



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

Od naszej ostatniej rekomendacji kurs spółki wzrósł o ponad 15%. Spółka nadal jest naszym faworytem w obszarze mediów i dostrzegamy symptomy trwale poprawiającej się struktury wyniku EBITDA, co sygnalizowaliśmy już wcześniej. Sporządzona przez nas analiza wskazuje, że wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na lata 2015-2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 464-542.5 mln PLN. Po umorzeniu akcji własnych (w ramach realizowanego programu skupu) wartość przypadająca na jedną akcję powinna zatem wynosić 9.94-11.62 PLN. Nasza cena docelowa dla Agory jest średnią z tego przedziału, czyli 10.78 PLN/akcję. Uwzględniając obecną cenę rynkową podtrzymujemy zatem nasze zalecenie Kupuj. Przy cenie docelowej na poziomie 10.78 PLN/akcję spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 6.4x i 5.6x.

Spółka wg nas wykaże dobre rezultaty za 4Q'14. Wpływ na to będzie miał w szczególności mocny wynik segmentu film i książka. Okres 4Q'14 był bowiem bardzo dobry dla polskich kin. Liczymy, że frekwencja w omawianym okresie wzrosła o ponad 20% r/r. W skali całego 2014 roku zakładamy, że EBITDA segmentu film i książka przekroczy 36.2 mln PLN. Tym samym pierwszy raz segment ten (w skali całego roku) powinien wypracować najwyższy poziom EBITDA w ramach grupy. Uwzględniając naszą projekcję, spodziewamy się umocnienia tej tendencji w latach 2015-2016. W ścieżce wynikowej na kolejne kwartały, naszym zdaniem, należy mieć na uwadze słabszy okres 1Q'15. Będzie to pochodna wyższych kosztów nowej strategii widocznych od 2Q'14. Oceniamy jednak, że spółka w skali roku znajdzie się na ścieżce powolnego wzrostu z akcentem na znaczną poprawę struktury generowanego wyniku EBITDA. Zgodnie z naszymi projekcjami w 2015 roku spółka ma szansę na wykazanie pierwszego od lat wzrostu wpływów reklamowych w grupie. Tym samym, podnoszony przez nas już we wcześniejszych raportach scenariusz zakładający, że przyszłe akceptowalne przez inwestorów mnożniki rynkowe EV/EBITDA dla Agory powinny ulegać podwyższeniu, może ulegać materializacji.

Ogółem na 2014 rok zakładamy zysk EBITDA na poziomie 82.1 mln PLN. W porównaniu z wcześniejszym raportem (z dnia 06.08.2014) zdecydowaliśmy się podnieść nasze założenia dla EBITDA o 9 mln PLN głównie z uwagi na lepsze rezultaty kin oraz niższe koszty związane z implementacją nowej strategii w obszarze prasy. Na rok 2015 zdecydowaliśmy się na ostrożniejsze założenia i uwzględniamy wyższe koszty związane z realizowanymi inicjatywami, co jednak będzie poprawiało strukturę wyniku EBITDA.

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	1 139	1 074	1 071	1 109	1 154	1 193
EBITDA [mln PLN]	80.7	103.5	82.1	84.3	92.9	101.7
EBIT [mln PLN]	-13.1	7.4	-12.9	-12.7	-7.6	-0.2
Wynik netto [mln PLN]	-8.0	1.2	-12.8	-11.2	-8.0	0.8
P/BV	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
P/E	---	---	---	---	---	---
EV/EBITDA	6.9	5.3	6.7	6.4	5.6	4.9
EV/EBIT	---	---	---	---	---	---

KUPUJ
(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 10.78 PLN

03 LUTY 2015

Wycena końcowa [PLN]	10.78
Potencjał do wzrostu / spadku	+20%
Koszt kapitału	9.5%
Cena rynkowa [PLN]	9.01
Kapitalizacja [mln PLN]	549.1
Ilość akcji [mln. szt.]	50.9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9.20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7.26
Stopa zwrotu za 3 mc	11%
Stopa zwrotu za 6 mc	15%
Stopa zwrotu za 9 mc	-13%

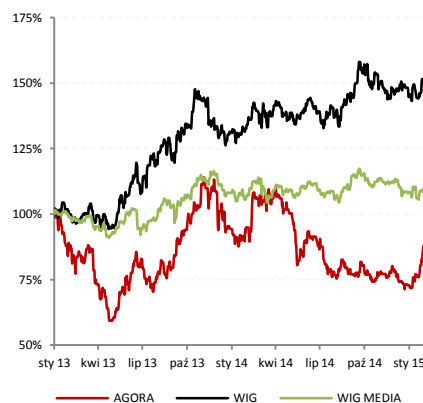
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	3
WYCENA SOTP.....	4
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'14.....	6
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA LATA 2014 - 2016	9
ZMIANY W PROGNOZACH NA 2014-2016.....	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

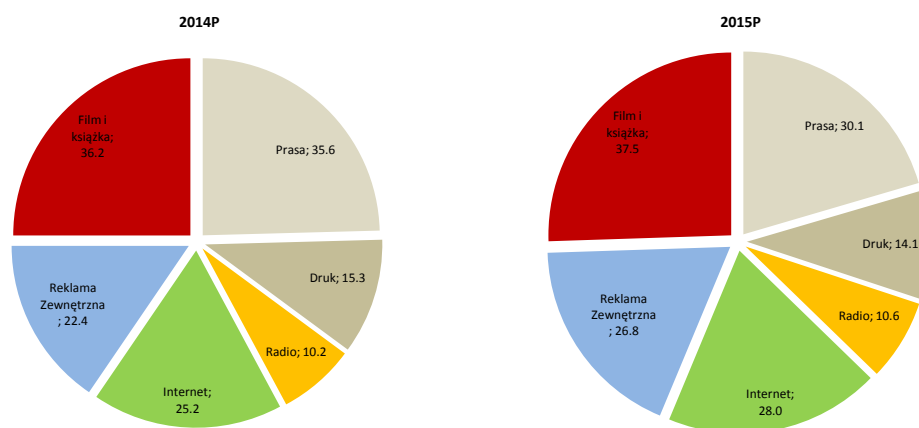
WYCENA I PODSUMOWANIE

Spółka wg nas wykaże dobre rezultaty za 4Q'14. Wpływ na to będzie miał w szczególności mocny wynik segmentu film i książka. Okres 4Q'14 był bowiem bardzo dobry dla polskich kin. Liczymy, że frekwencja w omawianym okresie wzrosła o ponad 20% r/r. W skali całego 2014 roku zakładamy, że EBITDA segmentu film i książka przekroczy 36.2 mln PLN. Tym samym pierwszy raz segment ten (w skali całego roku) powinien wypracować najwyższy poziom EBITDA w ramach grupy. Uwzględniając naszą projekcję, spodziewamy się umocnienia tej tendencji w latach 2015-2016.

