

ATM Grupa

Chwilowe opóźnienia

Pozostajemy pozytywni w długim terminie na ekspozycję spółki na treści premium i uważamy, że ATM Grupa skorzysta z popytu platform OTT na lokalne treści. Jednakże, w krótkim terminie spółka opóźnieniami i zdarzeniami jednorazowymi nie rozpieszcza inwestorów. Negatywnie postrzegamy opóźnienie produkcji serialu „Czarny pies” dla Viaplay, co zmniejszy liczbę seriali premium rozpoznanych w 2022E. Dodatkowo zwracamy uwagę na opóźnienie rozpoznania zysku na szwedzkim projekcie nieruchomościowym (do 2Q22E z 4Q21 wstępnie), rozpoznanie PLN 6.3m odpisu w 4Q21 na pożyczkę do spółki zależnej (nie zakładamy jej odwrócenia) i rozczarowujące przychody z podstawowej produkcji TV (zakładamy płaskie przychody z produkcji dla nadawców TV w 2022E/2023E). Ponadto spółki stowarzyszone nie łagodzą sytuacji (rynkowa wycena udziałów w Boombicie się zmniejsza, a wyniki Black Photon są poniżej naszych pierwotnych oczekiwań). Prognozujemy przychody w 2022E/2023E na poziomie PLN 263.5m/259.0m (+18%/-2% r/r, w tym w 2022E uwzględniamy PLN 35m przychodów z projektu w Szwecji) i zysk netto na poziomie PLN 40.0/43.1m (+63%/+8% r/r). Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ, lecz z uwagi głównie na wyższy koszt kapitału i niższy kurs Boombitu obniżamy wartość godziwą do PLN 4.40 na akcję (potencjał wzrostu 27%) z PLN 5.80. Zgodnie z naszymi prognozami, ATM Grupa jest notowana na P/E 7.3x/6.8x dla 2022E/2023E lub na 7.2x/7.0x skorygowanym P/E dla 2022E/2023E wyłączając wpływ Boombitu.

Chwilowe opóźnienie w obszarze treści premium nie zmienia długoterminowego spojrzenia. Po opóźnieniu produkcji serialu „Czarny Pies” dla Viaplay na 2023E obniżamy zakładaną ilość seriali premium planowanych do rozpoznania w wyniku za 2022E do 1.6x (w tym serial „Lovzone” dla Netflix) z zakładanych wcześniej 2.5x ekwiwalentu. Jednocześnie nieznacznie podnosimy nasze długoterminowe założenia co do harmonogramu produkcji treści premium, gdyż spodziewamy się większego popytu ze strony platform OTT na lokalnych rynkach (naszym zdaniem wejścia Disney+ i HBO Max utwierdzają nas w tym przekonaniu. Jako przykład skali wskazujemy, że Netflix zamówił ostatnio 18 projektów w Polsce na lata 2022E/2023E (w tym 9 seriali i 9 filmów), z czego tylko niestety 1 projekt przypadł ATM Grupie.

Potencjalne sprzedaż udziałów w Boombicie może się potknąć o sentyment na rynku gier mobilnych. Z uwagi na spadek kursu Boombitu o 42% (skoryg. o dywidendę) od momentu ogłoszenia przez ATM Grupę procesu przeglądu opcji strategicznych dotyczącego swojego udziału w Boombicie (4.0m akcji, 29.63% kapitału) oceniamy, że potencjalna transakcja jest mniej prawdopodobna niż wcześniej. Podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenie i nie uwzględniamy potencjalnej sprzedaży w naszych prognozach. Niemniej jednak naszym zdaniem skoncentrowanie się na produkcji treści i pochodnej działalności (lub wypłata jednorazowej dywidendy) była by dobrze odebrana przez rynek.

Tabela 1. ATM Grupa podsumowanie prognoz*

PLN m	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	249.0	193.5	223.9	263.5	259.0	300.1
Raportowana EBITDA	55.7	46.6	48.6	60.2	61.3	68.9
Skorygowana EBITDA	54.4	36.9	44.1	58.7	59.7	67.2
Zysk netto	30.1	18.4	24.6	40.0	43.1	50.8
EPS (PLN)	0.36	0.22	0.29	0.47	0.51	0.60
DPS (PLN)	0.22	0.08	0.15	0.20	0.37	0.40
EV/EBITDA rap. (x)	6.5	5.7	5.0	3.1	3.1	2.7
P/E rap. (x)	12.6	18.7	15.3	7.3	6.8	5.7

