

ATM Grupa

Perspektywa na 2023E pod wpływem opóźnień

Chociaż nadal postrzegamy ATM Grupę jako dobrą ekspozycję na treści premium w długim okresie, w krótszej perspektywie ilość pozytywnych wydarzeń w podstawowym biznesie jest ograniczona. Spodziewamy się, że w 2023E obszar mediowy spółki dostosuje się do ograniczonej ilości zamówień na produkty premium i mniejszego porównywalnego popytu na produkcje telewizyjne. Co więcej, po wypłacie PLN 0.08ps dywidendy zaliczkowej w grudniu prognozujemy neutralny naszym zdaniem łączny poziom dywidendy w 2023E na poziomie PLN 0.31ps (DY 8.8%) w porównaniu do łącznie wypłaconych PLN 0.28ps w 2022. Z drugiej strony negatywnie postrzegamy plany spółki dotyczące zwiększenia zaangażowania w obszarze nieruchomościowym poprzez nabycie wehikułu w Szwecji za SEK 25.7m (który posiada działkę 5 razy większą niż wcześniejszy projekt, z planowaną realizacją w 3 do 5 fazach). Dodatkowo spółka zwiększyła udział w kapitale ATM Baltic (kontrybuując PLN 16.5m, ATM Grupa posiada 50% udziałów), które będzie realizował projekt Sianożęty nad Morzem Bałtyckim. Naszym zdaniem inwestycje w podstawowy obszar działalności spółki mogłyby być bardziej opłacalne w długim terminie i być odebrane pozytywnie przez inwestorów. Łącznie szacujemy przychody spółki na poziomie PLN 238m/271m (-10%/+14% r/r) w 2023E/2024E (wyłączając szacowane przychody ze Szwecji w 2022 na poziomie PL 46m skorygowane tempo wzrostu w 2023E wyniosłoby +9% r/r), oraz zysk netto na poziomie PLN 37m/44m (-5%/+21% r/r). Podtrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ i podwyższamy wartość godziwą do PLN 4.50 na akcję (potencjał wzrostu 27%) z PLN 4.40. Zgodnie z naszymi prognozami, ATM Grupa jest notowana na P/E 8.1x/6.7x dla 2023E/2024E.

Ciemne chmury nad treściami premium. Ponieważ spodziewamy się w perspektywie czasu zwiększenia popytu platform OTT na lokalne produkcje premium pozostajemy optymistyczni na obszar treści premium w długim terminie. Jednak perspektywa na 2023E wygląda rozczarowująco, gdyż po skończeniu „Lovzone” dla Netflixa i opóźnienia produkcji „Czarnego Psa” dla Viaplavy (z 2022) plan produkcyjny na kolejny rok jest dość wąski pod kątem flagowych produkcji. W obszarze filmów ATM Grupa choć ma zaplanowaną jedną premierę w 1Q23, to lista kolejnych produkcji jest istotnie przycięta zgodnie z komentarzami zarządu. Z tego powodu obniżamy zakładaną ilość seriali premium planowanych do rozpoznania w wyniku za 2023E/2024E do 1.3x/2.0x z 1.6x/2.8x, choć dalej w długim terminie widzimy miejsce na 5x produkcji rocznie.

Potencjalna sprzedaż udziałów w Boombicie pozostaje niepewna. W naszym podstawowym scenariuszu nie zakładamy sprzedaży udziałów ATM Grupy w Boombicie (4.0m akcji, 29.63% kapitału; przegląd opcji rozpoczął się w listopadzie 2021). Naszym zdaniem prawdopodobieństwo takiej transakcji spada z każdym miesiącem. Uważamy, że ATM Grupa nie ma presji na sfinalizowanie transakcji przypadku niekorzystnych warunków z uwagi na swój zdrowy bilans i relatywnie niskie potrzeby na finansowanie podstawowej działalności.

