Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 10.0 PLN

06 SIERPIEŃ 2014

Pomimo słabej ścieżki wynikowej w najbliższych kwartałach, decydujemy się utrzymać nasze zalecenie Kupuj, jednak z obniżoną ceną docelową do poziomu 10 PLN/akcję. Oceniamy, że pesymizm jaki związany jest z inwestycją w akcje Agory osiągnął wyjątkowy poziom i należy wykorzystać obecną sytuację. Podkreślić należy, że wpływ na obniżenie EBITDA na 2014-2015 mają wyższe koszty rozwojowe mające w kolejnych okresach korzystnie wpływać na spółkę. Wg naszych projekcji, po trudnym okresie 3Q'14, Agora wejdzie już na długo wyczekiwaną ścieżkę odbudowy wyniku EBITDA, co z kolei będzie wpływać na przyszłe decyzje inwestycyjne. W krótkim terminie argumentem dla podtrzymania zalecenia Kupuj jest impuls wzrostowy w postaci ogłoszenia wezwania na akcje własne.

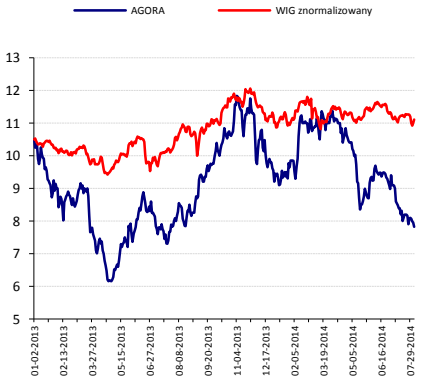
Z bieżącej perspektywy oceniamy, że uwzględnione w naszym modelu założenia dla obszarów schyłkowych (prasa+druk) nie spełniają brzegowych warunków pozwalających ocenić je jako racjonalne i przynoszące korzyść akcjonariuszom mniejszościowym. Mamy nadzieję, że w przyszłości będziemy mogli uwzględnić znacząco inne wartości dla tych obszarów, co będzie miało istotny korzystny wpływ na końcową wycenę. Spółka w zaprezentowanej nowej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników spółki. Z zaprezentowanych założeń wynika, że celem spółki do 2016 roku jest stabilizacja rentowności segmentu prasa. W naszym modelu zakładamy, że w 2014 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił ok. 30 mln PLN, a w okresie 2015-2016 będzie w okolicy 25 mln PLN. W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z prasy codziennej segmentu druk. Zgodnie z założeniami strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W naszym modelu jesteśmy bardziej sceptyczni i utrzymujemy trwałą ujemną rentowność EBIT począwszy od 2014 roku.

W porównaniu z lutowym raportem, dla segmentu radio podnieśliśmy prognozowany wynik EBITDA na 2014 rok o 2.2 mln PLN, dla reklamy zewnętrznej o 0.6 mln PLN, a dla segmentu internet o 0.3 mln PLN. W pozostałych obszarach działalności zmuszeni byliśmy do dokonania korekt in minus. Wpływy z biletów na 2014 roku obniżyliśmy o ok. 7.6 mln PLN. Jednak głównym powodem rewizji założeń wyników na 2014-2016 jest uwzględnienie wyższych kosztów (głównie pracowniczych) w segmencie prasy. Jest to efekt prowadzonych działań zmierzających do większej cyfryzacji tego obszaru biznesowego. Ogółem skorygowaliśmy wynik EBITDA z 92.2 mln PLN do 73.1mln PLN. Przy obecnych założeniach spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na 2015 rok na poziomie 4.6x. Naszym zdaniem przyszła struktura wyników grupy Agora oraz głęboka zmiana obszaru prasy codziennej w kierunku cyfrowym wpłynie na wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe. Przy naszej cenie docelowej na poziomie 10 PLN/akcję spółka byłaby obecnie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 5.9x i 4.8x.

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	1 139	1 074	1 052	1 072	1 116	1 159
EBITDA [mln PLN]	80.7	103.5	73.1	86.7	107.5	119.1
EBIT [mln PLN]	-13.1	7.4	-20.8	-9.7	5.0	16.0
Wynik netto [mln PLN]	-8.0	1.2	-22.3	-10.6	5.4	15.1
P/BV	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/E	---	---	---	---	73.9	26.4
EV/EBITDA	5.0	3.8	5.6	4.6	3.7	3.3
EV/EBIT	---	---	---	-41.5	80.4	24.3

Wycena dochodowa [PLN]	9.91
Wycena mnożnikowa [PLN]	10.09
Wycena końcowa [PLN]	**10.0**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+28%**
Koszt kapitału	9.5%
Cena rynkowa [PLN]	7.82
Kapitalizacja [mln PLN]	398.3
Ilość akcji [mln. szt.]	50.9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	11.76
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7.75
Stopa zwrotu za 3 mc	-23%
Stopa zwrotu za 6 mc	-16%
Stopa zwrotu za 9 mc	-33%

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 4
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
ZACHOWANIE KURSU AGORY NA TLE GRUPY PORÓWNAWCZEJ 8
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'14 9
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA LATA 2014 - 2016 12
ZMIANY W PROGNOZACH NA 2014-2016 15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Nasza wycena opiera się na metodzie dochodowej oraz mnożnikowej. Wycena końcowa jest średnią ważoną z tych metod i wynosi 10 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

A = a + b. Wycena dochodowa [PLN] – waga 50%	9.91
a. Wycena DCF	9.58
b. Aktywa rozliczane met. praw własności (m.in. Stopklatka, Golden Line)	0.33
B. Wycena mnożnikowa [PLN] – waga 50%	10.09
C = A*50% + B*50%. Końcowa wycena 1 akcji [PLN]	**10.00**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wraz z realizacją nowej strategii oraz odważnym ruchem zwiększającym koszty, władze spółki stoją przed wyjątkowo trudnym zadaniem wprowadzania takich zmian w sposobie działania grupy aby docelowo w latach 2015-2016 móc dalej uzasadnić celowość utrzymywania bieżącej struktury organizacyjnej Agory.

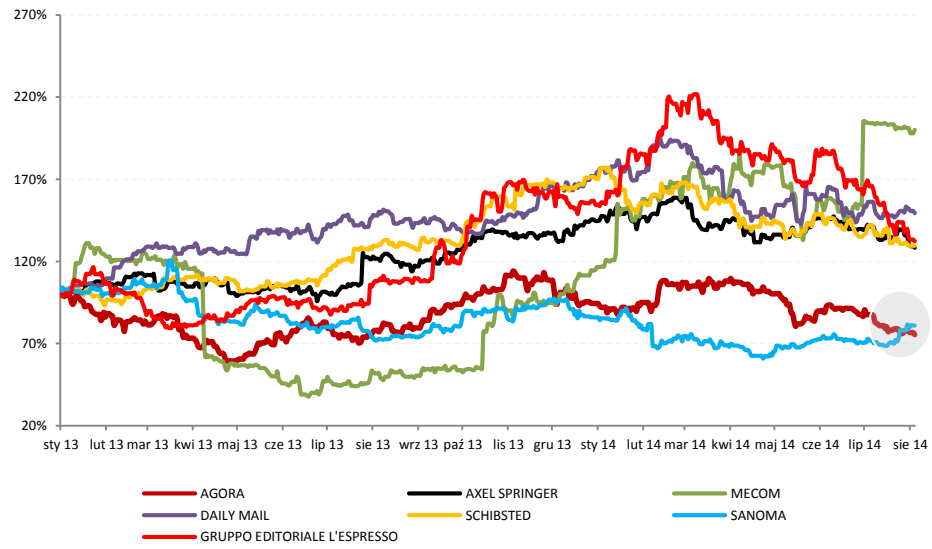
Spółka w zaprezentowanej nowej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników spółki. Z zaprezentowanych założeń wynika, że celem spółki do 2016 roku jest stabilizacja rentowności segmentu prasa. W naszym modelu zakładamy, że w 2014 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił ok. 30 mln PLN, a w okresie 2015-2016 będzie w okolicy 25 mln PLN. W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z segmentu prasa codzienna nowego segmentu druk (Agora jest właścicielem 3 drukarni). Zgodnie z założeniami strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W naszym modelu jesteśmy bardziej sceptyczni i utrzymujemy trwałą ujemną rentowność EBIT począwszy od 2014 roku. Zadaniem tego obszaru biznesowego jest m.in. zapewnienie „taniego" druku dla segmentu prasy. Niemniej w obliczu szybkiej erozji nakładu papierowego Gazety Wyborczej czy Rzeczpospolitej utrzymywanie obecnego stanu aktywów staje się coraz bardziej bezcelowe. Dlatego oceniamy, że kwestią czasu jest rozpoczęcie procesu dezinwestycji (na bilansie są m.in. grunt/hale).

Z bieżącej perspektywy oceniamy, że uwzględnione w naszym modelu założenia dla obszarów schyłkowych (prasa+druk) nie spełniają brzegowych warunków pozwalających ocenić je jako racjonalne i przynoszące korzyść akcjonariuszom mniejszościowym. Mamy nadzieję, że w przyszłości będziemy mogli uwzględnić znacząco inne wartości dla tych obszarów. Zwracamy uwagę, że rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne segmentu prasa na koniec 1Q'14 wynosiły 87.43 mln PLN, w obszarze druk aktywa te były wyceniane na ok. 210.2 mln PLN, z kolei w pozycjach uzgadniających na bilansie ujmowano 194.2 mln PLN. Zatem łącznie na koniec 1Q'14 wycena bilansowa tych aktywów wynosiła 491.8 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję dawało 9.65 PLN (bez uwzględnienia innych aktywów obrotowych oraz długu).

