



Dom Maklerski BDM S.A.

## ATM GRUPA

### RAPORT ANALITYCZNY

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie podnosimy naszą wycenę do 4,91 PLN/akcję (jest to 53% powyżej obecnego kursu rynkowego). Wzmacniamy nasz optymizm dotyczący spółki. ATM Grupa obecnie znajduje się w gronie podmiotów z grupy pokrywanych przez nas spółek z obszaru TMT notowanych na GPW, które mogą wykazać w bieżącym 2024 roku jedne z najlepszych dynamik wzrostu w ujęciu r/r. Nasz optymizm bazuje na perspektywach podstawowego obszaru biznesowego, czyli działalności audiowizualnej. Wzrostu wyników w 2024 roku w ujęciu r/r spodziewamy się także w segmencie deweloperskim w związku z harmonogramem realizowanych projektów. Obecnie spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 w okolicy 3,7x i 3,3x. Mnożnik P/E według naszych symulacji wynosi 6,4x dla roku 2024 i 6,0x dla roku 2025.

Nasz scenariusz na okres 2024-2025 zakłada odczuwalny wzrost wyników z działalności audiowizualnej (suma dwóch segmentów: produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie aktywami trwałymi). Tak jak wskazywaliśmy wcześniej, według naszych symulacji spółka wraz z Q2 2023 zapoczątkowała okres odbudowy wyników w segmencie produkcji tv i filmowej, co będzie widoczne w kolejnych okresach. Spodziewamy się, że łączny wynik z działalności audiowizualnej w ujęciu LTM w kolejnych kwartałach 2024 roku może wskazywać odczyty EBITDA powyżej 60 mln PLN, co będzie oznaczać ustanowienie nowych maksimów dla ATM Grupa (dotychczas najwyższy odczyt EBITDA w ujęciu LTM był w Q3 2019 na poziomie 59,6 mln PLN).

Na poziomie skonsolidowanym, zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami EBITDA spółki za 2024 rok może wzrosnąć do 66,7 mln PLN i ponad 70 mln PLN w 2025 roku. Na poziomie wyniku netto spodziewamy się wzrostu zysku do 42 mln PLN, co oznacza wzrost o prawie 51% r/r. na rok 2025 prognozowany przez nas wynik netto wynosi 45,3 mln PLN (+7,9% r/r).

Zarząd ATM Grupa podjął uchwałę zgodnie z którą będzie rekomendować WZA przeznaczenie na wypłatę dywidendy za 2023 rok dodatkowo 0,12 PLN/akcję (w dniu 21 grudnia 2023 roku wypłacono już zaliczkę na poczet dywidendy za 2023 rok w kwocie 0,08 PLN/akcję). Łącznie zarekomendowana przez zarząd spółki dywidenda za 2023 rok wynosi 0,20 PLN/akcję. Spodziewamy się, że ATM Grupa w przyszłości będzie kontynuować wypłatę dywidend w dwóch płatnościach w trakcie roku kalendarzowego. Efektywny strumień DPS jaki mogą otrzymać akcjonariusze w roku 2024 w naszym modelu wynosi 0,22 PLN oraz rośnie do 0,3 PLN w roku 2025. Oznacza to rentowność dywidendy na lata 2024-2025 w przedziale 6,9%-9,4%.

|                         | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody [mln PLN]     | 223,9       | 299,9       | 234,2       | 272,0       | 289,1       | 322,8       |
| <b>EBITDA [mln PLN]</b> | <b>48,6</b> | <b>64,4</b> | <b>59,1</b> | <b>66,7</b> | <b>70,1</b> | <b>75,2</b> |
| EBIT [mln PLN]          | 26,8        | 46,2        | 34,1        | 46,7        | 49,9        | 55,8        |
| Wynik netto [mln PLN]   | 24,6        | 43,8        | 27,8        | 42,0        | 45,3        | 50,1        |
| EPS [PLN]               | 0,29        | 0,52        | 0,33        | 0,50        | 0,54        | 0,59        |
| P/BV                    | 1,0x        | 0,9x        | 0,9x        | 0,8x        | 0,8x        | 0,7x        |
| P/E                     | 11,0x       | 6,2x        | 9,7x        | 6,4x        | 6,0x        | 5,4x        |
| EV/EBITDA               | 5,5x        | 3,8x        | 4,3x        | 3,7x        | 3,3x        | 3,2x        |
| EV/EBIT                 | 10,0x       | 5,3x        | 7,4x        | 5,2x        | 4,7x        | 4,4x        |
| DPS [PLN]               | 0,15        | 0,28        | 0,26        | 0,22        | 0,30        | 0,36        |
| Rentowność dywidendy    | 4,8%        | 8,8%        | 8,1%        | 6,9%        | 9,4%        | 11,1%       |

# KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 4,91 PLN**

22 KWIECIEŃ 2024, 10:35 CEST

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 4,91  |
| Potencjał do wzrostu / spadku | +53%  |
| Cena rynkowa [PLN]            | 3,20  |
| Kapitalizacja [mln PLN]       | 270   |
| Ilość akcji [mln. szt.]       | 84,3  |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 3,64  |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 3,13  |
| Zmiana kursu za 3 mc          | -7%   |
| Zmiana kursu za 6 mc          | -6%   |
| Zmiana kursu za 12 mc         | -5%   |
| Zmiana kursu YTD              | -11%  |
| Akcjonariat (% kapitału):     |       |
| Kurzewski Investment          | 40,0% |
| Zygmunt Solorz (Karswell)     | 17,4% |
| NN OFE PTE                    | 9,7%  |
| PKO TFI                       | 7,5%  |

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



## SPIS TREŚCI

|  |    |
|--|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE.....                             | 2  |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....                           | 4  |
| WYCENA DCF (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO).....         | 4  |
| WYCENA MNOŻNIKOWA (BEZ SEGMENTU DEWELOPERSKIEGO) ..... | 6  |
| WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA Q3 2023 .....       | 7  |
| NASZE ZAŁOŻENIA NA Q4 2023.....                        | 11 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....                        | 12 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....                    | 16 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

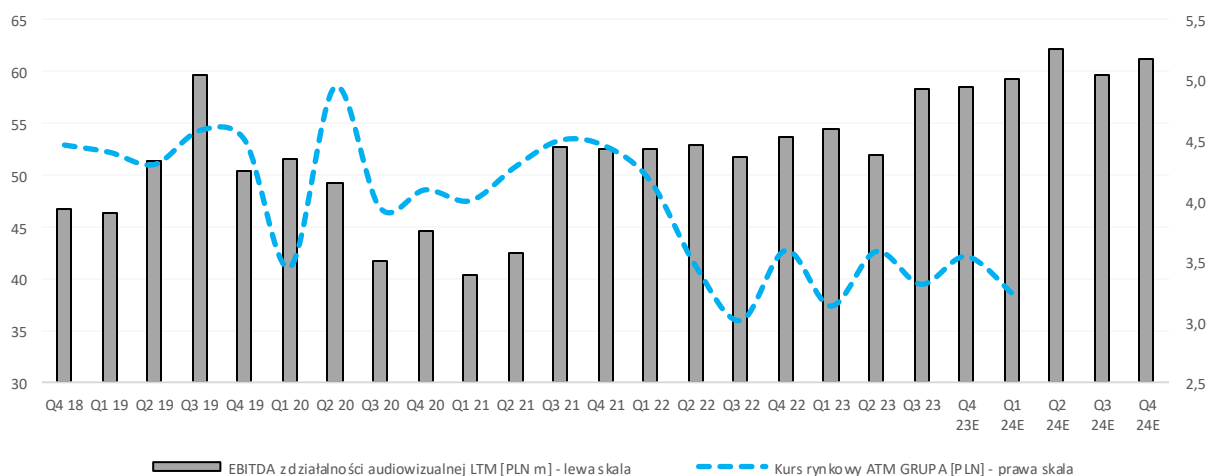
**Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów ATM Grupa i jednocześnie podnosimy naszą wycenę do 4,91 PLN/akcję (jest to 53% powyżej obecnego kursu rynkowego).**

Wzmacniamy nasz optymizm dotyczący spółki. ATM Grupa obecnie znajduje się w gronie podmiotów z grupy pokrywanych przez nas spółek z obszaru TMT notowanych na GPW, które mogą wykazać w bieżącym 2024 roku jedne z najlepszych dynamik wzrostu w ujęciu r/r. Nasz optymizm bazuje na perspektywach podstawowego obszaru biznesowego, czyli działalności audiowizualnej. Wzrostu wyników w 2024 roku w ujęciu r/r spodziewamy się także w segmencie deweloperskim w związku z harmonogramem realizowanych projektów.

Zachodzące zmiany w krajowym ekosystemie rynku produkcji telewizyjnych i filmowych w najbliższych latach naszym zdaniem będą wspierać biznes spółki. W perspektywie 2024-2025 liczymy na odczuwalną poprawę wyników z działalności audiowizualnej. Liczymy na wzrost portfela projektowego zarówno dla tradycyjnych odbiorców, czyli dla anten telewizji linearnej oraz dla platform streamingowych.

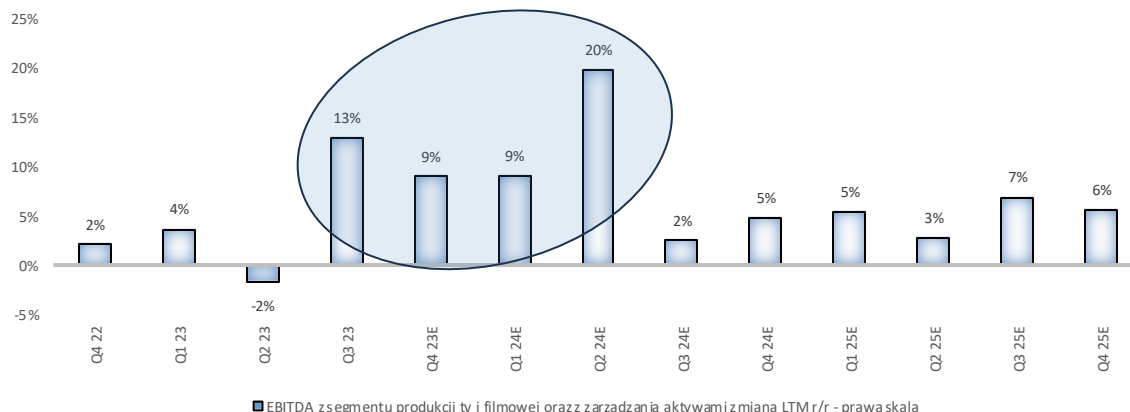
Według naszych szacunków spółka jest wyceniana na rynku przy historycznie niskich wskaźnikach, jeśli głównym kryterium oceny ATM Grupa mają być wyniki osiągnięte z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi). Przyjęte przez nas prognozy dla działalności audiowizualnej wskazują, iż EBITDA LTM dla tego obszaru w kolejnych kwartałach 2024 roku będzie powyżej 60 mln PLN (dotychczasowy rekordowy odczyt 59,6 mln PLN był zanotowany w Q3 2019, kiedy kurs rynkowy spółki oscylował w okolicy 4,5-4,6 PLN).