Tabela 1. ATM Grupa podsumowanie prognoz*

PLN m	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	193.5	223.9	264.0	237.9	271.0	318.1
Raportowana EBITDA	46.6	48.6	59.5	59.8	60.8	71.1
Skorygowana EBITDA	36.9	44.1	58.0	52.3	59.6	69.8
Zysk netto	18.4	24.6	38.3	36.5	44.4	51.9
EPS (PLN)	0.22	0.29	0.45	0.43	0.53	0.62
DPS (PLN)	0.08	0.15	0.28	0.31	0.30	0.36
EV/EBITDA rap. (x)	5.7	4.6	3.1	3.1	3.1	2.7
P/E rap. (x)	18.7	15.3	7.8	8.1	6.7	5.7

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

TMT | Media

ATM Grupa

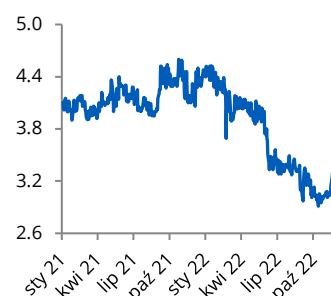
KUPUJ

FV PLN 4.50 z PLN 4.40

27% potencjału wzrostu

Cena z dnia 8 grudnia 2022 PLN 3.53

Utrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	84.3
Kapitalizacja (EUR m)	63.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	6.5
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	4.52/2.91
Waga w WIG (%)	0.04
Reuters	ATGP.WA
Bloomberg	ATG PW

Stopa zwrotu

1M	19.6%
3M	21.6%
12M	-10.5%

Akcjonariusze (% akcji)

Tomasz Kurzewski i Dorota Michalak-Kurzevska	40.0%
Zygmunt Solorz-Zak	17.4%
Nationale-Nederlanden OFE	10.1%
PKO TFI	7.5%
MetLife OFE	6.2%
Uniqa OFE	5.3%
Pozostali	13.5%

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 4.5

Kapitalizacja EUR 63m

Potencjał wzrostu 27%

Mnożniki wyceny	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E rap. (x)	15.3	7.8	8.1	6.7	5.7
P/E wyłącz. Boombit (x)	14.5	7.1	8.3	6.8	5.6
EV/EBITDA** skor. (x)	5.0	3.2	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA** rap. (x)	4.6	3.1	3.1	3.1	2.7
EV/Przychody (x)	1.0	0.7	0.8	0.7	0.6
P/BV (x)	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
Stopa FCFE (%)	3.2%	7.7%	8.9%	8.0%	9.5%
DY (%)	3.4%	7.9%	8.8%	8.5%	10.2%

Na akcję	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt)	84.3	84.3	84.3	84.3	84.3
EPS rap. (PLN)	0.29	0.45	0.43	0.53	0.62
BVPS (PLN)	3.32	3.49	3.62	3.84	4.10
FCFEPS (PLN)	0.14	0.27	0.31	0.28	0.34
DPS (PLN)	0.15	0.28	0.31	0.30	0.36

Dynamika r/r	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	15.7%	17.9%	-9.9%	13.9%	17.4%
Raportowana EBITDA	4.1%	22.6%	0.5%	1.6%	17.0%
Skoryg. EBITDA*	19.6%	31.6%	-9.9%	13.9%	17.2%
EBIT	48.7%	53.1%	-18.3%	15.3%	20.6%
Rap. Zysk netto	33.3%	55.8%	-4.6%	21.5%	16.8%

Wskaźniki	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Rap. marż. EBITDA (%)	21.7%	22.5%	25.1%	22.4%	22.3%
Skor. marż. EBITDA (%)	19.7%	22.0%	22.0%	22.0%	21.9%
Marża EBIT (%)	12.0%	15.6%	14.1%	14.3%	14.7%
Rap. marża netto (%)	11.0%	14.5%	15.4%	16.4%	16.3%
ND / EBITDA rap. (x)	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ND / EBITDA skor.* (x)	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ND / Kapitał (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE rap. (%)	9.0%	13.3%	12.2%	14.1%	15.5%
ROIC rap. (%)	7.1%	11.3%	8.7%	9.5%	10.7%

Założenia	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Produkcja telewizyjna i filmowa (PLN m)					
Razem przychody	149.1	139.7	149.1	174.9	215.9
EBITDA raportowana	24.9	19.8	25.2	22.4	28.4
EBITDA skor.*	19.9	18.3	17.7	21.2	27.1

Zarządzanie aktywami trwałymi (PLN m)					
Razem przychody	71.5	94.9	98.6	108.1	119.2
EBITDA raportowana	27.6	34.3	35.9	39.7	44.0
Wynik JV	1.4	2.5	6.4	7.8	9.1

Nadawanie (PLN m)					
Razem przychody	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA raportowana	0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0

Działalność deweloperska (PLN m)					
Razem przychody	20.0	48.9	9.0	9.9	10.7
EBITDA raportowana	2.8	8.4	0.7	0.8	0.8
Wynik JV	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3

