



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

Od naszej ostatniej rekomendacji Kupuj kurs spółki wzrósł o prawie 35%. W szczególności poprawa klimatu inwestycyjnego utrwaliła się po publikacji dobrego wyniku za 1Q'15. W ścieżce wynikowej na kolejne kwartały, naszym zdaniem, nie należy już oczekiwać istotnej poprawy i dopiero 4Q'15 może przynieść zauważalne odbicie r/r. Dodatkowo w bieżącym raporcie zdecydowaliśmy się uwzględnić ryzyko kolejnej erozji wpływów reklamowych w obszarze prasy w 2016 roku, co może doprowadzić do scenariusza, że wynik Agory za 2016 rok będzie jednak niższy niż w 2015 roku. Dlatego uwzględniając obecny kurs rynkowy decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Redukuj z ceną docelową 11.2 PLN/akcję (poprzednio było to 10.78 PLN/akcję). Przy sugerowanej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 5.7x i 6.1x.

Dane za 1Q'15 okazały się wyraźnie lepsze r/r wbrew wcześniejszym obawom (wynikającym z sezonowości poszczególnych segmentów). Wpływ na pozytywny odczyt EBITDA grupy miał głównie mocny rynek kinowy w Polsce oraz realizowane przez spółkę projekty kinowe (koprodukcja i dystrybucja filmowa). Okres 1Q'15 był zatem drugim z rzędu bardzo dobrym kwartałem dla polskich kin. Wstępne dane frekwencyjne za 2Q'15 sugerują, że odczyt końcowy może wskazywać najwyżej na płaską frekwencję r/r (2Q jest sezonowo słabym momentem w polskich kinach). Kolejnego mocnego wyniku segmentu film i książka oczekujemy dopiero w 4Q'15, na co powinna wpłynąć dobra frekwencja. Dodatkowo na rezultaty segmentu za 4Q'15 oddziaływać będzie film „Król życia”, którego spółka jest producentem.

Podnieśliśmy nasze założenia na 2015 rok dla Agory po bardzo dobrym odczycie za 1Q'15. Wyższe założenia dotyczą większości segmentów biznesowych. Ogólnie podnieśliśmy EBITDA z pułapu 84.3 mln PLN do 99.1 mln PLN. Na 2016 rok zdecydowaliśmy się jednak na korektę in minus z uwagi na uwzględnienie kolejnych ryzyk dla obszaru prasy. Obawiamy się, że przyszła erozja wpływów reklamowych od zleceniodawców związanych z administracją publiczną może mieć odczuwalne negatywne oddziaływanie na rentowność segmentu prasa. Bliskie jest nam również założenie, że wynik segmentu film i książka za 2015 rok będzie rekordowy i trudno o jego dalszą poprawę w 2016 roku (utrzymujemy wysoką frekwencję w kinach; niemniej projekty związane z produkcją/koprodukcją obciążone są dużym ryzykiem błędu). Dlatego na 2016 rok przyjęliśmy spadek EBITDA r/r do pułapu niespełna 90 mln PLN. Mając na uwadze coraz mniejsze znaczenie segmentu prasa na przyszły wynik grupy zakładamy, że od 2017 roku Agora powróci na ścieżkę wzrostu rezultatów grupy.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 074	1 102	1 145	1 191	1 236	1 276
EBITDA [mln PLN]	103.5	77.4	99.1	89.3	93.8	98.8
EBIT [mln PLN]	7.4	-18.3	4.5	-17.0	-16.0	-11.0
Wynik netto [mln PLN]	1.2	-11.0	-1.4	-18.1	-16.0	-10.2
P/BV	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/E	---	---	---	---	---	---
EV/EBITDA	5.9	8.0	6.1	6.6	6.3	5.8
EV/EBIT	---	---	---	---	---	---

REDUKUJ
(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 11.2 PLN

18 CZERWIEC 2015

Wycena końcowa [PLN]	11.2
Potencjał do wzrostu / spadku	-8%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	12.09
Kapitalizacja [mln PLN]	570.5
Ilość akcji [mln. szt.]	50.9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	12.90
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7.26
Stopa zwrotu za 3 mc	20%
Stopa zwrotu za 6 mc	58%
Stopa zwrotu za 9 mc	53%

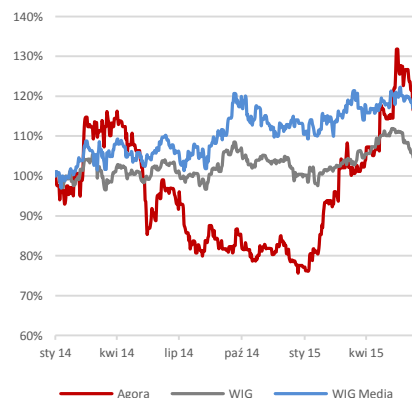
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

