszym zdaniem fuzja Warner Bros / Discovery może wpłynąć na plany stworzenia wspólnego JV przez Discovery, co jest negatywnym rozwojem sytuacji dla ATM Grupy, ponieważ widzieliśmy we wspólnym JV potencjalnego obiecującego klienta na produkty premium.

Patrząc na zmiany w wydatkach Netflixa i Amazona, a także na plany dalszej ekspansji Disney+ i HBO Max (które prawdopodobnie mogą być przyśpieszone po fuzji z Discovery) nie widzimy znaków spowolnienia w wydatkach na produkty premium na szerokim rynku w następnych latach. Naszym zdaniem producenci z rynków, na które platformy dopiero wchodzi, mogą widzieć zwiększone zapotrzebowanie na lokalnie produkowane treści (co może być pozytywne dla ATM Grupy).

Tabela 6. Porównanie rozmiarów bibliotek wybranych serwisów streamingowych na rynkach Stanów Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii (sztuki)

Platformy streamingowe	Stany Zjednoczone biblioteka filmowa	Stany Zjednoczone biblioteka serialowa	Wielka Brytania biblioteka filmowa	Wielka Brytania biblioteka serialowa
Netflix	3,579	1,836	3,965	1,962
Amazon	25,792	2,605	18,087	1,997
Disney Plus	896	280	667	197
Hulu	1,167	1,285	na	na
HBO Max	1,882	567	na	na
Peacock Premium	853	80	na	na
Now TV	na	na	1,144	858
Sky Go	na	na	846	2,204
BritBox	na	na	243	366

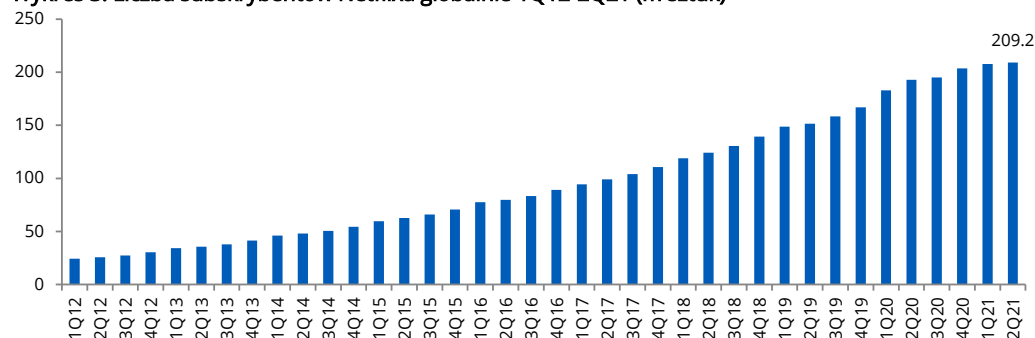
Źródło: *Businessofapps.com, IPOPEMA Research, według stan una luty 2021*

Tabela 7. Rozmiar biblioteki Netflixa w latach 2010-2020 (sztuki)

Rok	Filmy	Seriale	Łącznie!
2010	6,755	530	7,285
2012			11,000
2013			9,000
2014	6,494	1,609	8,103
2015	4,526	1,243	5,769
2016	4,335	1,197	5,532
2017			5,553
2018	3,857	1,301	5,178
2019	3,803	1,966	5,769
2020	3,730	2,108	5,838

Źródło: *Businessofapps.com, IPOPEMA Research*

Wykres 3. Liczba subskrybentów Netflixa globalnie 1Q12-2Q21 (m sztuk)

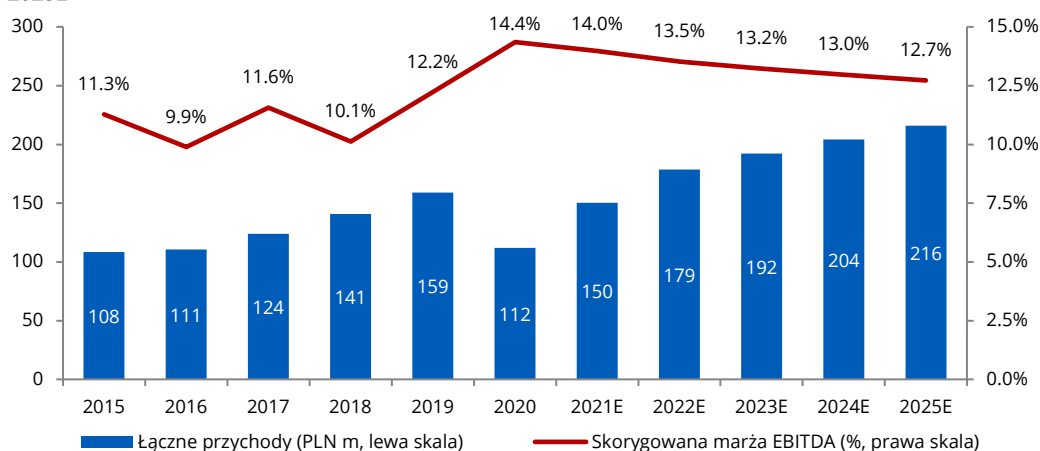


Źródło: Netflix, IPOPEMA Research

Łączne prognozy dla segmentu

Uwzględniając łącznie produkcje zwykłe i premium, a także regularny wpływ tantiem, szacujemy łączne przychody segmentu w 2021E na PLN 150.4m (+34% r/r, jednak poniżej PLN 159.1m w 2019, głównie wspierane odbiciem r/r w zwykłych produkcjach) oraz w 2022E na PLN 178.6m (+19% r/r, wspierane głównie przez projekty premium). Prognozujemy standaryzowaną EBITDA (to jest z wyłączeniem amortyzacji aktywów programowych) w 2021E na poziomie PLN 21.0m (+31% r/r, w porównaniu do szacowanych przez nas PLN 16.1m w 2020, co daje poziom o 8% wyższy od naszego szacunku na 2019) dzięki lepszej kontroli kosztów, oraz w 2022E na poziomie PLN 24.2m (+15% r/r). ATM Grupa nie podaje rozbięcia amortyzacji aktywów programowych pomiędzy segmentem produkcji telewizyjnej i filmowej, a segmentem nadawania, stąd przypisanie amortyzacji aktywów programowych do obu segmentów jest oparte na naszych założeniach.

Wykres 4. Segment produkcji telewizyjnej i filmowej: przychody i marża standaryzowanej EBITDA* 2015-2025E



Źródło: Spółka IPOPEMA Research * Standaryzowana EBITDA wyłącza szacowaną amortyzację aktywów programowych przypisaną segmentowi

Zarządzanie aktywami trwałymi

W ramach segmentu zarządzania aktywami trwałymi ATM Grupa świadczy dodatkowe usługi do produkcji treści telewizyjnych, filmowych, teatralnych, sportowych lub innych. W szczególności świadczone są usługi realizacyjne, oświetleniowe, edytorskie, dźwiękowe, związane z efektami specjalnymi (VFX) i transportowe, a także oferowany jest specjalistyczny sprzęt i dostęp do nieruchomości (w tym hali produkcyjnych). Klientami są nie tylko podmioty zewnętrzne, ale także z segmentu produkcji telewizyjnej i filmowej wewnątrz grupy (przychody wewnątrz grupy wyniosły pomiędzy 28% a 37% łącznych przychodów segmentu w latach 2014-2020).

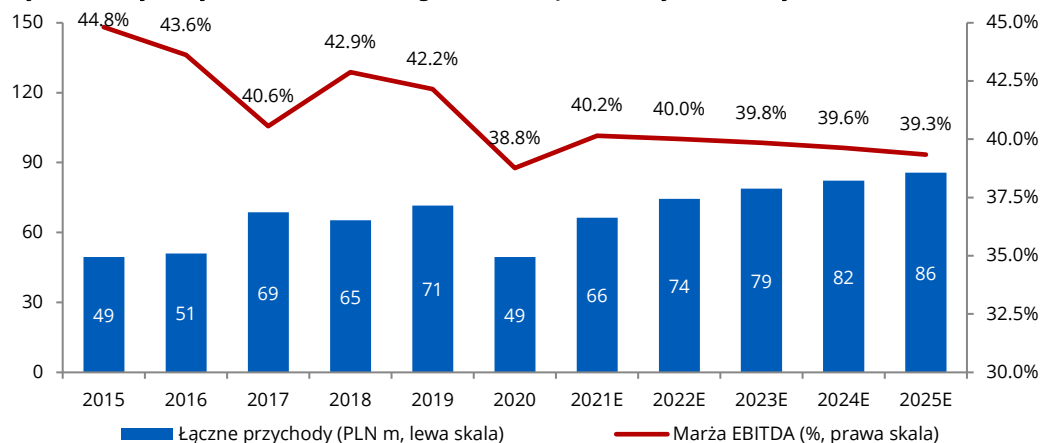
Kontrakty podpisywane z klientami w segmencie zarządzania aktywami są relatywnie zdwywersyfikowane (według spółki w marcu 2020 segment obsługiwał ponad 70 różnych

projektów z obszaru telewizyjnego, filmowego, rozrywkowego, reklamowego oraz sportowego). Do głównych długoterminowych kontraktów z klientami zewnętrznymi realizowanych przez segment należy kontrakt z Ekstraklasą (najwyższa polska liga piłkarska) na realizację meczów ligi, który naszym zdaniem odpowiada za znaczącą część przychodów od klientów zewnętrznych. Zarówno ATM Grupa, jak i Ekstraklasa Live Park sp. z o.o. (z którą ATM Grupa ma umowę) nie ujawnia szczegółów kontraktu. Zgodnie z danymi ATM Grupy kontrakt ten nie przekracza 10% skonsolidowanych przychodów ATM Grupy. Wskazujemy natomiast, że Ekstraklasa Live Park sp. z o.o. jako koszty usług obcych rozpoznała PLN 18.7m w naznaczonym pandemią roku obrotowym lipiec 2019 / czerwiec 2020 oraz PLN 22.2m rok wcześniej (tj. kiedy sezon ligowy nie był przerwany). Biorąc pod uwagę te wielkości oraz raportowaną wielkość kontraktów z Ekstraklasą podpisanych w 2013 i 2015 roku (które zostały publicznie zaraportowane) szacujemy, że roczną wielkość kontraktu obecnie w przedziale PLN 10-15m rocznie.