Produkcja gier komputerowych (PLN m)					
Razem przychody	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA raportowana	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Wynik Boombit	4.3	3.0	6.3	7.6	7.6

Pozostałe (PLN m)					
EBITDA raportowana	-7.4	-2.7	-1.8	-1.9	-1.9

RZIS (PLN m)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Razem przychody	193.5	223.9	264.0	237.9	271.0	318.1
Koszty sprzedanych usług, itd.	-166.4	-178.9	-209.5	-190.7	-216.3	-251.9
Koszty ogólnego zarządu	-14.9	-16.3	-16.5	-17.8	-20.3	-23.9
Pozostałe przychody/koszty	5.9	-1.8	3.1	4.2	4.3	4.3
Raportowana EBITDA	46.6	48.6	59.5	59.8	60.8	71.1
Skoryg. EBITDA*	36.9	44.1	58.0	52.3	59.6	69.8
EBIT	18.1	26.8	41.1	33.6	38.7	46.7
Koszty finansowe netto	0.4	-0.7	-1.7	-2.7	-2.1	-2.0
Stowarzyszone: Boombit	4.1	4.3	3.0	6.3	7.6	7.6
Stowarzyszone: Black Photon	-0.3	0.4	1.6	2.2	3.0	3.5
Stowarzyszone: ATM Virtual	0.0	0.0	1.4	3.5	4.1	4.9
Stowarzyszone: Lumina	0.0	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
Pozostałe przychody/koszty	0.0	-0.1	-1.2	-0.2	-0.2	-0.3
Zysk przed opodat.	22.3	31.7	44.9	43.5	51.8	61.2
Podatek dochodowy	-3.4	-6.5	-5.7	-5.9	-6.9	-8.5
Mniejszości (zysk)/strata	-0.4	-0.7	-0.9	-1.0	-0.5	-0.8
Raportowany zysk netto	18.4	24.6	38.3	36.5	44.4	51.9

Bilans (PLN m)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	211.5	215.7	223.1	237.0	246.8	254.7
Rzeczowe aktywa trwałe	149.4	155.4	161.3	166.3	170.1	172.3
WNiP	2.2	2.1	2.5	2.8	3.0	2.7
Aktywa programowe	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Pozostałe aktywa trwałe	57.4	55.9	57.1	65.8	71.5	77.5
Aktywa obrotowe	140.6	158.4	179.5	173.9	190.3	213.1
Należności handlowe i inne	30.4	31.6	42.6	36.8	40.7	48.7
Zapasy	49.5	67.1	51.9	54.4	62.7	73.3
Aktywa programowe	5.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Środki pieniężne	39.2	33.3	30.0	32.5	35.0	37.5
Pozostałe aktywa obrotowe	16.3	25.1	53.7	48.8	50.4	52.2
Aktywa do sprzedaży	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Razem aktywa	352.2	376.6	402.6	410.9	437.0	467.8
Kapitał	268.1	279.8	294.5	304.9	324.0	345.6
Mniejszości	0.7	0.9	1.9	2.9	3.4	4.2
Zobowiązania długo.	34.1	40.2	41.9	41.9	41.9	41.9
Kredyty, pożyczki i leasing	18.4	19.9	21.6	21.6	21.6	21.6
Pozostałe zob. długo.	15.7	20.3	20.3	20.3	20.3	20.3
Zobowiązania krótko.	49.3	55.6	64.3	61.2	67.7	76.2
Kredyty, pożyczki i leasing	10.0	8.0	11.9	14.1	18.1	22.6
Zobowiązania handlowe i inne	23.1	35.1	39.8	34.4	37.1	41.1
Pozostałe zob. krótko.	16.2	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
Razem pasywa	352.2	376.6	402.6	410.9	437.0	467.8
Dług netto (PLN m)	-10.8	-5.4	3.5	3.2	4.6	6.6