Główną zmianą w modelu w porównaniu z poprzednim raportem jest ujęcie nowej prezentacji segmentowej. W zakresie korekty wyniku decydujący wpływ na obniżenie poziomu EBITDA miały wyższe koszty (głównie koszty pracownicze) związane z realizacją przyjętej strategii. Ogółem byliśmy zmuszeni do obniżenia EBITDA na 2014 rok z 92.2 mln PLN do 73.1 mln PLN. Na 2015 rok zakładana EBITDA spadła z 112.3 mln PLN do 86.7 mln PLN.

Pomimo słabej ścieżki wynikowej w najbliższych kwartałach (wzrost kosztów), decydujemy się utrzymać nasze zalecenie Kupuj, jednak z obniżoną ceną docelową do poziomu 10 PLN/akcję. Oceniamy, że pesymizm jaki związany jest z inwestycją w akcje Agory osiągnął wyjątkowy poziom. Podkreślić należy, że wpływ na obniżenie EBITDA na 2014-2015 mają wyższe koszty rozwojowe mające w kolejnych okresach korzystnie wpływać na spółkę. Wg naszych projekcji, po trudnym okresie 3Q'14, Agora wejdzie już na długo wyczekiwaną ścieżkę odbudowy wyniku EBITDA, co z kolei będzie wpływać na przyszłe decyzje inwestycyjne. Wreszcie jak już wspominaliśmy, przyjęte założenia dla obszarów schyłkowych są wyjątkowo pesymistyczne i mamy nadzieję, że przyszłe decyzje władz spółki będą uwzględniały interesy akcjonariuszy mniejszościowych. W krótkim terminie argumentem dla podtrzymania zalecenia Kupuj jest impuls wzrostowy w postaci ogłoszenia wezwania na akcje własne (w jednej lub dwóch turach). Ostatnie WZA zdecydowało, że pierwsza oferta ma zostać ogłoszona nie później niż do 29 sierpnia 2014 roku a druga do 30 czerwca 2015 roku (cenę minimalną wezwania ustalono na 12 PLN/akcję, z kolei cenę maksymalną na 16 PLN/akcję). Przy obecnych założeniach spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na 2015 rok na poziomie 4.6x. Naszym zdaniem przyszła struktura wyników grupy Agora oraz głęboka zmiana obszaru prasy codziennej w kierunku cyfrowym wpłynie na wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe. Przy naszej cenie docelowej na poziomie 10 PLN/akcję spółka byłaby obecnie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 5.9x i 4.8x.

Zachowanie kursów europejskich spółek z biznesem wydawniczym (od 2013 roku do lutego 2014)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Spoglądając na kursy rynkowe dużych zagranicznych grup wydawniczych można zauważyć od przełomu marca/kwietnia 2014 roku wyraźne ochłodzenie nastrojów. Agora cały czas handlowana jest jednak z dużym dyskontem wobec grupy porównawczej i spodziewamy się, że prowadzona transformacja będzie zmieniać pozycjonowanie w oczach inwestorów.

Pod względem stóp zwrotu, licząc od 2013 roku, najsłabszymi spółkami okazały się Agora oraz Sanoma. W przypadku obu podmiotów ich dotychczasowe działania w obszarze cyfryzacji były nieefektywne lub miały marginalne znaczenie.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Gazeta Wyborcza w naszej ocenie pozostała w Polsce ostatnim tytułem z ogólnopolskich dzienników, który zdecydował się utrzymać rozbudowany zespół dziennikarzy. Dokonana drastyczna erozja wartości wpływów reklamowych w prasie drukowanej jest wg nas nieodwracalna i spółka będzie musiała walczyć o nowe sposoby monetyzacji przekazywanych treści. Zatem oczekujemy szeregu inicjatyw zmierzających do budowy wartości jaką przedstawia wciąż liczna baza klientów dziennika. Mogą to jednak być działania kosztowne i obciążające rachunek wyników. Dlatego w sytuacji, kiedy zapoczątkowana walka o przychody cyfrowe okaże się porażką, należy liczyć się z dalszą marginalizacją tego segmentu biznesowego (co biznesowo, finalnie wymusi również kolejne destrukcyjne dla redakcji cięcia kosztów).

Segment prasy uzyskuje znaczną część przychodów reklamowych od podmiotów powiązanych z administracją rządową/regionalną. Zwracamy uwagę, że przyszła erozja wpływów od tych podmiotów może mieć dalsze silnie negatywne odziaływanie na rentowność wspomnianego obszaru biznesowego. Przy obecnej strukturze kosztowej realizacja tego pesymistycznego scenariusza, wg naszych symulacji, mogłaby nawet sprowadzić w 2016roku wynik EBITDA segmentu do wartości bliskiego zera (obecnie zakładamy, że EBITDA segmentu na 2016 wyniesie ok 25.2 mln PLN).

Kluczowe znaczenie dla segmentu reklama zewnętrzna będzie miała realizacja koncesji na wiaty przystankowe w Warszawie. Strony wygranego konsorcjum postanowiły, że nakłady związane z procesem inwestycyjnym, koszty utrzymania wiat oraz przyszłe przychody z ich użytkowania przypadną w całości AMS. Zatem ewentualne niedoszacowanie kosztów tego projektu może mieć negatywne odbicie na wartość spółki.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4.5%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne zmiany w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- Szczegółowe założenia dla segmentów znajdują się w osobnym rozdziale.
- Dodatnie zmiany kapitału obrotowego w latach 2015-2016 związane są głównie z uwolnieniem złożonej przez AMS kaucji pieniężnej (gwarancja realizacji budowy wiat przystankowych w Warszawie).
- W prognozie nie zakładamy zmian strukturalnych w grupie kapitałowej oraz dokonania kolejnych akwizycji.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z 2023 roku.
- Wycena została sporządzona na dzień 29.08.2014 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 488.1 mln PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 9.58 PLN.

Model DCF

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 052	1 072	1 116	1 159	1 193	1 225	1 258	1 292	1 327	1 364
EBIT [mln PLN]	-20.8	-9.7	5.0	16.0	25.2	31.6	37.1	42.9	48.1	53.3
Stopa podatkowa			19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0.0	0.0	0.9	3.0	4.8	6.0	7.0	8.1	9.1	10.1
NOPLAT [mln PLN]	-20.8	-9.7	4.0	13.0	20.4	25.6	30.0	34.7	39.0	43.2
Amortyzacja [mln PLN]	93.9	96.4	102.6	103.1	102.1	101.0	99.6	96.8	94.2	92.8
CAPEX [mln PLN]	-82.3	-104.3	-105.7	-78.4	-72.2	-73.3	-75.5	-80.1	-82.2	-92.8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4.3	27.6	25.8	-1.8	-1.5	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5	-1.6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-6.2									
FCF [mln PLN]	-11.1	9.9	26.6	35.8	48.8	51.9	52.7	49.9	49.5	41.7
DFCF [mln PLN]	-10.8	8.9	22.0	27.2	34.2	33.4	31.3	27.3	24.9	19.3
Suma DFCF [mln PLN]	217.7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	641.5		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+2.0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	297.4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	515.1									
Dług netto [mln PLN]	-1.8									
Udział mniejszości [mln PLN]	28.8									
Wartość kapitału[mln PLN]	**488.1**									
Ilość akcji [mln szt.]	50.9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**9.58**									

Przychody zmiana r/r	-2.0%	1.8%	4.1%	3.9%	3.0%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
EBIT zmiana r/r	---	---	---	221.4%	57.7%	25.2%	17.3%	15.6%	12.2%	10.9%
Marża EBITDA	6.9%	8.1%	9.6%	10.3%	10.7%	10.8%	10.9%	10.8%	10.7%	10.7%
Marża EBIT	-2.0%	-0.9%	0.4%	1.4%	2.1%	2.6%	2.9%	3.3%	3.6%	3.9%
Marża NOPLAT	-2.0%	-0.9%	0.4%	1.1%	1.7%	2.1%	2.4%	2.7%	2.9%	3.2%
CAPEX / Przychody	7.8%	9.7%	9.5%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%	6.2%	6.2%	6.8%
CAPEX / Amortyzacja	87.7%	108.2%	103.1%	76.1%	70.7%	72.6%	75.8%	82.8%	87.2%	100.0%
Zmiana KO / Przychody	-0.4%	-2.6%	-2.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	19.9%	-142.4%	-58.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	89.8%	89.2%	89.4%	89.7%	90.0%	90.3%	90.7%	91.0%	91.3%	91.7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5.5%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	10.2%	10.8%	10.6%	10.3%	10.0%	9.7%	9.3%	9.0%	8.7%	8.3%
WACC	8.6%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
beta	**0.7**	8.58	9.18	9.95	10.96	12.35	13.27	14.40	15.84	17.72
	0.8	8.09	8.62	9.27	10.13	11.28	12.03	12.93	14.04	15.46
	0.9	7.65	8.11	8.68	9.40	10.37	10.98	11.71	12.59	13.69
	1.0	7.24	7.64	8.14	8.77	**9.58**	10.09	10.69	11.40	12.27
	1.1	6.87	7.22	7.66	8.20	8.89	9.32	9.82	10.40	11.11
	1.2	6.52	6.84	7.22	7.69	8.29	8.65	9.07	9.56	10.13
	1.3	6.21	6.49	6.83	7.24	7.75	8.06	8.42	8.83	9.30
	1.4	5.91	6.16	6.46	6.83	7.28	7.54	7.84	8.19	8.59
	1.5	5.64	5.87	6.13	6.45	6.84	7.08	7.34	7.63	7.97