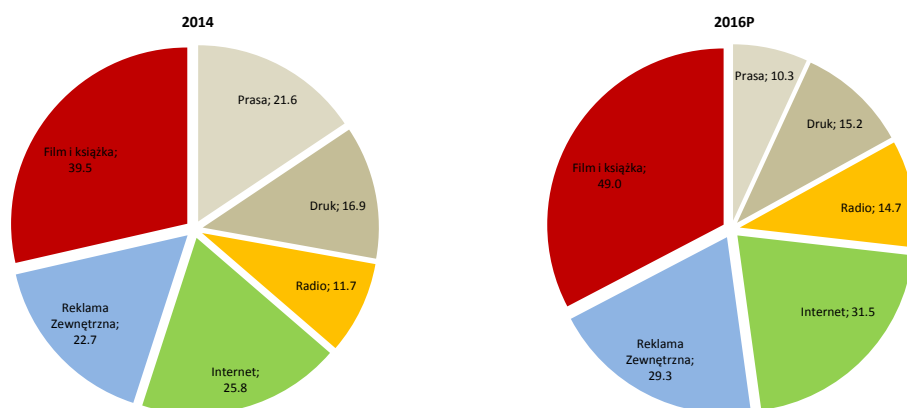
WYCENA I PODSUMOWANIE	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	3
WYCENA SOTP.....	4
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'15.....	7
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA LATA 2015 - 2017	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Jesteśmy zbudowani poprawiającą się strukturą EBITDA grupy. Rok 2014 był pierwszym okresem, kiedy największy udział EBITDA w ramach grupy generował segment film i książka. W 2015 roku oczekujemy dalszego silnego umocnienia EBITDA segmentu związanego z kinem. Dodatkowo w latach 2016-2017 coraz wyraźniejszy może być udział w wyniku grupy segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie przy udanej materializacji wpływów reklamowych z inwestycji w wiaty przystankowe w Warszawie) oraz obszaru internet.

Mamy jednak świadomość, że kurs spółki licząc od początku 2015 roku wzrósł już z poziomu 7.5 PLN do ponad 12 PLN. W szczególności poprawa klimatu inwestycyjnego utrwaliła się po publikacji dobrego wyniku za 1Q'15. W najbliższej ścieżce wynikowej na kolejne kwartały, naszym zdaniem, nie należy już oczekiwać istotnej poprawy i dopiero 4Q'15 może przynieść zauważalne odbicie r/r. Dodatkowo zdecydowaliśmy się w bieżącym raporcie uwzględnić ryzyko kolejnej erozji wpływów reklamowych w obszarze prasy w 2016 roku, co może doprowadzić do scenariusza, że wynik Agory za 2016 rok będzie niższy niż w 2015 roku. Dlatego uwzględniając obecną cenę rynkową decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Redukuj z ceną docelową 11.2 PLN/akcję (poprzednio było to 10.78 PLN/akcję). Przy sugerowanej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 5.7x i 6.1x.

Struktura wyniku EBITDA za rok 2014 i projekcja na 2016 rok (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 monetizacji 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. 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 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. W naszym modelu zakładamy, że w 2015 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił ok 20 mln PLN. Uwzględniając prawdopodobieństwo zmiany obozu rządowego po jesiennych wyborach parlamentarnych decydujemy się na materializację części wspomnianych ryzyk. Obawiamy się, że przyszła erozja wpływów reklamowych od zlecniodawców związanych z administracją publiczną może mieć silnie negatywne oddziaływanie na rentowność segmentu. Przy obecnej strukturze kosztowej realizacja przyjętego scenariusza, wg naszych symulacji, może sprowadzić wynik EBITDA segmentu prasy do wartości ok 10 mln PLN w 2016 roku (erozję EBITDA do takiego pułapu sygnalizowaliśmy już w raporcie z lutego 2015 roku).

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 osiągane wyniki. Uważamy jednak, że dochodzi już do stopniowej zmiany postrzegania spółki przez szeroki rynek. Skłania do takiego zachowania (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 dalszemu podwyższeniu.

Jesteśmy zbudowani poprawiająca się strukturą EBITDA grupy. Rok 2014 był pierwszym okresem, kiedy największy udział EBITDA w ramach grupy generował segment film i książka. W 2015 roku oczekujemy dalszego silnego umocnienia EBITDA segmentu związanego z kinem. Dodatkowo w latach 2016-2047 coraz wyraźniejszy może być udział w wyniku grupy segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie przy udanej materializacji wpływów reklamowych z inwestycji w wiaty przystankowe w Warszawie) oraz obszaru internet.

Sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na lata 2015-2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 528-540 mln PLN. Po umorzeniu akcji własnych (w ramach zrealizowanego programu skupu) wartość przypadająca na jedną akcję powinna zatem wynosić 11.1-11.3 PLN. Nasza cena docelowa dla Agory jest średnią z tego przedziału, czyli 11.2 PLN/akcję (poprzednia cena docelowa wynosiła 10.78 PLN/akcję). Uwzględniając obecną cenę rynkową decydujemy się na zmianę zalecenia z Kupuj na Redukuj, głównie ze względu na uwzględnienie w 2016 roku kolejnej erozji rezultatów w obszarze prasy. Przy cenie docelowej na poziomie 11.2 PLN/akcję spółka będzie handlowana przy mnożnikach EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 5.7x i 6.1x.

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	20.0	4.0	80.2	10.3	4.0	41.2	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 sprzedaż przez Axel i Mecom aktywów z obszaru prasy drukowanej.
Segment druk	17.6	4.0	70.4	15.2	4.0	60.6	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'15 roku aktywa segmentu wynosiły ok 184.6 mln PLN.
Segment radio	13.8	6.0	82.9	14.7	6.0	88.5	Radio Tok FM, Radio Rock oraz Złote Przeboje są wg nas atrakcyjnymi aktywami jednak o ograniczonym udziale w rynku.
Segment reklama zewn.	26.6	6.0	159.7	29.3	6.0	175.5	Liczymy na pozytywne efekty materializacji rynku warszawskiego.
Segment kino	52.5	7.0	367.7	49.0	7.0	343.0	Segment generujący największy poziom EBITDA od 2014 roku. Sieć Helios jest istotnym graczem na krajowym rynku kin. Liczymy, że planowane otwarcia na 2015-2016 wzmocnią pozycję spółki i wraz z obecną strukturą kosztową pozwolą na rezultat EBITDA w okolicy 50 mln PLN.
Segment internet	29.1	8.0	232.9	31.5	8.0	252.3	Segment ciągle rosnący i w najbliższych okresach powinien mieć coraz większą rolę w wyniku grupy. Zwracamy uwagę na wyższe mnożniki rynkowe Wirtualnej Polski.
Inne (holding)	-60.6	6.5	-393.8	-60.7	6.5	-394.6	
Dług netto			31.20			13.08	
Udziały mniejszości			43.68			40.75	
Inwestycje rozl. met. praw wł.			14.84			15.2	
Wartość spółki [mln PLN]			539.88			527.81	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