Dodatkowo wyniki segmentu zarządzania aktywami trwałymi w 2021 powinny być wspierane przez wykonanie kontraktu na realizację finału Ligi Europy UEFA (który się odbył w maju 2021 w Polsce) oraz nowy kontrakt z NENT Group powiązany ze stworzeniem przez NENT lokalnego studia do obsługi meczów piłkarskich. NENT Group po nabyciu praw do Bundesligi oraz Ligi Europy od sezonu 2021/22 oraz do Premier League od sezonu 2022/23, poza innymi prawami, 3 sierpnia 2021 wystartował w Polsce z platformą Viaplay.

Szacujemy, że z pozytywnym wpływem nowych kontraktów (na finał Ligi Europy UEFA oraz z NENT Group) łącznie z relatywnie nie przerywanym przez pandemię sezonem polskiej Ekstraklasy, segment zarządzania aktywami trwałymi może wygenerować łącznie PLN 66.3m przychodów w 2021E (+34% r/r z niskiej bazy przez pandemię) i PLN 26.6m EBITDA (+39% r/r). Nasze prognozy na 2021E, choć lepsze r/r, są wciąż poniżej wyniku z 2019 roku z uwagi na nasze założenie, że obawy związane z pandemią miały jeszcze negatywny wpływ na popyt w segmencie w 1H21E. Naszym zdaniem może być trudno wrócić do wcześniejszych poziomów rentowności – oczekujemy marży EBITDA segmentu na poziomie bliskim 40% w porównaniu do 42-43% w 2018-2019.

Wykres 5. Przychody i EBITDA marża w segmencie zarządzania aktywami trwałymi 2015-2025E



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Black Photon

Black Photon jest relatywnie nową działalnością ATM Grupy w obszarze usług postprodukcyjnych dla projektów premium z obszaru filmu i TV. Spółka Black Photon została założona 25 czerwca 2020 przez ATM Grupę (objęła 50% udziałów) oraz Lazy Robot Rutkowski Krajewski Mika sp. j. (spółka należąca do specjalistów od postprodukcji, która objęła pozostałe 50%). Według ATM Grupy pracownicy Black Photon są uznanymi przez Netflix specjalistami (potwierdzonymi odpowiednimi certyfikatami), co powinno umożliwić Black Photon zdobywanie kontraktów na usługi postprodukcyjne od producentów projektów premium (takich jak Netflix). W ocenie ATM Grupy nawet 20% przeciętnego budżetu produkcji telewizyjnej i filmowej premium może być poświęcone postprodukcji.

Black Photon zdobył 11 kontraktów od listopada 2020, w tym około połowy od platform streamingowych OTT, zgodnie z komentarzem ATM grupy z konferencji po wynikach za 4Q20. Black Photon celuje w zdobycie 20 kontraktów do końca 2021 roku, w tym projektów realizowanych przez ATM Grupę w segmencie produkcji telewizyjnej i filmowej, w porównaniu do obecnej maksymalnej zdolności obsługi około 40 projektów rocznie w ocenie ATM Grupy (nie zostało sprecyzowane, czy to dotyczy tylko produktów premium czy wszystkich możliwych projektów). W naszych prognozach zakładamy, że w dalszych okresach Black Photon będzie miał zdolność do prowadzenia ponad 25 projektów premium rocznie.

Podkreślamy, że wyniki Black Photon w dużej mierze będą zależeć od wielkości budżetu zakontraktowanego przeciętnego projektu (serialu telewizyjnego, filmu lub mniej atrakcyjnego projektu), potrzeb postprodukcyjnych kształtujących udział postprodukcji w całym budżecie (który może się różnić pomiędzy różnymi gatunkami produkcji serialowych i filmowych, w tym ilością efektów specjalnych) i marżami spółki.

W naszych prognozach zakładamy średni budżet zakontraktowanego projektu premium na PLN 13-16m, co według ATM Grupy jest blisko średniemu kosztowi serialu premium z 6 odcinkami, i powyżej kosztów przeciętnego filmu przeznaczonego na potrzeby platform lub kin (wyłączając wysokobudżetowe hity). Zakładamy też średni 20% udział kosztów postprodukcji w budżetach oraz docelową marżę netto Black Photon na poziomie 15%, co powinno pozwolić na generowanie przez Black Photon około PLN 10-12m wyniku netto w długim terminie, z czego około PLN 5-6m byłoby przypisane ATM Grupie.

Pierwszą kontrybucję Black Photon do wyniku ATM Grupa rozpoznała w 4Q20 w wysokości PLN -0.25m, podczas gdy w następnym kwartale było to PLN -0.15m, co naszym zdaniem wynika z wysokości kosztów początku działalności i wysokiego udziału kosztów stałych. Niemniej spodziewamy się, że Black Photon będzie w stanie wykazać zysk w 2021E (zakładamy PLN 0.8m przypisane ATM Grupie) i go powiększyć w kolejnym roku (w 2022E zakładamy PLN 4.5m wyniku przypisanego ATM Grupie, zmniejszając dystans to estymowanego przez nas powtarzalnego potencjału spółki).

Naszym zdaniem Black Photon jest obiecującym przedsięwzięciem, pozwalającym efektywnie rozszerzyć łańcuch wartości produkcji treści premium. Pomimo, że do tej pory historia projektu jest zbyt ograniczona aby ocenić jej dokładny potencjał, uznajemy nasze prognozy za relatywnie osiągalne. W naszej wycenie DCF uwzględniamy wartość 50% udziału ATM Grupy w Black Photon poprzez przyłożenie mnożnika P/E 8.0x do zakładanej przez nas kontrybucji do wyniku w 2022E (założony mnożnik jest istotnie niższy niż poziom mnożnika P/E wyliczony przy uwzględnieniu naszej oszacowanej wartości godziwej dla całej spółki).

Boombit – Produkcja gier komputerowych

ATM Grupa jest największym akcjonariuszem Boombitu, który jest deweloperem gier mobilnych (ATM Grupa ma 4.0m akcji, dających 29.8% łącznej liczby akcji i 30.9% wszystkich głosów na dzień 3 września 2021). Ponieważ ATM Grupa nie ma operacyjnej kontroli nad Boombitem nie konsoliduje wyników Boombitu w swoich sprawozdaniach finansowych, a tylko rozpoznaje przypisany spółce wynik jako wynik jednostki stowarzyszonej w segmencie produkcji gier komputerowych.

W naszym modelu dla okresu 2021E-2023E uwzględniamy dostępny konsensus (Bloomberg) zysku netto i prognozowanych dywidend (jako wpływów do spółki). Dla lat 2021E/2022E/2023E przyjmujemy odpowiednio rozpoznany wynik na poziomie PLN 5.3m / PLN 6.0m / PLN 6.8m, natomiast dla późniejszych okresów zakładamy rozpoznany wynik na poziomie roku 2023E.

W naszej wycenie ATM Grupy uwzględniamy w następujący sposób: w modelu DCF dodajemy wartość rynkową udziałów spółki w Boombicie (PLN 90m na dzień 3 września 2021 w porównaniu do PLN 110m na dzień 8 czerwca 2021 w poprzedniej wycenie), natomiast w modelu DDM założone przez nas wyniki i dywidendy są uwzględnione odpowiednio w skonsolidowanym zysku netto oraz szacunku powtarzalnej dywidendy w długim terminie.

Poniżej przedstawiamy skrócony opis modelu biznesowego Boombitu.

Model biznesowy. Boombit jest działającym na rynku od 2010 deweloperem i wydawcą gier mobilnych free-to-play. Boombit koncentruje się na grach z gatunków hyper-casual, midcore

i symulatorach jazdy. Model Boombitu opiera się na trzech segmentach: 1) własnej produkcji, 2) joint ventures oraz 2) BoomHits (działalności wydawniczej). Według danych z maja 2021 Boombit zatrudniał ponad 200 pracowników. Spółka odnotowała do tej pory łącznie ponad 900m pobrań gier (z czego 200m w ostatnim roku). W 2020 roku przychody Boombitu wyniosły PLN 140.2m (+182% r/r), a zysk netto wyniósł PLN 14.6m (vs. PLN 9.9m straty netto w 2019).

Struktura przychodów. Główny udział w przychodach Boombitu (85% w 1Q21) jest generowany przez reklamy mobilne, podczas gdy pozostała część (15% w 1Q21) jest generowana przez zakupy wewnątrz aplikacji. Głównymi platformami na których Boombit działa są iOS (52% przychodów w 1Q21) i Android (46% przychodów w 1Q21). W 1Q21 w ujęciu geograficznym głównym rynkiem dla gier Boombitu były Ameryka Północna (58% sprzedaży), Europa (27%) oraz Azja (9%).

Gry hyper-casual. Boombit podjął decyzję o skoncentrowaniu się na gatunku hyper-casual w 1H20, co przyniosło znaczący wzrost przychodów spółki (+182% r/r w 2020). Na początku roku 2021 70% zespołów deweloperskich i około 80% przychodów Boombitu było związane z grami hyper-casual. Gry hyper-casual charakteryzują się uproszczoną rozgrywką, która najczęściej jest atrakcyjna dla szerokiej grupy graczy. Okres produkcji gier hyper-casual Boombitu trwa standardowo 1-3 miesiące, podczas gdy cykl życia tych gier trwa zazwyczaj od 3 do 24 miesięcy. Boombit monetyzuje gry hyper-casual głównie poprzez reklamy. Według Boombitu segment hyper-casual jest najszybciej rosnącym segmentem rynku mobilnego (z 17% 2020-25 CAGR).

Midcore i pozostałe gry (poza hyper-casual). Boombit wprowadził gry GaaS jako istotną część swojego portfolio w 2019 roku, jednak później przesunął swoje główne zasoby do gier hyper-casual (w 1Q21 gry inne niż hyper-casual stanowiły prawie 20% przychodów). Jednakże spółka nie zrezygnowała z rozwijania gier midcore (ostatni wydany Hunt Royale podwoił m/m przychody z gier innych niż hyper-casual w kwietniu 2021). Boombit szacuje średni czas produkcji oraz cykl życia gry midcore na odpowiednio 12-24M oraz ponad 3 lata. Boombit monetyzuje gry midcore na dwa sposoby: poprzez reklamy w aplikacji oraz poprzez zakupy w aplikacji.