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	**4.00%**	**4.50%**	**4.75%**	**5.00%**	**5.25%**	**5.50%**	**6.00%**	**6.50%**
beta	**0.7**	15.34	14.21	13.22	12.77	12.35	11.96	11.59	10.90	10.29
	0.8	14.21	13.09	12.12	11.69	11.28	10.90	10.54	9.88	9.30
	0.9	13.22	12.12	11.18	10.76	10.37	10.00	9.66	9.02	8.46
	1.0	12.35	11.28	10.37	9.96	**9.58**	9.23	8.89	8.29	7.75
	1.1	11.59	10.54	9.66	9.26	8.89	8.55	8.23	7.65	7.14
	1.2	10.90	9.88	9.02	8.64	8.29	7.96	7.65	7.10	6.61
	1.3	10.29	9.30	8.46	8.10	7.75	7.44	7.14	6.61	6.14
	1.4	9.73	8.77	7.96	7.60	7.28	6.97	6.68	6.17	5.72
	1.5	9.23	8.29	7.51	7.16	6.84	6.55	6.28	5.78	5.35

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
premia za ryzyko	**3.0%**	9.13	9.82	10.71	11.92	13.63	14.78	16.24	18.14	20.72
	3.5%	8.58	9.18	9.95	10.96	12.35	13.27	14.40	15.84	17.72
	4.0%	8.09	8.62	9.27	10.13	11.28	12.03	12.93	14.04	15.46
	4.5%	7.65	8.11	8.68	9.40	10.37	10.98	11.71	12.59	13.69
	5.0%	7.24	7.64	8.14	8.77	**9.58**	10.09	10.69	11.40	12.27
	5.5%	6.87	7.22	7.66	8.20	8.89	9.32	9.82	10.40	11.11
	6.0%	6.52	6.84	7.22	7.69	8.29	8.65	9.07	9.56	10.13
	6.5%	6.21	6.49	6.83	7.24	7.75	8.06	8.42	8.83	9.30
	7.0%	5.91	6.16	6.46	6.83	7.28	7.54	7.84	8.19	8.59

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W ramach spółki występuje kilka segmentów działalności, które powinny być różnie wyceniane. Uważamy, że najniższe akceptowalne mnożniki powinien cechować segment prasy oraz druku (jednocześnie zwracamy uwagę na wysokie parametry transakcji sprzedaży tytułów prasy / czasopism dokonane przez Axel i Mecom! oraz na wartość aktywów w postaci m.in. gruntów/hal w obszarze druku). Z kolei najwyższy mnożnik przypisujemy do obszaru internet. Sporządzona przez nas analiza wskazuje na wycenę spółki na poziomie 513.7 mln PLN, czyli 10.09 PLN/akcję.

Założenia do wyceny na podstawie mnożników EV/EBITDA

	EBITDA'15 [mln PLN]	mnożnik EV/EBITDA	Wycena [mln PLN]	Komentarz
Segment prasa	25.0	4.0	100.2	Agora posiada największy dziennik w Polsce. Pozycje wydawnicze w obszarze magazynów mają różną siłę rynkową i spółka odczuwa silną konkurencję Zwracamy uwagę na wysokie mnożniki EV/EBITDA po jakich została dokonana sprzedaży przez Axel i Mecom aktywów z obszaru prasy drukowanej.
Segment druk	14.0	4.0	56.1	Zgodnie z założeniami strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W naszym modelu jesteśmy bardziej ostrożnie nastawieni i utrzymujemy stratę EBIT. Na koniec 1Q'14 roku aktywa segmentu wynosiły ok 210.16 mln PLN. Oceniamy, że kwestią czasu jest rozpoczęcie procesu dezinwestycji (na bilansie jest m.in. grunt/hale).
Segment radio	9.0	5.5	49.7	Radio Tok FM , Radio Rock oraz Złote Przeboje są wg nas atrakcyjnymi aktywami jednak o ograniczonym udziale w rynku.
Segment reklama zewnętrzna	28.3	6.5	183.7	AMS zdobyło samodzielną koncesję na wiaty w Warszawie i liczymy, że kolejne lata przyniosą odczuwalną poprawę wyników.
Segment kino	38.1	7.0	266.5	Sieć Helios jest istotnym graczem na krajowym rynku kin. Liczymy, że planowane otwarcia na 2014-2016 wzmocnią pozycję spółki i wraz z obecną strukturą kosztową pozwolą na poprawę rentowności.
Segment internet	28.4	8.0	226.8	Segment rosnący i w najbliższych okresach powinien mieć coraz większą rolę w wyniku grupy.
Inne (holding)	-56.1	6.0	-336.8	
Dług netto			3.81	
Udziały mniejszości			45.88	
Inwestycje rozl. met. praw wł.			17.2	
Razem wartość spółki [mln PLN]			**513.72**	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki wybranych podmiotów działających w obszarach jakie występują w Agorze

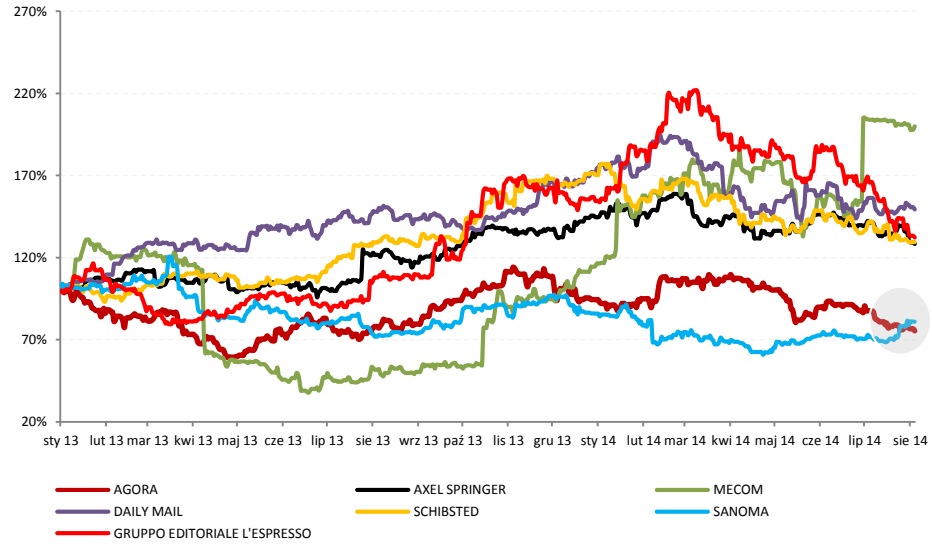
		P/E			EV/EBITDA			Komentarz
	Cena	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	
Axel Springer	**41.5 EUR**	**19.6**	**17.9**	**16.8**	**8.1**	**7.2**	**6.6**	Spółki z obszaru prasy codziennej i magazynów (wyższe akceptowalne mnożniki dotyczą podmiotów z relatywnie większym udziałem digitalizacji)
Mecom	148 GBp	5.9	5.7	5.2	2.8	2.5	1.9	
DMGT	821 GBp	14.9	13.8	12.3	9.6	8.7	7.8	
Schibsted	305 NOK	---	42.2	29.0	17.1	13.5	11.0	
Sanoma	6.02 EUR	11.3	13.3	11.9	4.0	4.2	4.1	
Telegraaf	6.59 EUR	10.6	9.7	6.3	4.8	4.9	3.8	
L'Espresso	1.164 EUR	31.0	15.3	12.4	6.9	5.8	5.3	
Clear Channel Outdoor	7.71 USD	---	---	---	11.0	10.4	10.0	Spółki z obszaru reklamy zewnętrznej
JC Decaux	25.1 EUR	23.4	19.7	17.7	8.9	7.8	6.8	
Stroer	**15.8 EUR**	**21.0**	**17.3**	**15.3**	**8.3**	**7.3**	**6.3**	
Lagardere	21.1 EUR	14.1	12.2	11.6	6.0	5.6	5.4	Współwłaściciel RadiaZet
Regal Entertainment	**20.2 USD**	**20.5**	**16.1**	**15.4**	**8.8**	**7.7**	**7.3**	Operatorzy multipleksów
Cinemark Holdings	33.9 USD	19.9	16.6	14.5	8.8	7.6	6.9	
Carmike Cinemas	32 USD	44.3	25.7	18.5	8.2	6.7	6.5	
Cineworld Group	**321 GBp**	**16.9**	**12.6**	**11.5**	**9.2**	**7.5**	**6.7**	
Kinepolis	28 EUR	19.4	17.9	14.6	10.8	10.2	8.7	
Imax	26.7 USD	36.4	25.6	21.7	15.5	10.9	8.4	
Agora	**7.82 PLN**	**---**	**---**	**---**	**5.63**	**4.64**	**3.72**	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

ZACHOWANIE KURSU AGORY NA TLE GRUPY PORÓWNAWCZEJ

Procesy cyfryzacji w poszczególnych grupach wydawniczych są na różnym etapie. W Europie liderem dla nas jest Schibsted, który jest zdecydowanie przykładem udanej transformacji tradycyjnego biznesu. Doceniamy także Axel Springer, podmiot ten również z dużą determinacją buduje segment digital (wzbogacił się o telewizję informacyjną). Cechą wspólną większości dużych spółek wydawniczych, w naszej ocenie, jest/była konieczność przekonania inwestorów, że prowadzony obszar biznesu ma szansę na przynoszenie ciekawych stóp zwrotu ale już w obszarze cyfrowym.