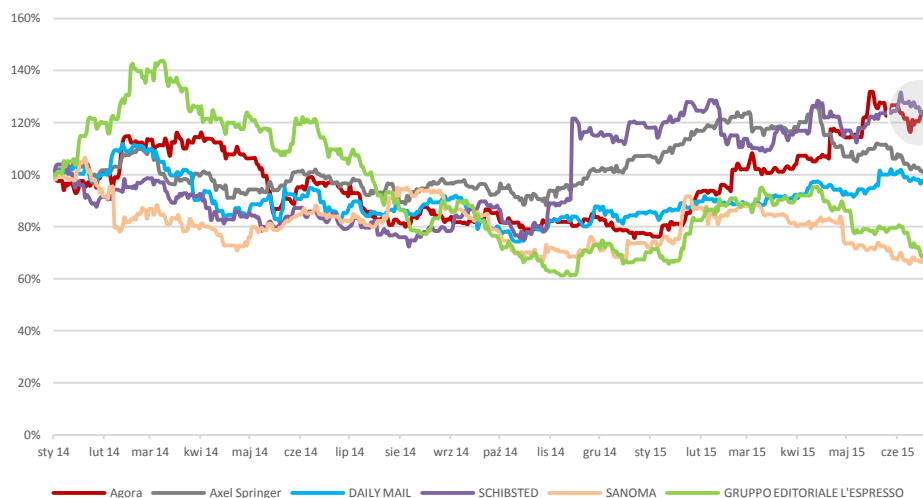
Wskaźniki wybranych podmiotów działających w obszarach jakie występują w Agorze

	Cena	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
Axel Springer	46.825 EUR	21.2	18.3	16.3	9.4	8.4	7.6	Spółki z obszaru prasy codziennej i magazynów (wyższe akceptowalne mnożniki dotyczą podmiotów z relatywnie większym udziałem digitalizacji)
DMGT	938 GBp	16.0	14.1	12.8	11.5	9.9	8.8	
Schibsted	248 NOK	56.3	46.8	32.2	27.2	20.6	16.8	
Sanoma	4.264 EUR	13.7	9.7	8.1	3.9	3.8	3.6	
Telegraaf	4.991 EUR	12.5	12.9	12.0	4.7	3.8	3.6	
L'Espresso	0.926 EUR	14.1	12.2	9.6	6.0	5.4	5.2	
JC Decaux	37.33 EUR	31.6	28.2	26.1	12.7	11.5	10.7	Spółki z obszaru reklamy zewnętrznej
Stroer	41.3 EUR	29.5	25.4	22.5	12.5	11.1	10.1	
Lagardere	25.665 EUR	15.0	13.4	13.2	7.5	6.9	6.8	Współwłaściciel RadiaZet
Regal Entertainment	20.83 USD	17.6	16.9	15.4	8.2	7.8	7.2	Operatorzy multipleksów
Cinemark Holdings	41.24 USD	19.1	17.2	15.2	8.7	8.0	7.3	
Carmike Cinemas	27.85 USD	23.7	18.8	14.1	7.4	6.6	5.8	
Cineworld Group	462.3 GBp	17.5	15.8	14.0	10.0	9.0	8.1	
Kinopolis	34.35 EUR	23.3	20.6	18.9	12.9	12.0	10.9	
Imax	42.44 USD	41.3	34.8	30.0	18.8	16.1	13.4	
Agora	12.09 PLN	---	---	---	6.1x	6.6x	6.3x	

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 2014 roku do czerwca 2015)



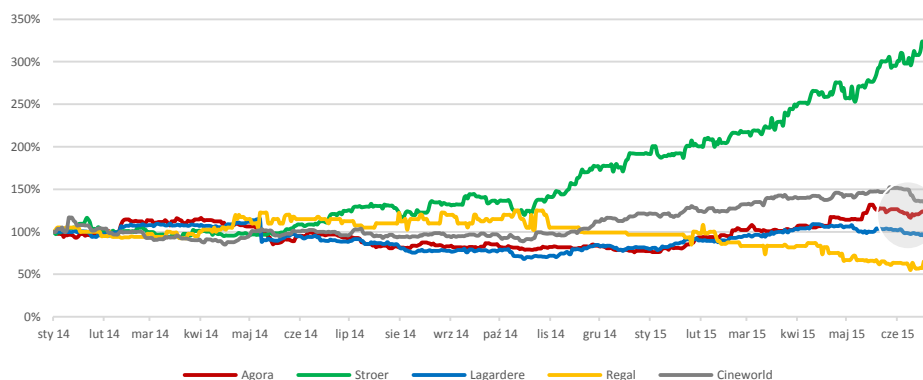
Licząc od 2014 roku stopa zwrotu na inwestycji w większość europejskich podmiotów z ekspozycją na biznes wydawniczy jest dodatnia.

Najsłabszymi spółkami są wciąż L'Espresso oraz Sanoma. W przypadku obu podmiotów ich dotychczasowe działania w obszarze cyfryzacji napotykały na problemy.