BoomHits. Działalność wydawnicza spółki, BoomHits, którą kieruje Jon Hook, została stworzona w 2Q20. Obecnie Boombit współpracuje z 15-20 studiami z Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych, Francji, Rosji, Turcji, Południowej Korei oraz Indii. Spółka wybiera na okres próbny zarówno studia z doświadczeniem (20m pobrań), jak i świeżo założone podmioty. BoomHits odniósł już pierwszy sukces – gra Shoe Race pobrana 14m razy istotnie kontrybuowała do wyników w 1Q21. Według CFO Boombitu około 1/3 przychodów w 1Q21 zostało wygenerowanych przez działalność wydawniczą.

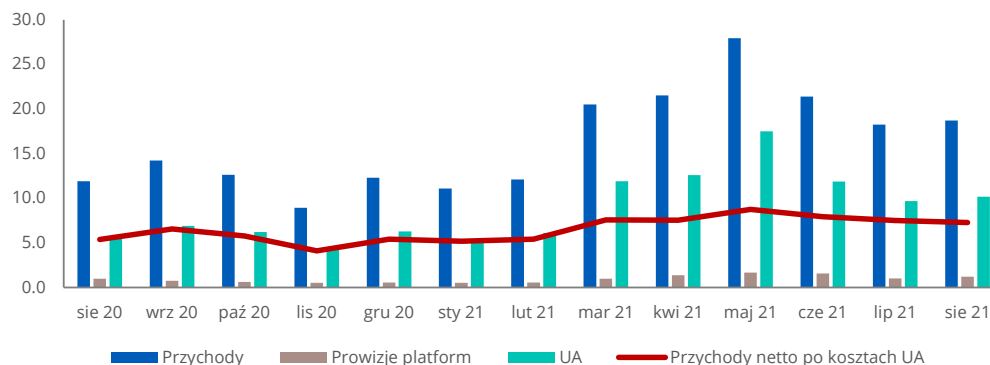
Joint Ventures. Zarząd Boombitu postrzega tworzenie joint ventures z wybranymi deweloperami jako tańszą alternatywę dla transakcji M&A. Obecnie Boombit jest zaangażowany w kilka JV: TapNice (60% udziału), MoonDrip (50%) oraz ADC Games (50%). Jedną z najbardziej udanych gier spółki, Slingshot Stunt Driver (ponad 20m pobrań i ponad PLN 30m przychodów), została wyprodukowana przez TapNice.

Wprowadzenie iOS 14.5. Na koniec kwietnia 2021 Apple wprowadziło długo oczekiwaną zmianę w polityce prywatności (zaszyta w aktualizacji systemu iOS 14.5), zgodnie z którą każda aplikacja wymaga zgody użytkownika na śledzenie ruchów użytkownika w innych aplikacjach. Oczekiwany efektem zmiany w polityce prywatności jest mniej dokładne śledzenie użytkowników, które prawdopodobnie wpłynie na skuteczność pozyskiwania użytkowników oraz potencjalnie przychody reklamowe. W lipcu 2021 spółka zaraportowała współczynnik akceptacji śledzenia w swoich grach na poziomie 39%, powyżej średniej rynkowej, podczas gdy w sierpniowym raporcie przychodowym (opublikowanym 3 września 2021) Boombit poinformował, że współczynnik akceptacji śledzenia po raz pierwszy przekroczył 50% w ostatnich dniach. Ogólny wpływ zmian na rynek, jak i wyniki Boombita nie jest wciąż znany.

Wyniki za 1Q21 oraz perspektywy na 2021. W 1Q21 Boombit wygenerował 43.5m pobrań (+8% k/k), PLN 42.9m przychodów (+ 25% k/k) oraz PLN 2.8m zysku netto (-45% k/k). Wyniki 1Q21 były wspierane głównie przez kontrybucję gier hyper-casual, gdyż dopiero na koniec 1Q21 została wydana gra Hunt Royale, która okazała się głównym czynnikiem wzrostu przychodów w kwietniu 2021 (przychody z gier spoza gatunku hyper-casual wzrosły o 102% m/m w kwietniu 2021 do PLN 7.5m). W maju 2021 przychody Boombitu osiągnęły rekordowe PLN 27.95m, po czym w kolejnych dwóch miesiącach dynamika m/m była ujemna i odwróciła

się dopiero w sierpniu (jednak przy wyższych m/m kosztach UA, przychody w sierpniu 2021 wyniosły PLN 18.7m). CEO spółki pozostaje optymistyczny co do perspektyw spółki w kolejnych miesiącach wskazując na poprawiającą się moentyzację Hunt Royale (wprowadzenie nowych elementów oraz mechanik, a także rosnące przychody z season pass) oraz portfolio gier hypercasual spółki (w tym Idle Inventor, Make it Fly, Idle Gas Station and SuperHero Race).

Wykres 6. Boombit: miesięczne przychody, zapłacone prowizje oraz koszty UA (PLN m)



Źródło: Boombit, IPOPEMA Research

Tabela 8. Boombit podsumowanie wyników finansowych

BBT PW (PLN m)	2018	2019	2020	R/R	1Q20	1Q21	R/R	K/K
Przychody	37.5	49.7	140.2	182%	37.8	42.9	13%	25%
Koszty operacyjne	-27.1	-54.7	-124.6	128%	-30.6	-38.7	27%	22%
EBITDA	14.9	-4.3	22.3	<i>na</i>	10.4	8.2	-21%	6440%
EBIT	10.5	-11.0	9.7	<i>na</i>	7.8	5.0	-36%	<i>na</i>
Zysk netto	8.4	-9.9	14.6	<i>na</i>	6.4	2.8	-55%	-45%
Dług netto	-1.0	-3.4	-20.5	500%	-5.6	-23.7	326%	16%
Skumulowane wydatki na R&D	22.5	29.6	21.2	-28%	30.1	20.2	-33%	-4%
Operacyjne przepływy pieniężne	9.8	3.0	23.7	697%	4.9	5.2	7%	7%
Inwestycyjne przepływy pieniężne	-7.2	-23.6	-6.7	-72%	-2.8	-2.1	-23%	<i>na</i>
CAPEX na rozwój gier	-16.3	-19.4	-10.0	-49%	-2.9	-2.0	-31%	-1%
Finansowe przepływy pieniężne	-1.3	21.4	-0.1	<i>na</i>	0.0	0.0	125%	-40%

Źródło: Boombit, IPOPEMA Research

Działalność deweloperska

ATM Grupa prowadzi również działalność w obszarze rynku nieruchomości, która jest relatywnie mniejsza od głównej działalności związanej z produkcją TV i powiązaniem segmentem zarządzania aktywami trwałymi, zarówno w ujęciu nominalnym jak i z punktu widzenia wyników. Obecnie ATM Grupa rozwija projekty deweloperskie w dwóch regionach: pod Wrocławiem (poprzez spółkę ATM Inwestycje) oraz w Szwecji (poprzez spółkę ATM Living AB).

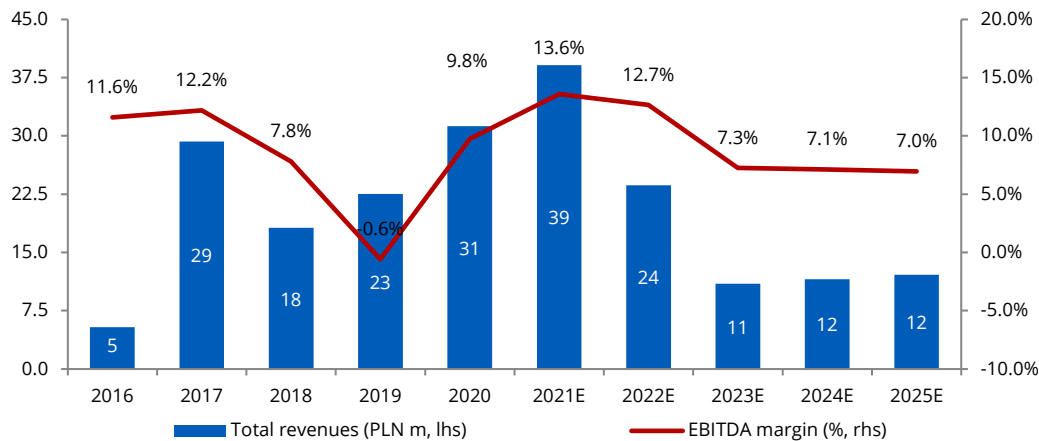
W okolicach Wrocławia ATM Grupa ma trzy projekty (Liryka Park, Viva! Park oraz Błękitne Aleje, składające się głównie z jednorodzinnych lub wielorodzinnych domów) podzielone na wiele etapów (które mają najczęściej wielkość ok. 10 domów w ramach jednego etapu). W Szwecji ATP prowadzi jeden projekt o wielkości 20 domów, którego ukończenie jest planowane na 4Q21E z ewentualnym opóźnieniem. W naszym modelu zakładamy przekazanie pierwszej połowy mieszkań szwedzkiego projektu w 4Q21E oraz drugiej połowy w 1Q22E. Łącznie oczekujemy PLN 35.3m przychodów ze szwedzkiego projektu do rozpoznania przez spółkę z ponadprzeciętną marżą (zakładamy 15% marży EBITDA biorąc pod uwagę komentarze zarządu o lepszej marżowości projektu niż wrocławskich projektów).

W latach 2017-2020 ATM Grupa rozpoznawała PLN 18.2-31.2m przychodów w ciągu roku, co umożliwiło zaraportowanie wyniku EBITDA w przedziale od PLN -0.2m do PLN 3.5m, oraz wyniku netto w przedziale PLN -0.2m oraz PLN 2.9m (co odpowiadało pomiędzy -1% a 14% skonsolidowanego wyniku netto ATM Grupy).