Zachowanie kursów europejskich spółek z biznesem wydawniczym (od 2013 roku do lutego 2014)



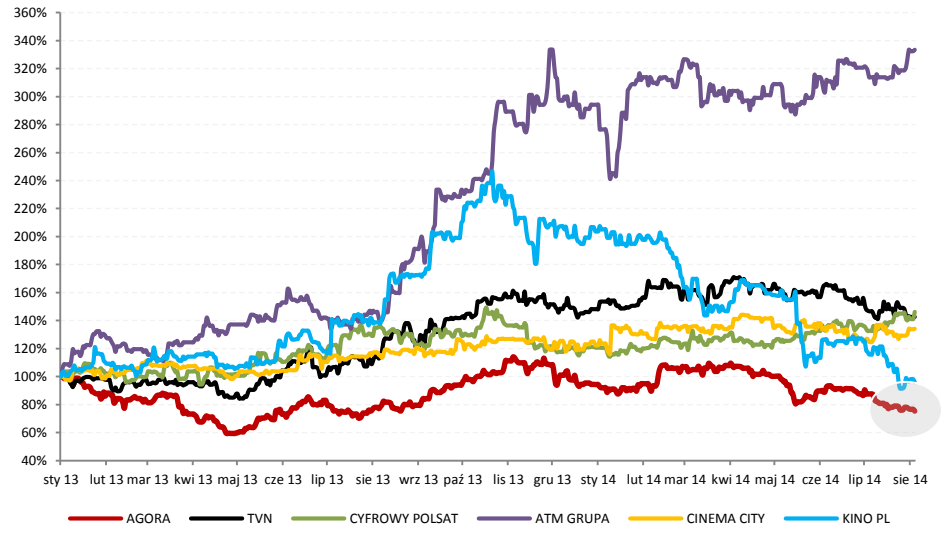
Licząc od 2013 roku stopa zwrotu na inwestycji w większość europejskich podmiotów z ekspozycją na biznes wydawniczy jest mocno dodatnia, choć od przełomu marca'14 widać znaczne ochłodzenie nastrojów.

Najsłabszymi spółkami okazały się Agora oraz Sanoma. W przypadku obu podmiotów ich dotychczasowe działania w obszarze cyfryzacji były nieefektywne lub miały marginalne znaczenie.

Spodziewamy się, że wraz z agresywniejszym wejściem w kontent cyfrowy Agora stopniowo zdoła poprawić swoje postrzeganie wśród inwestorów, co przełoży się na wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów spółke z obszaru media/rozrywka na GPW (od 2013 roku do lutego 2014)



Agora jest również jednym z najgorszych typów z obszaru media/rozrywka na GPW biorąc pod uwagę osiągnięte stopy zwrotu w 2013 rok. Zdecydowanym liderem jest ATM Grupa.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'14

Dane za 1Q'14 okazały się słabe. Poprawę wyników w ujęciu r/r zanotował segment internet oraz film i książka. Pozostałe obszary działalności odczuwały negatywne skutki słabego rynku reklamy. Spółka cały czas po stronie przychodowej boleśnie odczuwała silną erozję rynku reklamy w dziennikach. Wpływy reklamowe Agory w 1Q'14 spadły o ok. 13% r/r do 111 mln PLN. Sprzedaż biletów w kinach była lepsza w ujęciu r/r , co było pochodną poprawy frekwencji na całym rynku kinowym w Polsce. Wpływy z biletów były wyższe o 18% r/r i wyniosły 41.5 mln PLN. Łączne przychody Agory spadły o ok. 3% r/r do poziomu 254 mln PLN.

Koszty operacyjne w omawianym okresie wzrosły o 1% do 263.6 mln PLN. Zwracamy uwagę, że pozycja koszty pracownicze zanotowała wzrost do 72.9 mln PLN. Dotychczas spółka w ramach „ratowania wyniku" przy spadających wpływach reklamowych decydowała się na silne ograniczenie tej pozycji. Realizacja nowej strategii będzie wiązała się z wyraźnym rozluźnieniem tej pozycji kosztowej, co będzie odczuwalne w kolejnych okresach.

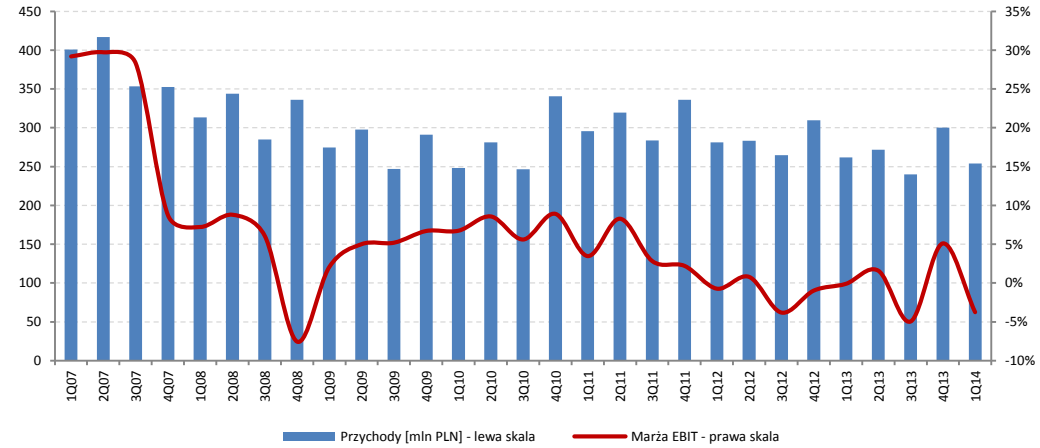
Ogółem w 1Q'14 wynik EBITDA Agory skurczył się z 25 do 14.2 mln PLN. Strata EBIT zwiększyła się z 0.3 mln PLN do 9.6 mln PLN. Na poziomie netto Agora wykazała stratę 8.9 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'14 [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2Q'12-1Q'13	2Q'13-1Q'14	zmiana r/r
Przychody	**261.8**	**254.0**	**-3%**	**1 119.1**	**1 066.1**	**-5%**
Sprzedaż usług reklamowych	127.1	111.0	-13%	614.0	521.8	-15%
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	35.6	33.1	-7%	152.2	137.9	-9%
Sprzedaż biletów do kin	35.2	41.5	18%	131.6	135.4	3%
Sprzedaż usług poligraficznych	33.2	40.7	23%	33.2	40.7	23%
Pozostała sprzedaż	30.7	27.7	-10%	188.1	265.5	41%
Koszty operacyjne	**262.1**	**263.6**	**1%**	**1 130.4**	**1 068.0**	**-6%**
Materiały i energia	54.8	59.6	9%	234.2	244.9	5%
Amortyzacja	25.3	23.8	-6%	95.3	94.6	-1%
Koszty pracownicze	71.9	72.9	1%	313.8	289.1	-8%
Niegotówkowe koszty	0.2	0.0	-100%	1.8	1.2	-33%
Reprezentacja i reklama	12.6	13.2	5%	74.2	66.0	-11%
Inne	97.3	94.1	-3%	411.1	372.2	-9%
EBITDA	**25.0**	**14.2**	**-43%**	**84.1**	**92.7**	**10%**
Prasa	20.9	8.4	-60%			
Druk	5.1	3.6	-30%			
Internet	3.0	5.3	75%			
Radio	0.5	0.5	-3%			
Reklama Zewnętrzna	1.2	0.7	-48%			
Film i książka	10.5	11.3	8%			
EBIT	**-0.3**	**-9.6**	**---**	**-11.2**	**-1.9**	**-83%**
Prasa	18.6	6.2	-67%			
Druk	1.3	-0.8	-160%			
Internet	1.8	4.1	124%			
Radio	-0.1	-0.2	---			
Reklama Zewnętrzna	-3.1	-3.5	---			
Film i książka	3.1	5.1	66%			
Saldo finansowe	-0.9	0.1	---	-0.9	-1.3	---
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	0.1	-0.3	---	0.1	-0.6	---
Wynik netto	**-1.4**	**-8.9**	**---**	**-8.4**	**-6.4**	**-25%**
Marża EBITDA	9.5%	5.6%		7.5%	8.7%	
Marża EBIT	-0.1%	-3.8%		-1.0%	-0.2%	
Marża zysku netto	-0.5%	-3.5%		-0.8%	-0.6%	