Historyczna oraz zakładana ścieżka EBITDA LTM z działalności audiowizualnej na tle kursu rynkowego ATM Grupa



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

**Dynamika r/r dla EBITDA LTM z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na poziomie skonsolidowanym, zgodnie z przyjętymi przez nas założeniami EBITDA spółki za 2024 rok może wzrosnąć do 66,7 mln PLN i ponad 70 mln PLN w 2025 roku. Na poziomie wyniku netto spodziewamy się wzrostu zysku do 42 mln PLN, co oznacza wzrost o prawie 51% r/r. Na rok 2025 prognozowany przez nas wynik netto wynosi 45,3 mln PLN (+7,9% r/r).

Zarząd ATM Grupa podjął uchwałę zgodnie z którą będzie rekomendować WZA przeznaczenie na wypłatę dywidendy za 2023 rok dodatkowo 0,12 PLN/akcję (w dniu 21 grudnia 2023 roku wypłacono już zaliczkę na poczet dywidendy za 2023 rok w kwocie 0,08 PLN/akcję). Łącznie zarekomendowana przez zarząd spółki dywidenda za 2023 rok wynosi 0,20 PLN/akcję. Spodziewamy się, że ATM Grupa w przyszłości będzie kontynuować wypłatę dywidend w dwóch płatnościach w trakcie roku kalendarzowego. Efektywny strumień DPS jaki mogą otrzymać akcjonariusze w roku 2024 w naszym modelu wynosi 0,22 PLN oraz rośnie do 0,3 PLN w roku 2025. Oznacza to rentowność dywidendy na lata 2024-2025 w przedziale 6,9%-9,4%.

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

**Podsumowanie wyceny ATM Grupa**

|                                   |  |              |
|-----------------------------------|--|--------------|
| $A = 0,5 \cdot A1 + 0,5 \cdot A2$ | Wycena segmentu produkcji filmowej i tv + zarządzania aktywami [mln PLN] | 303,2        |
| A1                                | Wycena DCF [mln PLN]   | 284,7        |
| A2                                | Wycena mnożnikowa [mln PLN]  | 321,8        |
| B                                 | Wycena aktywów deweloperskich [mln PLN]                                  | 65,1         |
| C                                 | Pakiet akcji Boombit [mln PLN]   | 45,6         |
| <b>D = A+B+C</b>                  | <b>Wycena końcowa spółki [mln PLN]</b>                                   | <b>413,9</b> |
|                                   | <b>Wycena na 1 akcję [PLN]</b>   | <b>4,91</b>  |
|                                   | Aktualna cena rynkowa [PLN]  | 3,20         |
|                                   | <b>Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego</b>                    | <b>53%</b>   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Nasze podejście do wyceny posiadanych aktywów w ramach jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć jest podobne jak poprzednio. Tak jak wskazaliśmy, wyceniamy walory Boombit zgodnie z bieżącą wartością rynkową. Natomiast aktywa reprezentowane przez Lumina, Black Photon oraz ATM Virtual na obecnym etapie nadal traktujemy jako projekty typu „start up” i wyceniamy je łącznie na poziomie wartości udzielonych im pożyczek przez ATM Grupa - jest to ujęte w pozycji dług netto. W kolejnych aktualizacjach nie wykluczamy zmiany naszego podejścia w stosunku do Lumina. Zwracamy bowiem uwagę, że w 2023 roku Lumina zwiększyła skalę działalności.

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotną część sporządzonej przez nas wyceny ATM Grupa stanowi posiadany pakiet w Boombit oraz szacowane przez nas aktywa netto segmentu deweloperskiego (odpowiednio w wycenie końcowej jest to 0,54 PLN i 0,77 PLN na akcję). Przyszły potencjał posiadanych aktywów deweloperskich może istotnie różnić się zarówno in plus jak in minus względem obecnie ustalonej przez nas wyceny. Dodatkowo przyszła wycena rynkowa pakietu Boombit może cechować się istotną zmiennością.

Wyniki segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi są zależne od budżetów produkcyjnych poszczególnych anten telewizji linearnej oraz platform streamingowych. Zatem ewentualne przyszłe trwałe osłabienie rynku reklamy tv lub zmiany na rynku streamingu mogą negatywnie wpłynąć na docelowe rezultaty ATM Grupa.

Z ostatnich wydarzeń, mogących mieć wpływ na przyszłe wyniki ATM Grupy, zwracamy uwagę na komunikaty płynące z Viaplay (jednego z klientów spółki). Zgodnie z nową koncepcją działania, aktywa Viaplay w Polsce (obok aktywów m.in. w UK, USA czy Kanadzie) będą wystawione na sprzedaż lub mogą być elementem konsolidacji z innymi partnerami biznesowymi. Przypominamy, że historycznie Viaplay wpływał na rezultaty dwóch segmentów ATM Grupy: segment zarządzania m.in. wynajmuje pomieszczenia / halę na potrzeby transmisji wydarzeń sportowych w Warszawie, z kolei segment produkcji posiada ekspozycję na Viaplay w postaci realizacji m.in. produkcji tytułów non-fiction. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że ATM Grupa jest dobrze przygotowana na wyjście z Polski platformy Viaplay.

## WYCENA DCF (bez segmentu deweloperskiego)

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,8% (poprzednio było 5,6%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest ATM Grupa.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 14,9%.

Szacowany przez nas dług netto na koniec 2023 roku uwzględnia środki pożyczone do jednostek stowarzyszonych / powiązanych.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na 284,7 mln PLN, czyli 3,38 PLN/akcję (bez aktywów związanych z deweloperką oraz bez Boombit; poprzednio nasza wycena sugerowała wartość 2,9 PLN/akcję). Wycena została sporządzona na dzień 2024-04-22.

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

|             |       | wzrost FCFF w okresie rezydualnym |       |       |             |       |       |       |
|-------------|-------|-----------------------------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|
|             |       | 1,00%                             | 1,50% | 2,00% | 2,50%       | 3,00% | 3,50% | 4,00% |
|             | 10,4% | 3,71                              | 3,79  | 3,87  | 3,97        | 4,08  | 4,21  | 4,36  |
|             | 11,9% | 3,52                              | 3,58  | 3,64  | 3,71        | 3,79  | 3,87  | 3,97  |
|             | 13,4% | 3,38                              | 3,42  | 3,47  | 3,52        | 3,58  | 3,64  | 3,71  |
| <b>WACC</b> | 14,9% | 3,26                              | 3,30  | 3,34  | <b>3,38</b> | 3,42  | 3,47  | 3,52  |
|             | 16,4% | 3,17                              | 3,20  | 3,23  | 3,26        | 3,30  | 3,34  | 3,38  |
|             | 17,9% | 3,10                              | 3,12  | 3,15  | 3,17        | 3,20  | 3,23  | 3,26  |
|             | 19,4% | 3,04                              | 3,06  | 3,08  | 3,10        | 3,12  | 3,15  | 3,17  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

|  | 2024E       | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|--|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 238,6       | 254,5 | 268,2 | 281,7 | 294,7 | 307,3 | 319,3 | 330,5 | 341,4 | 352,6 |
| EBITDA [mln PLN]                         | 61,2        | 64,5  | 67,1  | 69,5  | 71,9  | 74,4  | 76,9  | 79,4  | 81,8  | 84,3  |
| EBIT [mln PLN]                           | 41,3        | 44,5  | 47,8  | 50,7  | 53,2  | 55,3  | 57,1  | 58,9  | 60,7  | 62,5  |
| NOPAT [mln PLN]                          | 33,4        | 36,0  | 38,7  | 41,0  | 43,1  | 44,8  | 46,2  | 47,7  | 49,2  | 50,7  |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 19,9        | 20,1  | 19,3  | 18,9  | 18,8  | 19,1  | 19,8  | 20,5  | 21,1  | 21,8  |
| Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]     | 0,0         | 0,0   | -1,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  |
| CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]  | -23,9       | -25,4 | -25,5 | -25,3 | -26,5 | -27,7 | -28,7 | -29,7 | -30,7 | -31,7 |
| FCFF [mln PLN]                           | 29,4        | 30,6  | 31,4  | 34,4  | 35,2  | 36,1  | 37,2  | 38,4  | 39,5  | 40,6  |
| Suma PV FCFF [mln PLN]                   | 178,8       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 87,9        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               | 266,7       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto [mln PLN]                     | -18,0       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Inne korekty [mln PLN]                   | 0,0         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość kapitału [mln PLN]               | 284,7       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ilość akcji [mln szt.]                   | 84,3        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   | <b>3,38</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

|                             | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody r/r               | 9,4%  | 6,7%  | 5,4%  | 5,0%  | 4,6%  | 4,3%  | 3,9%  | 3,5%  | 3,3%  | 3,3%  |
| Marża EBITDA                | 25,6% | 25,4% | 25,0% | 24,7% | 24,4% | 24,2% | 24,1% | 24,0% | 24,0% | 23,9% |
| Marża EBIT                  | 17,3% | 17,5% | 17,8% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 17,9% | 17,8% | 17,8% | 17,7% |
| CAPEX / Przychody           | 10%   | 10%   | 10%   | 9%    | 9%    | 9%    | 9%    | 9%    | 9%    | 9%    |
| D / E                       | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   | 11%   |
| E / (E+D)                   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   | 90%   |
| D / (E+D)                   | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  | 9,6%  |
| Stopa wolna od ryzyka       | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  | 5,8%  |
| Beta nielewarowana          | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Beta lewarowana             | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   |
| Kosz kapitału własnego      | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% | 15,9% |
| Kosz długu po opodatkowaniu | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  | 5,2%  |
| WACC                        | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% | 14,9% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA MNOŻNIKOWA (bez segmentu deweloperskiego)

Wycenę metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 5,0x (poprzednio było 5,5x). Jest to podejście bardziej konserwatywne uwzględniające perspektywę niepewności dotyczącej przyszłego zachowania rynku reklamy telewizyjnej w Polsce w okresie szybkiej ekspansji serwisów streamingowych. Nasze bieżące podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 321,8 mln PLN, czyli 3,82 PLN/akcję. Zastosowane podejście w analizie mnożnikowej nie uwzględnia wyników segmentu deweloperskiego.