W naszym postrzeganiu działalność deweloperska nie jest podstawowym obszarem dla ATM Grupy, natomiast dodaje zauważalną, choć nie kluczową kontrybucję do wyników. Z tego

względu wydaje się nam, że ATM Grupa dalej będzie prowadzić działalność deweloperską głównie w rejonie Wrocławia w obecnej lub mniejszej skali (w zależności od dostępności działek). Dlatego, począwszy od 2023E zakładamy powtarzalne PLN 11-12m przychodów rocznie ze średnią marżą EBITDA na poziomie 7%. Odnośnie szwedzkiej nogi segmentu nie zakładamy, że ATM Living będzie w stanie znaleźć podobny projekt do obecnego w przyszłości, stad po 2022E nie zakładamy żadnych przychodów z rynku szwedzkiego.

Wykres 7. Przychody i marża EBITDA segmentu działalności deweloperskiej 2016-2025E



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Nie wykluczamy ewentualnej sprzedaży segmentu działalności deweloperskiej w przyszłości z uwagi na jej charakter w porównaniu do podstawowej działalności spółki.

Nadawanie

Koncesja ATM Grupy na nadawanie kanału ATM Rozrywka na platformie MUX-1 (platforma naziemna DVB-T) wygasła 24 lutego 2021 po sporze z Krajową Radą Radiofonii i Telewizji (KRRiT) dotyczącym procesu przedłużenia koncesji. Według ATM Grupy wniosek o przedłużenie koncesji w procedurze bez nowego procesu dystrybucji koncesji został wysłany do KRRiT 14 stycznia 2020 (tj. ponad rok przed wygaśnięciem koncesji) poprzez krajowego operatora pocztowego. Jednakże, KRRiT twierdzi, że nie otrzymała wniosku z ATM Grupy, chociaż potwierdza otrzymanie korespondencji z ATM Grupy w dniu 17 stycznia 2020. KRRiT oficjalnie poinformowała ATM Grupę w piśmie otrzymanym 13 lipca 2020 o braku wpłynięcia wniosku, a więc o nie procedowaniu przedłużenia koncesji. ATM Grupa złożyła kolejny wniosek do KRRiT 15 września 2020, natomiast KRRiT odmówiła rozpoczęcia procedury przedłużenia koncesji.

W listopadzie 2020 KRRiT rozpoczęła proces udzielania nowej koncesji TV na platformie MUX-1 (w miejsce ATM Rozrywki), w którym ATM Grupa złożyła swój nowy wniosek obok kilku innych nadawców. 25 lutego 2021 KRRiT przyznała koncesję na kanał „Silver TV” (zapropomowanym przez MWE Networks, kanał obecnie nazywa się „Antena HD” z uwagi na spór dotyczący nazwy, kanał rozpoczął nadawanie 1 maja 2021).

Jednakże, 29 kwietnia 2021 ATM poinformowała, że Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie w nieprawomocnym wyroku (od którego KRRiT może się odwołać) uchylił zaskarżone postanowienia KRRiT, co oznacza, że ATM Grupa może wnioskować o przywrócenie wniosku o przedłużenie terminu.

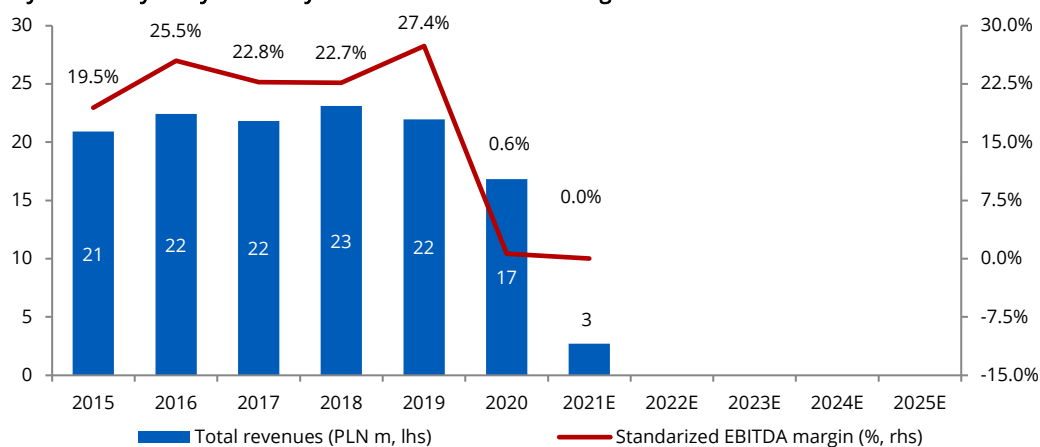
ATM Grupa zakończyła nadawanie kanału ATM Rozrywka 24 lutego 2021, w efekcie kończąc działalność operacyjną segmentu nadawania. Ostrożnie zakładamy, że kontynuacja sporu z KRRiT nie przyniesie pozytywnego rezultatu w racjonalnym okresie czasu (tj. przyznania koncesji, po której ATM Grupa wznowi nadawanie ATM Rozrywki). Nie wykluczamy, że w którymś momencie ATM Grupie uda się udowodnić w sądzie błędy proceduralne w procesie przedłużania koncesji, oraz że ATM Grupa być może otrzyma finansowe odszkodowanie, jednak nie jest to nasz podstawowy scenariusz.

W naszej ocenie utrata koncesji ATM Rozrywka jest istotną stratą dla spółki, jako że ATM Rozrywka solidnie kontrybuowała do wyników skonsolidowanych ATM Grupy przed

załamanie rynku reklamy telewizyjnej w skutek pandemii w 2020 (w latach 2016-2019 segment kontrybuował PLN 1.7-3.3m do rocznego zysku netto, co odpowiadało 6-11% zysku netto grupy). W 2020 pandemia COVID-19 spowodowała spadek przychodów reklamowych, co w połączeniu z obniżeniem się udziału w oglądalności (do 0.61% SHR w komercyjnej grupie 16-49 z 0.81% w 2019) i brakiem odpowiedniego dostosowania bazy kosztowej poskutkowało wygenerowaniem przez segment straty na poziomie PLN 2.0m. Ze względu na koniec działalności zakładamy, że od 2Q21E segment nie będzie generował przychodów oraz od 3Q21E kosztów.

Podkreślamy, że profil ATM Rozrywki był bardziej zorientowany na widza częścię korzystającego z platform naziemnych (na obszarach wiejskich) i mniej zorientowany na widza korzystającego z oferty operatorów kablowych lub IPTV (na obszarach zurbanizowanych). Z tego względu zdaniem zarządu ATM Grupy kontynuowanie nadawania ATM Rozrywki tylko na płatnych platformach satelitarnych/kablowych/IPTV bez równoległej obecności na platformie naziemnej (z której widzowie mogą korzystać bez opłat subskrypcyjnych) nie było racjonalną alternatywą.

Wykres 8. Przychody i standaryzowana* marża EBITDA w segmencie nadawania 2015-2025E



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research * Standaryzowana EBITDA wyłącza szacowaną amortyzację aktywów programowych przypisaną do segmentu

Ryzyka

W tej sekcji przedstawiamy główne ryzyka dla ATM Grupy.

Ryzyko związane z zależnością od głównych klientów.

Chociaż ATM Grupa ma zdywersyfikowane portfolio projektów zarówno w segmencie produkcji TV jak i zarządzania aktywami trwałymi (na poziomie poszczególnych projektów, seriali, filmów, wydarzeń sportowych, itd.), dwóch największych klientów spółki, odpowiednio Telewizja Polsat (z grupy Cyfrowego Polsatu) oraz Polska Telewizja Publiczna, jest odpowiedzialnych za łącznie 41-52% skonsolidowanych przychodów grupy w latach 2017-2020 (w tym 27-33% przypisanych Polsatowi oraz 11-24% TVP). W związku z tym istnieje ryzyko negatywnego wpływu na przychody jeśli któryś z kluczowych klientów zmniejszy zapotrzebowanie na produkcje serialowe i filmowe lub dodatkowe usługi. Dodatkowo wskazujemy, że ostatnim razem trzeci z trójki największych nadawców w Polsce, grupa TVN/Discovery, przekroczyła próg 10% w skonsolidowanych przychodach ATM Grupy w 2016 roku.

Co więcej, naszym zdaniem kontrakt z Ekstraklasa Live Park, zwłaszcza brak jego przedłużenia na kolejne sezony, może być istotny dla przychodów i wyników spółki z punktu widzenia segmentu zarządzania aktywami trwałymi (choć nie przekracza progu 10% skonsolidowanych przychodów).

Ryzyko związane z nową falą pandemii

W 2020 ATM Grupa doświadczyła niekorzystnego wpływu pandemii COVID-19 z powodu przymusowego tymczasowego wstrzymania produkcji treści (od około połowy marca do końca maja). Dodatkowo niższe przychody z reklam zanotowane przez nadawców TV, a także zamknięcia kin miały negatywny wpływ na popyt na projekty telewizyjne i filmowe od nadawców i dystrybutorów. Dlatego potencjalna kolejna fala pandemii, która może spowodować tymczasowe obostrzenia i lockdowny, może mieć negatywny wpływ na model biznesowy spółki.

Ryzyko związane z potencjalnym wprowadzeniem podatku od przychodów z reklamy w Polsce

2 lutego 2021 rządowy portal gov.pl opublikował projekt ustawy dotyczącej wprowadzenia podatku od przychodów reklamowych w Polsce. W projekcie przychody z reklamy zostały podzielone na trzy kategorie: 1) TV / radio / kina / reklama zewnętrzna, 2) prasa i 3) online, dla których odrębne stawki opodatkowania zostały zaproponowane w zależności od poziomu przychodów z reklamy. Podstawowa propozycja dla nadawców TV wyniosła 7.5% do poziomu PLN 50m przychodów i 10.0% powyżej progu PLN 50.0m (przy czym przychody z reklam wybranych kategorii produktów mają stawki odpowiednio 10.0/15.0%). Od momentu wyrażenia sprzeciwu wobec projektowi przez Porozumienie (jedną z dwóch mniejszych partii rządzącej koalicji) rząd nie dyskutował oficjalnie nad projektem podatku od reklamy. Nie wykluczamy potencjalnego ryzyka, że w przyszłości projekt podatku od reklamy może powrócić na skutek zmian na scenie politycznej w Polsce. W przypadku, gdyby podatek od reklamy został wprowadzony w życie, ATM Grupa może pośrednio odczuć jego negatywne skutki z uwagi na potencjalne zmniejszenie popytu na produkcje TV ze strony nadawców chcących wyrównać straty na podatku. ATM Grupa najprawdopodobniej nie byłaby bezpośrednio dotknięta podatkiem z uwagi na koniec nadawania kanału ATM Rozrywka.