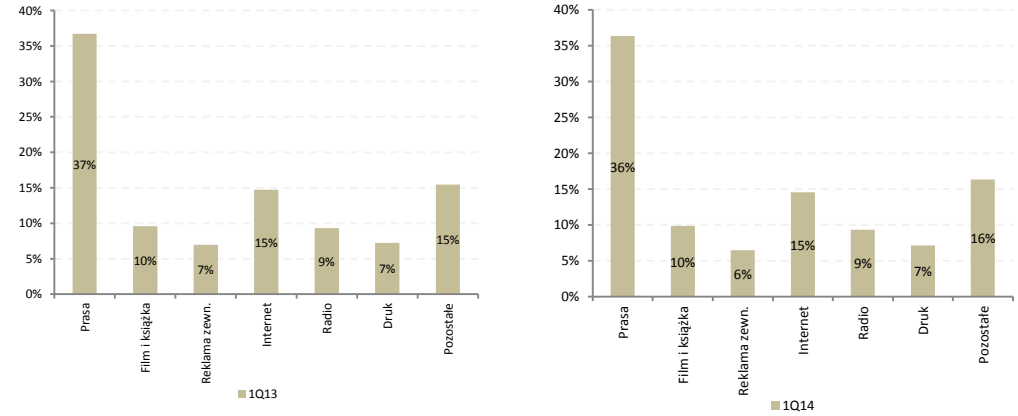
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



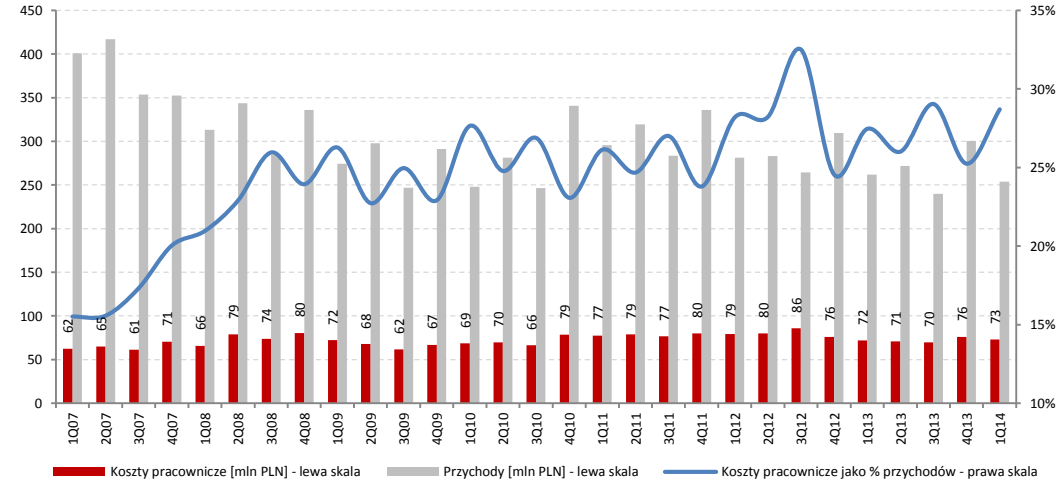
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów pracowniczych w spółce w 1Q'13 i 1Q'14



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat

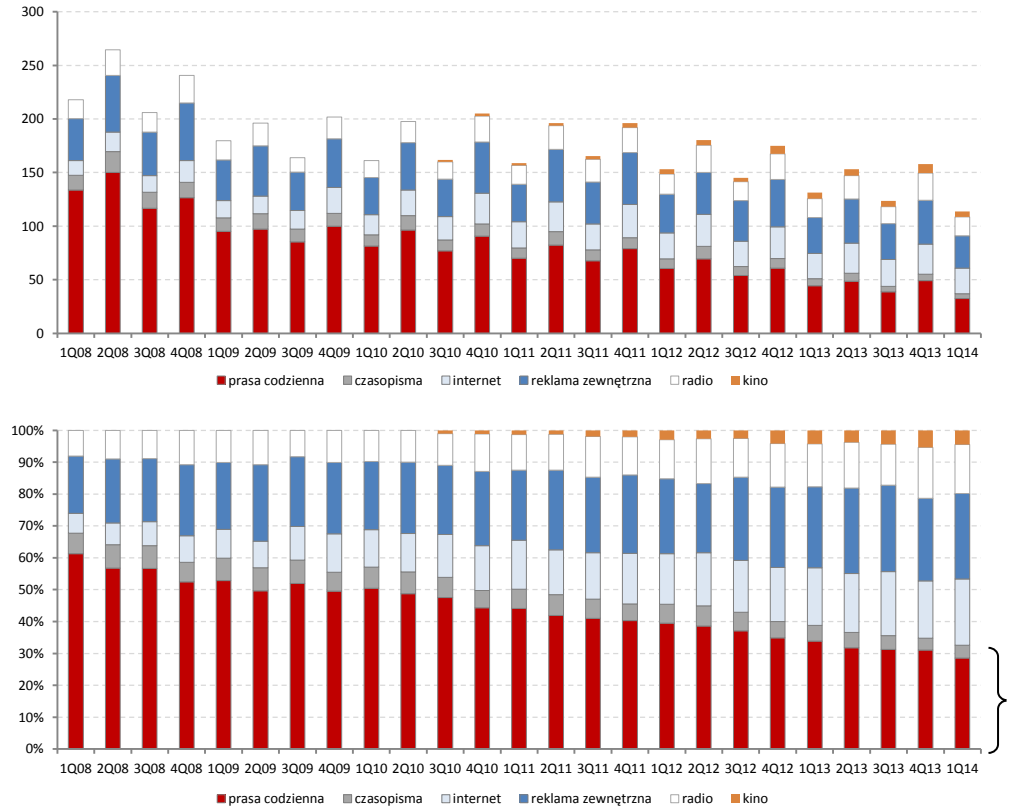


We wcześniejszych okresach spółka decydowała się na cięcia kosztów pracowniczych, co częściowo neutralizowało ubytki w przychodach reklamowych.

Natomiast po 1Q'14 spodziewamy się odczuwalnego wzrostu kosztów pracowniczych co będzie konsekwencją m.in. wprowadzanych zmian (cyfryzacja obszaru prasy).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z reklamy w poszczególnych segmentach Agory [dane w mln PLN oraz jako % ogółu przychodów reklamowych]



Wpływy z reklamy pochodzące z dzienników oraz czasopism wynosiły w 1Q'14 ok. 33% ogółu przychodów z reklamy, co oznacza spadek w ujęciu r/r o 6 pkt %.

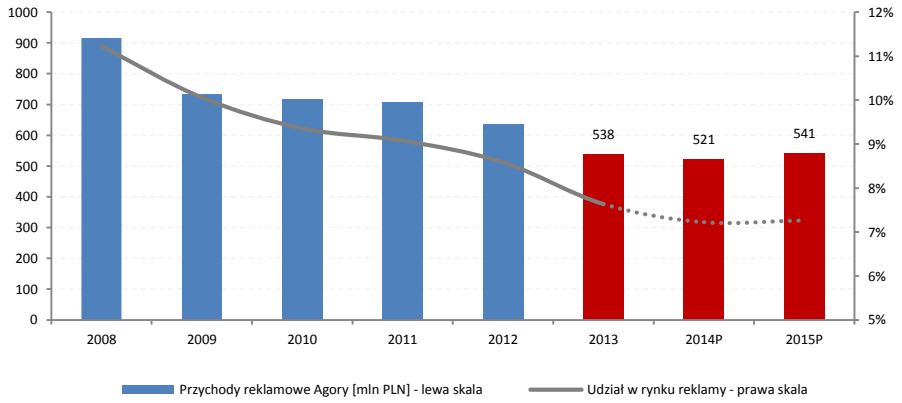
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 1Q'14 ok 33% przychodów Agory z reklamy pochodziło z segmentu prasa (dzienniki oraz czasopisma) czyli o 6 pkt % mniej niż w 1Q'13. Sprzedaż egzemplarzowa gazet spada i jest to trend długoterminowy. Zatem w kolejnych okresach udział przychodów reklamowych z tego segmentu będzie jeszcze mniejszy. Liczymy jednak, że z uwagi na dokonaną erozję w ostatnich latach i szacowany zaledwie 3.5% udział tego segmentu na koniec 2014 roku w całości rynku reklamy, dalsze spadki są już ograniczone.

Drugim pod względem wagi (wpływów z reklamy) segmentem jest reklama zewnętrzna, odpowiedzialna za ok. 27% wpływów z reklamy jakie uzyskała spółka w 1Q'14. W latach 2015-2016 kluczowe znaczenie dla tego obszaru będą miały nowe wiaty w Warszawie (liczymy na pozytywne efekty).

Z nadzieją patrzymy na wpływy reklamowe w segmencie internet. W 1Q'14 udział wpływów reklamowych z internetu w ogóle przychodów reklamowych wyniósł ok. 21% i było to więcej o 3 pkt % r/r. W najbliższych kwartałach poziom wpływów z tego obszaru powinien rosnąć wraz lepszą sytuacją na rynku reklamy.