W ścieżce wynikowej na kolejne kwartały, naszym zdaniem, należy mieć na uwadze słabszy okres 1Q'15. Będzie to pochodną wyższych kosztów nowej strategii widocznych od 2Q'14. Oceniamy jednak, że spółka w skali roku znajdzie się na ścieżce powolnego wzrostu z akcentem na znaczną poprawę struktury generowanego wyniku EBITDA. Tym samym, podnoszony przez nas już we wcześniejszych raportach scenariusz zakładający, że przyszłe akceptowalne przez inwestorów mnożniki rynkowe EV/EBITDA dla Agory powinny ulegać podwyższeniu, może ulegać materializacji.

Sporządzona przez nas analiza wskazuje, że wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na lata 2015-2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 464-542.5 mln PLN. Po umorzeniu akcji własnych (w ramach realizowanego programu skupu) wartość przypadająca na jedną akcję powinna zatem wynosić 9.94-11.62 PLN. Nasza cena docelowa dla Agory jest średnią z tego przedziału, czyli 10.78 PLN/akcję. Uwzględniając obecną cenę rynkową podtrzymujemy zatem nasze zalecenie Kupuj. Przy cenie docelowej na poziomie 10.78 PLN/akcję spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 6.4x i 5.6x.

Założenia struktury wyniku EBITDA na lata 2014-2015 (bez uwzględnienia wyłączeń/kosztów holdingu)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 kluczowe znaczenie będą miały efekty realizowanych 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 oddziaływanie na rentowność wspomnianego obszaru biznesowego. Przy obecnej strukturze kosztowej realizacja tego pesymistycznego scenariusza, wg naszych symulacji, mogłaby spowodować w 2016 roku wynik EBITDA segmentu do wartości niespełna 10 mln PLN (obecnie zakładamy, że EBITDA segmentu na 2016 wyniesie ok 30.1 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 SOTP

Wyceniamy spółkę za pomocą metody SOTP. Spółka na przestrzeni ostatnich lat zmagająca się z szybką erozją rynku reklamy w prasie, co negatywnie wpływało na osiągnięte wyniki. Uważamy jednak, że jesteśmy w momencie stopniowej zmiany postrzegania spółki przez szeroki rynek. Skłania nas do takiej oceny (sygnalizowana we wcześniejszych raportach) istotna zmiana struktury wyniku EBITDA grupy. Tym samym, wg nas, przyszłe akceptowalne przez inwestorów mnożniki rynkowe EV/EBITDA dla Agory powinny ulegać podwyższeniu.

Zwracamy w szczególności uwagę, że rok 2014 będzie prawdopodobnie pierwszym okresem, kiedy największy udział w wyniku EBITDA w ramach grupy będzie generował segment film i książka. W kolejnych okresach tendencja ta powinna być utrwalona. Dodatkowo coraz wyraźniejszy będzie udział w wyniku Agory segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie z chwilą pełnej materializacji rynku warszawskiego) oraz internet.

Ekspozycja rezultatów Agory na obszary schyłkowe czyli prasę drukowaną oraz druk ulega systematycznemu obniżeniu. Należy również mieć na uwadze realizowaną strategię transformacji segmentu prasa i próby monetyzacji treści cyfrowych. Proces ten jest trudny, niemniej powinien pozwolić w perspektywie 2015-2016 na stabilizację rezultatów segmentu prasa.

Sporządzona przez nas analiza wskazuje, że wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na lata 2015-2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 464-542.5 mln PLN. Po umorzeniu akcji własnych (w ramach realizowanego programu skupu) wartość przypadająca na jedną akcję powinna zatem wynosić 9.94-11.62 PLN. Nasza cena docelowa dla Agory jest średnią z tego przedziału, czyli 10.78 PLN/akcję. Uwzględniając obecną cenę rynkową podtrzymujemy nasze zalecenie Kupuj. Przy cenie docelowej na poziomie 10.78 PLN/akcję spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 6.4x i 5.6x.

Założenia do wyceny na podstawie mnożników EV/EBITDA

	EBITDA'15 [mln PLN]	mnożnik EV/EBITDA	Wycena [mln PLN]	EBITDA'16 [mln PLN]	mnożnik EV/EBITDA	Wycena [mln PLN]	Komentarz
Segment prasa	30.1	4.0	120.4	30.1	4.0	120.6	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 sprzedaż przez Axel i Mecom aktywów z obszaru prasy drukowanej.
Segment druk	14.1	4.0	56.6	13.6	4.0	54.3	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 3Q'14 roku aktywa segmentu wynosiły ok 199 mln PLN.
Segment radio	10.6	5.5	58.2	10.9	5.5	60.1	Radio Tok FM, Radio Rock oraz Złote Przeboje są wg nas atrakcyjnymi aktywami jednak o ograniczonym udziale w rynku.
Segment reklama zewn.	26.8	6.5	174.0	29.0	6.5	188.2	Liczymy na pozytywne efekty materializacji rynku warszawskiego.
Segment kino	37.5	7.0	262.8	41.8	7.0	292.5	Segment generujący największy poziom EBITDA od 2014 roku. 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	28.0	8.0	223.9	30.8	8.0	246.8	Segment rosnący i w najbliższych okresach powinien mieć coraz większą rolę w wyniku grupy.
Inne (holding)	-62.8	6.0	-376.8	-63.3	6.0	-379.7	
Dług netto			33.57			15.48	
Udziały mniejszości			39.98			44.49	
Inwestycje rozl. met. praw wł.			18.37			19.8	
Wartość spółki [mln PLN]			463.94			542.53	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