Ryzyko związane decyzjami organów regulacyjnych

Ten rodzaj ryzyka się już zmaterializował dla ATM Grupy poprzez zakończenie nadawania kanału ATM Rozrywka (kanału TV na platformie MUX-1) po nieudanym przedłużeniu koncesji i sporze z KRRiIT). Model biznesowy segmentu nadawania w dużej mierze zależał od utrzymania kluczowej koncesji na nadawanie na naziemnej platformie MUX-1, która wygasła 24 lutego 2021, ponieważ dostęp tylko do płatnych platform satelitarnych/kablowych/IPTV był niewystarczający by zabezpieczyć rentowności kanału. Podkreślamy, że działalność w innych segmentach nie jest tak podatna na decyzje organów administracyjnych lub regulacyjnych jak była w segmencie nadawania.

Ryzyka związane z inwestycjami w Boombit oraz Black Photon

Wartość rynkowa inwestycji ATM Grupy w Boombit zależy głównie od wyników Boombitu i atrakcyjności jego gier mobilnych F2P. Strukturalne zmiany na rynku mobilnym, na przykład związane pośrednio lub bezpośrednio z kosztami akwizycji użytkowników, mogą mieć niekorzystny wpływ na wyniki Boombitu. Co więcej istnieje ryzyko, że potencjalne wpływy z dywidend Boombitu mogą być poniżej oczekiwań ATM Grupy.

Wartość inwestycji ATM Grupy w Black Photon JV zależy od zdolności Black Photon do pozyskiwania kontraktów na usługi postprodukcyjne i ich rentowności. Ponieważ JV zostało założone w 2020 i historia spółki jest niezbyt długa istnieje ryzyko, że oczekiwania ATM Grupy co do JV mogą być niedokładne w jakimś zakresie. Co więcej, z uwagi na charakter inwestycji ATM Grupa może mieć ograniczone opcje w przypadku decyzji o wyjściu z inwestycji. Również istnieje ryzyko że potencjalne wpływy z dywidend Black Photon mogą być poniżej oczekiwań ATM Grupy.

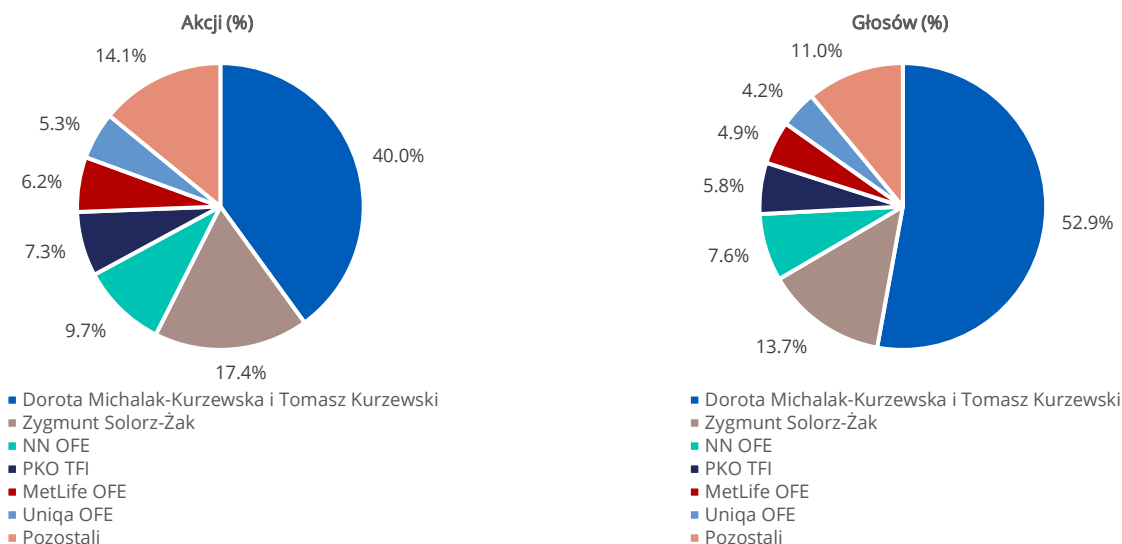
Ryzyko związane z planowaną zmianą w systemie zachęt dla producentów TV i filmowych

Postrzegamy jako potencjalne ryzyko zmniejszenia zainteresowania polskimi produkcjami zagranicznych producentów treści w przypadku wprowadzenia planowanych przez rząd (Ministerstwo Kultury, Dziedzictwa Narodowego i Sportu) w systemie zachęt dla producentów audiowizualnych (poprzez wprowadzenie mechanizmu uznaniowości zamiast automatycznego przyznawania zachęt).

Akcjonariat

ATM Grupa jest kontrolowana przez Pana Tomasza Kurzewskiego i Panią Dorotę Kurzewską, którzy łącznie posiadają 40.0% łącznej liczby akcji dających 52.9% łącznej liczby głosów. Drugim znaczącym akcjonariuszem spółki jest Pan Zygmunt Solorz-Żak, który posiada 17.4% wszystkich akcji spółki reprezentujących 13.7% wszystkich głosów.

Wykres 9. Akcjonariat ATM Grupy (% udział w łącznej liczbie akcji oraz głosów) na dzień 3 września 2021



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Prognozy na 2Q21E

ATM Grupa opublikuje wyniki za 2Q21E 30 września 2021.

W porównywalnym ujęciu oczekujemy całkiem solidnego kwartału od ATM Grupy w 2Q21E w porównaniu do naznaczonego pandemią 2Q20. Głównymi czynnikami w 2Q21E będą odbicie w produkcji treści (w tym start produkcji premium „Zachowaj spokój” w 2Q21E), dobry wynik segmentu zarządzania aktywami (w tym rozpoznanie kontraktu z UEFA na realizację finału Ligi Europy) oraz lepsze wyniki r/r działalności deweloperskiej. Jednakże, ta solidność może nie być widoczna w ujęciu skonsolidowanym na raportowanych wynikach z uwagi na dwa główne czynniki zaburzające porównywalność r/r. Pierwszym jest czasowe wstrzymanie produkcji w 2Q20 z powodu pierwszej fali pandemii (pomiędzy 13 marca 2020 a 25 maja 2020, przez brak produkcji nie zostały rozpoznane odpowiednio przychody i koszty), co efektywnie spowodowało niższą bazę r/r dla produkcji zwykłych projektów oraz projektów premium. Drugim czynnikiem jest przyspieszenie momentu rozpoznania tantiem od ZAPA, który w 2020 był przesunięty na 2Q20 w porównaniu do zwyczajowego 3Q, co efektywnie ograniczyło wpływ restrykcji pandemicznych w 2Q20 (szacujemy około PLN 5m czystych przychodów i czystej EBITDA w 2Q20, w 2021E spodziewamy się lekko wyższych tantiem r/r w 3Q21E). Ogółem, wyłączając efekt tantiem, prognozowana przez nas raportowana EBITDA dla 2Q21E na poziomie PLN 10.2m byłaby 212% wyższa r/r w porównaniu do ‘tylko’ 23% wzrostu r/r w ujęciu raportowanym.

Przychody. Prognozujemy skonsolidowane przychody na poziomie PLN 51.7m, +47% r/r, głównie dzięki segmentowi produkcji telewizyjnej i filmowej (z odbiciem w produkcji zwykłych projektów z niskiej bazy i startowi produkcji „Zachowaj spokój”, zakładamy brak produkcji seriali premium w 2Q20) z PLN 31.2m przychodów (+44% r/r) i segmentowy zarządzania aktywami trwałymi (korzystającemu z poprawy otoczenia i kontraktowi z UEFA) z PLN 16.4m przychodów (+116% r/r).

Raportowana EBITDA (włączając amortyzację aktywów programowych do łącznej amortyzacji). Odnosimy się do raportowanej EBITDA, jako że spółka nie podaje rozbięcia amortyzacji aktywów programowych pomiędzy segmentami, albo nie podaje łącznej wartości amortyzacji aktywów programowych kwartalnie. Naszym zdaniem skorygowana EBITDA (wyłączając amortyzację aktywów programowych z łącznej amortyzacji) jest lepszą miarą. Szacujemy, że amortyzacja aktywów programowych była relatywnie podobna pomiędzy 2Q20 i 2Q21E. Łącznie prognozujemy raportowaną EBITDA w 2Q21E na poziomie PLN 10.0m (+21% y/y), w tym PLN 4.0m (vs. PLN 6.4m w 2Q20, co zawiera szacowane przez nas PLN 5.0m tantiem) przypisane do segmentu produkcji filmowej i telewizyjnej, oraz PLN 5.8m (+177% r/r) przypisane do segmentu zarządzania aktywami trwałymi.

Boombit i Black Photon. Zakładamy wynik Boombitu przypisany ATM Grupie bazując na konsensusie PAP na poziomie PLN 1.1m (vs. PLN 0.5m rok temu) i prognozujemy wynik Black Photon przypisany spółce na PLN 0.1m po osiągnięciu rentowności netto.

Zysk netto. Łącznie prognozujemy zysk netto w 2Q21E na poziomie PLN 5.6m (+112% r/r).