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

|                               | Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025 |     |     |      |     |     |     |
|-------------------------------|--|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|                               | 2,5  | 3,5 | 4,5 | 5,0  | 5,5 | 6,5 | 7,5 |
| Sugerowana wycena [PLN/akcję] | 2,1  | 2,8 | 3,5 | 3,82 | 4,2 | 4,9 | 5,6 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z uwagi na specyfikę działania ATM Grupa, dobór grupy porównawczej jest wg nas utrudniony. Poniżej przedstawiamy wskaźniki wybranych firm z UE oraz USA z szeroką ekspozycją na obszar media/rozrywka.

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów z obszaru media/rozrywka

|                         | EV/EBITDA |       |  |
|-------------------------|-----------|-------|--|
|                         | 2024E     | 2025E |  |
| M6-METROPOLE TELEVISION | 4,2       | 4,3   |  |
| PROSIEBENSAT.1 MEDIA    | 7,0       | 6,7   |  |
| RTL GROUP               | 6,3       | 5,9   |  |
| VIVENDI                 | 9,0       | 8,4   | Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2024/2025 dla wybranych podmiotów wynosi 7,4x i 7,1x. |
| ITV                     | 6,0       | 5,3   |  |
| MODERN TIMES GROUP      | 6,2       | 5,8   |  |
| WARNER BROS DISCOVERY   | 6,5       | 6,2   |  |
| WARNER MUSIC GROUP      | 14,6      | 13,5  |  |
| WALT DISNEY             | 13,8      | 12,4  |  |
| PARAMOUNT GLOBAL        | 7,8       | 7,4   |  |
| FOX CORP                | 7,1       | 6,5   |  |
| NETFLIX                 | 27,5      | 22,8  |  |
| NEWS CORP               | 11,0      | 9,9   |  |
| LIBERTY GLOBAL          | 8,4       | 8,3   |  |
| LIONSGATE               | 14,5      | 12,7  |  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursu ATM Grupa na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

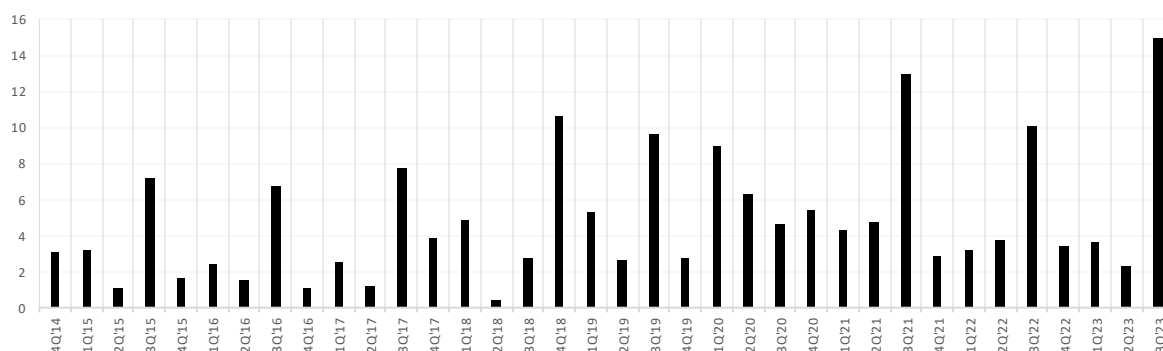
## WYNIKI SKONSOLIDOWANE ATM GRUPA ZA Q3 2023

Spółka raportuje wyniki za Q4 2023 w dniu 2024-04-25, dlatego opisując ostatnie dane finansowe opieramy się na opublikowanym sprawozdaniu za Q3 2023.

Wyniki za Q3 2023 oceniamy bardzo pozytywnie. Odczyty EBITDA dla głównych segmentów okazały się powyżej naszych oczekiwań. Symulacja wskazuje, że EBITDA z dwóch segmentów związanych z działalnością audiowizualną

w Q3 2023 roku wyniosła 27 mln PLN, co oznacza wzrost o ponad 31% r/r. Zwracamy w szczególności uwagę, że Q3 wskazał na silne odbicie w segmencie produkcja telewizyjna i filmowa (na tle poprzednich słabych kwartałów i jednocześnie ustanowił punktowo rekordowy odczyt kwartalny), co jest dla nas bardzo dobrym sygnałem. Tak jak wskazywaliśmy w naszym poprzednim komentarzu, traktujemy Q2 2023 za dołek wynikowy w tym obszarze biznesowym i liczymy, że kolejne kwartały potwierdzą, iż spółka będzie stopniowo odbudowywać portfolio projektów.

Historyczne odczyty EBITDA dla segmentu produkcji tv i filmowej [mln PLN]



W Q3 2023 wartość amortyzacji aktywów programowych wyniosła 3,03 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

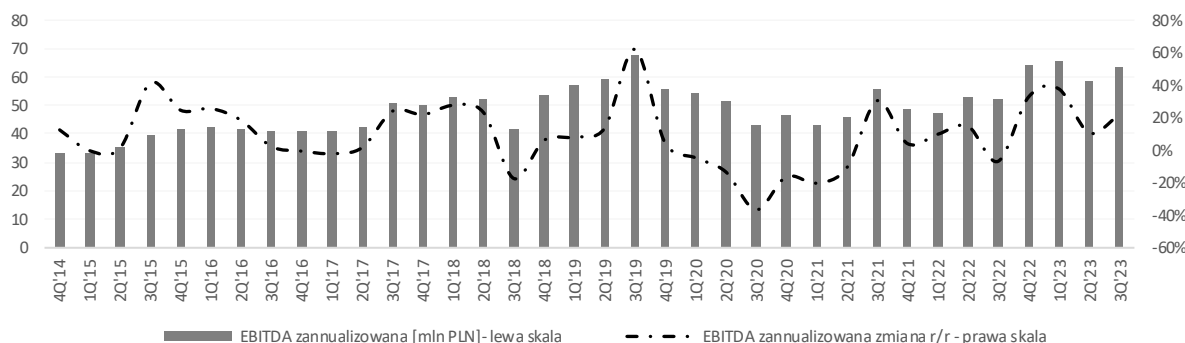
Wyniki ATM Grupa w Q3 2023 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

|  | 3Q'22 | 3Q'23 | y/y   | 3Q'22 LTM | 3Q'23 LTM | y/y   | 3Q'23E BDM | realizacja |
|--|-------|-------|-------|-----------|-----------|-------|------------|------------|
| <b>Przychody</b>                             | 78,4  | 75,0  | -4%   | 254,9     | 263,8     | 3%    | 66,2       | 113%       |
| produkcja tv i filmowa                       | 49,6  | 51,1  | 3%    | 140,8     | 138,0     | -2%   | 42,4       | 121%       |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 24,7  | 23,6  | -5%   | 70,4      | 78,5      | 11%   | 21,8       | 108%       |
| działalność deweloperska                     | 4,1   | 0,0   |       | 43,0      | 46,2      | 7%    | 1,8        | -2%        |
| inne   | 0,2   | 0,3   | 114%  | 0,6       | 1,1       | 74%   | 0,1        | 218%       |
| <b>EBITDA</b>                                | 21,3  | 26,7  | 25%   | 52,3      | 63,7      | 22%   | 21,1       | 126%       |
| produkcja tv i filmowa                       | 10,1  | 15,0  | 48%   | 20,0      | 24,4      | 22%   | 12,1       | 124%       |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 10,4  | 12,0  | 15%   | 31,7      | 33,9      | 7%    | 10,0       | 119%       |
| działalność deweloperska                     | 1,4   | -0,1  |       | 8,2       | 7,7       | -6%   | 0,2        | -74%       |
| inne   | -0,7  | -0,2  |       | -7,6      | -2,3      |       | -1,2       | 16%        |
| <b>EBIT</b>                                  | 16,7  | 18,9  | 13%   | 33,9      | 40,4      | 19%   | 13,4       | 141%       |
| Saldo finansowe                              | 0,0   | -0,1  |       | -1,6      | -2,9      |       | -0,2       | 36%        |
| Udział w wyniku jedn. zależnych              | 1,6   | -0,4  |       | 5,9       | 8,6       | 47%   | 0,1        | -625%      |
| <b>Wynik brutto</b>                          | 18,3  | 18,4  | 1%    | 38,2      | 46,0      | 21%   | 13,2       | 139%       |
| <b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b> | 15,3  | 14,2  | -7%   | 32,0      | 35,0      | 9%    | 10,7       | 132%       |
| <b>Przychody: produkcja tv + zarządzanie</b> | 74,2  | 74,7  | 0,6%  | 211,3     | 216,5     | 2,5%  | 64,2       | 116%       |
| <b>EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b>    | 20,5  | 27,0  | 31,3% | 51,7      | 58,3      | 12,8% | 22,1       | 122%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

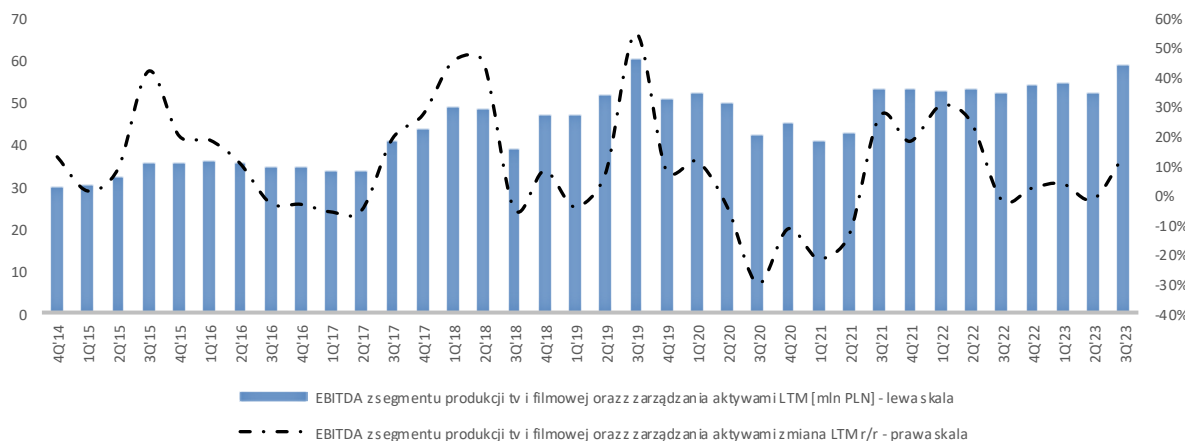
- Przychody w segmencie produkcja tv i filmowa w Q3 2023 były wyższe o 3% r/r. Oznacza to zatem istotną poprawę względem tego, co obserwowaliśmy w poprzednich kwartałach. Okres Q2 2023 traktujemy jako dołek wyników dla tego segmentu, co związane było z zaprzestaniem realizacji dwóch ważnych, historycznych projektów oraz niską kontrakcją. Odczyt EBITDA dla omawianego segmentu wzrósł o 48% r/r do 15 mln PLN. W omawianym kwartale wartość amortyzacji aktywów programowych wyniosła 3,03 mln PLN. W ujęciu LTM EBITDA wyniosła 24,4 mln PLN i oznacza to wzrost o 22% r/r.
- W segmencie zarządzanie aktywami trwałymi w Q3 2023 przychody wyniosły 23,6 mln PLN, co oznacza spadek o 5% r/r. Przypominamy, iż w minionych kwartałach w tym segmencie spółka istotnie zwiększyła skalę biznesu, dlatego porównanie odbywa się do wymagającej bazy z 2022 roku. Odczyt EBITDA segmentu za Q3 2023 był wyższy o 15% r/r i wyniósł 12 mln PLN. W ujęciu LTM dynamika przychodów to +11 r/r, a EBITDA LTM jest wyższa o 7% r/r.
- Suma przychodów z działalności audiowizualnej (łącznie segment produkcji tv i filmowej oraz segment zarządzania aktywami trwałymi) to 74,7 mln PLN, czyli o 0,6% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. EBITDA z obu segmentów punktowo w Q3 2023 wzrosła o 31,3% r/r do 27 mln PLN. W ujęciu LTM przychody i EBITDA obu segmentów wyniosły odpowiednio 216,5 mln PLN oraz 58,3 mln PLN, co oznacza wzrost odpowiednio o 2,5% i 12,8% r/r.
- W Q3 2023 udział w wyniku jedn. zależnych to kontrybucja do ATM Grupa na poziomie -0,4 mln PLN (dodatni efekt z Boombit i ujemny na pozostałych pozycjach). W ujęciu LTM jest to wynik rzędu 8,6 mln PLN (+47% r/r).
- Na poziomie wyniku netto (dla akcjonariuszy) spółka pokazała zysk w kwocie 14,2 mln PLN, co oznacza spadek o 7% r/r. W ujęciu LTM wynik netto wynosi 35 mln PLN, co oznacza wzrost o 9% r/r.
- Szacowany przez nas poziom długu netto na koniec września'23 wyniósł -25,8 mln PLN (gotówka plus ekwiwalenty liczone wraz z udzielonymi pożyczkami przewyższyły zobowiązania finansowe).