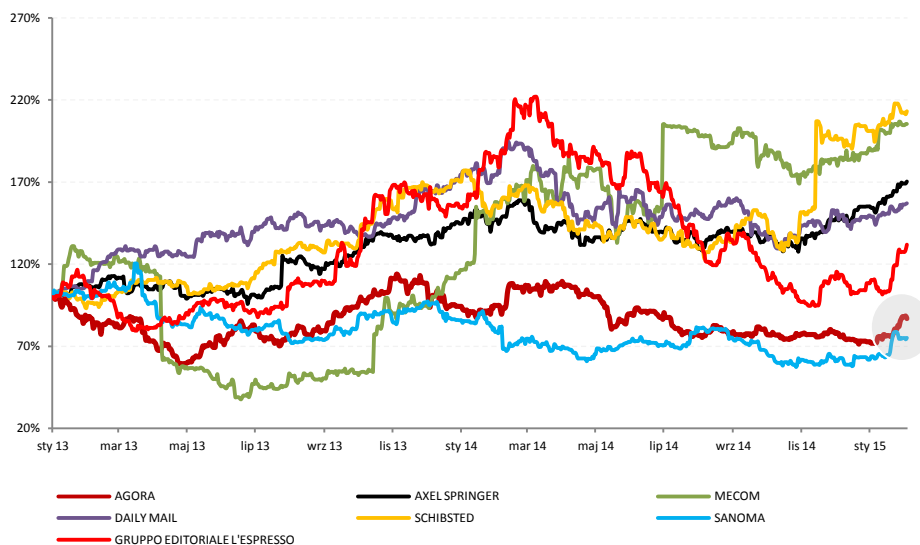
Wskaźniki wybranych podmiotów działających w obszarach jakie występują w Agorze

	Cena	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
		2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	
Axel Springer	54.9 EUR	26.5	22.6	20.8	11.8	10.4	9.4	Spółki z obszaru prasy codziennej i magazynów (wyższe akceptowalne mnożniki dotyczą podmiotów z relatywnie większym udziałem digitalizacji)
DMGT	865 GBP	15.4	13.5	11.9	10.5	9.0	8.1	
Schibsted	502 NOK	---	62.8	37.8	27.7	22.9	17.9	
Sanoma	5.59 EUR	10.4	13.5	11.6	3.6	4.3	4.0	
Telegraaf	5.79 EUR	18.1	13.2	10.0	5.5	5.2	4.0	
L'Espresso	1.16 EUR	46.7	19.0	14.9	8.7	7.1	6.4	
Clear Channel Outdoor	9.01 USD	---	---	---	11.5	11.0	10.8	Spółki z obszaru reklamy zewnętrznej
JC Decaux	32.1 EUR	31.5	26.3	23.7	11.9	10.3	9.2	
Stroer	26.22EUR	26.4	21.6	18.8	10.7	9.3	8.2	
Lagardere	24.3 EUR	16.1	13.8	12.8	6.9	6.5	6.1	Współwłaściciel RadiaZet
Regal Entertainment	20.2 USD	24.9	17.7	17.0	10.1	8.6	8.2	Operatorzy multipleksów
Cinemark Holdings	37.7 USD	23.4	18.3	16.3	10.2	8.5	7.6	
Carmike Cinemas	27.6 USD	---	25.4	16.2	9.7	7.3	6.3	
Cineworld Group	423 GBP	22.0	16.6	14.9	11.5	9.3	8.5	
Kinopolis	39 EUR	28.5	25.5	22.7	15.2	14.2	13.1	
Imax	33.6 USD	48.4	30.7	24.2	20.9	14.3	11.2	
Agora	9.01 PLN	---	---	---	5.6x	5.4x	4.7x	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 2015)



Licząc od 2013 roku stopa zwrotu na inwestycji w większość europejskich podmiotów z ekspozycją na biznes wydawniczy jest mocno dodatnia.

Najslabszymi spółkami są wciąż Agora oraz Sanoma. W przypadku obu podmiotów ich dotychczasowe działania w obszarze cyfryzacji były oceniane jako nieefektywne lub miały marginalne znaczenie.

Spodziewamy się, że wraz z istotną zmianą struktury EBITDA, Agora stopniowo zdoła poprawić swoje postrzeganie wśród inwestorów, co przełoży się na wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'14

Dane za 3Q'14 okazały się umiarkowanie pozytywne. Przygotowywaliśmy inwestorów na strukturalne zmiany w obszarze prasy i obawialiśmy się negatywnego wpływu tego segmentu na wyniki grupy. Poziom kosztów związanych z nowymi projektami cyfrowymi okazał się jednak niższy niż oczekiwaliśmy początkowo i w połączeniu z dobrą dynamiką wzrostu na pozostałych obszarach skonsolidowana EBITDA Agory w 3Q'14 wzrosła z 10.9 do 13.7 mln PLN.

Spółka cały czas po stronie przychodowej boleśnie odczuwała silną erozję rynku reklamy w dziennikach. Wpływy reklamowe Agory w 3Q'14 spadły już jednak jedynie o 1% r/r do 117.7 mln PLN. Sprzedaż biletów w kinach była lepsza w ujęciu r/r, co było pochodną większej bazy ekranów oraz poprawy frekwencji na całym rynku kinowym w Polsce. W samym 3Q'14 wpływy z biletów były wyższe o 7% r/r i wyniosły 30.2 mln PLN. Łączne przychody Agory wzrosły o ok. 2% r/r do poziomu 244 mln PLN.

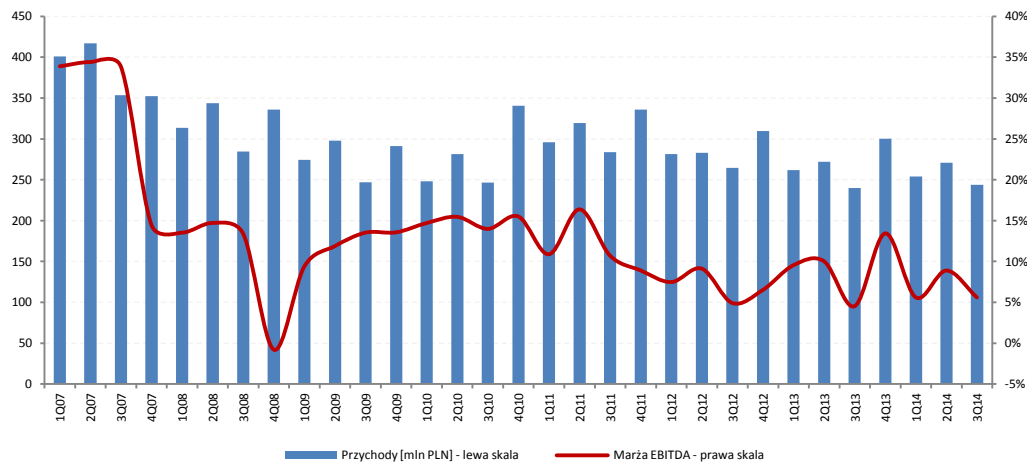
Koszty operacyjne w omawianym okresie wzrosły o 1% r/r do 253.8 mln PLN. Zwracamy uwagę, że pozycja koszty pracownicze zanotowała wzrost do 71.7 mln PLN (wcześniej liczyliśmy się z większą dynamiką wzrostu). Dotychczas spółka w ramach „ratowania wyniku” przy spadających wpływach reklamowych decydowała się na silne ograniczenie tej pozycji. Należy mieć na uwadze, że realizacja nowej strategii będzie wiązała się z wyraźnym rozluźnieniem tej pozycji kosztowej, co będzie odczuwalne także w kolejnych okresach.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'14 [mln PLN]