Tabela 9. ATM Grupa prognoza na 2Q21E (PLN m)

(PLN m)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	Y/Y	Q/Q
Przychody ze sprzedaży	55.1	61.5	72.5	60.0	50.7	35.1	46.1	61.6	52.9	51.7	47%	-2%
Produkcja telewizyjna i filmowa	39.6	36.2	48.1	35.2	38.1	21.7	28.9	23.3	35.5	31.2	44%	-12%
Zarządzanie aktywami trwałymi	15.1	18.3	21.4	16.7	12.8	7.6	15.9	13.1	13.3	16.4	116%	23%
Nadawanie	5.4	5.7	5.2	5.7	3.9	3.5	4.2	5.3	2.7	0.0	-100%	-100%
Działalność deweloperska	1.5	6.9	5.6	8.4	0.9	5.2	1.7	23.4	6.9	8.7	65%	26%
Produkcja gier komputerowych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Pozostałe i wyłączenia	-6.5	-5.7	-7.8	-6.0	-5.0	-2.8	-4.7	-3.5	-5.4	-4.6	64%	-15%
Dochód z dotacji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	na	na
Koszty sprzedanych usług, towarów i materiałów	-45.8	-50.6	-55.1	-51.9	-44.5	-29.8	-37.6	-54.4	-44.7	-43.3	45%	-3%
Zysk brutto ze sprzedaży	9.3	10.8	17.4	8.0	6.2	5.3	8.5	7.2	8.3	8.4	59%	1%
Koszty ogólnego zarządu	-3.5	-4.5	-4.0	-4.2	-3.6	-3.3	-3.5	-4.5	-3.9	-3.9	17%	-1%
Pozostałe przychody operacyjne	3.3	1.9	1.3	1.5	1.3	1.3	1.3	3.4	1.1	1.5	15%	40%
Pozostałe koszty operacyjne	-0.3	-1.5	-0.1	-0.6	-0.3	-0.1	-0.2	-0.7	-0.3	-0.3	101%	-1%
Raportowana EBITDA	14.6	11.1	19.9	10.2	13.1	8.3	11.5	13.8	9.7	10.2	23%	5%
Produkcja telewizyjna i filmowa	5.3	2.6	9.6	2.8	9.0	6.4	4.6	5.4	4.3	4.0	-38%	-8%
Zarządzanie aktywami trwałymi	6.9	8.2	9.4	5.7	4.3	2.1	6.9	5.9	4.8	5.8	177%	20%
Nadawanie	2.8	1.3	1.0	0.9	0.1	-0.3	0.3	0.1	0.2	-0.2	-42%	-200%
Działalność deweloperska	-0.1	-0.7	0.1	0.6	-0.1	0.4	0.0	2.8	0.8	1.0	153%	35%
Produkcja gier komputerowych	0.0	-0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	61%	-28%
Pozostałe i wyłączenia	-0.3	-0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	62%	12%
Zysk z działalności operacyjnej	8.7	6.8	14.7	4.7	3.4	3.1	6.1	5.4	5.1	5.7	83%	11%
Przychody finansowe	0.2	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	1.0	0.1	0.2	-36%	18%
Koszty finansowe	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-18%	52%
Udział w inwestycjach rozliczanych metoda praw własności	0.0	5.2	-0.1	-2.1	2.0	0.5	0.6	0.7	1.0	1.2	133%	18%
Zysk przed opodatkowaniem	8.6	11.5	14.4	2.5	5.3	3.5	6.6	6.9	6.1	6.7	93%	11%
Podatek dochodowy	-1.1	-1.5	-2.8	-0.9	-0.6	-0.5	-1.4	-0.9	-1.0	-1.1	100%	5%
Zysk netto przypadający na udziały niekontrolujące	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-69%	117%
Zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej	7.5	10.0	11.2	1.5	4.6	2.6	5.2	6.0	5.0	5.6	112%	11%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wycena

Do wyceny ATM Grupy wykorzystujemy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz zdyskontowanych dywidend (DDM). Dla obu metod przyjmujemy wagę 50%, ponieważ wierzymy, że ATM Grupa może płacić większe dywidendy w kolejnych latach biorąc pod uwagę oczekiwaną przez nas generację gotówki.

Bazując na naszych prognozach wyceniamy ATM Grupę na PLN 5.90ps, tj. 42% powyżej obecnej ceny rynkowej, co implikuje rekomendację KUPUJ.

Dodatkowo prezentujemy zestawienie ze spółkami porównywalnymi mnożników P/E oraz EV/EBITDA jako porównanie dla metod opartych na przepływach pieniężnych.

Tabela 10. ATM Grupa podsumowanie wyceny

Metoda I: DCF	
Wartość godziwa	6.08
Waga	50%
Metoda II: DDM	
Wartość godziwa	5.73
Waga	50%
Wartość godziwa (PLN)	5.90

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DCF

Do wyceny ATM Grupy wykorzystujemy model DCF bazujący na naszych prognozach przepływów pieniężnych dla okresu 2021E-2025E. W naszych założeniach przyjęliśmy premię za ryzyko na poziomie 5.0%, stopę wolną od ryzyka na poziomie 2.0% oraz 1.5% premii za ryzyko długu w celu odzwierciedlenia efektywnego kosztu finansowania. Przyjęliśmy również bazową stopę podatkową na poziomie 19% zamiast efektywnej stawki z uwagi na jej zaburzenie przez rozpoznawane wyniki Boombitu i Black Photon. Założyliśmy również parametr nielewarowanej bety na poziomie 1.2x aby odzwierciedlić ryzyka związane z zależnością od kluczowych klientów, potencjalną kolejną falą pandemii oraz potencjalnym negatywnym pośrednim wpływem mniejszego popytu na produkcje TV po wprowadzeniu podatku od przychodów z reklamy.

Dodatkowo spośród niekonsolidowanych spółek zależnych rozpoznaliśmy rynkową wartość udziałów spółki w Boombicie na dzień 3 września 2021 (PLN 90m przy cenie PLN 22.50ps), podczas gdy w przypadku Black Photon założyliśmy wartość 50% udziałów ATM Grupy na poziomie PLN 35m poprzez założenie 8.0x mnożnika P/E dla oczekiwanej przez nas kontrybucji do wyniku netto w 2022E na poziomie PLN 4.5m.

Tabela 11. ATM Grupa wycena DCF 2021E-2025E*

DCF (PLN m)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Okres rezydualny
Stopa wzrostu przychodów	22.0%	5.9%	1.5%	5.9%	5.3%	2.0%
Przychody łącznie	236.1	250.1	253.8	268.7	283.0	288.7
Marża raportowanej EBITDA	22.1%	22.5%	22.4%	22.0%	21.7%	21.7%
Marża skoryg. EBITDA (wyłączając aktywa programowe)	21.7%	22.1%	22.0%	21.6%	21.2%	21.2%
Marża EBIT	14.1%	14.3%	13.8%	13.4%	13.0%	11.4%
Raportowana EBITDA	52.2	56.2	56.9	59.2	61.3	62.5
Skoryg. EBITDA (wyłączając aktywa programowe)	51.2	55.2	55.8	58.1	60.1	61.3
EBIT	33.3	35.7	35.1	36.1	36.8	33.0
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
NOPAT	26.9	28.9	28.5	29.2	29.8	26.8
+ Amortyzacja (wyłączając aktywa programowe)	17.9	19.4	20.7	22.0	23.3	28.3
+ CAPEX	-21.9	-23.0	-24.1	-25.2	-25.7	-25.7
+ Płatności leasingowe	-2.2	-2.3	-2.4	-2.5	-2.6	-2.6
+ Zmiana w kapitale obrotowym	-4.9	-0.6	-1.9	-3.7	-3.6	-1.3
FCFF	16.0	22.5	20.8	19.8	21.3	25.4
Dyskonto	0.98	0.90	0.84	0.77	0.72	0.72
Wartość bieżąca FCFF	15.6	20.3	17.4	15.3	15.2	
Wartość rezydualna						425.5
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Nielewarowana beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Lewarowana beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału	8.3%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%	8.5%
Premia długu	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Waga długu	6.6%	6.0%	6.0%	7.2%	8.6%	8.6%
Waga kapitału	93.4%	94.0%	94.0%	92.8%	91.4%	91.4%
WACC	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Suma wartości bieżących FCFF	83.8					
+ Wartość bieżąca wartości rezydualnej	305.2					
EV	389.1					
+ Gotówka	39.2					
+ Dług i leasing	-28.4					
+ Wartość rynkowa udziałów w Boombit	90.0					
+ Wartość udziałów w Black Photon	35.7					
+ Mniejszości	-0.7					
+ Dywidendy zapłacone	-12.6					
Wartość kapitału	512.2					
Liczba akcji (rozwodniona, m sztuk)	84.30					
Wartość godziwa (PLN na akcję)	6.08					

Wrażliwość DCF (PLN)

Wzrost w okresie rezydualnym	Skoryg. marża EBITDA w okresie rezydualnym				
	19.2%	20.2%	21.2%	22.2%	23.2%
0.0%	4.72	4.96	5.21	5.45	5.70
1.0%	5.01	5.30	5.58	5.86	6.14
2.0%	5.41	5.74	6.08	6.41	6.74
3.0%	5.96	6.37	6.77	7.18	7.58
4.0%	6.80	7.31	7.82	8.33	8.84
Wzrost w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
0.0%	5.60	5.39	5.21	5.04	4.90
1.0%	6.10	5.82	5.58	5.37	5.19
2.0%	6.80	6.41	6.08	5.80	5.56
3.0%	7.86	7.25	6.77	6.38	6.05
4.0%	9.62	8.59	7.82	7.22	6.74

Źródło: IPOPEMA Research * Skorygowana EBITDA wyłącza aktywa programowe z amortyzacji

Wycena DDM

W 2021 ATM Grupa już wypłaciła dywidendę w wysokości PLN 0.15ps (pierwszy dzień bez dywidendy został wyznaczony na 4 czerwca, a dzień wypłaty na 15 czerwca 2021).

W kolejnych latach, przy założeniu braku przejęć, spodziewamy się, że ATM Grupa będzie wypłacać w dywidendach około 80% zysku netto z poprzedniego okresu, co daje PLN 0.30ps dywidendy w 2022E (7.2% DY) oraz PLN 0.36ps w 2023E (DY 8.7%). Takie proporcje wypłaty z zysku netto powinny pozwolić utrzymać ATM Grupie zauważalną pozycję gotówkową netto pomiędzy 0.1x oraz 0.2x standaryzowanej EBITDA (tj. z wyłączeniem amortyzacji aktywów programowych) w kolejnych latach. Naszym zdaniem zarząd może preferować utrzymywanie poduszki pieniężnej na wypadek ewentualnych zdarzeń podobnych do pandemii.