Agorze, głównie dzięki segmentowi kino, udało się zmienić częściowo pozycjonowanie grupy.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

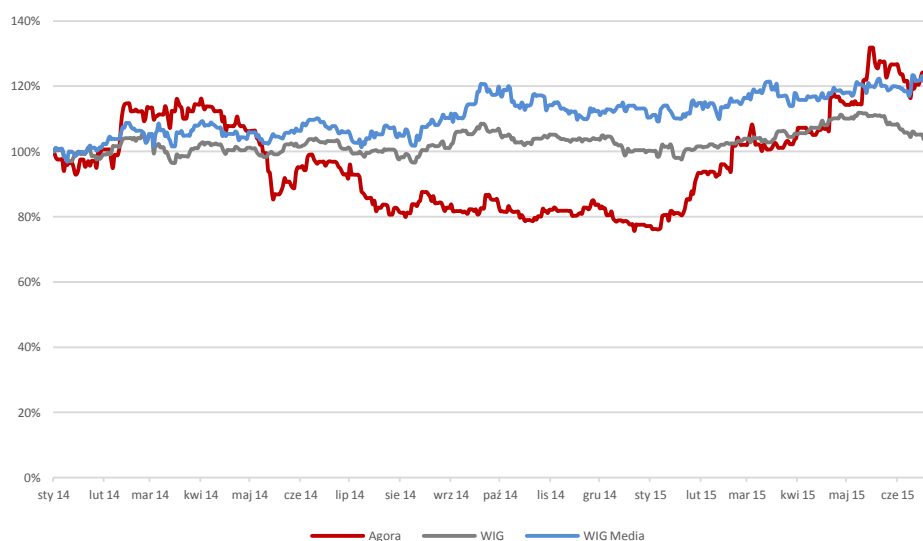
Zachowanie kursów Agory, Stroer, Lagardere, Regal i Cineworld (od 2014 roku do czerwca 2015)



Bardzo dynamiczne wzrostu kursu Stroer są zasług m.in. udanemu wdrożeniu i materializacji projektów cyfrowych (Stroer 3.0 – akcent na treści reklamowe w formacie cyfrowym).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów Agory na tle indeksu WIG oraz WIG Media (od 2014 roku do czerwca 2015)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'15

Dane za 1Q'15 okazały się wyraźnie lepsze r/r wbrew wcześniejszym obawom (wynikającym z sezonowości poszczególnych segmentów). Wpływ na pozytywny odczyt EBITDA grupy miał głównie mocny rynek kinowy w Polsce oraz realizowane przez spółkę projekty kinowe (koprodukcja i dystrybucja filmowa). Zwracamy uwagę, że łączne wpływy z tytułu koprodukcji i dystrybucji filmowej za 1Q'15 wyniosły ok. 8.4 mln PLN (głównie efekt dobrej oglądalności w kinach tytułu Disco Polo).

W 1Q'15 Agora zaraportowała wzrost przychodów o 11% r/r do poziomu 282.8 mln PLN. Wpływy reklamowe spółki w 1Q'15 wzrosły o 4% r/r do 115.5 mln PLN. Sprzedaż biletów w kinach (jak już wspominaliśmy) była zdecydowanie lepsza w ujęciu r/r, co było pochodną większej bazy ekranów oraz poprawy frekwencji na całym rynku kinowym w Polsce. W samym 1Q'15 wpływy z biletów były wyższe o 23% r/r i wyniosły prawie 51 mln PLN. Koszty operacyjne grupy w omawianym okresie wzrosły o 6% r/r do 280.3 mln PLN. Pozycja koszty pracownicze wzrosła o 5% r/r do 76.5 mln PLN. Jednocześnie grupie udało się zredukować pozycję materiały i energia o 7% r/r, mniejsza była także amortyzacja o ok. 2% r/r.