	3Q'13	3Q'14	zmiana r/r	1-3Q'13	1-3Q'14	zmiana r/r
Przychody	240.0	244.0	2%	773.6	768.7	-1%
Sprzedaż usług reklamowych	118.7	117.7	-1%	393.8	375.0	-5%
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	31.9	32.6	2%	92.8	98.2	6%
Sprzedaż biletów do kin	28.3	30.2	7%	90.0	96.3	7%
Sprzedaż usług poligraficznych	37.9	38.1	1%	71.1	119.9	69%
Pozostała sprzedaż	23.1	25.4	10%	74.6	79.3	6%
Koszty operacyjne	251.9	253.8	1%	781.6	788.1	1%
Materiały i energia	57.3	55.4	-3%	138.4	173.6	25%
Amortyzacja	22.8	23.5	3%	71.0	71.4	0%
Koszty pracownicze	69.7	71.7	3%	206.5	221.3	7%
Niegotówkowe koszty	0.0	0.0	---	0.3	0.0	---
Reprezentacja i reklama	14.9	16.9	13%	44.9	48.1	7%
Inne	87.2	86.3	-1%	320.4	273.7	-15%
EBITDA	10.9	13.7	26%	63.1	52.0	-18%
Prasa	13.4	5.8	-57%	54.3	25.9	-52%
Druk	3.5	4.4	26%	13.3	11.5	-14%
Internet	4.7	5.6	20%	13.9	18.6	34%
Radio	-2.3	1.2	---	2.3	5.7	147%
Reklama Zewnętrzna	2.6	2.5	-3%	11.5	12.8	11%
Film i książka	4.1	6.3	56%	16.1	21.8	35%
EBIT	-11.9	-9.8	---	-7.9	-19.4	145%
Prasa	11.4	3.2	-72%	48.0	18.5	-62%
Druk	-0.6	0.4	---	1.1	-0.9	---
Internet	3.6	4.4	22%	10.4	14.8	42%
Radio	-2.9	0.6	---	0.5	3.7	644%
Reklama Zewnętrzna	-1.6	-1.6	---	-1.2	0.5	---
Film i książka	-2.2	-0.1	---	-3.9	2.7	---
Saldo finansowe	0.5	2.2	393%	-2.4	2.5	---
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	0.0	-1.4	---	-0.3	-2.2	---
Wynik netto	-9.7	-10.1	---	-9.9	-20.7	---
Marża EBITDA	4.5%	5.6%		8.2%	6.8%	
Marża EBIT	-5.0%	-4.0%		-1.0%	-2.5%	
Marża zysku netto	-4.1%	-4.1%		-1.3%	-2.7%	

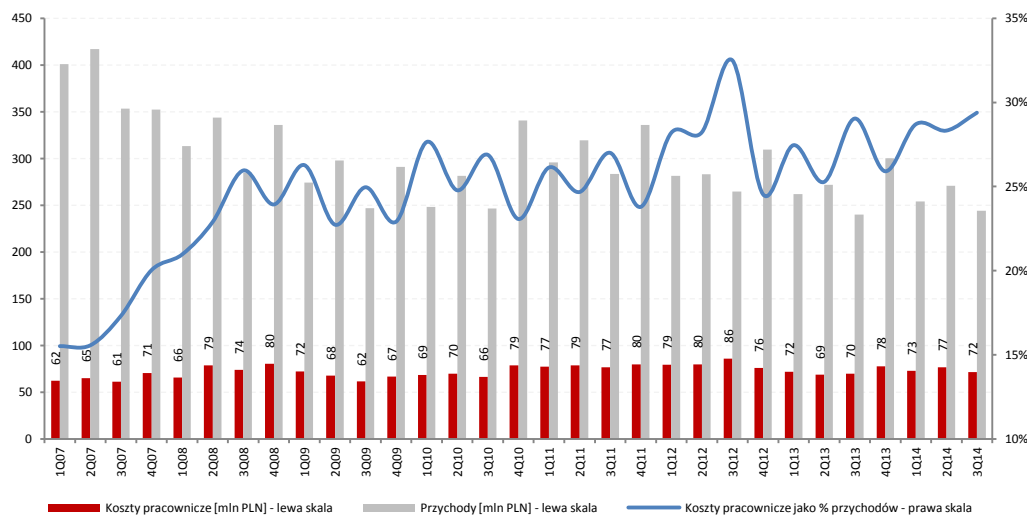
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



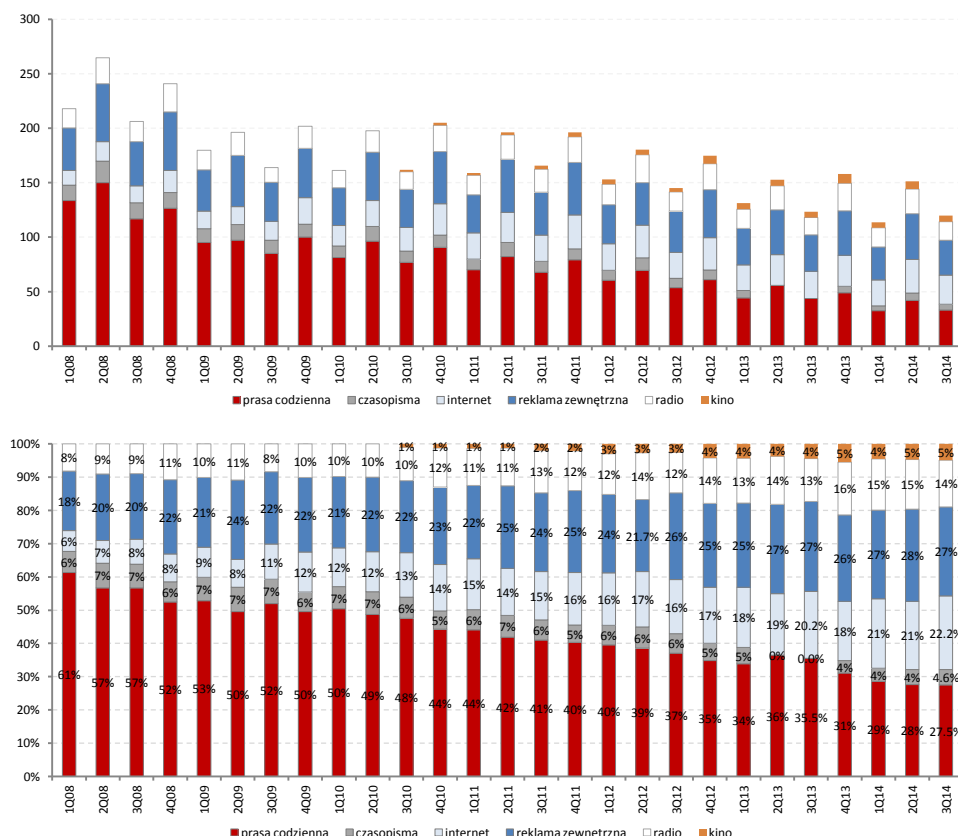
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