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

TMT | Media

ATM Grupa

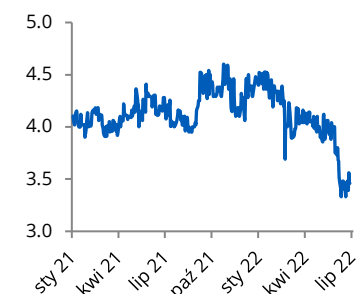
KUPUJ

FV PLN 4.40 z PLN 5.80

27% potencjału wzrostu

Cena z dnia 30 czerwca 2022 PLN 3.46

Utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	84.3
Kapitalizacja (EUR m)	62.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	19.9
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	4.65/3.31
Waga w WIG (%)	0.04
Reuters	ATGP.WA
Bloomberg	ATG.PW

Stopa zwrotu

1M	-8.9%
3M	-10.5%
12M	-14.8%

Akcjonariusze (% akcji)

Tomasz Kurzewski i Dorota Michalak-Kurzewska	40.0%
Zygmunt Solorz-Zak	17.4%
Nationale-Nederlanden OFE	10.1%
PKO TFI	7.6%
MetLife OFE	6.2%
Uniqa OFE	5.3%
Pozostali	13.4%

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 4.4

Kapitalizacja EUR 62m

Potencjał wzrostu 27%

Mnożniki wyceny	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E rap. (x)	18.7	15.3	7.3	6.8	5.7
P/E wyłącz. Boombit (x)	19.3	14.5	7.2	7.0	5.8
EV/EBITDA** skor. (x)	7.2	5.5	3.1	3.2	2.8
EV/EBITDA** rap. (x)	5.7	5.0	3.1	3.1	2.7
EV/Przychody (x)	1.4	1.1	0.7	0.7	0.6
P/BV (x)	1.3	1.3	1.0	0.9	0.9
Stopa FCFE (%)	9.1%	3.2%	12.5%	9.5%	11.5%
DY (%)	2.0%	3.4%	5.8%	10.7%	11.6%

Na akcję	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (m szt)	84.3	84.3	84.3	84.3	84.3
EPS rap. (PLN)	0.22	0.29	0.47	0.51	0.60
BVPS (PLN)	3.18	3.32	3.59	3.74	3.94
FCFEPS (PLN)	0.37	0.14	0.43	0.33	0.40
DPS (PLN)	0.08	0.15	0.20	0.37	0.40

Dynamika r/r	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	-22.3%	15.7%	17.7%	-1.7%	15.9%
Raportowana EBITDA	-16.3%	4.1%	23.9%	1.8%	12.5%
Skoryg. EBITDA*	-32.3%	19.6%	33.1%	1.7%	12.7%
EBIT	-48.3%	48.7%	50.9%	-1.8%	14.4%
Rap. Zysk netto	-38.8%	33.3%	62.7%	7.9%	17.8%

Wskaźniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Rap. marż. EBITDA (%)	24.1%	21.7%	22.8%	23.6%	23.0%
Skor. marż. EBITDA (%)	19.1%	19.7%	22.3%	23.0%	22.4%
Marża EBIT (%)	9.3%	12.0%	15.4%	15.4%	15.2%
Rap. marża netto (%)	9.5%	11.0%	15.2%	16.7%	16.9%
ND / EBITDA rap. (x)	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2
ND / EBITDA skor.* (x)	-0.3	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2
ND / Kapitał (x)	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
ROE rap. (%)	7.0%	9.0%	13.7%	14.0%	15.7%
ROIC rap. (%)	5.2%	7.1%	10.7%	10.1%	11.1%

Założenia

Produkcja telewizyjna i filmowa (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Razem przychody	111.9	149.1	161.5	185.4	219.7
EBITDA raportowana	25.4	24.9	24.0	28.1	32.2
EBITDA skor.*	16.1	19.9	22.5	26.5	30.5

Zarządzanie aktywami trwałymi (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Razem przychody	49.4	71.5	86.3	92.1	102.5
EBITDA raportowana	19.2	27.6	32.4	34.5	38.0
Wynik Black Photon	-0.3	1.4	2.8	4.8	5.8

Nadawanie (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Razem przychody	16.8	2.7	0.0	0.0	0.0
EBITDA raportowana	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0

Działalność deweloperska (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Razem przychody	31.2	20.0	39.8	9.0	9.9
EBITDA raportowana	3.0	2.8	6.0	0.7	0.8

Produkcja gier komputerowych (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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	4.1	4.3	5.8	7.6	8.4

Pozostałe (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA raportowana	-0.8	-7.4	-2.1	-1.8	-1.9