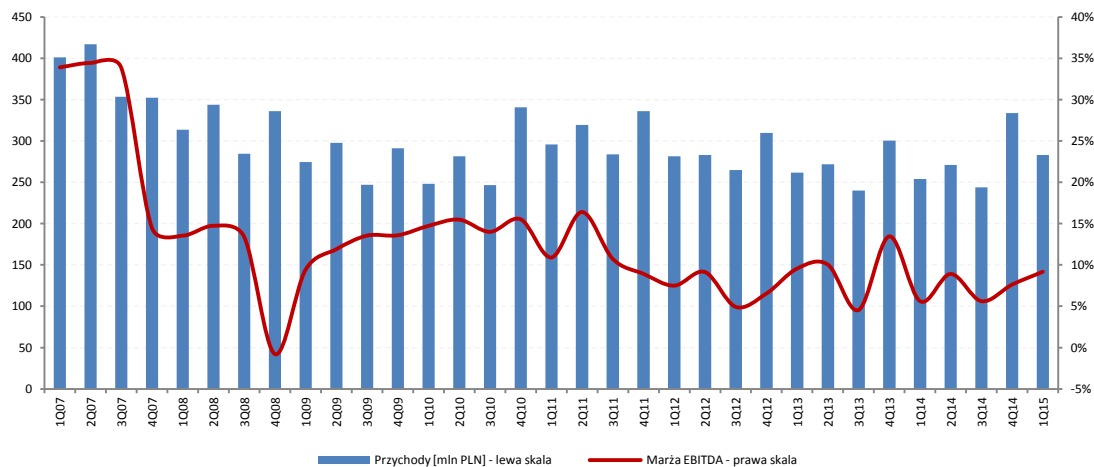
Ogółem za sprawą silnego odczytu z segmentu film i książka oraz lepszym wpływom reklamowym w pozostałych segmentach, spółce udało się poprawić EBITDA do 25.9 mln PLN. Na poziomie EBIT zysk wyniósł 2.5 mln PLN. Negatywny wynik z udziałów w jednostkach stowarzyszonych związany był ze stratą Stopklatki. Końcowy wynik netto za 1Q'15 był na poziomie 1.3 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 1Q'15 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	254.0	282.8	11%	1 066.1	1 131.2	6%
Sprzedaż usług reklamowych	111.0	115.5	4%	377.7	537.6	42%
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	33.1	37.6	14%	90.3	140.0	55%
Sprzedaż biletów do kin	41.5	50.9	23%	96.3	152.4	58%
Sprzedaż usług poligraficznych	40.7	39.1	-4%	78.6	163.7	108%
Pozostała sprzedaż	27.7	39.7	43%	71.5	137.5	92%
Koszty operacyjne	263.6	280.3	6%	1 068.0	1 137.4	7%
Materiały i energia	59.6	55.6	-7%	244.9	235.1	-4%
Amortyzacja	23.8	23.4	-2%	94.6	95.2	1%
Koszty pracownicze	72.9	76.5	5%	289.1	306.5	6%
Niegotówkowe koszty	0.0	0.0	---	1.2	0.0	---
Reprezentacja i reklama	13.2	18.9	43%	66.0	78.6	19%
Inne	94.1	105.9	13%	372.2	422.0	13%
EBITDA	14.2	25.9	82%	92.7	89.0	-4%
Prasa	8.4	3.2	-61%	54.9	16.4	-70%
Druk	3.6	5.6	55%	13.4	18.8	40%
Internet	5.3	4.4	-17%	24.1	24.9	3%
Radio	0.5	0.9	95%	7.2	12.2	70%
Reklama zewnętrzna	0.7	3.4	418%	20.1	25.4	27%
Film i książka	11.3	22.3	98%	35.5	50.5	42%
EBIT	-9.6	2.5	---	-1.9	-6.2	---
Prasa	6.2	0.8	-87%	46.6	6.3	-87%
Druk	-0.8	1.4	---	-2.1	2.8	---
Internet	4.1	3.1	-25%	19.5	19.7	1%
Radio	-0.2	0.2	---	4.7	9.6	102%
Reklama zewnętrzna	-3.5	0.5	---	3.5	10.2	196%
Film i książka	5.1	14.9	191%	10.3	23.1	124%
Saldo finansowe	0.1	-0.4	---	-1.3	2.7	---
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	-0.3	-0.7	---	-0.6	-3.2	---
Wynik netto	-9.6	1.3	---	-7.7	-0.2	---
Marża EBITDA	5.6%	9.2%		8.7%	7.9%	
Marża EBIT	-3.8%	0.9%		-0.2%	-0.5%	
Marża zysku netto	-3.8%	0.4%		-0.7%	0.0%	

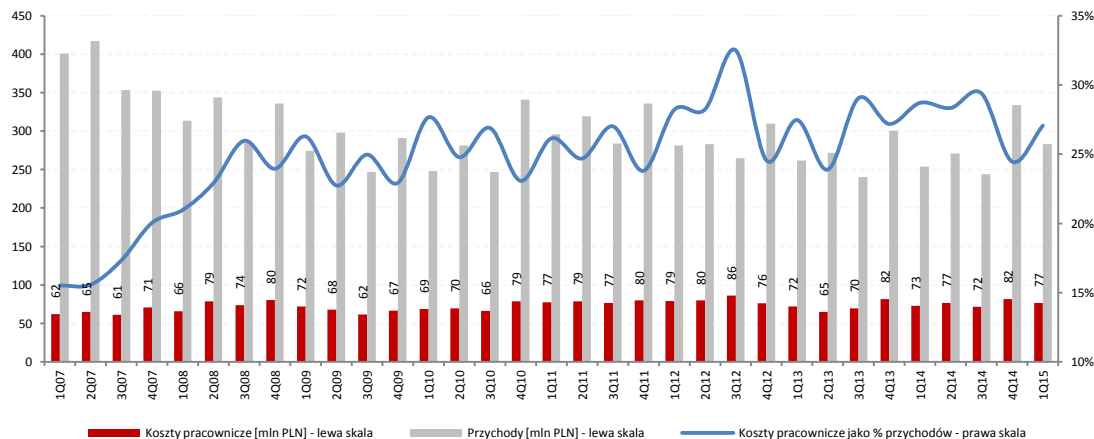
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