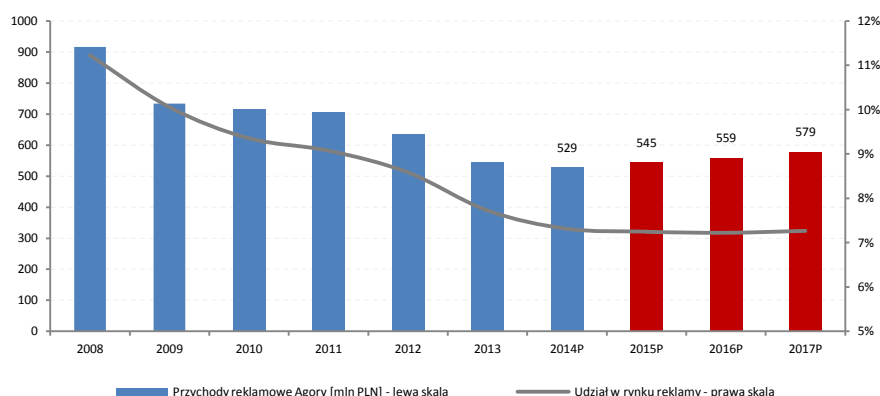
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 3Q'14 ok 32% przychodów Agory z reklamy pochodziło z segmentu prasa (dzienniki oraz czasopisma) czyli o 3.4 pkt % mniej niż w 3Q'13. Sprzedaż egzemplarzowa gazet spada i jest to trend długoterminowy. Niemniej zwracamy uwagę, że wartość reklamy w prasie drukowanej jest już bardzo małą częścią całego rynku reklamy w Polsce. Tym samym oczekujemy, że dynamika erozji wpływów z tego źródła będzie ulegała ograniczeniu.

Drugim pod względem wagi (wpływów z reklamy) segmentem była reklama zewnętrzna, odpowiedzialna w 3Q'14 za ok. 27% wpływów z reklamy jakie uzyskała spółka. W latach 2015-2016 kluczowe znaczenie dla tego obszaru będą miały nowe wiaty w Warszawie (liczymy na pozytywne efekty).

Trzecim, coraz istotniejszym dla wyniku grupy źródłem wpływów reklamowych jest segment internet. W 3Q'14 udział wpływów reklamowych z internetu w ogóle przychodów reklamowych przekroczył 22% i było to więcej o 2 pkt % r/r. W najbliższych kwartałach poziom wpływów z tego obszaru powinien dalej rosnąć.

Szacunkowy udział Agory w krajowym rynku reklamy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wraz ze strukturalną zmianą rynku reklamy w Polsce, udział Agory w krajowym rynku ulegał w ostatnich latach systematycznemu spadkowi. Szacujemy, że do końca 2014 roku (w porównaniu do 2013 roku) spadł on o ponad 0.4 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.

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA LATA 2014 - 2016

SEGMENT FILM I KSIĄŻKA

Okres 4Q'14 był bardzo dobry dla polskich kin. Liczymy, że frekwencja w omawianym okresie wzrosła o ponad 20% r/r. Należy mieć na uwadze, że za sukces frekwencyjny w 4Q'14, kolejny raz w 2014 roku, odpowiadały krajowe produkcje. Ogółem w 2014 roku wg danych boxoffice do krajowych kin sprzedano ponad 40.2 mln biletów, czyli o ponad 10% więcej r/r. Tym samym oczekujemy, że spółka wykaże silny wynik w segmencie film i książka za 4Q'14. W skali całego 2014 roku zakładamy, że EBITDA segmentu przekroczy 36.2 mln PLN, przy liczbie wejść na poziomie sprzedanych ponad 8.25 mln szt. biletów. Wpływy z barów kinowych w przeliczeniu na 1 widza przyjmujemy w 2014 roku na poziomie ok. 5.89 PLN. Tym samym po raz pierwszy segment ten (w skali całego roku) powinien wypracować najwyższy poziom EBITDA w ramach grupy. Uwzględniając naszą projekcję spodziewamy się umocnienia tej tendencji w latach 2015-2016.

Zestawienie najpopularniejszych tytułów w Polsce w 4Q'14 w okresie weekendowym

Lp.	Tytuł	4Q'13	Lp.	Tytuł	4Q'14
1	Kraina lodu 3D	635	1	Bogowie	1095
2	Hobbit: Pustkowie Smauga 3D	613	2	Hobbit: bitwa pięciu armii	934
3	Igrzyska śmierci: W pierścieniu ognia	440	3	Igrzyska śmierci: Kosogłos. Część 1	470
4	Wąłsa. Człowiek z nadziei	417	4	Dzień dobry, Kocham cię!	349
5	Thor: Magiczny świat 3D	284	5	Miasto'44	342
6	Grawitacja 3D	268	6	Wielka szóstka	322
7	Ratujmy Mikołaja 3D	214	7	Służby specjalne	251
8	Last Vegas	195	8	Obywatel	246
9	Klopsiki kontratakują 3D	173	9	Siedmiu krasnoludów ratuje Śpiącą Królową	187
10	Kapitan Phillips	169	10	Głupi i Głupszy Bardziej	167
11	Turbo 3D	126	11	Pszczółka Maja. Film	117
12	Mój biegun	120	12	Dracula: historia nieznana	107
Frekwencja na top 12 [tys.]		3 655	Frekwencja na top 12 [tys.]		4 586

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Stopklatka, PISF, boxoffice.pl

W modelu przyjmujemy, że na koniec 2015 roku sieć Helios będzie miała 198 ekranów (w 2014 roku nastąpiło opóźnienie oddawania nowych obiektów). W kolejnych 3 latach prognozy spodziewamy się przyrostu bazy ekranów do 224 szt. na koniec 2018 roku.

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 obciążona sporym ryzykiem (m.in. nieprzewidywalna frekwencja w kinach, która determinuje później możliwość monetizacji w kolejnych etapach sprzedaży praw do tytułu) i nie decydujemy się na budowanie długofalowych projekcji dla tej działalności (budżet średniego filmu fabularnego może wynosić ok. 7-9 mln PLN, z czego do 50% może zostać dofinansowane z PISF (zatem w przypadku porażki frekwencyjnej w kinie dotacja jest pewną poduszką w procesie rozliczania projektu).