RZIS (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Razem przychody	249.0	193.5	223.9	263.5	259.0	300.1
Koszty sprzedanych usług, itd.	-203.5	-166.4	-178.9	-206.6	-204.4	-236.7
Koszty ogólnego zarządu	-16.1	-14.9	-16.3	-20.9	-19.4	-22.5
Pozostałe przychody/koszty	5.5	5.9	-1.8	4.5	4.5	4.6
Raportowana EBITDA	55.7	46.6	48.6	60.2	61.3	68.9
Skoryg. EBITDA*	54.4	36.9	44.1	58.7	59.7	67.2
EBIT	34.9	18.1	26.8	40.5	39.8	45.5
Koszty finansowe netto	-0.9	0.4	-0.7	-1.7	-2.4	-1.8
Stowarzyszone: Boombit	3.2	4.1	4.3	5.8	7.6	8.4
Stowarzyszone: Black Photon	0.0	-0.3	0.4	2.3	4.1	5.1
Stowarzyszone: ATM Virtual	0.0	0.0	0.0	0.8	1.2	1.6
Stowarzyszone: Lumina	0.0	0.0	1.0	0.8	0.7	0.7
Pozostałe przychody/koszty	-0.1	0.0	-0.1	-0.5	0.0	0.0
Zysk przed opodat.	37.0	22.3	31.7	48.0	50.9	59.6
Podatek dochodowy	-6.2	-3.4	-6.5	-7.4	-7.1	-8.3
Mniejszości (zysk)/strata	-0.6	-0.4	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5
Raportowany zysk netto	30.1	18.4	24.6	40.0	43.1	50.8

Bilans (PLN m)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Aktywa trwałe	209.2	211.5	215.7	227.5	240.7	251.7
Rzeczowe aktywa trwałe	157.4	149.4	155.4	160.0	163.6	166.2
WNIP	3.4	2.2	2.1	2.5	2.8	3.0
Aktywa programowe	2.0	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
Pozostałe aktywa trwałe	46.3	57.4	55.9	62.9	72.1	80.4
Aktywa obrotowe	148.5	140.6	158.4	179.1	176.2	186.3
Należności handlowe i inne	36.3	30.4	31.6	42.5	40.0	45.1
Zapasy	46.8	49.5	67.1	51.1	53.2	57.3
Aktywa programowe	14.0	5.2	1.4	1.4	1.4	1.4
Środki pieniężne	23.6	39.2	33.3	46.9	43.4	43.2
Pozostałe aktywa obrotowe	27.8	16.3	25.1	37.2	38.2	39.4
Aktywa do sprzedaży	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0
Razem aktywa	357.6	352.2	376.6	406.6	416.9	438.1
Kapitał	256.2	268.1	279.8	303.0	314.9	332.0
Mniejszości	0.9	0.7	0.9	1.5	2.2	2.6
Zobowiązania długo.	42.7	34.1	40.2	41.9	41.9	41.9
Kredyty, pożyczki i leasing	23.7	18.4	19.9	21.6	21.6	21.6
Pozostałe zob. długo.	19.0	15.7	20.3	20.3	20.3	20.3
Zobowiązania krótko.	57.9	49.3	55.6	60.3	57.9	61.6
Kredyty, pożyczki i leasing	9.6	10.0	8.0	8.4	8.4	8.4
Zobowiązania handlowe i inne	26.9	23.1	35.1	39.3	36.9	40.6
Pozostałe zob. krótko.	21.5	16.2	12.6	12.6	12.6	12.6
Razem pasywa	357.6	352.2	376.6	406.6	416.9	438.1
Dług netto (PLN m)	9.6	-10.8	-5.4	-16.9	-13.4	-13.2

Rachunek przepł. (PLN m)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przepływy z dział. Oper.	24.8	46.7	27.8	62.1	52.3	55.2
Zysk netto	30.1	18.4	24.6	40.0	43.1	50.8
Amortyzacja bez akt. prog.	19.5	18.8	17.2	18.2	19.9	21.7
Amortyzacja akt. prog.	1.3	9.8	4.5	1.5	1.6	1.7
Zmiana kapitału obrotowego	-14.9	-3.8	-20.7	9.3	-1.9	-5.5
Podatek zapłacony	-14.4	2.8	-5.0	-7.4	-7.1	-8.3
Pozostałe	3.1	0.6	7.2	0.5	-3.3	-5.3
Przepływy z dział. Inwest.	-9.9	-15.7	-10.2	-28.4	-18.4	-15.9
CAPEX netto	-11.9	-12.6	-11.9	-23.1	-23.8	-24.5
Pozostałe	2.0	-3.1	1.7	-5.4	5.4	8.6
Przepływy z dział. Finan.	-26.0	-15.4	-23.5	-20.1	-37.4	-39.5
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-2.4	-5.3	-6.4	2.1	0.0	0.0
Dywidendy dla akcjonariuszy	-18.5	-6.7	-12.6	-16.9	-31.2	-33.7
Odsetki zapł. (dług i leasing)	-1.2	-0.8	-0.6	-1.7	-2.4	-1.8
Płatności leasingowe	-2.3	-2.0	-3.5	-3.6	-3.8	-4.0
Pozostałe	-1.5	-0.6	-0.4	0.0	0.0	0.0
Zmiana gotówki	-11.1	15.6	-5.9	13.6	-3.5	-0.2
Śr. Pienięż. na koniec ok.	23.6	39.2	33.3	46.9	43.4	43.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research, *Skor. EBITDA wyłącza aktywa prog. z amortyzacji.