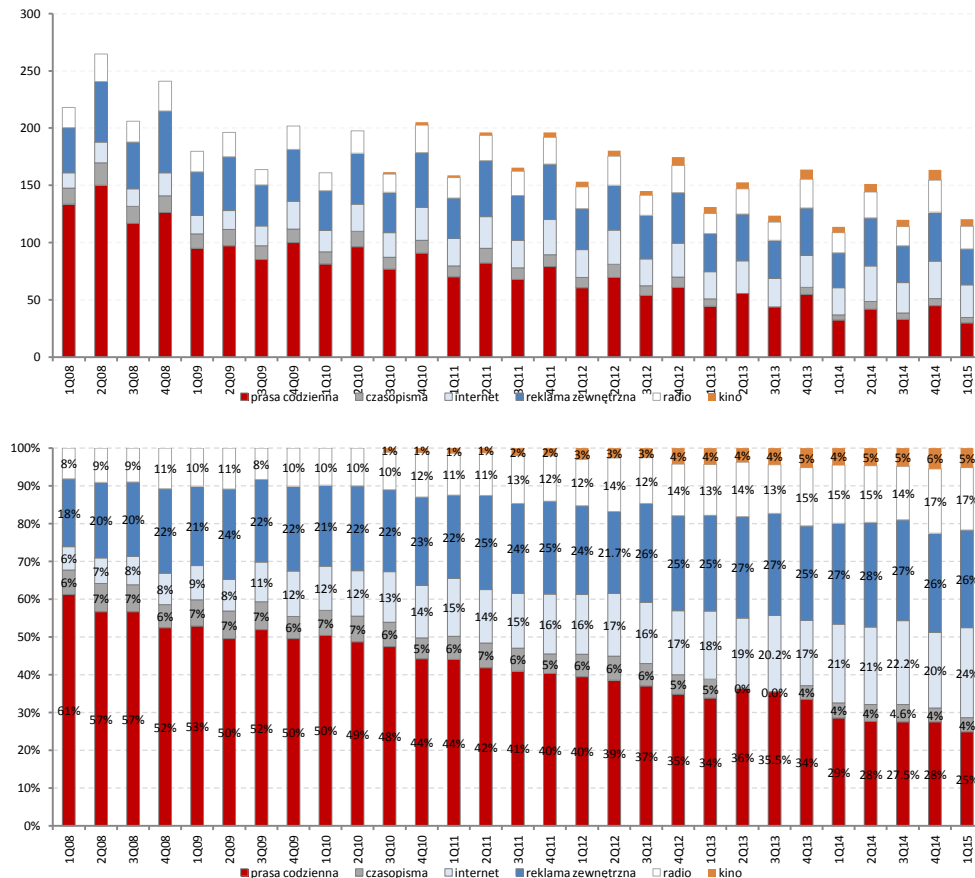
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba sprzedanych biletów do kin sieci Helios oraz EBITDA segmentu film i książka



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



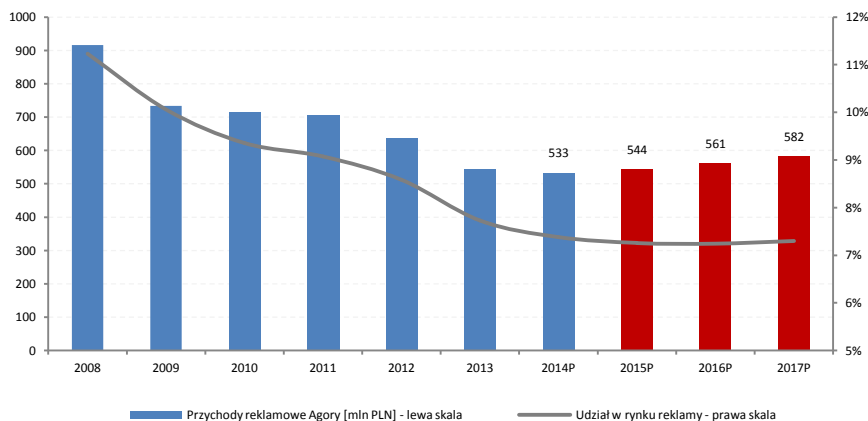
Wpływy z reklamy pochodzące z dzienników oraz czasopism wynosiły w 1Q'15 ok. 29% ogółu przychodów z reklamy, co oznacza spadek w ujęciu r/r o 4 pkt %.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 1Q'15 najwyższe wpływy z reklamy zanotował segment reklamy zewnętrznej, odpowiadający za ok. 26% przychodów reklamowych grupy. Trzecie miejsce pod względem wagi miał obszar internetu (ok. 24% wpływów reklamowych Agory). Tym samym utrzymuje się trend zmiany struktury wpływów reklamowych i docelowego wyniku EBITDA w kierunku bardziej atrakcyjnych obszarów biznesowych.

W omawianym okresie ok 29% przychodów Agory z reklamy pochodziło z segmentu prasa (dzienniki oraz czasopisma) czyli o 4 pkt % mniej niż w 1Q'14. Sprzedaż egzemplarzowa gazet spada i jest to trend długoterminowy, choć należy zauważyć że erozja cechuje się coraz mniejszą dynamiką. Zwracamy uwagę, że wartość reklamy w prasie drukowanej jest już bardzo małą częścią całego rynku reklamy w Polsce.

Szacunkowy udział Agory w krajowym rynku reklamy



Wraz ze strukturalną zmianą rynku reklamy w Polsce, udział Agory w krajowym rynku ulegał w ostatnich latach systematycznemu spadkowi. 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 2015 - 2017