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

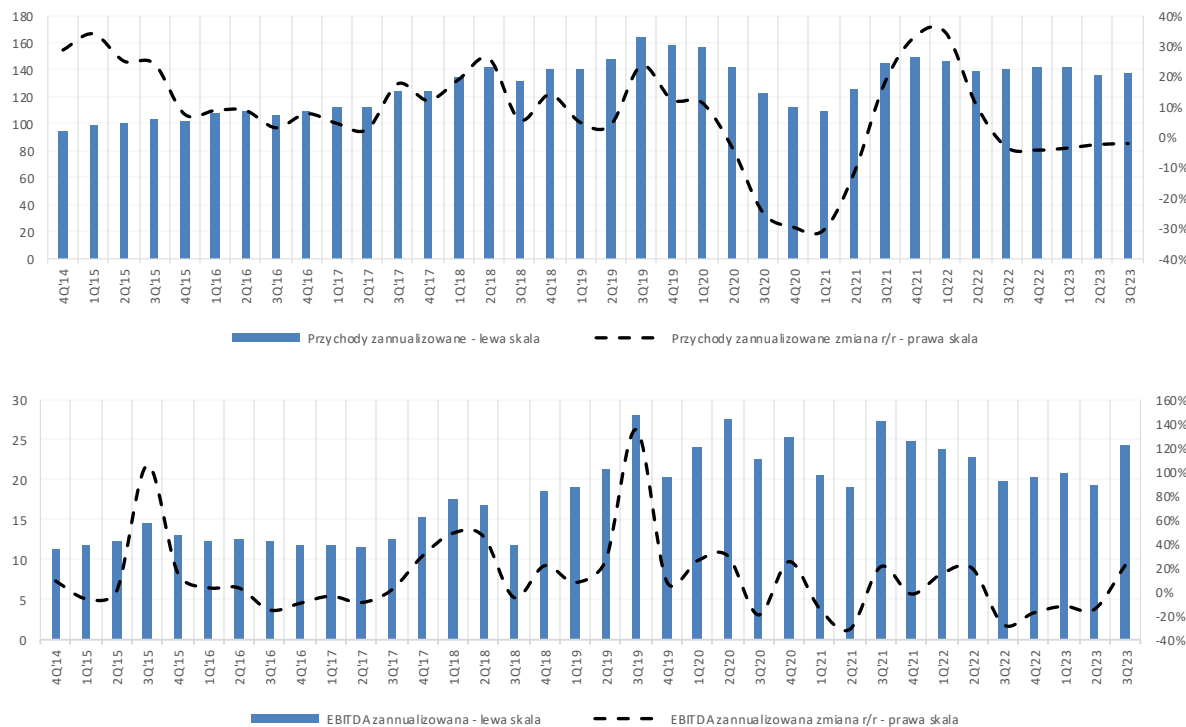
Historyczne odczyty EBITDA LTM z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

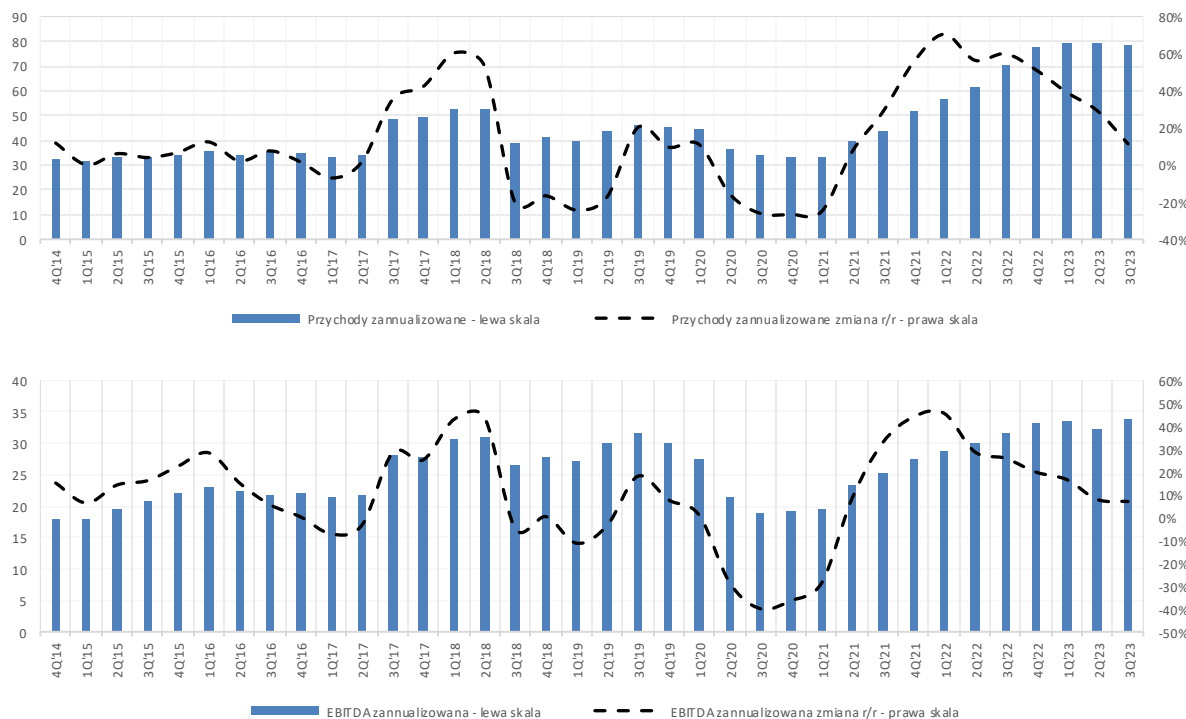


**Historyczne odczyty przychodów oraz EBITDA dla segmentu produkcji tv i filmowej w ujęciu LTM (ostatnich 4 kwartałów) [mln PLN]**



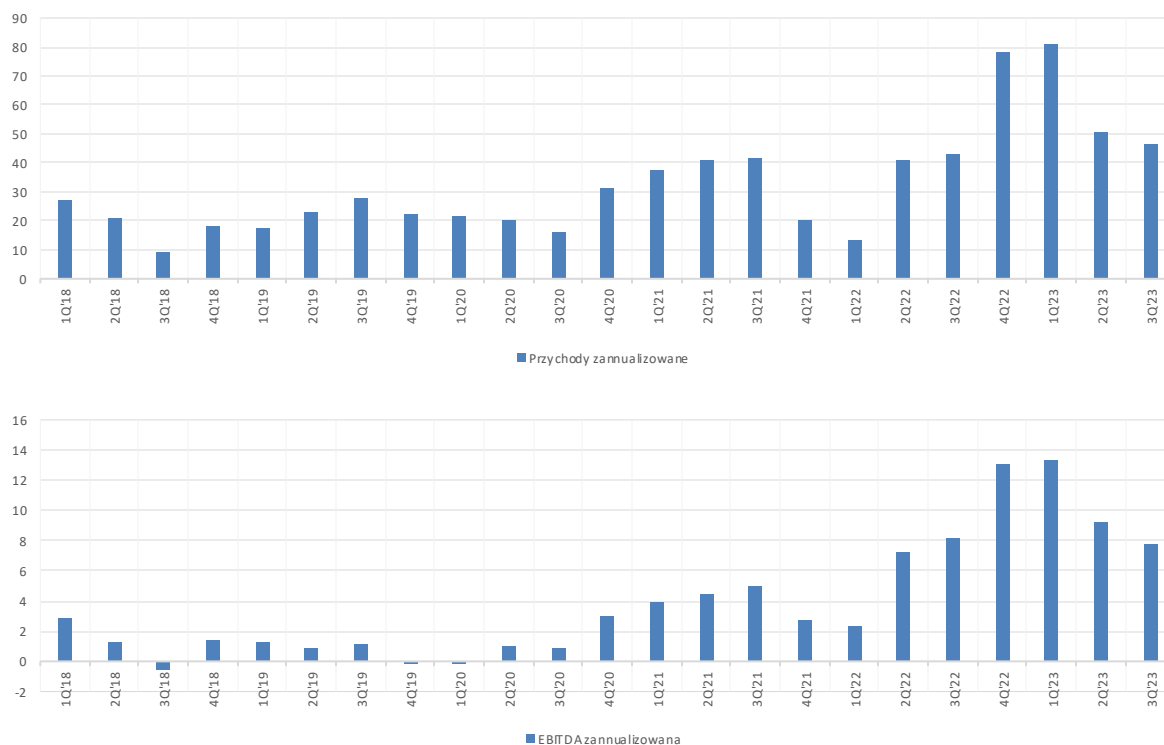
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



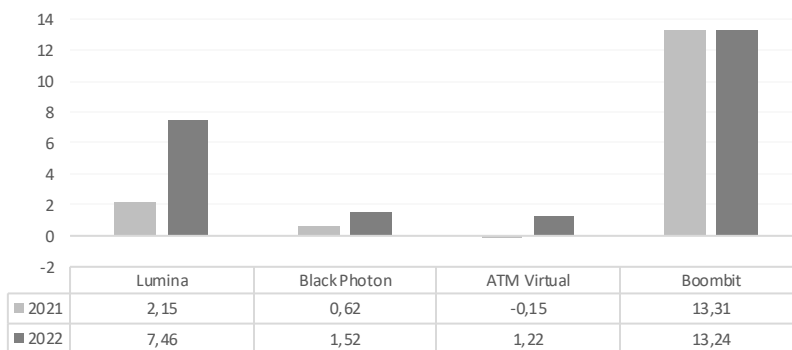
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## NASZE ZAŁOŻENIA NA Q4 2023

(raport okresowy będzie opublikowany 2024-04-25)

Odczyt za Q3 2023 wskazał na silne odbicie w segmencie produkcja telewizyjna i filmowa (na tle poprzednich słabych kwartałów) i jednocześnie ustanowił punktowo rekordowy odczyt w historii tej dywizji biznesowej. Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich komentarzach, traktujemy Q2 2023 za dołek wyników w tym obszarze i liczymy, że kolejne kwartały potwierdzą, iż spółka jest w procesie budowy wartości portfela realizowanych projektów.