Widzimy potencjał dla ATM Grupy na poradzenie sobie w większych wypłatach z zysku netto, na poziomie na przykład 100% zysku z poprzedniego roku, jednakże skutkuje to pogorszeniem pozycji gotówkowej (przy 100% do 0.4x dług netto / EBITDA standaryzowana na koniec 2025E dla wypłat 100%), ze względu na brak wypłat całości zysku w dywidendach do ATM Grupy przez Boombit i Black Photon w latach 2021-2025E.

W okresie rezydualnym zakładamy, że płacone przez Boombit i Black Photon dywidendy zrównają się z rozpoznawanymi wynikami przez ATM Grupę, poprawiając długoterminowy potencjał ATM Grupy. Prognozujemy, że ATM Grupa może płacić powtarzalne PLN 0.45ps dywidendy w długim terminie bazując na naszych prognozach, z czego zakładamy w naszym modelu PLN 0.42ps aby odzwierciedlić dalszy potencjał wzrostu.

Tabela 12. ATM Grupa wycena DDM 2021E-2025E

DDM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Okres rezydualny
DPS (PLN ps)	0.00	0.30	0.36	0.38	0.39	0.42
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Nielewarowana beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Lewarowana beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Koszt kapitału	8.3%	8.3%	8.3%	8.4%	8.5%	8.5%
Dyskonto	0.97	0.90	0.83	0.77	0.71	0.71
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	0.27	0.30	0.29	0.28	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)						1.14
Wzrost w okresie rezydualnym						2.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN ps)						4.59
Wartość godziwa na akcję (PLN ps)						5.73

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 13. ATM Grupa szacunek FCFE 2017-2025E

PLN m	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Raportowana EBITDA	50.4	53.5	55.7	46.6	52.2	56.2	56.9	59.2	61.3
Skorygowana EBITDA wyłączając amortyzację aktywów programowych	48.9	48.5	54.4	36.9	51.2	55.2	55.8	58.1	60.1
Amortyzacja łącznie (w tym aktywów programowych)	18.0	22.8	20.9	28.6	18.9	20.4	21.7	23.1	24.5
Zmiana kapitału obrotowego	-17.9	-11.9	-14.9	-3.8	-4.9	-0.6	-1.9	-3.7	-3.6
Podatek zapłacony	-7.7	-4.8	-14.4	2.8	-6.3	-6.7	-6.6	-6.8	-6.9
Przepływy z działalności operacyjnej	25.6	35.5	24.8	46.7	41.3	49.1	48.7	49.0	51.1
CAPEX netto	-3.9	-27.3	-11.9	-12.6	-21.9	-23.0	-24.1	-25.2	-25.7
Wpływy z dywidend Boombitu	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	2.8	2.8	2.8
Wpływy z dywidend Black Photon	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	4.3	4.5
Otrzymane odsetki	0.6	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Wpływy z dotacji	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidendy dla akcjonariuszy mniejszościowych spółek zależnych	-0.1	-0.3	-1.5	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Płatności leasingowe	-1.2	-1.9	-2.3	-2.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.5	-2.6
Odsetki	-0.5	-0.8	-1.2	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8
Standaryzowany FCFE	21.6	5.5	8.4	31.2	16.7	25.8	26.8	27.9	29.6
Stopa standaryzowanego FCFE	5.8%	1.5%	2.2%	9.1%	4.8%	7.4%	7.7%	8.0%	8.5%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spółki porównywalne

Z uwagi na konstrukcję modelu biznesowego ATM Grupy naszym zdaniem porównywalność z podobnymi spółkami jest relatywnie ograniczona.

Bazując na naszych prognozach ATM Grupa handluje się na mnożniku P/E 10.9x dla roku 2021E oraz 9.1x dla roku 2022E (w obu przypadkach dla raportowanych danych), co daje odpowiednio 38% oraz 43% dyskonto do median mnożników wybranych porównywanych spółek. ATM Grupa również handluje się na mnożniku EV/EBITDA (na raportowanych danych, tj. nie wyłączając amortyzacji aktywów programowych i Boombitu) 6.4x dla roku 2021E oraz 6.0x dla roku 2022E, co daje odpowiednio 40% oraz 30% dyskonto do median mnożników wybranych porównywanych spółek.

Tabela 14. ATM Grupa spółki porównywalne

Spółka+	Ostatnia cena	Kapitalizacja EUR m	P/E			EV/EBITDA			DY 2022E
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
AGORA SA	PLN 8.6	89	na	na	28.2	12.2	6.4	5.6	na
ALIBABA PICTURES GROUP LTD	HKD 0.8	2,385	45.4	19.5	15.1	24.2	11.5	7.9	na
AMAZON.COM INC	USD 3,478.1	1,482,768	49.0	40.4	30.2	24.7	20.0	16.9	0.0%
CJ ENM CO LTD	KRW 153,900.0	2,455,844	17.5	16.0	14.4	4.8	4.5	4.1	1.0%
COMCAST CORP-CLASS A	USD 61.7	238,464	20.1	16.5	14.4	10.8	9.4	8.8	1.7%
CYFROWY POLSAT SA	PLN 36.34	5,150	14.5	14.9	14.7	7.6	8.9	8.9	13.8%
DISCOVERY INC - A	USD 28.3	12,343	9.9	8.7	7.9	7.1	6.1	5.3	0.0%
ITV PLC	GBP 114.2	5,361	8.7	1.1	8.5	6.8	6.0	5.6	4.7%
KINO POLSKA TV SA	PLN 15.1	66	7.3	6.7	6.4	5.1	4.4	4.2	6.8%
LIONS GATE ENTERTAINMENT-A	USD 12.8	2,427	15.6	11.4	9.9	10.5	8.3	6.8	na
NETFLIX INC	USD 590.5	220,018	53.9	45.4	35.8	40.2	32.7	25.9	0.0%
NORDIC ENTERTAINMENT GROUP-B	SEK 501.5	3,853	57.1	52.9	35.1	35.7	33.1	21.7	0.8%
PERFECT WORLD CO LTD-A	CNY 15.2	3,844	17.2	11.6	9.8	13.6	8.7	6.6	1.8%
RTL GROUP	EUR 53.0	8,194	13.2	12.2	11.2	6.0	5.8	5.1	7.1%
SONY GROUP CORP	JPY 11,880.0	114,975	19.9	17.8	15.8	7.8	6.9	6.0	0.6%
STUDIO DRAGON CORP	KRW 86,600.0	1,890,786	47.8	37.8	31.9	13.9	12.0	10.4	0.0%
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	EUR 8.4	1,763	11.7	10.3	8.2	3.4	3.3	3.0	5.9%
VIACOMCBS INC - CLASS B	USD 41.3	22,466	10.1	10.2	10.7	8.0	7.7	8.1	2.4%
VIVENDI SE	EUR 32.9	36,503	24.4	21.3	19.5	13.4	12.1	10.7	2.1%
WALT DISNEY CO/THE	USD 181.0	276,868	75.8	36.3	29.0	35.1	21.2	17.7	0.9%
WIRTUALNA POLSKA HOLDING SA	PLN 134.1	869	25.4	21.0	19.0	14.2	12.4	11.7	3.9%
ZEE ENTERTAINMENT ENTERPRISE	INR 176.4	1,952	12.9	10.5	9.3	7.7	6.2	5.2	2.6%
MEDIANA			17.5	16.0	14.6	10.7	8.5	7.3	1.8%
ATM GRUPA	PLN 4.15	78	10.9	9.1	8.7	6.4	6.0	5.9	7.2%
premia/dyskonto do mediany			-38%	-43%	-40%	-40%	-30%	-19%	

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 3 września 2021

IPOPEMA vs. konsensus

Konsensus dla ATM Grupy nie jest dostępny.

Zmiany w prognozach

Poniżej prezentujemy zmiany w naszych prognozach vs. Nasz ostatni raport opublikowany 9 czerwca 2021.

Tabela 15. Zmiany w prognozach IPOPEMA

	2021E			2022E			2023E		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Raportowane przychody	236.1	232.3	1.6%	250.1	247.2	1.2%	253.8	250.2	1.4%
Raportowana EBITDA	52.2	51.3	1.7%	56.2	56.3	-0.3%	56.9	56.7	0.3%
Marża raportowanej EBITDA	22.1%	22.1%	0 pp	22.5%	22.8%	-0.3 pp	22.4%	22.7%	-0.2 pp
Skorygowana EBITDA	51.2	50.3	1.7%	55.2	55.3	-0.3%	55.8	55.6	0.3%
Marża skorygowanej EBITDA	21.7%	21.7%	0 pp	22.1%	22.4%	-0.3 pp	22.0%	22.2%	-0.2 pp
EBIT	33.3	32.4	2.6%	35.7	35.9	-0.5%	35.1	35.0	0.5%
Marża EBIT	14.1%	14.0%	0.1 pp	14.3%	14.5%	-0.2 pp	13.8%	14.0%	-0.1 pp
Zysk netto	32.2	31.4	2.3%	38.6	38.9	-0.7%	40.3	40.4	-0.1%
Marża zysku netto	13.6%	13.5%	0.1 pp	15.4%	15.7%	-0.3 pp	15.9%	16.1%	-0.2 pp

Źródło: IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Prognozy w poszczególnych segmentach

Szczegółowe założenia i prognozy dotyczące poszczególnych segmentów znajdują się w rozdziale „Segmenty, model biznesowy i strategia”.

Skonsolidowane prognozy

Podkreślamy, że ATM Grupa efektywnie skupia 5 różnych linii biznesowych (lub 4 licząc bez segmentu nadawania), których wyniki są raportowane w oddzielnych segmentach. Ogólnie na każdy segment w dużej mierze wpływają inne czynniki biznesowe, stąd skonsolidowane wyniki finansowe mogą w pewnych przypadkach nie odzwierciedlać dokładnie trendów w kluczowych segmentach produkcji telewizyjnej i filmowej, oraz segmencie zarządzania aktywami trwałymi (naszym zdaniem jest to przypadek lat 2022E/2023E dla których zakładamy spadające wyniki w segmencie działalności deweloperskiej, co negatywnie wpływa na skonsolidowane dynamiki r/r).