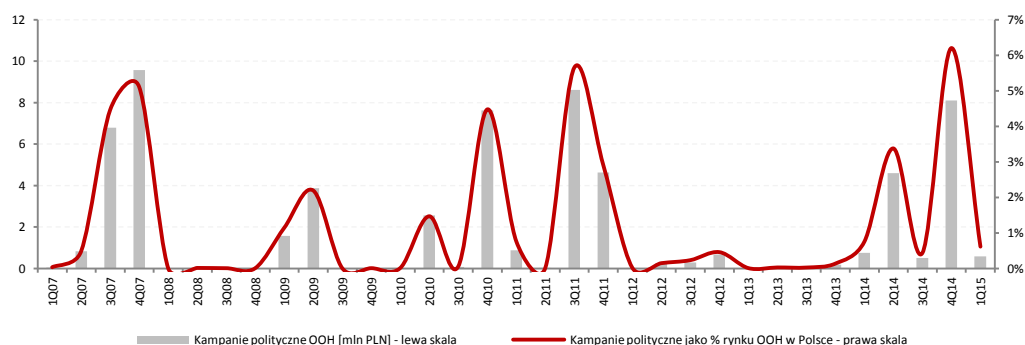
SEGMENT FILM I KSIĄŻKA

Okres 1Q'15 był drugim z rzędu bardzo dobrym kwartałem dla polskich kin i dodatkowo wynikiem spółki w tym obszarze pomogła produkcja „Disco Polo”. Wstępne dane frekwencyjne za 2Q'15 sugerują, że odczyt końcowy może wskazywać najwyżej na płaską frekwencję r/r (2Q jest sezonowo słabym momentem w polskich kinach). Mocny wynik segmentu film i książka oczekujemy dopiero w 4Q'15, na co powinna wpłynąć dobra frekwencja. Zwracamy też uwagę, że wpływ na rezultaty segmentu za 4Q'15 może mieć film „Król życia”, którego spółka jest producentem (premiera kinowa – koniec września 2015; dofinansowanie po odwołaniu z PISF na kwotę 1 mln PLN). Ogółem podnieśliśmy założenia dla segmentu na 2015 rok i kolejne lata (w 2016 roku liczymy się jednak z pewnym spadkiem wyniku mając na uwadze prawdopodobny rekordowy odczyt za 2015 rok).

SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ, INTERNET ORAZ RADIO

W segmencie reklamy zewnętrznej początek 2015 roku był dość wymagający. Z danych IGRZ wynika, że wartość reklamy zewnętrznej w Polsce w samym 1Q'15 wyniosła niespełna 95 mln PLN. Ogółem w 2015 roku liczymy na ożywienie rynku reklamy OOH w Polsce jednak należy mieć na uwadze, że jest to rok dwóch wielkich kampanii politycznych (które mogą wpływać na przesunięcie kampanii reklamowych innych zleceniodawców). Obawiamy się, że zakończona kampania prezydencka nie przyniosła korzyści spółce i liczymy się z niewielką erozją przychodów segmentu w 2Q'15. Jednocześnie jednak spółka powinna nadal wykazać niższe koszty związane z realizacją kampanii i utrzymaniem systemu, co naszym zdaniem będzie miało decydujący wpływ na EBITDA w 2015 roku. W 2016 roku uwzględniamy stopniowo dalsze zaawansowanie procesu inwestycyjnego w Warszawie. Nowe wiaty będą coraz bardziej wpływały na stronę kosztową w latach 2016-2017 (utrzymanie systemu, amortyzacja). Przyjeliśmy, że EBITDA dla tego obszaru w 2015 roku wyniesie 26.6 mln PLN, a w 2017 przekroczy 31 mln PLN.

Wartość kampanii politycznych w ramach segmentu reklamy zewnętrznej w Polsce



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

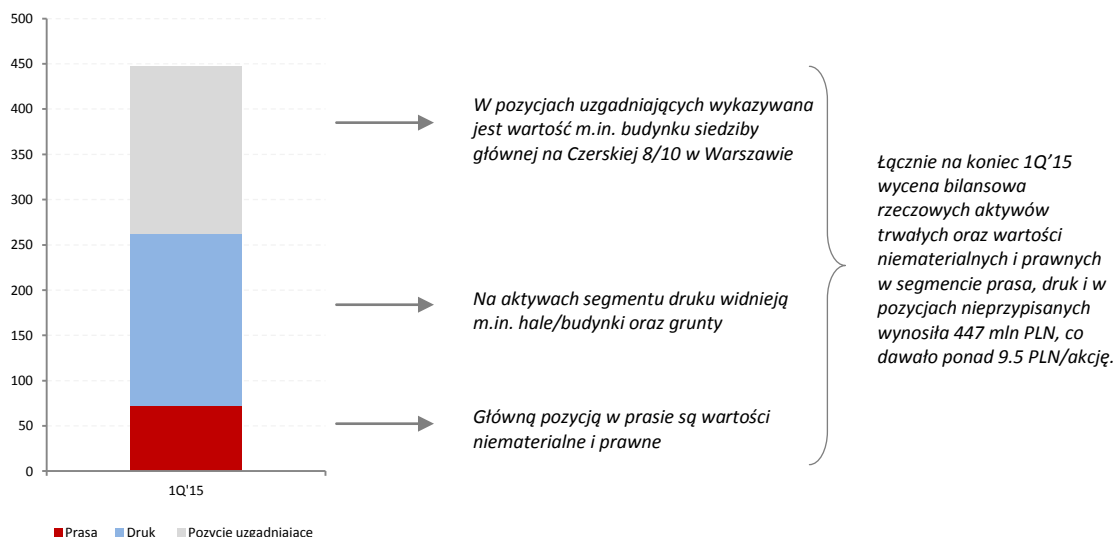
W obszarze internet dane za 1Q'15 pokazały erozję EBITDA i był to drugi kwartał z rzędu spadku w ujęciu r/r. Jest to efekt wyższej bazy kosztowej i realizowanych projektów. Mamy nadzieję, że od 2Q'15 segment wróci na ścieżkę wzrostu r/r i w całym 2015 roku EBITDA osiągnie pułap ok. 29 mln PLN. W latach 2016-2017 założyliśmy wzrost EBITDA segmentu do odpowiednio 31.5 i 34.2 mln PLN.

Dobrych rezultatów oczekujemy ze strony radia. Budujący był odczyt o wzroście rynku reklamy w radio za 1Q'15. Spodziewamy się, że niewielki wzrost udziału w rynku w najbliższych kwartałach będzie miał przełożenie na raportowany wynik. W całym 2015 roku oczekujemy, że radio wypracuje EBITDA na poziomie 13.8 mln PLN. Biorąc pod uwagę perspektywy dla rynku reklamy radiowej oraz dokonywane zmiany organiczne w tym segmencie oceniamy, że ścieżka wzrostu na 2016-2017 nie jest zagrożona. Należy mieć jednak na uwadze, że wyniki poszczególnych kwartałów mogą być pod wpływem realizowanych kampanii promocyjnych (nieregularne w czasie).