Szacunkowy udział Agory w krajowym rynku reklamy



Wraz ze strukturalną zmianą rynku reklamy w Polsce, udział Agory w krajowym rynku ulega systematycznemu spadkowi. Szacujemy, że do końca 2014 roku (w porównaniu do 2013 roku) spadnie o ok 0.5 pkt %. Wraz z coraz mniejszym znaczeniem wpływów z reklamy w prasie drukowanej, zakładamy, że w 2015 roku spółka ma szansę na wykazanie pierwszego od lat wzrostu wpływów reklamowych w grupie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

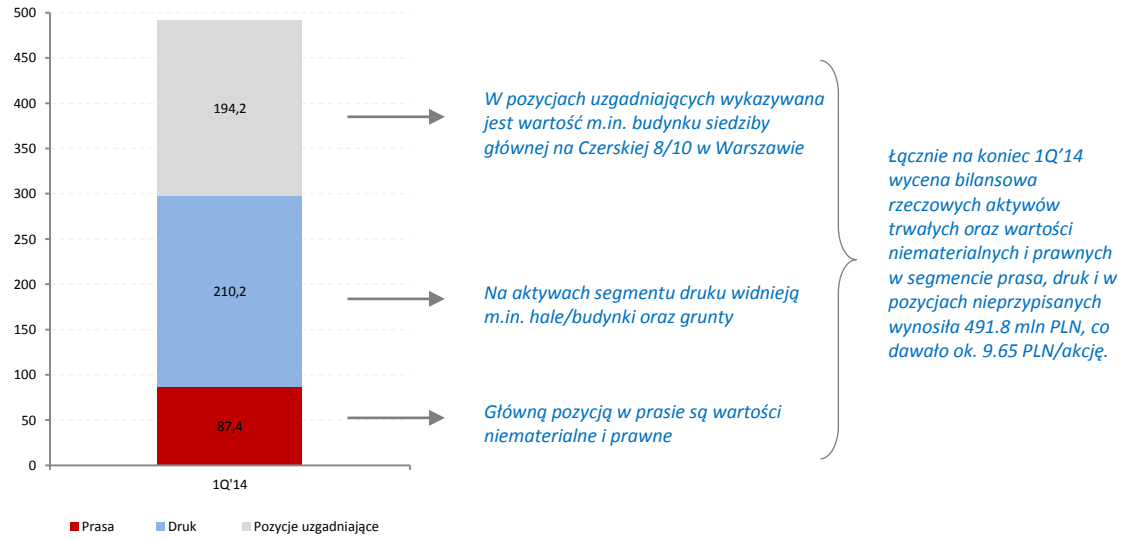
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA LATA 2014 - 2016

Uwzględnione w modelu założenia dla obszarów schyłkowych nie spełniają brzegowych warunków pozwalających ocenić je jako racjonalne i przynoszące korzyść akcjonariuszom mniejszościowym. Rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne segmentu prasa na koniec 1Q'14 wynosiły 87.43 mln PLN, w obszarze druk wspomniane kategorie aktywów były wyceniane na ok. 210.2 mln PLN, z kolei w pozycjach uzgadniających na bilansie ujmowano 194.2 mln PLN. Zatem łącznie na koniec 1Q'14 wycena bilansowa tych aktywów wynosiła 491.8 mln PLN, czyli 9.65 PLN/akcję (bez uwzględnienia długu).

Przyjmujemy w modelu pesymistyczny scenariusz, że obszary schyłkowe w postaci prasy i druku połączone z ujemną kontrybucją EBITDA pozycji uzgadniających, będą miały jednoznacznie negatywne przełożenie na wycenę DCF spółki z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych. W latach 2014-2023 w modelu skumulowana ujemna EBITDA z tych obszarów wynosi aż 313 mln PLN.

Władze spółki stają zatem przez wyjątkowo trudnym zadaniem wprowadzania takich zmian w sposobie działania grupy aby docelowo w latach 2015-2016 móc dalej uzasadnić celowość utrzymywania bieżącej struktury organizacyjnej.

Rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne przypisane do prasy, druku i pozycji uzgadniających [mln PLN]



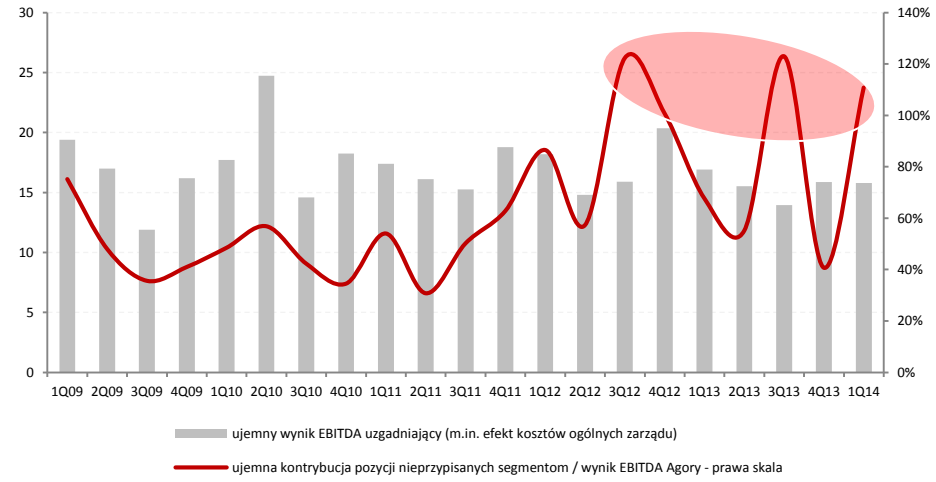
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka w zaprezentowanej nowej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników spółki. Z zaprezentowanych założeń wynika, że celem spółki do 2016 roku jest stabilizacja rentowności segmentu prasa. W naszym modelu zakładamy, że w 2014 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił ok. 30 mln PLN, a w okresie 2015-2016 będzie w okolicy 25 mln PLN. Udane wdrożenia systemu pobierania dodatkowych płatności za udostępniane treści cyfrowe powinno pozwolić na powolne odbudowywanie wyniku. Zagrożeniem dla tego segmentu będzie nieudany proces monetyzacji cyfrowej. Po stronie przychodowej dostrzegamy też ryzyko dużej ekspozycji na wpływy reklamowe od podmiotów powiązanych z administracją rządową/regionalną. Zwracamy uwagę, że przyszła erozja wpływów od tych zleceniodawców może mieć dalsze silnie negatywne oddziaływanie na rentowność wspomnianego obszaru biznesowego. Przy obecnej strukturze kosztowej realizacja tego pesymistycznego scenariusza, wg naszych symulacji, mogłaby nawet sprowadzić wynik EBITDA segmentu prasy do wartości bliskiego zera w 2016 roku (obecnie zakładamy, że EBITDA segmentu na 2016 wyniesie ok 25.2 mln PLN).

W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z prasy codziennej nowego segmentu druk. Agora jest właścicielem 3 drukarni offsetowych (w Warszawie, Tychach i Pile) wyposażonych w maszyny pracujące w 3 sekcjach. Każda z sekcji pozwala na druk ok. 70 tys. egzemplarzy Gazety Wyborczej w kolorze na godzinę. Dodatkowo w drukarniach w Pile i w Warszawie zainstalowane są maszyny do druku heatsetowego. Zgodnie z założeniami zaprezentowanej strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W naszym modelu jesteśmy bardziej sceptyczni i utrzymujemy trwałą ujemną rentowność EBIT począwszy od 2014 roku (strata EBIT segmentu na poziomie ok. 2.96 mln PLN; dodatni wynik EBITDA ok. 14.2 mln PLN). Zwracamy uwagę, że na koniec 1Q'14 roku aktywa tego segmentu wynosiły ok 210.16 mln PLN. Zadaniem tego obszaru biznesowego jest m.in. zapewnienie „taniego" druku dla segmentu prasy. Niemniej w obliczu szybkiej erozji nakładu papierowego Gazety Wyborczej czy Rzeczpospolitej utrzymywanie obecnego stanu aktywów staje się coraz bardziej bezcelowe. Dlatego oceniamy, że kwestią czasu jest rozpoczęcie procesu dezinwestycji (na bilansie jest m.in. grunt/hale).

Obszarem, który wiążemy z segmentem prasy są także pozycje nieprzypisane poszczególnym segmentom. W pozycjach kosztowych znajduje się tam szereg kosztów ogólnego zarządu i funkcjonowania grupy (koszty holdingowe). Na przestrzeni kilku lat nominalna ujemna EBITDA pozycji nieprzypisanych jest utrzymywana na płaskim poziomie, niemniej w obliczu silnej erozji wyników segmentu prasa wpływ tej kategorii staje się coraz bardziej destrukcyjny dla całościowych wyników Agory.

Destrukcyjny wpływ kosztów nieprzypisanych segmentom na wynik EBITDA Agory



Udział kosztów nieprzypisanych do poszczególnych segmentów biznesowych (kosztów holdingowych) jest niepokojąco wysoki!

Obecny zarząd spółki stoi przed bardzo trudnym zadaniem. Decyzja o wzroście kosztów przypisanym segmentowi prasy związanych z implementacją strategii ma przynieść pozytywne efekty przychodowe w kolejnych latach. Niemniej fiasko tych działań może oznaczać zakończenie pewnego rozdziału w historii Agory i wymusić także proces odchudzenia grupy z innych „historycznych" pozycji wpływających na koszty funkcjonowania.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszych projekcjach łączny wynik EBITDA segmentu prasa, druk i obszaru nieprzypisanego w 2014 roku wynosi ok. -12.9 mln PLN. Tym samym jest to pierwszy rok, kiedy taka symulacja wskazuje na ujemny wynik EBITDA w skali całego roku. W kolejnych latach w modelu przyjmujemy, że ta relacja z 2014 roku zostanie utrzymana. Jest to podejście z negatywnym wpływem na wycenę spółki pod kątem akcjonariuszy mniejszościowych. Liczymy, że przyszłe działania zarządu spółki będą uwzględniały interesy akcjonariuszy mniejszościowych i zaprezentowana projekcja będzie mogła zostać zrewidowana, co pozwoli nam na zmianę założeń.