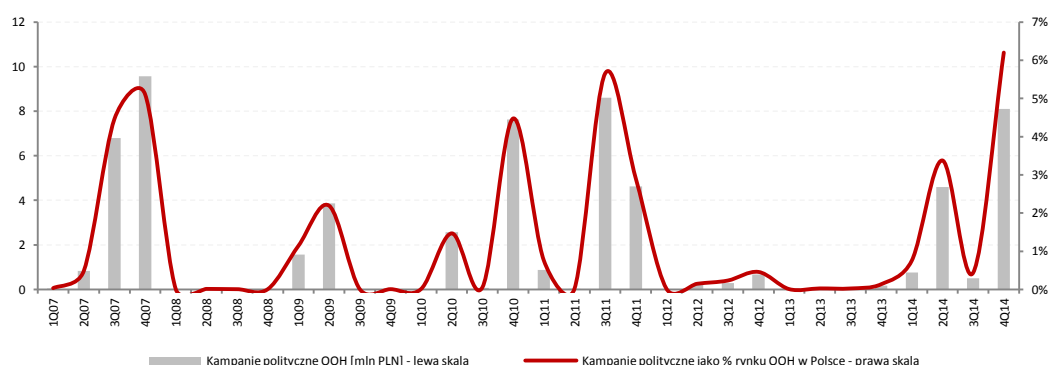
Next Film będzie w 2015 roku odpowiadał za dystrybucję m.in. następujących tytułów: „Ziarno Prawdy” (premiera kinowa 30.01.2015), „Polskie Gówno” (premiera kinowa 06.02.2015); Disco Polo (premiera kinowa 27.02.2015), oraz tytułu którego Agora jest producentem „Król życia” (premiera kinowa - wrzesień 2015; dofinansowanie po odwołaniu z PISF na kwotę 1 mln PLN).

SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ, INTERNET ORAZ RADIO

W segmencie reklamy zewnętrznej rok 2014 był dość wymagający. Z danych IGRZ wynika, że wartość reklamy zewnętrznej w Polsce była stabilna r/r i wyniosła w skali roku ok. 448.5 mln PLN. Spodziewamy się, że spółka za 2014 rok wykaże niewielki spadek przychodów do ok. 150.2 mln PLN. Na poziomie EBITDA liczymy na zysk wysokości 22.4 mln PLN (niższe koszty związane m.in. z utrzymaniem systemu oraz realizacją kampanii).

W 2015 rok liczymy na ożywienie rynku reklamy OOH w Polsce. Dodatkowo pomagać spółce powinny kampanie polityczne (prezydencka oraz parlamentarna). W modelu uwzględniamy też pozytywne efekty budowy wiat w Warszawie. Dlatego przyjęliśmy, że EBITDA dla tego obszaru w 2015 roku wzrośnie do 26.8 mln PLN i będzie na ścieżce wzrostu w kolejnych dwóch latach (pełne efekty monetyzacji rynku warszawskiego). Zwracamy uwagę, że spółka na bilansie w pozycji należności długoterminowe wykazała już połowę przewidywanego Capexu na budowę wiat w Warszawie (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 już w 4Q'13).

Wartość kampanii politycznych w ramach segmentu reklamy zewnętrznej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych IGRZ

W obszarze internet liczymy na dalsze wzrosty w skali roku (sam 4Q'14 może wypaść słabiej r/r z uwagi na wyższe koszty). Przyjęliśmy, że segment w 2014 roku wypracuje zysk EBITDA na poziomie ok. 25.2 mln PLN. Perspektywy na 2015 rok oceniamy za korzystne dla tego obszaru biznesowego. Pozytywny efekt na przychody reklamowe może mieć również zmiana formatu strony głównej www.gazeta.pl (która cechuje się większym obszarem dla reklamodawców). Dlatego przyjmujemy w latach 2015-2016 wzrost wyniku segmentu do odpowiednio 28 i 30.8 mln PLN.

Dobrych wyników oczekujemy ze strony radia. Niemniej segment ten ma ograniczony wpływ na rezultaty grupy. W 2014 roku spodziewamy się, że radio wypracowało EBITDA na poziomie ponad 10 mln PLN. Biorąc pod uwagę perspektywy dla rynku reklamy radiowej oraz dokonywane zmiany organiczne w tym segmencie oceniamy, że ścieżka wzrostu na 2015-2016 nie jest zagrożona. Należy mieć jednak na uwadze, że wyniki poszczególnych kwartałów mogą być pod wpływem realizowanych kampanii reklamowych (nieregularne w czasie).

SEGMENT PRASA ORAZ DRUK

Rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne segmentu prasa na koniec 3Q'14 wynosiły 87.3 mln PLN, w obszarze druk wspomniane kategorie aktywów były wyceniane na ok. 199 mln PLN, z kolei w pozycjach uzgadniających na bilansie ujmowano 189 mln PLN. Zatem łącznie na koniec 3Q'14 wycena bilansowa tych aktywów wynosiła ponad 475 mln PLN, czyli 10.18 PLN/akcję bez uwzględnienia długu (po docelowym umorzeniu akcji nabytych w ramach uchwalonego programu skupu).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