Wycena

Tabela 2. ATM Grupa podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny						Waga	Cena
DCF wartość godziwa (PLN ps)						50%	4.61
DDM wartość godziwa (PLN ps)						50%	4.20
Wartość godziwa (PLN ps)							4.40
DCF (PLN m)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny	
Przychody łącznie	263.5	259.0	300.1	341.0	379.9	387.5	
Raportowana EBITDA	60.2	61.3	68.9	76.1	82.6	84.2	
Skoryg. EBITDA (wyłączając aktywa programowe)	58.7	59.7	67.2	74.4	80.8	82.4	
EBIT	40.5	39.8	45.5	51.5	56.7	53.0	
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
NOPAT	32.8	32.2	36.9	41.7	46.0	43.0	
+ Amortyzacja (wyłączając aktywa programowe)	18.2	19.9	21.7	22.9	24.0	29.4	
+ CAPEX	-23.1	-23.8	-24.5	-24.6	-25.0	-25.0	
+ Płatności leasingowe	-3.6	-3.8	-4.0	-4.1	-4.3	-4.3	
+ Zmiana w kapitale obrotowym	9.3	-1.9	-5.5	-7.7	-6.6	-1.2	
FFCF	33.6	22.6	24.7	28.2	34.1	41.8	
Dyskonto	0.94	0.83	0.73	0.65	0.57	0.57	
Wartość bieżąca FCFF	31.5	18.7	18.1	18.2	19.5		
Wartość rezydualna							355.3
Stopa wolna od ryzyka	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	7.4%	
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
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	14.1%	13.9%	14.0%	13.9%	14.0%	14.5%	
Premia długu	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
Koszt długu po opodatkowaniu	6.0%	5.9%	5.7%	5.7%	5.7%	6.2%	
Waga długu	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	
Waga kapitału	90.7%	90.7%	90.7%	90.7%	90.7%	90.7%	
WACC	13.4%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.8%	
Suma wartości bieżących FCFF	106.1						
+ Wartość bieżąca wartości rezydualnej	203.3						
EV	309.4						
+ Dług netto	5.4						
+ Wartość rynkowa udziałów w Boombit	44.4						
+ Wartość udziałów w Black Photon, ATM Virtual i Luminie	47.6						
+ Mniejszości	-0.9						
+ Dywidendy zapłacone	-16.9						
Wartość kapitału	389.0						
Liczba akcji (rozwodniona, m sztuk)	84.30						
Wartość godziwa (PLN na akcję)	4.61						
Wrażliwość DCF (PLN)							
Wzrost w okresie rezydualnym		12.8%	13.3%	13.8%	14.3%	14.8%	
1.0%		4.61	4.51	4.42	4.34	4.26	
2.0%		4.84	4.72	4.61	4.52	4.43	
3.0%		5.11	4.97	4.84	4.73	4.62	
DDM	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny	
DPS (PLN ps)	0.00	0.37	0.40	0.48	0.53	0.68	
Koszt kapitału	14.1%	13.9%	14.0%	13.9%	14.0%	14.5%	
Dyskonto	0.94	0.82	0.72	0.63	0.56	0.56	
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.00	0.30	0.29	0.30	0.29		
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)						1.19	
Wzrost w okresie rezydualnym						2.0%	
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN ps)						3.01	
Wartość godziwa na akcję (PLN ps)						4.20	

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Zmiany w prognozach

Poniżej prezentujemy zmiany w naszych prognozach vs. Nasz ostatni raport opublikowany 13 grudnia 2021.

Konsensus dla ATM Grupy nie jest dostępny.