Wynik EBITDA obszaru prasy i druku po uwzględnieniu kosztów nieprzypisanych segmentom



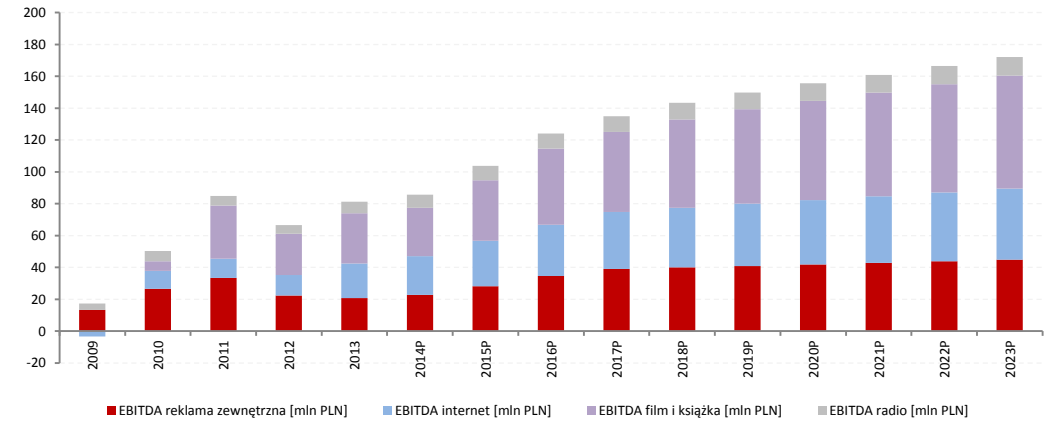
Przyjmujemy w modelu pesymistyczny scenariusz, że obszary schyłkowe w postaci prasy i druku w relacji do ujemnego wyniku EBITDA pozycji uzgadniających (koszty holdingowe, będą miały negatywne przełożenie na wycenę DCF spółki z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych.

W latach 2014-2023 w modelu skumulowana ujemna EBITDA z tych obszarów wynosi 313 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pozostałe obszary biznesowe w naszej projekcji są rozwojowe. Docelowo kluczowe znaczenie w strukturze wyników powinien mieć segment film i książka. Liczymy też, że zarówno w obszarze internet jak i reklamy zewnętrznej spółka zwiększy poziom wyników.

Wynik EBITDA obszaru reklama zewnętrzna, internet, film i książka oraz radio



Liczymy, że przedstawione segmenty mają przed sobą perspektywę poprawy wyniku EBITDA.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W segmencie film i książka na 2014 rok musieliśmy zrewidować w dół nasze wcześniejsze założenia sprzedażowe (rozczarowały nas dane o frekwencji w Polsce za 2Q'14). W modelu przyjmujemy, że na koniec 2014 roku siec Helios będzie miała 191 ekranów. W kolejnych 3 latach prognozy spodziewamy się przyrostu bazy ekranów do 225 szt. na koniec 2017 roku. Bazując na naszych założeniach, w 2014 roku liczymy, że spółka sprzeda ok. 8.0 mln szt. biletów, czyli o 6.4% więcej r/r. Wpływy z barów kinowych w przeliczeniu na 1 widza przyjmujemy w 2014 roku na poziomie ok. 5.78 PLN. Łączne przychody segmentu kino i książka w 2014 roku prognozujemy na ok. 259.4 mln PLN. Spodziewamy się, że w 2014 roku EBITDA segmentu kino wyniesie 30.4 mln PLN. Docelowo ten segment w naszym modelu odpowiada za największą część wypracowywanego wyniku EBITDA w ramach grupy. Inwestorzy powinni mieć też świadomość, że w kolejnych okresach spółka będzie chciała bardziej agresywnie zaistnieć na rynku produkcji filmowych. Realizacje projektów filmowych są współfinansowane ze strony PISF. Jest to jednak działalność obarczona sporym ryzykiem (m.in. nieprzewidywalna frekwencja w kinach, która determinuje później możliwość monetyzacji w kolejnych etapach sprzedaży praw do tytułu) i nie decydujemy się na budowanie długofalowych projekcji dla tej działalności (budżet średniego film fabularnego może wynosić ok. 6-8 mln PLN, z czego ok. 50% zostanie dofinansowane (zatem w przypadku porażki frekwencyjnej w kinie, jeden projekt może przynieść 3-5 mln straty).

Kino i książka
Spółka w strategii dla segmentu kino i książka przewiduje w 2018 roku docelowy poziom marzy EBIT na poziomie ok. 9-10%. W naszym modelu marża EBIT w 2018 roku wynosi ok. 7.3% (EBITDA ok. 16.1%)

W segmencie reklamy zewnętrznej w najbliższych 2 latach kluczowa będzie budowa wiat przystankowych w Warszawie. Zakładamy zatem, że w strukturze kosztów segmentu istotnie wzrośnie m.in. amortyzacja. Przypominamy, że strony wygranego konsorcjum postanowiły, że nakłady związane z procesem inwestycyjnym, koszty utrzymania wiat oraz przyszłe przychody z ich użytkowania przypadną w całości AMS. Zwracamy uwagę, że spółka na bilansie w pozycji należności długoterminowe wykazała już ok. połowę przewidywanego Capexu (AMS złożyła w banku kaucję pieniężną stanowiącą zabezpieczenie właściwej realizacji kontraktu). Zatem w miarę postępującego procesu inwestycji złożona kaucja będzie uwalniana (największy CF inwestycyjny został poniesiony w 4Q'13).

Zakładamy, że poza ogólną poprawą koniunktury makro i większymi budżetami reklamowymi segmentowi reklamy zewnętrznej w latach 2014-2015 pomagać powinny też kampanie polityczne. W 4Q'14 przewidziane są wybory samorządowe. W 2015 roku czekają nas wybory parlamentarne oraz prezydenckie. Zatem w 2014 roku spodziewamy się, że EBITDA i EBIT segmentu wyniosą odpowiednio 22.7 mln PLN i 5.5 mln PLN. W 2015 roku uwzględniając podejście do wartości rynku OOH oraz projekt warszawski spodziewamy się poprawy rezultatu EBITDA do 28.3 mln PLN.

Reklama zewnętrzna
Agora w strategii przewiduje w 2017 roku docelowy poziom marzy EBIT na poziomie 8-10%. W naszym modelu marża EBIT w 2017 roku wynosi ok. 7.1% (EBITDA ok. 19.3%)

W obszarze internet liczymy na dalsze wzrosty. Segment ten w kolejnych okresach powinien zwiększać swój udział w wypracowywanym przez grupę wyniku. W 2014 roku spodziewamy się, że EBITDA osiągnie poziom 24.4 mln PLN. Biorą pod uwagę prognozy rosnących wpływów z reklamy w tym obszarze przyjęliśmy, że w kolejnych 2 latach segment będzie mógł poprawiać wynik EBITDA do poziomu 28.4 mln PLN i 32.2 mln PLN.

Internet
Agora w strategii przewiduj, że w 2018 roku marża EBIT segmentu wyniesie 20%. W modelu na 2018 rok przyjmujemy podobne rentowności.

Prognoza wyników spółki [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	2014P	2015P	2016P
Przychody	**254.0**	**261.2**	**239.4**	**297.6**	**1 052.2**	**1 071.5**	**1 115.6**
Sprzedaż usług reklamowych	111.0	137.2	115.2	157.7	521.0	541.0	565.4
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	33.1	31.9	30.3	33.0	128.4	129.8	133.9
Sprzedaż biletów do kin	41.5	27.4	30.7	40.4	140.1	154.4	165.9
Sprzedaż usug poligraficznych	40.7	42.9	40.1	39.6	163.2	139.5	132.5
Pozostała sprzedaż	27.7	21.7	23.2	26.9	99.5	106.8	118.0
Koszty operacyjne	**263.6**	**264.1**	**259.8**	**285.5**	**1 072.9**	**1 081.2**	**1 110.7**
Materiały i energia	59.6	59.5	57.8	60.4	237.2	208.4	201.5
Amortyzacja	23.8	23.1	23.2	23.8	93.9	96.4	102.6
Koszty pracownicze	72.9	75.6	76.8	78.3	303.6	308.5	316.5
Niegotówkowe koszty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reprezentacja i reklama	13.2	14.1	14.7	22.4	64.5	83.7	85.8
Inne	94.1	91.8	87.4	100.6	373.8	384.3	404.2
EBITDA	**14.2**	**20.1**	**2.8**	**35.9**	**73.1**	**86.7**	**107.5**
Prasa	8.4	8.9	1.8	11.0	30.1	25.0	25.2
Druk	3.6	3.4	3.3	3.9	14.2	14.0	14.0
Internet	5.3	7.7	4.7	6.8	24.4	28.4	32.2
Radio	0.5	4.0	-1.4	5.1	8.1	9.0	9.5
Reklama Zewnętrzna	0.7	8.8	2.6	10.6	22.7	28.3	34.6
Film i książka	11.3	1.6	4.5	12.9	30.4	38.1	47.7
EBIT	**-9.6**	**-3.0**	**-20.3**	**12.1**	**-20.8**	**-9.7**	**5.0**
Saldo finansowe	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.6	-1.2	-1.0
Udział w zyskach jedn. stow.	-0.3	-0.7	-0.4	0.2	-1.2	0.3	1.4
Wynik netto	**-8.9**	**-3.8**	**-21.0**	**11.5**	**-22.3**	**-10.6**	**5.4**
Marża EBITDA	5.6%	7.7%	1.2%	12.1%	7.3%	8.4%	10.0%
Marża EBIT	-3.8%	-1.1%	-8.5%	4.1%	-1.7%	-0.6%	0.8%
Marża zysku netto	-3.5%	-1.5%	-8.8%	3.9%	-1.8%	-0.6%	0.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY W PROGNOZACH NA 2014-2016

Dla segmentu radio podnieśliśmy prognozowany wynik EBITDA na 2014 rok o 2.2 mln PLN, dla reklamy zewnętrznej o 0.6 mln PLN, a dla segmentu Internet o 0.3 mln PLN. W pozostałych obszarach działalności zmuszeni byliśmy do dokonania korekt in minus. Wpływy z biletów na 2014 roku obniżyliśmy o ok. 7.6 mln PLN. Jednak głównym powodem obniżenia założeń wyników na 2014-2016 jest uwzględnienie wyższych kosztów pracowniczych w segmencie prasy. Jest to efekt prowadzonych działań zmierzających do większej cyfryzacji tego obszaru biznesowego. Ogółem zrewidowaliśmy wynik EBITDA z 92.2 mln PLN do 73.1mln PLN.