Rachunek przepł. (PLN m)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przepływy z dział. Oper.	46.7	27.8	62.9	51.9	44.2	48.0
Zysk netto	18.4	24.6	38.3	36.5	44.4	51.9
Amortyzacja bez akt. prog.	18.8	17.2	16.9	18.7	20.9	23.1
Amortyzacja akt. prog.	9.8	4.5	1.5	7.5	1.2	1.3
Zmiana kapitału obrotowego	-3.8	-20.7	9.0	-2.1	-9.6	-14.6
Podatek zapłacony	2.8	-5.0	-5.7	-5.9	-6.9	-8.5
Pozostałe	0.6	7.2	2.9	-2.9	-5.7	-5.2
Przepływy z dział. Inwest.	-15.7	-10.2	-42.9	-19.0	-14.3	-13.5
CAPEX netto	-12.6	-11.9	-39.6	-24.0	-24.9	-25.2
Pozostałe	-3.1	1.7	-3.3	5.0	10.6	11.6
Przepływy z dział. Finan.	-15.4	-23.5	-23.3	-30.4	-27.5	-32.0
Zmiana w kapitale	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-5.3	-6.4	5.6	2.2	3.9	4.5
Dywidendy dla akcjonariuszy	-6.7	-12.6	-23.6	-26.1	-25.3	-30.3
Odsetki zapł. (dług i leasing)	-0.8	-0.6	-1.7	-2.7	-2.1	-2.0
Płatności leasingowe	-2.0	-3.5	-3.6	-3.8	-4.0	-4.1
Pozostałe	-0.6	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana gotówki	15.6	-5.9	-3.3	2.5	2.5	2.5
Śr. Pienięż. na koniec ok.	39.2	33.3	30.0	32.5	35.0	37.5

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%	4.76
DDM wartość godziwa (PLN ps)						50%	4.24
Wartość godziwa (PLN ps)							4.50
DCF (PLN m)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Okres rezydualny	
Przychody łącznie	237.9	271.0	318.1	398.1	381.9	389.5	
Raportowana EBITDA	59.8	60.8	71.1	83.8	83.7	85.3	
Skoryg. EBITDA (wyłączając aktywa programowe)	52.3	59.6	69.8	82.4	82.3	83.9	
EBIT	33.6	38.7	46.7	56.9	54.2	53.5	
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
NOPAT	27.2	31.3	37.8	46.1	43.9	43.4	
+ Amortyzacja (wyłączając aktywa programowe)	18.7	20.9	23.1	25.5	28.1	30.4	
+ CAPEX	-24.0	-24.9	-25.2	-25.6	-25.8	-25.8	
+ Płatności leasingowe	-3.8	-4.0	-4.1	-4.3	-4.5	-4.5	
+ Zmiana w kapitale obrotowym	-2.1	-9.6	-14.6	17.8	-0.8	-4.1	
FFCF	16.0	13.8	17.0	59.5	40.8	39.3	
Dyskonto	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54	0.54	
Wartość bieżąca FCFF	14.1	10.7	11.8	36.5	22.2		
Wartość rezydualna						358.2	
Stopa wolna od ryzyka	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.6%	
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	13.7%	13.7%	13.8%	13.5%	13.6%	13.7%	
Premia długu	0.5%	0.3%	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	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.5%	
Waga długu	10.7%	11.8%	12.9%	9.2%	9.2%	9.2%	
Waga kapitału	89.3%	88.2%	87.1%	90.8%	90.8%	90.8%	
WACC	12.8%	12.7%	12.7%	12.8%	12.8%	13.0%	
Suma wartości bieżących FCFF	95.4						
+ Wartość bieżąca wartości rezydualnej	194.9						
EV	290.3						
+ Dług netto	-3.5						
+ Wartość rynkowa udziałów w Boombit	47.9						
+ Wartość udziałów w Black Photon, ATM Virtual i Luminie	51.5						
+ Wartość udziału w ATM Baltic	16.5						
+ Mniejszości	-1.9						
Wartość kapitału	400.9						
Liczba akcji (rozwodniona, m sztuk)	84.30						
Wartość godziwa (PLN na akcję)	4.76						
Wrażliwość DCF (PLN)							
Wzrost w okresie rezydualnym		12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	
1.0%		4.72	4.62	4.53	4.44	4.37	
2.0%		4.99	4.87	4.76	4.65	4.56	
3.0%		5.32	5.16	5.03	4.90	4.79	
DDM	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Okres rezydualny	
DPS (PLN ps)	0.31	0.30	0.36	0.49	0.57	0.65	
Koszt kapitału	13.7%	13.7%	13.8%	13.5%	13.6%	13.7%	
Dyskonto	0.87	0.77	0.67	0.59	0.52	0.52	
Zdyskontowany DPS (PLN ps)	0.27	0.23	0.24	0.29	0.30		
Suma zdyskontowanych DPS (PLN ps)						1.33	
Wzrost w okresie rezydualnym						2.0%	
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN ps)						2.90	
Wartość godziwa na akcję (PLN ps)						4.24	