Tabela 3. Zmiany w prognozach oraz porównanie z konsensem (PLN m)

	2022E					2023E					2024E				
	Nowa	Poprz/	Zmiana	Kons.	N.. vs. kons..	Nowa	Poprz/	Zmiana	Kons.	N.. vs. kons..	Nowa	Poprz/	Zmiana	Kons.	N.. vs. kons..
Przychody	263.5	254.8	3%	na	na	259.0	243.5	6%	na	na	300.1	282.6	6%	na	na
EBITDA rap.	60.2	59.3	1%	na	na	61.3	57.5	7%	na	na	68.9	64.3	7%	na	na
Skor. EBITDA	58.7	52.8	11%			59.7	56.0	7%			67.2	62.7	7%		
EBIT	40.5	35.6	14%	na	na	39.8	36.0	10%	na	na	45.5	39.3	16%	na	na
Zysk netto	40.0	31.8	26%	na	na	43.1	37.2	16%	na	na	50.8	42.7	19%	na	na

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Spółki porównywalne

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

Tabela 4. ATM Grupa spółki porównywalne

Spółka	Ostatnia cena	Kapitalizacja EUR m	P/E			EV/EBITDA			DY 2022E
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
AGORA SA	PLN 5.6	55	na	na	na	na	na	na	na
ALIBABA PICTURES GROUP LTD	HKD 0.8	2,526	32.9	21.9	21.9	18.1	11.0	na	na
AMAZON.COM INC	USD 106.2	1,030,807	57.4	29.7	20.6	15.6	12.3	10.2	0.0%
CJ ENM CO LTD	KRW 93,700.0	1,508,976	11.9	9.6	8.4	3.4	2.8	2.8	2.2%
COMCAST CORP-CLASS A	USD 39.2	167,692	11.0	9.9	8.5	7.1	6.9	6.5	2.7%
CYFROWY POLSAT	PLN 21.22	2,900	13.0	13.2	8.0	6.2	6.1	5.6	5.7%
WARNER BROS DISCOVERY INC	USD 13.4	31,067	52.8	10.4	6.5	7.5	5.0	5.0	0.0%
ITV PLC	GBp 65.3	3,052	4.8	5.8	5.3	3.7	4.0	3.5	7.8%
KINO POLSKA TV SA	PLN 14.0	59	5.7	5.1	4.9	3.9	3.1	2.9	na
LIONS GATE ENTERTAINMENT-A	USD 9.3	2,005	24.3	12.8	8.0	8.5	6.8	5.7	na
NETFLIX INC	USD 174.9	74,109	15.8	14.3	11.9	12.3	11.1	9.1	0.0%
VIAPLAY GROUP AB	SEK 209.9	1,527	157.6	24.3	9.8	26.2	13.7	6.9	0.0%
PERFECT WORLD CO LTD-A	CNY 14.4	3,977	15.1	13.1	11.5	12.5	10.1	7.9	1.4%
RTL GROUP	EUR 39.8	6,165	9.1	8.3	7.8	4.7	4.1	3.7	11.1%
SONY GROUP CORP	JPY 11,095.0	98,314	15.8	14.4	12.6	8.3	7.5	6.7	0.6%
STUDIO DRAGON CORP	KRW 70,500.0	1,553,948	31.8	26.4	23.1	10.8	9.2	8.5	0.0%
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	EUR 6.8	1,422	6.7	6.0	5.8	1.6	1.5	1.2	7.0%
VIVENDI SE	EUR 9.7	10,749	20.2	13.3	13.9	8.5	8.3	7.2	3.5%
WALT DISNEY CO/THE	USD 94.4	164,021	24.7	17.3	14.5	14.2	11.2	9.6	0.4%
WIRTUALNA POLSKA HOLDING SA	PLN 102.40	640	15.8	16.3	13.6	8.8	8.5	7.5	1.2%
ZEE ENTERTAINMENT ENTERPRISE	INR 214.1	2,503	15.2	13.0	11.1	9.5	7.8	6.6	1.9%
MEDIANA			15.8	13.2	10.4	8.5	7.7	6.6	1.4%
ATM GRUPA	PLN 3.46	62	7.3	6.8	5.7	3.1	3.1	2.7	5.8%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 30 czerwca 2022

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: Bitnet 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 znacząco różnych 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 księgowe, 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:

- NII - 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 2022 – 30 czerwca 2022)

	Liczba	%
Kup	17	71%
Trzymaj	5	21%
Sprzedaj	2	8%
Suma	24	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
13/12/2021	KUPUJ	PLN 5.80	PLN 4.42	Marcin Nowak, Michał Wojciechowski
04/07/2022	KUPUJ	PLN 4.40	PLN 3.46	Marcin Nowak, Michał Wojciechowski