Zmiana w prognozie w porównaniu do poprzedniego raportu [mln PLN]

	2014 stare	2014 nowe	zmiana	2015 stare	2015 nowe	zmiana	2016 stare	2016 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1 080.2	1 052.2	-2.6%	1 133.9	1 071.5	-5.5%	1177.6	1 116	-5.3%
EBITDA [mln PLN]	92.2	73.1	-20.7%	112.3	86.7	-22.8%	125.4	107.5	-14.2%
EBIT [mln PLN]	-5.4	-20.8	---	14.6	-9.7	---	23.0	5.0	-78.4%
Zysk netto [mln PLN]	-12.9	-22.3	---	12.3	-10.6	---	21.0	5.4	-74.3%
marża EBITDA	8.5%	6.9%		9.9%	8.1%		10.6%	9.6%	
marża EBIT	-0.5%	-2.0%		1.3%	-0.9%		2.0%	0.4%	
marża netto	-1.2%	-2.1%		1.1%	-1.0%		1.8%	0.5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	**1 117**	**1 235**	**1 139**	**1 074**	**1 052**	**1 072**	**1 116**	**1 159**	**1 193**	**1 225**	**1 258**	**1 292**	**1 327**	**1 364**
Sprzedaż usług reklamowych	716	706	636	538	521	541	565	589	606	623	640	658	676	695
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	209	193	159	140	128	130	134	139	141	143	145	147	150	153
Sprzedaż biletów do kin	40	146	134	129	140	154	166	177	187	196	205	214	223	232
Pozostała sprzedaż	152	190	209	269	100	107	118	121	127	132	137	142	147	152
Koszty operacyjne	**1 032**	**1 183**	**1 152**	**1 067**	**1 073**	**1 081**	**1 111**	**1 143**	**1 168**	**1 193**	**1 221**	**1 249**	**1 279**	**1 310**
Materiały i energia	203	251	244	240	237	208	202	201	201	201	202	202	203	204
Amortyzacja	82	93	94	96	94	96	103	103	102	101	100	97	94	93
Koszty pracownicze	283	313	310	288	304	308	317	326	336	345	355	365	376	387
Niegotówkowe koszty	10	10	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reprezentacja i reklama	131	115	81	65	64	84	86	88	90	93	95	98	100	103
Inne	322	402	420	375	374	384	404	425	439	453	468	487	506	524
EBITDA	**167**	**145**	**81**	**103**	**73**	**87**	**108**	**119**	**127**	**133**	**137**	**140**	**142**	**146**
EBIT	**85**	**52**	**-13**	**7**	**-21**	**-10**	**5**	**16**	**25**	**32**	**37**	**43**	**48**	**53**
Saldo finansowe	4	3	3	-2	-1	-1	-1	-1	0	1	2	3	4	4
Udział w wyniku jed. stow.	0	0	0	0	-1	0	1	2	3	3	3	3	3	3
Wynik brutto	88	55	-10	5	-23	-11	5	17	28	36	42	49	55	60
Podatek	16	11	-2	4	0	0	0	2	4	7	8	9	10	11
Wynik netto	**72**	**44**	**-8**	**1**	**-22**	**-11**	**5**	**15**	**24**	**29**	**34**	**39**	**44**	**49**

Bilans	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	1 203	1 203	1 209	1 204	1 202	1 187	1 173	1 150	1 124	1 099	1 078	1 064	1 055	1 058
WNiP	427	419	422	417	417	415	419	416	414	412	410	410	411	414
Rzeczowe aktywa trwałe	763	760	766	725	715	725	725	703	675	649	627	610	597	595
Należności długoterminowe	10	8	5	45	47	24	6	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa obrotowe	602	600	494	439	392	416	413	429	454	478	500	518	532	535
Zapasy	23	29	22	26	23	30	31	32	33	34	35	36	37	38
Należności krótkoterminowe	242	248	247	238	219	217	217	225	232	238	245	251	258	265
Inwestycje krótkoterminowe	337	323	224	175	150	169	165	172	189	205	221	231	237	232
AKTYWA RAZEM	**1 805**	**1 804**	**1 703**	**1 643**	**1 594**	**1 603**	**1 587**	**1 580**	**1 577**	**1 577**	**1 578**	**1 582**	**1 587**	**1 593**
Kapitał własny razem	1 237	1 263	1 206	1 208	1 185	1 175	1 155	1 144	1 140	1 138	1 139	1 141	1 144	1 147
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	569	540	497	435	409	428	432	435	437	438	439	441	443	445
Zobowiązania %	285	241	229	173	162	172	167	162	157	152	147	142	137	132
Rozliczenia międzyokresowe	57	60	67	67	58	60	62	64	66	68	70	72	74	76
PASYWA RAZEM	**1 805**	**1 804**	**1 703**	**1 643**	**1 594**	**1 603**	**1 587**	**1 580**	**1 577**	**1 577**	**1 578**	**1 582**	**1 587**	**1 593**

CF	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	172	152	92	109	87	115	134	116	122	125	128	129	131	134
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-138	-116	85	-121	-91	-97	-98	-71	-64	-64	-66	-70	-72	-82
Przepływy z działalności finansowej	25	-94	-112	-80	-26	2	-39	-39	-41	-44	-46	-50	-53	-57
Środki pieniężne eop	182	126	191	100	70	89	86	92	109	126	142	151	158	152

Wskaźniki rynkowe	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EPS	1.4	0.9	-0.2	0.0	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
BVPS	24.3	24.8	23.7	23.7	23.3	23.1	22.7	22.5	22.4	22.3	22.4	22.4	22.5	22.5
P/E	5.5x	9.1x	---	---	---	---	73.9x	26.4x	16.6x	13.8x	11.7x	10.1x	9.0x	8.2x
P/CE	2.6x	2.9x	4.6x	4.1x	5.6x	4.6x	3.7x	3.4x	3.2x	3.1x	3.0x	2.9x	2.9x	2.8x
P/BV	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
EV/EBITDA	2.1x	2.2x	5.0x	3.8x	5.6x	4.6x	3.7x	3.3x	2.9x	2.6x	2.4x	2.2x	2.1x	2.0x
EV/EBIT	4.1x	6.1x	---	---	---	---	80.4x	24.3x	14.6x	10.9x	8.8x	7.2x	6.2x	5.6x
Dług netto [mln PLN]	-52	-83	5	-2	13	4	2	-9	-31	-53	-73	-88	-100	-99
Dywidenda [mln PLN]	-26	-25	-51	-1	0	0	-25	-25	-28	-31	-34	-37	-41	-45
DPS	0.51	0.50	1.01	0.01	0.00	0.00	0.50	0.50	0.55	0.61	0.67	0.73	0.81	0.89
DYield	6.6%	6.4%	12.9%	0.2%	0.0%	0.0%	6.4%	6.4%	7.0%	7.7%	8.5%	9.4%	10.3%	11.3%

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, media/rozrywka, banki i finanse , handel stalą

Krzysztof Pado
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

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

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	10.0	kupuj	12.23	06.08.2014	7.82	50 692
kupuj	12.23	trzymaj	10.19	07.02.2014	9.29	52 139
kupuj	10.19	trzymaj	8.08	04.09.2013	8.55	48 969
redukuj	8.08	akumuluj	8.77	18.03.2013	9	46 500
redukuj	8.08	akumuluj	8.77	18.03.2013	9	46 500
akumuluj	8.77	akumuluj	10.39 (wypłacona dywidenda 1 PLN/akcję)	06.08.2012	7.8	40 594
akumuluj	11.39	kupuj	16.50	18.05.2012	10.55	37 000
kupuj	16.50	redukuj	18.00	26.10.2011	13.83	40 771
redukuj	18.0	redukuj	24.00	16.06.2011	20.20	49 077
redukuj	24.0	---	---	23.02.2011	25.90	46 548

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'14:

Kupuj	2	29%
Akumuluj	3	43%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	29%
Sprzedaj	0	0%

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

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).

Klauzule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 06.08.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 11.08.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek 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 sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. 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.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.) , które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.