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	264.0	263.5	0%	na	na	237.9	259.0	-8%	na	na	271.0	300.1	-10%	na	na
EBITDA rap.	59.5	60.2	-1%	na	na	59.8	61.3	-2%	na	na	60.8	68.9	-12%	na	na
Skor. EBITDA*	58.0	58.7	-1%			52.3	59.7	-12%			59.6	67.2	-11%		
EBIT	41.1	40.5	1%	na	na	33.6	39.8	-16%	na	na	38.7	45.5	-15%	na	na
Zysk netto	38.3	40.0	-4%	na	na	36.5	43.1	-15%	na	na	44.4	50.8	-13%	na	na

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

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	Kapitałizacja EUR m	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			DY (%)	ND/ EBITDA (x)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
Agora Sa	4.40	44	n.a.	n.a.	n.a.	5.0	6.0	n.a.	na	2.3
Alibaba Pictures Group Ltd	0.59	1,939	35.2	52.8	26.4	25.7	n.a.	n.a.	na	n.a.
Amazon.Com Inc	90.35	874,165	83.3	34.6	23.8	13.2	11.4	9.4	0.0%	0.4
Cj Enm Co Ltd	77,900.00	1,230	363.8	12.3	8.7	3.6	3.3	3.1	2.5%	1.6
Comcast Corp	34.97	143,389	9.7	9.3	8.2	6.6	6.6	6.5	3.3%	2.5
Cyfrowy Polsat	18.12	2,466	12.3	15.6	9.4	5.7	6.1	5.1	0.0%	3.8
H&R Century Union Corp	4.22	564	22.2	15.6	13.6	n.a.	n.a.	n.a.	na	n.a.
Itv Plc	74.54	3,481	5.8	7.8	6.9	4.4	5.4	4.7	6.6%	0.3
Kino Polska Tv Sa	12.40	53	5.3	5.3	5.0	3.0	2.7	2.2	6.2%	-0.8
Lions Gate Entertainment Corp	5.97	1,250	10.2	n.a.	14.1	9.7	12.4	7.6	na	6.6
Netflix Inc	310.26	130,948	29.1	27.9	23.2	23.4	20.7	16.2	0.0%	0.9
Perfect World Co Ltd/China	13.76	3,634	15.3	13.4	11.7	13.2	10.2	8.0	1.6%	-2.6
Rtl Group Sa	39.74	6,149	10.1	9.9	9.0	5.8	5.9	5.6	9.6%	0.5
Sony Group Corp	10,665.00	93,406	15.2	15.3	14.2	7.9	7.7	7.1	0.7%	0.8
Studio Dragon Corp	75,400.00	1,632	32.2	27.8	22.9	10.7	9.4	8.0	0.0%	-0.4
Television Francaise 1	7.13	1,500	7.1	7.6	7.1	1.8	1.8	1.6	6.9%	-0.8
Viaplay Group Ab	208.20	1,493	1,858.9	43.9	11.4	54.6	25.2	8.1	0.7%	3.0
Vivendi Se	8.93	9,895	25.0	13.7	12.0	8.9	8.3	8.1	3.8%	0.6
Walt Disney Co/The	92.55	160,066	25.3	22.6	17.4	14.7	14.1	12.0	1.2%	2.3
Warner Bros Discovery Inc	10.76	24,781	n.a.	32.1	10.0	8.0	6.1	5.2	0.0%	3.6
Wirtualna Polska	87.70	546	13.5	14.2	11.3	8.9	7.1	6.2	1.8%	1.0
Zee Entertainment Enterprises	262.65	2,907	21.8	26.6	18.7	13.3	15.9	11.5	1.2%	-1.1
Mediana			18.6	15.5	11.7	8.9	7.4	7.1	1.4%	0.9
ATM Grupa			7.8	8.1	6.7	3.1	3.1	3.1	8.8%	0.1
Premia/dyskonto			-58%	-47%	-43%	-65%	-57%	-56%	529%	-94%

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research, ceny na dzień 8 grudnia 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 wewnętrzne regulacje zapewniające, 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/gpwpa>.

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

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do 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, wartość 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:

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

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 lipca 2022 – 30 września 2022)

	Liczba	%
Kup	29	44%
Trzymaj	20	30%
Sprzedaj	17	26%
Suma	66	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
14/12/2022	KUPUJ	PLN 4.50	PLN 3.53	Marcin Nowak, Michał Wojciechowski