Za Q4 2023 roku spodziewamy się wzrostu EBITDA w segmencie produkcja tv i filmowa do 5 mln PLN i odczytu EBITDA w segmencie zarządzania aktywami ponad 8,3 mln PLN. Nasza symulacja wskazuje zatem, iż łączny wynik z działalności audiowizualnej w Q4 2023 mógł przekroczyć 13,2 mln PLN (+0,8% r/r).

W ujęciu całego 2023 roku zakładamy, że segment produkcji tv i filmowej mógł wskazać na poprawę EBITDA o 27% r/r do 25,9 mln PLN, z kolei w segmencie zarządzania aktywami trwałymi EBITDA wg naszej symulacji była płaska w ujęciu r/r (-2% r/r; ten segment ma bardzo ambitną bazę porównawczą z 2022 roku). Łączny rezultat EBITDA z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcja tv i filmowa oraz zarządzania aktywami trwałymi) za 2023 według naszych założeń mógł wynieść 58,4 mln PLN (+8,9% r/r) i będzie to rekordowy odczyt roczny.

### Prognozy wyników na Q4 2023 [mln PLN]

|  | 4Q'22       | 4Q'23E      | y/y         | 2022         | 2023E        | y/y          |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                                    | 91,2        | 61,6        | -32%        | 299,9        | 234,2        | -22%         |
| produkcja tv i filmowa                       | 29,0        | 36,5        | 26%         | 142,9        | 145,5        | 2%           |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 24,7        | 18,8        | -24%        | 78,0         | 72,5         | -7%          |
| działalność deweloperska                     | 37,2        | 6,0         | -84%        | 78,3         | 15,0         | -81%         |
| inne   | 0,2         | 0,3         | 40%         | 0,7          | 1,2          | 69%          |
| <b>EBITDA</b>                                | 18,5        | 13,9        | -25%        | 64,4         | 59,1         | -8%          |
| produkcja tv i filmowa                       | 3,4         | 5,0         | 47%         | 20,5         | 25,9         | 27%          |
| zarządzanie aktywami trwałymi.               | 9,8         | 8,3         | -15%        | 33,1         | 32,4         | -2%          |
| działalność deweloperska                     | 5,5         | 1,2         | -78%        | 13,1         | 3,4          | -74%         |
| inne   | -0,2        | -0,5        |             | -2,3         | -2,7         |              |
| EBIT   | 13,7        | 7,4         | -46%        | 46,2         | 34,1         | -26%         |
| Saldo finansowe                              | -1,2        | 0,4         | -131%       | -2,5         | -1,4         |              |
| Udział w wyniku jedn. zależnych              | 5,6         | 1,6         | -70%        | 8,7          | 4,7          | -46%         |
| Wynik brutto                                 | 18,1        | 9,4         | -48%        | 52,4         | 37,3         | -29%         |
| <b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b> | 14,4        | 7,2         | -50%        | 43,8         | 27,8         | -36%         |
| Marża EBITDA                                 | 20,2%       | 22,6%       |             | 21,5%        | 25,2%        |              |
| Marża EBIT                                   | 15,0%       | 12,0%       |             | 15,4%        | 14,5%        |              |
| Marża netto                                  | 15,8%       | 11,7%       |             | 14,6%        | 11,9%        |              |
| <b>Przychody: produkcja tv + zarządzanie</b> | <b>53,7</b> | <b>55,3</b> | <b>3,0%</b> | <b>220,9</b> | <b>218,1</b> | <b>-1,3%</b> |
| <b>EBITDA: produkcja tv + zarządzanie</b>    | <b>13,1</b> | <b>13,2</b> | <b>0,8%</b> | <b>53,6</b>  | <b>58,4</b>  | <b>8,9%</b>  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wzmacniamy nasz optymizm dotyczący spółki. ATM Grupa obecnie znajduje się w gronie podmiotów z grupy pokrywanych przez nas spółek z obszaru TMT notowanych na GPW, które mogą wykazać w bieżącym 2024 roku jedne z najlepszych dynamik wzrostu w ujęciu r/r. Nasz optymizm bazuje na perspektywach podstawowego obszaru biznesowego, czyli działalności audiowizualnej. Wzrostu wyników w 2024 roku w ujęciu r/r spodziewamy się także w segmencie deweloperskim w związku z harmonogramem realizowanych projektów.

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

Zachodzące zmiany w krajowym ekosystemie rynku produkcji telewizyjnych i filmowych w najbliższych latach naszym zdaniem będą wspierać biznes spółki. W perspektywie 2024-2025 liczymy na odczuwalną poprawę wyników z działalności audiowizualnej. Liczymy na wzrost portfela projektowego zarówno dla tradycyjnych odbiorców czyli dla anten telewizji linearnej oraz dla platform streamingowych.

Spodziewamy się, że najbliższe dwa lata mogą wskazać, iż telewizje linearne będą zwiększać nakłady na ramówkę broniąc swojej pozycji przed postępującym trendem wzrostu znaczenia telewizji nielinearnej.

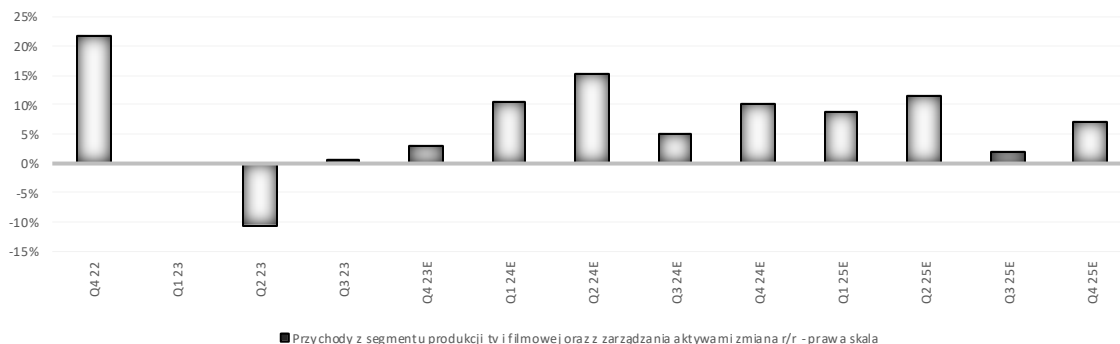
Z drugiej strony w ostatnich miesiącach dostrzegamy szereg akcentów płynących ze strony przedstawicieli poszczególnych platform streamingowych, które naszym zdaniem wskazują na wzmocnienie budżetów, które będą przeznaczone na produkcje lokalne w Europie, w tym w Polsce. Spodziewamy się zatem, że region CEE, w tym Polska będą odgrywały stopniowo coraz większe znaczenie w budżetach produkcyjnych platform streamingowych. Posiadanie atrakcyjnych treści lokalnych jest bowiem jednym z elementów budowania pozycji na silnie rosnącym rynku (zarówno pod względem liczby subskrybentów jak i w ujęciu wartościowym). Oceniamy, że coraz wyraźniejszy trend wzrostu wartości usług wideo na żądanie VOD i OTT w Polsce jest (wg nas) szansą na wzmocnienie pozycji ATM Grupa.

Dynamika rynku reklamy tv i sponsoringu (wg naszych założeń) w 2024 roku może być w przedziale 3-5% i podobnego odczytu spodziewamy się w 2025 roku. Przyjęliśmy założenie, iż dynamika wzrostu przychodów spółki z działalności audiowizualnej w najbliższych kwartałach 2024-2025 będzie znacząco powyżej szacowanej przez nas wartości wzrostu rynku tv i sponsoringu w Polsce.

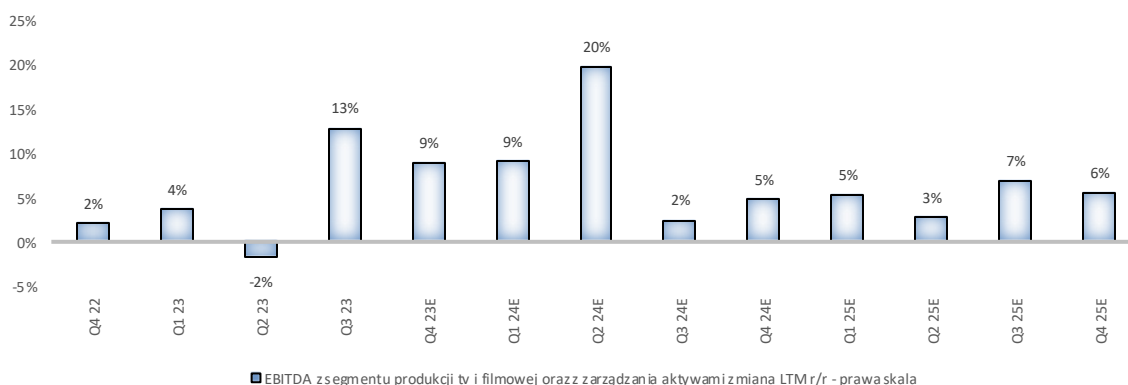
Zwracamy również uwagę na przedstawione projekcje przez firmę PMR. Wartość rynku płatnych serwisów VOD w Polsce (według PMR) może wzrastać średniorocznie 12% w okresie 2023-2028. Firma badawcza w latach 2023-2028 zakłada dynamiczny wzrost liczby gospodarstw domowych korzystających z płatnego dostępu do serwisów VOD (CAGR +5,0%). Według PMR liczba użytkowników VOD w Polsce może przekroczyć 19 mln w 2028 roku.