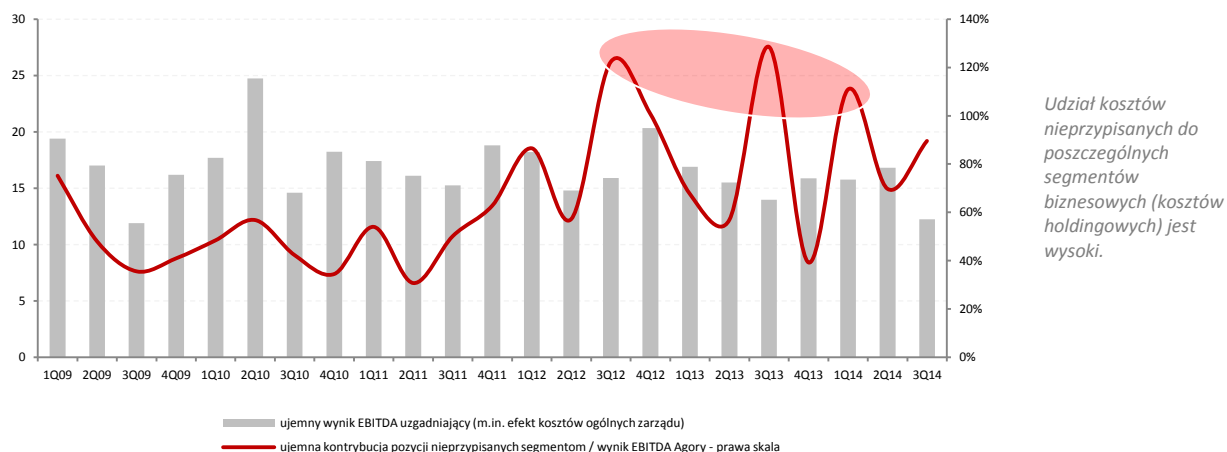
Władze spółki stają zatem przez wyjątkowo trudnym zadaniem wprowadzania takich zmian w sposobie działania grupy aby docelowo móc dalej uzasadnić celowość utrzymywania bieżącej struktury organizacyjnej. Spółka w zaprezentowanej nowej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników Agory. 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. 35.6 mln PLN, a w okresie 2015-2016 będzie w okolicy 30 mln PLN (wyższe założenia w porównaniu z poprzednim raportem wynikają z mniejszego wzrostu kosztów). Podkreślamy, że udane wdrożenia systemu pobierania dodatkowych płatności za udostępniane treści cyfrowe powinno pozwolić na docelowe 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 zleceńodawców może mieć dalsze silnie negatywne oddziaływanie na rentowność wspomnianego obszaru biznesowego. Przy obecnej strukturze kosztowej realizacja tego pesymistycznego scenariusza, wg naszych symulacji, mogłaby nawet spowodować wynik EBITDA segmentu prasy do wartości poniżej 10 mln PLN w 2016 roku (obecnie zakładamy, że EBITDA segmentu na 2016 wyniesie ok 30 mln PLN).

W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z prasy codziennej nowego segmentu druk. Zadaniem tego obszaru biznesowego jest m.in. zapewnienie „taniego” druku dla segmentu prasy. Zgodnie z założeniami zaprezentowanej strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W naszym modelu jesteśmy bardziej sceptyczni i utrzymujemy trwałą niewielką ujemną rentowność EBIT. W modelu przyjęliśmy, że EBITDA za 2014 rok wyniesie ok. 15.3 mln PLN, a strata EBIT ok. 1.1 mln PLN. Liczymy się z tym, że w 1H'15 wyniki segmentu będą pod presją wyższych kosztów (waluta, ceny papieru). Dlatego w skali 2015-2016 roku przyjęliśmy spadek zysku EBITDA do odpowiednio 14.1 - 13.6 mln PLN.

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 całłościowych wyników grupy.

Destrukcyjny wpływ kosztów nieprzypisanych segmentom na wynik EBITDA Agory



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowując, jesteśmy zbudowani poprawiająca się strukturą wyniku EBITDA grupy. Rok 2014 będzie prawdopodobnie pierwszym okresem, kiedy największy udział EBITDA w ramach grupy będzie generował segment film i książka. W kolejnych okresach tendencja ta powinna być utrwalona. Dodatkowo coraz wyraźniejszy będzie udział w wyniku grupy segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie z chwilą pełnej materializacji rynku warszawskiego) oraz internet.

Prognozowana struktura EBITDA na lata 2014-2016

	2014P	2015P	2016P
Prasa	35.6	30.1	30.1
Druk	15.3	14.1	13.6
Radio	10.2	10.6	10.9
Internet	25.2	28.0	30.8
Reklama Zewnętrzna	22.4	26.8	29.0
Film i książka	36.2	37.5	41.8
Pozycje uzgadniające (holding)	-62.9	-62.8	-63.3
Razem EBITDA [mln PLN]	82.1	84.3	92.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników spółki [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2014	2015	2016	2017
Przychody	254.0	270.8	244.0	301.9	259.7	276.2	252.6	320.4	1 070.6	1 108.9	1 154.4	1 193.2
Sprzedaż usług reklamowych	111.0	146.3	117.7	154.1	111.3	148.7	120.5	164.5	529.1	545.0	560.0	579.7
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	33.1	32.5	32.6	33.5	32.3	32.9	34.5	35.0	131.7	134.7	141.0	146.8
Sprzedaż biletów do kin	41.5	24.6	30.2	45.2	43.4	26.4	31.5	48.2	141.5	149.4	160.9	170.4
Sprzedaż usług poligraficznych	40.7	41.1	38.1	40.5	41.0	41.0	38.6	40.5	160.4	161.1	161.6	162.2
Pozostała sprzedaż	27.7	26.3	25.4	28.6	31.7	27.2	27.7	32.2	107.9	118.7	130.9	134.1
Koszty operacyjne	263.6	270.8	253.8	295.3	273.4	275.2	265.9	307.0	1 083.5	1 121.6	1 161.9	1 193.4
Materiały i energia	59.6	58.6	55.4	62.4	61.0	59.4	58.0	62.2	236.0	229.9	229.6	228.2
Amortyzacja	23.8	24.1	23.5	23.6	23.4	23.4	24.8	25.5	95.0	97.0	100.5	101.9
Koszty pracownicze	72.9	76.7	71.7	77.9	77.8	80.1	81.4	85.0	299.2	320.4	331.7	342.6
Niegotówkowe koszty	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reprezentacja i reklama	13.2	18.0	16.9	25.1	14.9	19.2	15.0	24.7	73.2	88.5	90.2	92.7
Inne	94.1	93.4	86.3	106.4	96.2	93.1	86.8	109.6	380.1	385.8	410.0	427.9
EBITDA	14.2	24.1	13.7	30.1	9.6	24.4	11.5	38.8	82.1	84.3	92.9	101.7
Prasa	8.4	11.7	5.8	9.8	3.0	10.1	4.6	12.3	35.6	30.1	30.1	32.8
Druk	3.6	3.5	4.4	3.8	3.5	3.2	3.7	3.8	15.3	14.1	13.6	14.0
Internet	5.3	7.6	5.6	6.6	5.8	8.7	6.1	7.4	25.2	28.0	30.8	33.5
Radio	0.5	4.0	1.2	4.5	-0.1	4.4	1.4	4.9	10.2	10.6	10.9	11.2
Reklama Zewnętrzna	0.7	9.6	2.5	9.6	0.4	9.9	3.3	13.2	22.4	26.8	29.0	32.1
Film i książka	11.3	4.2	6.3	14.5	13.1	4.6	4.3	15.7	36.2	37.5	41.8	43.0
EBIT	-9.6	0.0	-9.8	6.5	-13.8	1.0	-13.3	13.3	-12.9	-12.7	-7.6	-0.2
Saldo finansowe	0.1	0.2	2.2	1.3	0.9	0.8	0.6	0.5	3.8	2.9	-1.8	-1.0
Udział w zyskach jedn. stow.	-0.3	-0.5	-1.4	0.2	0.0	0.6	0.0	0.5	-2.0	1.1	1.4	2.0
Wynik netto	-9.6	-1.0	-10.1	7.9	-12.8	2.1	-12.7	12.2	-12.8	-11.2	-8.0	0.8
Marża EBITDA	5.6%	8.9%	5.6%	10.0%	3.7%	8.8%	4.5%	12.1%	7.7%	7.6%	8.1%	8.5%
Marża EBIT	-3.8%	0.0%	-4.0%	2.2%	-5.3%	0.4%	-5.3%	4.2%	-1.2%	-1.1%	-0.7%	0.0%
Marża zysku netto	-3.8%	-0.4%	-4.1%	2.6%	-4.9%	0.7%	-5.0%	3.8%	-1.2%	-1.0%	-0.7%	0.1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY W PROGNOZACH NA 2014-2016