Przychody. Prognozujemy przychody w latach 2021E/2022E/2023E na poziomie PLN 236.1m/250.1m/253.8m, co daje 22%/6%/1% wzrostu r/r. Podkreślamy, że zakładana przez nas kontrybucja działalności deweloperskiej spada z poziomu PLN 39m w 2021E do PLN 11m w 2023E. Wyłączając działalność deweloperską z przychodów prognozujemy ich wzrost na poziomie odpowiednio 21%/15%/7% w latach 2021E/2022E/2023E.

Raportowana EBITDA (włączając amortyzację aktywów programowych do łącznej amortyzacji). Zakładamy, że amortyzacja aktywów programowych nie będzie istotnie duża w latach 2021E-2023E (zakładamy ją na poziomie PLN 1.0-1.1m vs. PLN 9.8m w 2020). Prognozujemy raportowaną EBITDA w latach 2021E/2022E/2023E na poziomie PLN 52.2m/56.2m/56.9m, co daje 12%/8%/1% wzrost r/r. Podkreślamy, że zakładana przez nas kontrybucja działalności deweloperskiej spada z poziomu PLN 5.3m w 2021E do PLN 0.8m w 2023E. Wyłączając działalność deweloperską z raportowanej EBITDA prognozujemy jej wzrost na poziomie odpowiednio 8%/13%/5% w latach 2021E/2022E/2023E.

Skorygowana EBITDA (wyłączając amortyzację aktywów programowych z łącznej amortyzacji). Prognozujemy skorygowaną EBITDA w latach 2021E/2022E/2023E na poziomie PLN 51.2m/55.2m/55.8m, co daje 39%/8%/1% wzrostu r/r. Podkreślamy, że zakładana przez nas kontrybucja działalności deweloperskiej spada z poziomu PLN 5.3m w 2021E do PLN 0.8m w 2023E. Wyłączając działalność deweloperską z skorygowanej EBITDA prognozujemy jej wzrost na poziomie odpowiednio 36%/8%/1% w latach 2021E/2022E/2023E.

Zysk netto. Podkreślamy, że Boombit i Black Photon są spółkami stowarzyszonymi, przez co ich wyniki nie są konsolidowane w EBITDA ATM Grupy, tylko przypadająca część wyniku netto jest rozpoznawana przez ATM Grupę. Na bazie konsensusu Bloomberg'a zakładamy, że ATM Grupa rozpozna PLN 5.3m/6.0m/6.8m wyniku przypadającego z Boombitu w latach 2021E/2022E/2023E, oraz prognozujemy, że Black Photon w tych latach kontrybuuje do wyniku odpowiednio PLN 0.8m/4.5m/5.8m. Łącznie prognozujemy skonsolidowany zysk netto ATM Grupy na poziomie PLN 32.2m/38.6m/40.3m w latach 2021E/2022E/2023E, co przekłada się na 75%/20%/4% wzrostu r/r.

Tabela 16. ATM Grupa dane finansowe 2017-2025E

RZIS (PLN m)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	MSR 17	MSR 17	MSSF 16	MSSF 16	MSSF 16	MSSF 16	MSSF 16	MSSF 16	MSSF 16
Przychody ze sprzedaży	224.3	223.8	249.0	193.5	236.1	250.1	253.8	268.7	283.0
Dochód z dotacji	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty sprzedanych usług, towarów i materiałów	-179.2	-182.6	-203.5	-166.4	-189.2	-199.7	-203.9	-216.8	-229.6
Koszty ogólnego zarządu	-15.6	-15.7	-16.1	-14.9	-17.6	-18.8	-19.0	-20.2	-21.2
Przychody/koszty operacyjne pozostałe	2.4	5.1	5.5	5.9	4.0	4.1	4.3	4.4	4.6
Raportowana EBITDA	50.4	53.5	55.7	46.6	52.2	56.2	56.9	59.2	61.3
Skorygowana EBITDA	48.9	48.5	54.4	36.9	51.2	55.2	55.8	58.1	60.1
EBIT	32.4	30.6	34.9	18.1	33.3	35.7	35.1	36.1	36.8
Koszty finansowe netto	-0.6	-0.8	-0.9	0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.5
Udział w inwestycjach rozliczanych metoda praw własności	2.7	3.5	3.0	3.8	6.0	10.4	12.6	12.8	13.1
Zysk przed opodatkowaniem	34.5	33.3	37.0	22.3	38.8	45.7	47.3	48.6	49.4
Podatek dochodowy	-6.0	-5.7	-6.2	-3.4	-6.3	-6.7	-6.6	-6.8	-6.9
Zysk netto przypadający na udziały niekontrolujące	-0.3	0.2	-0.6	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
Zysk netto przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej	28.2	27.8	30.1	18.4	32.2	38.6	40.3	41.4	42.1
EPS (PLN)	0.33	0.33	0.36	0.22	0.38	0.46	0.48	0.49	0.50
Bilans (PLN m)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	191.0	210.6	209.2	211.5	221.5	233.1	244.0	253.0	261.2
Rzeczowe aktywa trwałe	139.4	156.9	157.4	149.4	153.4	157.0	160.6	164.1	167.5
Aktywa niematerialne	5.3	5.0	3.4	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7	0.7
Aktywa programowe	2.7	2.7	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Pozostałe aktywa trwałe	43.6	46.0	46.3	57.4	63.5	71.5	79.0	84.7	90.5
Aktywa obrotowe	133.8	136.2	148.5	140.6	145.0	140.9	139.5	145.1	152.1
Aktywa programowe	1.5	1.7	14.0	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
Zapasy	34.7	41.0	46.8	49.5	42.6	37.0	37.7	39.0	40.2
Należności handlowe i inne	39.9	44.4	36.3	30.4	41.9	44.4	44.7	46.9	49.0
Środki pieniężne	33.3	34.7	23.6	39.2	39.6	37.5	34.0	35.0	37.5
Pozostałe aktywa obrotowe	24.5	14.5	27.8	16.3	15.8	16.8	17.9	19.0	20.2
Aktywa do sprzedaży	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Razem aktywa	324.8	346.8	357.6	352.2	366.5	374.0	383.5	398.2	413.2
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej	237.2	246.3	256.2	268.1	287.4	300.8	310.7	320.1	329.3
Kapitał przypadający na udziały niekontrolujące	0.6	0.1	0.9	0.7	1.0	1.4	1.9	2.3	2.8
Zobowiązania długoterminowe	46.9	49.1	42.7	34.1	33.2	30.7	30.7	30.7	30.7
Kredyty, pożyczki i leasing	20.1	26.8	23.7	18.4	17.5	15.0	15.0	15.0	15.0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	26.7	22.3	19.0	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
Zobowiązania krótkoterminowe	40.2	51.3	57.9	49.3	44.8	41.1	40.2	45.1	50.5
Kredyty, pożyczki i leasing	5.1	7.1	9.6	10.0	7.2	7.2	7.2	12.3	18.1
Zobowiązania handlowe i inne	20.1	26.1	26.9	23.1	21.9	18.2	17.3	17.1	16.8
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	15.0	18.2	21.5	16.2	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
Razem pasywa	324.8	346.8	357.6	352.2	366.5	374.0	383.5	398.2	413.2
Dług netto	-8.0	-0.9	9.6	-10.8	-14.9	-15.3	-11.8	-7.7	-4.4
Dług netto / raportowana EBITDA	-0.2	0.0	0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1
BVPS (PLN)	2.8	2.9	3.0	3.2	3.4	3.6	3.7	3.8	3.9
Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Zysk przed opodatkowaniem	34.5	33.3	37.0	22.3	38.8	45.7	47.3	48.6	49.4
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-1.2	-2.7	-3.6	-3.8	-6.0	-10.4	-12.6	-12.8	-13.1
Amortyzacja bez aktywów programowych	16.5	17.9	19.5	18.8	17.9	19.4	20.7	22.0	23.3
Amortyzacja aktywów programowych	1.5	4.9	1.3	9.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
Zmiana kapitału obrotowego	-17.9	-11.9	-14.9	-3.8	-4.9	-0.6	-1.9	-3.7	-3.6
Podatek zapłacony	-7.7	-4.8	-14.4	2.8	-6.3	-6.7	-6.6	-6.8	-6.9
Pozostałe	-0.1	-1.3	-0.2	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.8
Przepływy z działalności operacyjnej	25.6	35.5	24.8	46.7	41.3	49.1	48.7	49.0	51.1
CAPEX netto	-3.9	-27.3	-11.9	-12.6	-21.9	-23.0	-24.1	-25.2	-25.7
Pozostałe	3.8	8.9	2.0	-3.1	0.2	2.6	5.2	7.3	7.5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.2	-18.4	-9.9	-15.7	-21.7	-20.4	-18.9	-17.9	-18.2
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-1.6	7.0	-2.4	-5.3	-3.7	-2.5	0.0	5.1	5.8
Dywidendy dla akcjonariuszy	-18.5	-18.5	-18.5	-6.7	-12.6	-25.3	-30.3	-32.0	-32.9
Płatności leasingowe	-1.2	-1.9	-2.3	-2.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.5	-2.6
Odsetki	-0.5	-0.8	-1.2	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8
Pozostałe	1.0	-1.4	-1.5	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-20.9	-15.7	-26.0	-15.4	-19.3	-30.8	-33.4	-30.1	-30.4
Środki pieniężne na początek okresu	28.7	33.3	34.7	23.6	39.2	39.6	37.5	34.0	35.0
Zmiana środków pieniężnych	4.5	1.4	-11.1	15.6	0.4	-2.0	-3.5	1.0	2.5
Środki pieniężne na koniec okresu	33.3	34.7	23.6	39.2	39.6	37.5	34.0	35.0	37.5
DPS (PLN)	0.22	0.22	0.22	0.08	0.15	0.30	0.36	0.38	0.39

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzną regulację zapewniającą, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwwp>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znaczących różnic wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowo, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

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

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NIH - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.
- ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
- ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
- EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2020 – 30 czerwca 2021)

	Number	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	24%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia ratingów – ATM Grupa

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
09/06/2021	KUPUJ	PLN 6.00	PLN 4.19	Marcin Nowak, Michał Wojciechowski
06/09/2021	KUPUJ	PLN 5.90	PLN 4.15	Marcin Nowak, Michał Wojciechowski