Nasz scenariusz na okres 2024-2025 zakłada odczuwalny wzrost wyników z działalności audiowizualnej (suma dwóch segmentów: produkcja tv i filmowa oraz zarządzanie aktywami trwałymi). Tak jak wskazywaliśmy wcześniej, według naszych symulacji, spółka wraz z Q2 2023 zapoczątkowała okres odbudowy wyników w segmencie produkcji tv i filmowej, co będzie widoczne w kolejnych okresach. Spodziewamy się, że łączny wynik z działalności audiowizualnej w ujęciu LTM w kolejnych kwartałach 2024 roku może wskazywać odczyty EBITDA powyżej 60 mln PLN, co będzie oznaczać ustanowienie nowych maksimów dla ATM Grupa (dotychczas najwyższy odczyt EBITDA w ujęciu LTM był w Q3 2019 na poziomie 59,6 mln PLN).

**Dynamika przychodów r/r z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy**

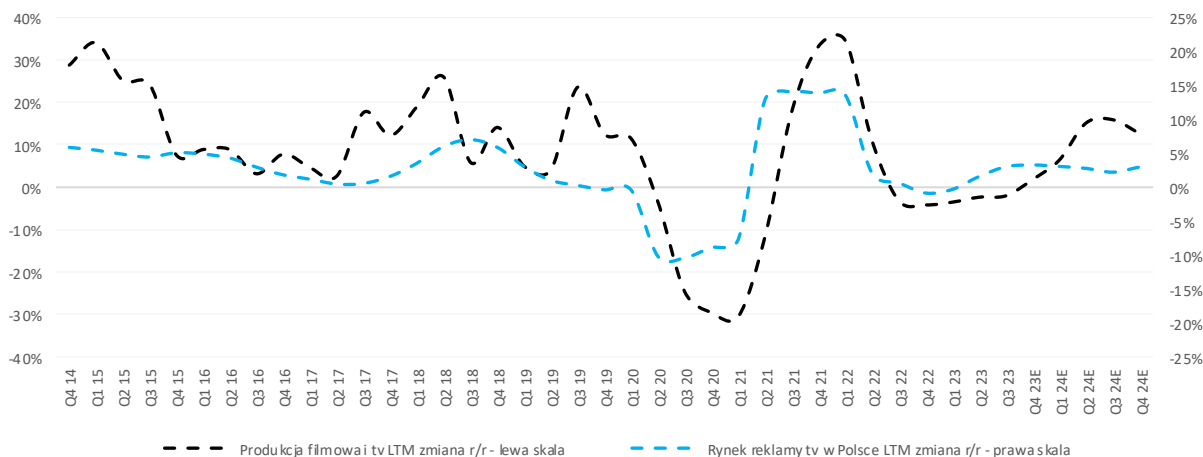


**Dynamika r/r dla EBITDA LTM z działalności audiowizualnej w poprzednich kwartałach i nasze założenia na kolejne okresy**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Historyczne odczyty przychodów segmentu produkcji tv i filmowej na tle dynamiki rynku reklamy telewizyjnej w Polsce oraz nasza projekcja na kolejne kwartały**



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

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

|  | Q1 23      | Q2 23      | Q3 23       | Q4 23E      | Q1 24E      | Q2 24E      | Q3 24E      | Q4 24E      | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|--|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody                                    | 49,7       | 47,9       | 75,0        | 61,6        | 56,4        | 51,5        | 80,3        | 83,8        | 223,9       | 299,9       | 234,2       | 272,0       | 289,1       |
| produkcja tv i filmowa                       | 32,5       | 25,4       | 51,1        | 36,5        | 38,0        | 31,5        | 53,9        | 40,6        | 149,1       | 142,9       | 145,5       | 164,0       | 176,8       |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 13,9       | 16,2       | 23,6        | 18,8        | 13,2        | 16,5        | 24,4        | 20,5        | 51,6        | 78,0        | 72,5        | 74,6        | 77,7        |
| działalność deweloperska                     | 3,1        | 6,0        | 0,0         | 6,0         | 4,8         | 3,2         | 1,6         | 22,4        | 20,0        | 78,3        | 15,0        | 32,0        | 33,2        |
| inne   | 0,3        | 0,3        | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,3         | 0,4         | 3,2         | 0,7         | 1,2         | 1,4         | 1,4         |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>9,5</b> | <b>9,0</b> | <b>26,7</b> | <b>13,9</b> | <b>11,7</b> | <b>11,3</b> | <b>24,4</b> | <b>19,3</b> | <b>48,6</b> | <b>64,4</b> | <b>59,1</b> | <b>66,7</b> | <b>70,1</b> |
| produkcja tv i filmowa                       | 3,6        | 2,4        | 15,0        | 5,0         | 4,8         | 4,1         | 13,9        | 5,7         | 24,9        | 20,5        | 25,9        | 28,5        | 31,1        |
| zarządzanie aktywami trw.                    | 6,2        | 6,0        | 12,0        | 8,3         | 5,8         | 7,1         | 10,7        | 9,0         | 27,6        | 33,1        | 32,4        | 32,6        | 33,4        |
| działalność deweloperska                     | 0,5        | 1,8        | -0,1        | 1,2         | 1,5         | 0,6         | 0,3         | 5,2         | 2,8         | 13,1        | 3,4         | 7,6         | 7,6         |
| inne   | -0,8       | -1,2       | -0,2        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -0,5        | -6,7        | -2,3        | -2,7        | -2,1        | -2,1        |
| EBIT   | 4,9        | 2,9        | 18,9        | 7,4         | 6,7         | 6,3         | 19,4        | 14,3        | 26,8        | 46,2        | 34,1        | 46,7        | 49,9        |
| Saldo finansowe                              | -0,3       | -1,4       | -0,1        | 0,4         | -0,3        | -0,3        | -0,2        | -0,2        | -0,7        | -2,5        | -1,4        | -1,0        | -0,8        |
| Udział w wyniku jedn. zależnych              | 1,8        | 1,6        | -0,4        | 1,6         | 1,4         | 1,5         | 1,6         | 4,7         | 5,6         | 8,7         | 4,7         | 9,2         | 10,1        |
| Wynik brutto                                 | 6,5        | 3,1        | 18,4        | 9,4         | 7,8         | 7,5         | 20,7        | 18,8        | 31,7        | 52,4        | 37,3        | 54,9        | 59,2        |
| <b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b> | <b>5,4</b> | <b>1,1</b> | <b>14,2</b> | <b>7,2</b>  | <b>6,0</b>  | <b>5,8</b>  | <b>15,9</b> | <b>14,4</b> | <b>24,6</b> | <b>43,8</b> | <b>27,8</b> | <b>42,0</b> | <b>45,3</b> |

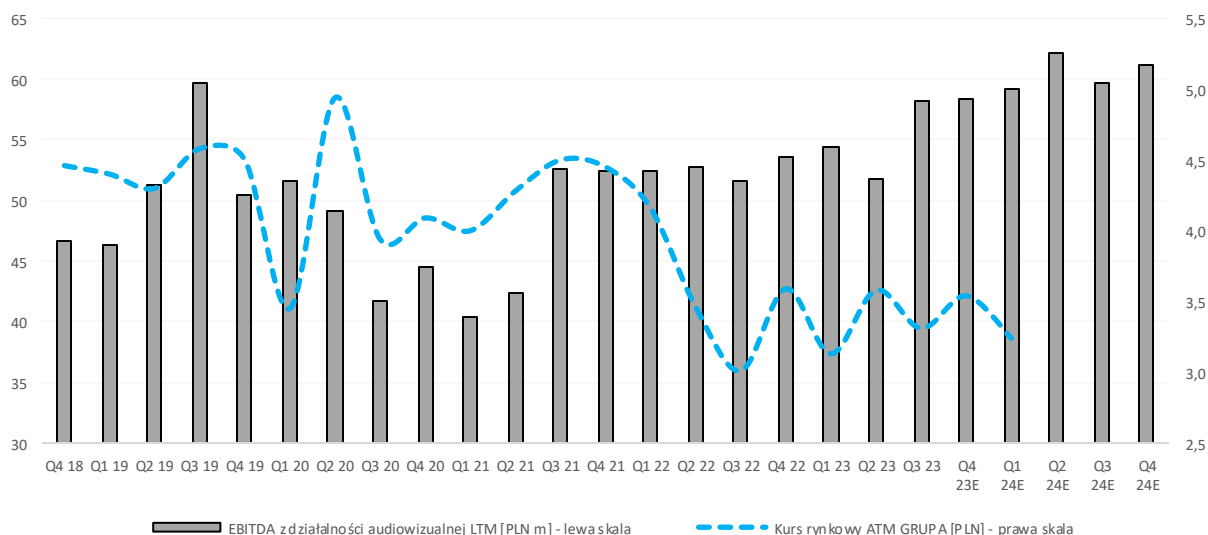
  

| Działalność audiowizualna (segment produkcja tv + zarządzanie): | Q1 23 | Q2 23 | Q3 23 | Q4 23E | Q1 24E | Q2 24E | Q3 24E | Q4 24E | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Przychody</b>  | 46,4  | 41,7  | 74,7  | 55,3   | 51,2   | 48,0   | 78,3   | 61,0   | 200,7 | 220,9 | 218,1 | 238,6 | 254,5 |
| <b>EBITDA</b>   | 9,8   | 8,4   | 27,0  | 13,2   | 10,7   | 11,2   | 24,6   | 14,7   | 52,5  | 53,6  | 58,4  | 61,2  | 64,5  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Według naszych szacunków spółka jest wyceniana na rynku przy historycznie niskich wskaźnikach, jeśli głównym kryterium oceny ATM Grupa mają być wyniki osiągnięte z działalności audiowizualnej (suma segmentu produkcji tv i filmowej oraz zarządzania aktywami trwałymi). Przyjęte przez nas prognozy dla działalności audiowizualnej wskazują, iż EBITDA LTM dla tego obszaru w kolejnych kwartałach 2024 roku będzie powyżej 60 mln PLN (dotychczasowy rekordowy odczyt 59,6 mln PLN był zanotowany w Q3 2019, kiedy kurs rynkowy spółki oscylował w okolicy 4,5-4,6 PLN).

Historyczna oraz zakładana ścieżka EBITDA LTM z działalności audiowizualnej na tle kursu rynkowego ATM Grupa



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Działalność deweloperska

Segment związany z działalnością deweloperską obejmuje realizację projektów budowlanych związanych ze wznoszeniem budynków mieszkalnych (głównie domki jednorodzinne). Podmioty, w których ATM Grupa jest zaangażowana to m.in.: ATM Inwestycje, ATM Golf Estate, ATM Baltic oraz ATM Living. W raporcie wyceniliśmy aktywa netto tego segmentu na ok 65 mln PLN, czyli 0,77 PLN/akcję ATM Grupa (podobnie jak w poprzednim raporcie analitycznym).