Na rok 2014 zdecydowaliśmy się podnieść nasze założenia dla EBITDA o 9 mln PLN (w porównaniu do poprzedniego raportu) głównie z uwagi na lepsze rezultaty kin oraz niższe koszty związane z implementacją nowej strategii w obszarze prasy. Na rok 2015 zdecydowaliśmy się na ostrożniejsze założenia i uwzględniamy wyższe koszty związane z realizowanymi inicjatywami, co jednak będzie poprawiało strukturę wyniku EBITDA.

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

	2014 stare	2014 nowe	zmiana	2015 stare	2015 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1 052.20	1 070.6	1.7%	1 071.50	1 108.9	3.5%
EBITDA [mln PLN]	73.1	82.1	12.3%	86.7	84.3	-2.7%
EBIT [mln PLN]	-20.8	-12.9	---	-9.7	-12.7	---
Zysk netto [mln PLN]	-22.3	-12.8	---	-10.6	-11.2	---
marża EBITDA	6.90%	7.7%		8.10%	7.6%	
marża EBIT	-2.00%	-1.2%		-0.90%	-1.1%	
marża netto	-2.10%	-1.2%		-1.00%	-1.0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 117	1 235	1 139	1 074	1 071	1 109	1 154	1 193	1 230	1 264
Sprzedaż usług reklamowych	716	706	636	544	529	545	560	580	597	613
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	209	193	159	134	132	135	141	147	151	156
Sprzedaż biletów do kin	40	146	134	129	142	149	161	170	179	187
Pozostała sprzedaż	152	190	209	267	268	280	292	296	303	308
Koszty operacyjne	1 032	1 183	1 152	1 067	1 083	1 122	1 162	1 193	1 223	1 250
Materiały i energia	203	251	244	240	236	230	230	228	229	230
Amortyzacja	82	93	94	96	95	97	101	102	99	96
Koszty pracownicze	283	313	310	288	299	320	332	343	354	364
Niegotówkowe koszty	10	10	3	1	0	0	0	0	0	0
Reprezentacja i reklama	131	115	81	65	73	88	90	93	96	99
Inne	322	402	420	375	380	386	410	428	445	461
EBITDA	167	145	81	103	82	84	93	102	107	110
EBIT	85	52	-13	7	-13	-13	-8	0	8	14
Saldo finansowe	4	3	3	-2	4	3	-2	-1	0	1
Udział w wyniku jed. stow.	0	0	0	0	-2	1	1	2	3	3
Wynik brutto	88	55	-10	5	-11	-9	-8	1	11	17
Podatek	16	11	-2	4	2	3	0	0	2	3
Wynik netto	72	44	-8	1	-13	-11	-8	1	9	14
Bilans	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa trwałe	1 203	1 203	1 209	1 204	1 174	1 169	1 152	1 124	1 095	1 074
WNIP	427	419	422	417	416	416	415	411	408	405
Rzeczowe aktywa trwałe	763	760	766	725	687	714	717	691	662	641
Należności długoterminowe	10	8	5	45	47	13	-7	-7	-7	-7
Aktywa obrotowe	602	600	494	439	381	361	369	389	417	437
Zapasy	23	29	22	26	24	25	26	27	27	28
Należności krótkoterminowe	242	248	247	238	223	231	224	232	239	246
Inwestycje krótkoterminowe	337	323	224	175	134	106	119	130	150	163
AKTYWA RAZEM	1 805	1 804	1 703	1 643	1 555	1 530	1 521	1 512	1 512	1 511
Kapitał własny razem	1 237	1 263	1 206	1 208	1 164	1 132	1 112	1 101	1 099	1 097
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	569	540	497	435	391	398	408	411	413	415
Zobowiązania %	285	241	229	173	139	139	134	129	124	119
Rozliczenia międzyokresowe	57	60	67	67	59	62	64	66	68	70
PASYWA RAZEM	1 805	1 804	1 703	1 643	1 555	1 530	1 521	1 512	1 512	1 511
CF	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	172	152	92	109	103	114	133	101	104	106
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-138	-116	85	-121	-37	-115	-97	-66	-61	-66
Przepływy z działalności finansowej	25	-94	-112	-80	-78	-28	-24	-23	-23	-27
Środki pieniężne eoP	182	126	191	99	87	58	71	83	103	116
Wskaźniki rynkowe	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	1.4	0.9	-0.2	0.0	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.2	0.3
BVPS	24.3	24.8	23.7	23.7	22.9	24.2	23.8	23.6	23.5	23.5
P/E	6.4x	10.5x	---	---	---	---	---	---	45.5x	29.7x
P/CE	3.0x	3.4x	5.4x	4.7x	5.6x	4.9x	4.5x	4.1x	3.9x	3.8x
P/BV	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
EV/EBITDA	2.4x	2.6x	5.8x	4.4x	5.6x	5.4x	4.7x	4.1x	3.7x	3.4x
EV/EBIT	4.8x	7.2x	---	---	---	---	---	---	49.6x	27.8x
Dług netto [mln PLN]	-52	-83	5	-2	5	34	15	-1	-26	-44
Dywidenda [mln PLN]	-26	-25	-51	-1	0	0	-12	-12	-12	-16
DPS	0.51	0.50	1.01	0.01	0.00	0.00	0.25	0.25	0.25	0.35
DYield	5.7%	5.5%	11.2%	0.1%	0.0%	0.0%	2.8%	2.8%	2.8%	3.9%

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 stałą

Krzysztof Pado

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

Krzysztof 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	10.78	kupuj	10.0	03.02.2015	9.01	52 078
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 (wyplacona 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 1Q'15:

Kupuj	2	67%
Akumuluj	0	0%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	33%
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

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).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: 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. 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.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.02.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.02.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 03.02.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełni funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.