Z działalności deweloperskiej przyjmujemy wzrost rozliczanych projektów w Q4 2024 i Q4 2025. W skali całego 2024 roku w modelu przyjęliśmy wzrost EBITDA segmentu do ok 7,6 mln PLN. Rok 2025 w naszym modelu jest płaski w ujęciu r/r. Przypominamy, że spółka posiada bank ziemi/projekty które mogą mieć odczuwalny wpływ na wyniki segmentu deweloperskiego po roku 2025.

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

## Zmiany w prognozie w porównaniu do poprzedniego modelu

W porównaniu z naszymi poprzednimi założeniami (raport analityczny z 2023-09-13) zdecydowaliśmy się na bardziej optymistyczne spojrzenie na podstawową działalność spółki. ATM Grupa w naszym odczuciu jest w procesie odbudowy portfela projektowego.

Oceniamy, że spółka jest dobrze przygotowana na wzrost zarówno liczby jak i wartości realizowanych projektów. W bieżącym modelu liczymy na poprawę EBITDA zarówno w 2024 jak i w 2025 roku. Przedstawiona obecnie przez nas ścieżka EBITDA dla segmentu produkcja tv i filmowa jest odpowiednio o 36% i 19% powyżej poprzednich projekcji (wskazywaliśmy wówczas iż obraliśmy ostrożny scenariusz). EBITDA dla segmentu zarządzanie aktywami trwałymi na lata 2024-2025 jest obecnie wyższa o odpowiednio 15% i 11% względem poprzedniego raportu. Łącznie nasza obecna prognoza dla działalności audiowizualnej sugeruje wzrost EBITDA do odpowiednio 61,2 mln PLN oraz 64,5 mln PLN w latach 2024-2025. Oznacza to podniesienie założeń o 24% dla roku 2024 i 15% dla roku 2025.

Jednocześnie zrewidowaliśmy in minus założenia dla wyniku przypisanego z tytułu zaangażowania w jednostki stowarzyszone i wspólne przedsięwzięcia. Jest to efekt bardziej zachowawczego podejścia do wskazanych podmiotów.

Finalnie na poziomie wyniku netto (przypisanego akcjonariuszom) obecnie zakładamy wyższe prognozy na 2024-2025 o 39% i 28% względem naszych oczekiwań z września'23.

## Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2023-09-13

|  | obecnie     | obecnie     | obecnie     | było        | było        | było        | zmiana     | zmiana     | zmiana     | zmiana      | zmiana      | zmiana      |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
|  | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 2023E      | 2024E      | 2025E      | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| Przychody  | 234,2       | 272,0       | 289,1       | 209,3       | 226,1       | 264,6       | 12%        | 20%        | 9%         | 24,9        | 45,9        | 24,5        |
| produkcja tv i filmowa   | 145,5       | 164,0       | 176,8       | 124,1       | 141,5       | 169,1       | 17%        | 16%        | 5%         | 21,4        | 22,5        | 7,7         |
| zarządzanie aktywami trw.                                      | 72,5        | 74,6        | 77,7        | 67,3        | 65,6        | 67,5        | 8%         | 14%        | 15%        | 5,2         | 9,0         | 10,2        |
| działalność deweloperska                                       | 15,0        | 32,0        | 33,2        | 16,8        | 17,9        | 26,9        | -11%       | 79%        | 23%        | -1,8        | 14,1        | 6,3         |
| inne   | 1,2         | 1,4         | 1,4         | 1,1         | 1,1         | 1,2         | 8%         | 27%        | 17%        | 0,1         | 0,3         | 0,2         |
| <b>EBITDA</b>  | <b>59,1</b> | <b>66,7</b> | <b>70,1</b> | <b>46,0</b> | <b>48,9</b> | <b>56,5</b> | <b>29%</b> | <b>36%</b> | <b>24%</b> | <b>13,1</b> | <b>17,8</b> | <b>13,6</b> |
| <b>produkcja tv i filmowa</b>                                  | <b>25,9</b> | <b>28,5</b> | <b>31,1</b> | <b>17,6</b> | <b>20,9</b> | <b>26,2</b> | <b>47%</b> | <b>36%</b> | <b>19%</b> | <b>8,3</b>  | <b>7,6</b>  | <b>4,9</b>  |
| <b>zarządzanie aktywami trw.</b>                               | <b>32,4</b> | <b>32,6</b> | <b>33,4</b> | <b>28,6</b> | <b>28,5</b> | <b>30,0</b> | <b>13%</b> | <b>15%</b> | <b>11%</b> | <b>3,8</b>  | <b>4,1</b>  | <b>3,4</b>  |
| działalność deweloperska                                       | 3,4         | 7,6         | 7,6         | 2,3         | 1,8         | 2,7         | 48%        | 325%       | 181%       | 1,1         | 5,8         | 4,9         |
| inne   | -2,7        | -2,1        | -2,1        | -2,5        | -2,4        | -2,4        | 6%         | -14%       | -14%       | -0,2        | 0,3         | 0,3         |
| <b>EBIT</b>  | <b>34,1</b> | <b>46,7</b> | <b>49,9</b> | <b>22,6</b> | <b>26,9</b> | <b>32,8</b> | <b>51%</b> | <b>74%</b> | <b>52%</b> | <b>11,5</b> | <b>19,8</b> | <b>17,1</b> |
| Saldo finansowe  | -1,4        | -1,0        | -0,8        | -1,1        | -1,1        | -1,2        | 30%        | -5%        | -37%       | -0,3        | 0,1         | 0,4         |
| Udział w wyniku jedn. zależnych                                | 4,7         | 9,2         | 10,1        | 10,9        | 12,6        | 13,4        | -57%       | -27%       | -24%       | -6,2        | -3,4        | -3,3        |
| Wynik brutto   | 37,3        | 54,9        | 59,2        | 32,4        | 38,4        | 45,0        | 15%        | 43%        | 32%        | 4,9         | 16,5        | 14,2        |
| <b>Wynik netto przypisany akcjonariuszom</b>                   | <b>27,8</b> | <b>42,0</b> | <b>45,3</b> | <b>25,8</b> | <b>30,3</b> | <b>35,4</b> | <b>8%</b>  | <b>39%</b> | <b>28%</b> | <b>2,0</b>  | <b>11,7</b> | <b>9,9</b>  |
| <b>Działalność audiowizualna (produkcja tv + zarządzanie):</b> |             |             |             |             |             |             |            |            |            |             |             |             |
| Przychody  | 218,1       | 238,6       | 254,5       | 191,4       | 207,1       | 236,6       | 14%        | 15%        | 8%         | 26,7        | 31,5        | 17,9        |
| EBITDA   | 58,4        | 61,2        | 64,5        | 46,2        | 49,4        | 56,2        | 26%        | 24%        | 15%        | 12,2        | 11,8        | 8,3         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

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

|                              | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody                    | 249,0 | 193,5 | 223,9 | 299,9 | 234,2 | 272,0 | 289,1 | 322,8 | 344,2 | 329,8 |
| EBITDA                       | 55,7  | 46,6  | 48,6  | 64,4  | 59,1  | 66,7  | 70,1  | 75,2  | 79,1  | 75,8  |
| segment produkcja tv         | 20,3  | 25,4  | 24,9  | 20,5  | 25,9  | 28,5  | 31,1  | 32,3  | 33,4  | 34,5  |
| segment zarządzanie          | 30,1  | 19,2  | 27,6  | 33,1  | 32,4  | 32,6  | 33,4  | 34,7  | 36,1  | 37,5  |
| segment nadawanie            | 6,0   | 0,1   | 0,8   | -0,1  | -0,1  | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  | -0,2  |
| segment deweloperka          | -0,1  | 3,0   | 2,8   | 13,1  | 3,4   | 7,6   | 7,6   | 10,1  | 11,6  | 5,9   |
| inne/wyłączenia              | -0,5  | -1,0  | -7,6  | -2,1  | -2,6  | -1,9  | -1,9  | -1,7  | -1,8  | -1,8  |
| EBIT                         | 34,9  | 18,1  | 26,8  | 46,2  | 34,1  | 46,7  | 49,9  | 55,8  | 60,1  | 56,9  |
| Saldo finansowe              | -0,9  | 0,4   | -0,7  | -2,5  | -1,4  | -1,0  | -0,8  | -0,7  | -1,0  | -0,8  |
| Udział w zyskach jedn. zal.  | 3,0   | 3,8   | 5,6   | 8,7   | 4,7   | 9,2   | 10,1  | 10,4  | 10,7  | 11,0  |
| Wynik brutto                 | 37,0  | 22,3  | 31,7  | 52,4  | 37,3  | 54,9  | 59,2  | 65,5  | 69,9  | 67,0  |
| Wynik netto                  | 30,7  | 18,8  | 25,3  | 44,6  | 29,2  | 44,5  | 48,0  | 53,0  | 56,6  | 54,3  |
| dla akcjonariuszy Grupy      | 30,1  | 18,4  | 24,6  | 43,8  | 27,8  | 42,0  | 45,3  | 50,1  | 53,5  | 51,3  |
| <hr/>                        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                              | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| Aktywa trwałe                | 209,2 | 211,5 | 215,7 | 258,4 | 258,1 | 271,1 | 281,9 | 293,3 | 305,1 | 318,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe       | 157,4 | 149,4 | 155,4 | 175,9 | 171,5 | 175,3 | 180,5 | 186,5 | 192,8 | 200,4 |
| Aktywa programowe dl term    | 2,0   | 2,5   | 2,2   | 1,3   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,5   |
| WNIP                         | 3,2   | 2,0   | 1,9   | 1,7   | 1,4   | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 1,7   |
| Wartość firmy                | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Pozostałe aktywa trwałe      | 46,3  | 57,4  | 55,9  | 79,3  | 81,4  | 90,6  | 96,1  | 101,5 | 106,9 | 112,5 |
| Aktywa obrotowe              | 148,5 | 140,6 | 158,4 | 133,1 | 123,3 | 141,4 | 156,2 | 180,4 | 191,4 | 188,7 |
| Aktywa programowe            | 14,0  | 5,2   | 1,4   | 7,5   | 3,0   | 3,3   | 3,8   | 3,5   | 3,8   | 3,6   |
| Zapasy                       | 46,8  | 49,5  | 67,1  | 32,2  | 37,2  | 43,2  | 45,9  | 53,1  | 54,7  | 51,5  |
| Należności handlowe          | 36,3  | 30,4  | 31,6  | 29,9  | 25,7  | 29,8  | 31,7  | 57,5  | 61,3  | 58,7  |
| Środki pieniężne             | 23,6  | 39,2  | 33,3  | 43,9  | 8,5   | 16,2  | 25,8  | 17,4  | 22,7  | 25,9  |
| Pozostałe aktywa obrotowe    | 27,8  | 16,3  | 25,1  | 19,7  | 49,0  | 49,0  | 49,0  | 49,0  | 49,0  | 49,0  |
| Razem Aktywa                 | 357,6 | 352,2 | 376,6 | 391,4 | 384,0 | 415,1 | 440,6 | 476,3 | 499,1 | 509,6 |
| <hr/>                        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Kapitał własny razem         | 257,0 | 268,8 | 280,8 | 301,4 | 307,5 | 331,0 | 351,0 | 371,2 | 390,2 | 403,3 |
| Razem zobowiązania           | 100,6 | 83,4  | 95,9  | 90,0  | 76,5  | 84,1  | 89,6  | 105,1 | 108,9 | 106,4 |
| Zobowiązania długoterminowe  | 42,7  | 34,1  | 40,2  | 39,1  | 32,7  | 32,7  | 32,7  | 32,7  | 32,7  | 32,7  |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 57,9  | 49,3  | 55,1  | 50,9  | 43,8  | 51,4  | 56,9  | 72,4  | 76,2  | 73,7  |
| Razem Pasywa                 | 357,6 | 352,2 | 376,6 | 391,4 | 384,0 | 415,1 | 440,6 | 476,3 | 499,1 | 509,6 |
| <hr/>                        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                              | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| CF Operacyjny                | 24,8  | 46,7  | 27,8  | 94,4  | 31,7  | 50,1  | 60,3  | 47,1  | 65,1  | 67,9  |
| CF Inwestycyjny              | -9,9  | -15,7 | -10,2 | -44,4 | -43,4 | -23,9 | -25,4 | -25,5 | -25,3 | -26,5 |
| CF Finansowy                 | -26,0 | -15,4 | -23,5 | -39,4 | -23,7 | -18,5 | -25,3 | -30,0 | -34,5 | -38,2 |
| Przepływy netto razem        | -11,1 | 15,6  | -5,9  | 10,6  | -35,4 | 7,7   | 9,6   | -8,4  | 5,3   | 3,2   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



**Wybrane dane operacyjne oraz wskaźniki rynkowe**

|  | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023E  | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cena akcji [PLN]                         | 3,20  | 3,20   | 3,20  | 3,20  | 3,20   | 3,20  | 3,20  | 3,20  | 3,20  | 3,20  |
| Liczba akcji [mln szt.]                  | 84,3  | 84,3   | 84,3  | 84,3  | 84,3   | 84,3  | 84,3  | 84,3  | 84,3  | 84,3  |
| Mkt Cap [mln PLN]                        | 270   | 270    | 270   | 270   | 270    | 270   | 270   | 270   | 270   | 270   |
| Dług netto [mln PLN]                     | 4     | -25    | -1    | -26   | -18    | -26   | -35   | -27   | -32   | -35   |
| EV [mln PLN]                             | 274   | 245    | 268   | 244   | 252    | 244   | 235   | 243   | 238   | 234   |
| EPS [PLN]                                | 0,36  | 0,22   | 0,29  | 0,52  | 0,33   | 0,50  | 0,54  | 0,59  | 0,63  | 0,61  |
| BVPS [PLN]                               | 3,04  | 3,18   | 3,32  | 3,56  | 3,63   | 3,91  | 4,15  | 4,39  | 4,61  | 4,77  |
| DPS [PLN]                                | 0,24  | 0,09   | 0,15  | 0,28  | 0,26   | 0,22  | 0,30  | 0,36  | 0,41  | 0,45  |
| Rentowność dywidendy                     | 7,4%  | 2,7%   | 4,8%  | 8,8%  | 8,1%   | 6,9%  | 9,4%  | 11,1% | 12,8% | 14,2% |
| P/E                                      | 8,9x  | 14,6x  | 11,0x | 6,2x  | 9,7x   | 6,4x  | 6,0x  | 5,4x  | 5,0x  | 5,3x  |
| EV/EBITDA                                | 4,9x  | 5,2x   | 5,5x  | 3,8x  | 4,3x   | 3,7x  | 3,3x  | 3,2x  | 3,0x  | 3,1x  |
| EV/EBIT                                  | 7,9x  | 13,6x  | 10,0x | 5,3x  | 7,4x   | 5,2x  | 4,7x  | 4,4x  | 4,0x  | 4,1x  |
| P/BV                                     | 1,1x  | 1,0x   | 1,0x  | 0,9x  | 0,9x   | 0,8x  | 0,8x  | 0,7x  | 0,7x  | 0,7x  |
| Przychody r/r                            | 11,3% | -22,3% | 15,7% | 34,0% | -21,9% | 16,1% | 6,3%  | 11,6% | 6,6%  | -4,2% |
| Marża EBITDA                             | 22,4% | 24,1%  | 21,7% | 21,5% | 25,2%  | 24,5% | 24,2% | 23,3% | 23,0% | 23,0% |
| Marża EBIT                               | 14,0% | 9,3%   | 12,0% | 15,4% | 14,5%  | 17,2% | 17,2% | 17,3% | 17,5% | 17,2% |
| Marża netto                              | 12,3% | 9,7%   | 11,3% | 14,9% | 12,5%  | 16,3% | 16,6% | 16,4% | 16,4% | 16,5% |
| ROE                                      | 12,0% | 7,0%   | 9,0%  | 14,8% | 9,5%   | 13,5% | 13,7% | 14,3% | 14,5% | 13,5% |
| ROA                                      | 8,6%  | 5,3%   | 6,7%  | 11,4% | 7,6%   | 10,7% | 10,9% | 11,1% | 11,3% | 10,6% |
| Aktywa obrotowe / Przychody              | 60%   | 73%    | 71%   | 44%   | 53%    | 52%   | 54%   | 56%   | 56%   | 57%   |
| Aktywa trwałe / Przychody                | 84%   | 109%   | 96%   | 86%   | 110%   | 100%  | 98%   | 91%   | 89%   | 97%   |
| Aktywa / Przychody                       | 144%  | 182%   | 168%  | 131%  | 164%   | 153%  | 152%  | 148%  | 145%  | 155%  |
| Zobowiązania krótkoterminowe / Przychody | 23%   | 25%    | 25%   | 17%   | 19%    | 19%   | 20%   | 22%   | 22%   | 22%   |
| Zobowiązania długoterminowe / Przychody  | 17%   | 18%    | 18%   | 13%   | 14%    | 12%   | 11%   | 10%   | 10%   | 10%   |
| Zobowiązania / Pasywa                    | 28%   | 24%    | 25%   | 23%   | 20%    | 20%   | 20%   | 22%   | 22%   | 21%   |
| Kapitał własny / Pasywa                  | 72%   | 76%    | 75%   | 77%   | 80%    | 80%   | 80%   | 78%   | 78%   | 79%   |
| Dług % [mln PLN]                         | 33    | 28     | 28    | 29    | 29     | 29    | 29    | 29    | 29    | 29    |
| Dług netto [mln PLN]                     | 4     | -25    | -1    | -26   | -18    | -26   | -35   | -27   | -32   | -35   |
| Dług % / Kapitał własny                  | 12,9% | 10,6%  | 9,9%  | 9,5%  | 9,3%   | 8,7%  | 8,2%  | 7,7%  | 7,3%  | 7,1%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | dzień publikacji | godzina publikacji | kurs | WIG    |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------------|--------------------|------|--------|
| kupuj     | 4,91          | kupuj                   | 4,51                     | 2024-04-22       | 10:35 CEST         | 3,20 | 83 515 |
| kupuj     | 4,51          | kupuj                   | 4,95                     | 2023-09-13       | 23:37 CEST         | 3,29 | 66 664 |
| kupuj     | 4,95          | kupuj                   | 4,58                     | 2023-05-22       | 11:23 CEST         | 3,45 | 65 398 |
| kupuj     | 4,58          | wznowienie              | —                        | 2022-11-28       | 16:35 CEST         | 3,51 | 56 008 |
| trzymaj   | 4,00          | kupuj                   | 4,75                     | 16.10.2017       | 09:25 CEST         | 4,10 | 65 601 |
| kupuj     | 4,75          | trzymaj                 | 3,62                     | 01.12.2016       | 09:17 CEST         | 3,93 | 48 619 |
| trzymaj   | 3,62          | kupuj                   | 3,92                     | 16.02.2016       |                    | 3,84 | 44 288 |
| kupuj     | 3,92          | akumuluj                | 4,11                     | 26.10.2015       |                    | 3,3  | 51 157 |
| akumuluj  | 4,15          | trzymaj                 | 3,62                     | 01.07.2015       |                    | 3,74 | 53 200 |
| trzymaj   | 3,62          | kupuj                   | 3,71                     | 24.10.2014       |                    | 3,66 | 53 582 |
| kupuj     | 3,71          | kupuj                   | 3,54                     | 11.06.2014       |                    | 3,10 | 53 148 |
| kupuj     | 3,54          | akumuluj                | 2,83                     | 11.03.2014       |                    | 3,03 | 51 230 |
| akumuluj  | 2,83          | akumuluj                | 2,06                     | 21.10.2013       |                    | 2,59 | 53 854 |
| akumuluj  | 2,06          | trzymaj                 | 1,44                     | 27.08.2013       |                    | 1,86 | 49 410 |
| trzymaj   | 1,44          | kupuj                   | 1,43                     | 08.04.2013       |                    | 1,46 | 45 200 |
| kupuj     | 1,43          | kupuj                   | 1,58                     | 14.12.2012       |                    | 0,93 | 46 653 |
| kupuj     | 1,58          | trzymaj                 | 2,00                     | 12.09.2012       |                    | 1,08 | 43 010 |
| trzymaj   | 2,00          | kupuj                   | 1,59                     | 21.02.2012       |                    | 2,01 | 42 047 |
| kupuj     | 1,59          | —                       | —                        | 28.09.2011       |                    | 1,16 | 37 826 |

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q2 2024*: | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: |     |        |    |
|--|---|-----|--------|----|
|  | liczba  | %   | liczba | %  |
| Kupuj  | 2   | 75% | 0      | 0% |
| Akumuluj   | 1   | 25% | 0      | 0% |
| Trzymaj  | 0   | 0%  | 0      | 0% |
| Redukuj  | 0   | 0%  | 0      | 0% |
| Sprzedaj   | 0   | 0%  | 0      | 0% |

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

## INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

**Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-po-krycia-analitycznego-gpw>**

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

**Data sporządzenia materiału: 2024-04-22**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-22 (10:35 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-04-22 (10:35 CET).**

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów w analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

#### **Na dzień 2024-04-22:**

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.