SEGMENT PRASA ORAZ DRUK

Rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne segmentu prasa na koniec 1Q'15 wynosiły 72.1 mln PLN, w obszarze druk wspomniane kategorie aktywów były wyceniane na ok. 190.7 mln PLN, z kolei w pozycjach uzgadniających na bilansie ujmowano 184.6 mln PLN. Zatem łącznie na koniec 1Q'15 wycena bilansowa tych aktywów wynosiła ponad 447 mln PLN, czyli ponad 9.5 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]



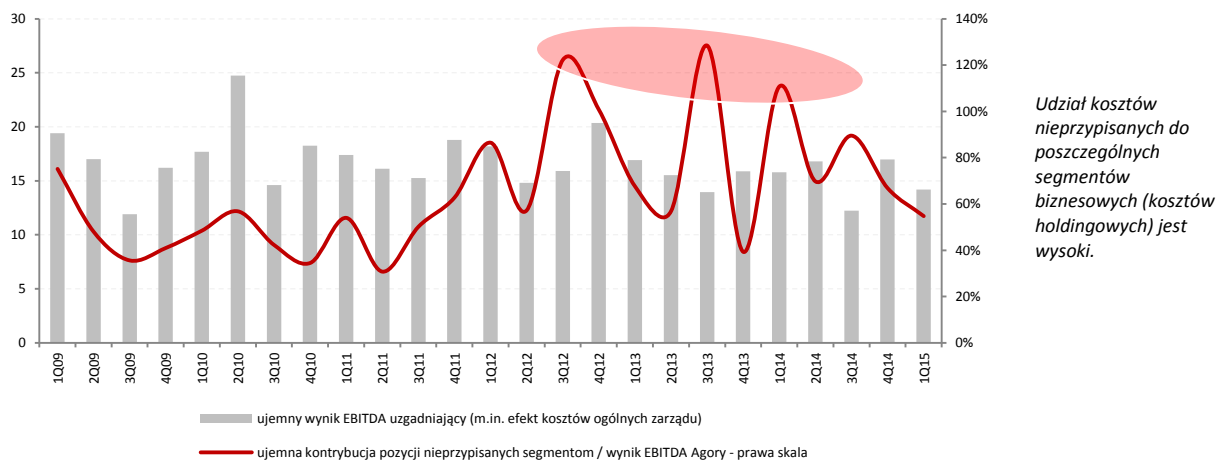
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka w zaprezentowanej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników Agory. W naszym modelu zakładamy, że w 2015 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił ok 20 mln PLN. Z zaprezentowanych wcześniej założeń wynika, że celem Agory do 2016 roku jest stabilizacja rentowności segmentu prasy. Tak jak pisaliśmy już w poprzednich dwóch raportach w segmencie prasy (po stronie przychodowej) dostrzegamy jednak ciągle ryzyko dużej ekspozycji na wpływy reklamowe od podmiotów powiązanych z administracją rządową/regionalną. Uwzględniając prawdopodobieństwo zmiatany obozu rządzącego po jesiennych wyborach parlamentarnych decydujemy się na materializację części wspomnianych ryzyk. Obawiamy się, że przyszła erozja wpływów reklamowych od zleceniodawców związanych z administracją publiczną może mieć dalsze silnie negatywne oddziaływanie na rentowność segmentu prasy. Przy obecnej strukturze kosztowej realizacja przyjętego scenariusza, wg naszych symulacji, może spowodować wynik EBITDA segmentu prasy do wartości ok 10 mln PLN w 2016 roku (erozję EBITDA do takiego pułapu sygnalizowaliśmy już w raporcie z lutego 2015 roku).

W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z prasy codziennej 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 modelu przyjęliśmy, że EBITDA za 2015 rok wyniesie ok. 17.6 mln PLN, a zysk EBIT ok. 1.4 mln PLN. Liczymy się z tym, że w 2016 wyniki segmentu będą pod presją wyższych kosztów (waluta, ceny papieru). Dlatego w latach 2016-2017 roku przyjęliśmy spadek zysku EBITDA do odpowiednio 15.2 - 14.9 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 jest coraz bardziej destrukcyjna dla całłościowych wyników grupy.

Destrukcyjny wpływ kosztów nieprzypisanych segmentom na wynik EBITDA Agory



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowując, jesteśmy coraz bardziej zbudowani poprawiającą się strukturą EBITDA grupy. Rok 2014 był pierwszym okresem, kiedy największy udział EBITDA w ramach grupy generował segment film i książka. W 2015 roku oczekujemy dalszego silnego umocnienia EBITDA segmentu związanego z kinem. Dodatkowo w latach 2016-2047 coraz wyraźniejszy może być udział w wyniku grupy segmentu reklamy zewnętrznej (szczególnie przy udanej materializacji wpływów reklamowych z inwestycji w wiaty przystankowe w Warszawie) oraz obszaru internet.

Prognozowana struktura EBITDA na lata 2015-2017

	2014	2015P	2016P	2017P
Prasa	21.6	20.0	10.3	10.7
Druk	16.9	17.6	15.2	14.9
Radio	25.8	29.1	31.5	34.2
Internet	11.7	13.8	14.7	15.1
Reklama Zewnętrzna	22.7	26.6	29.3	31.5
Film i książka	39.5	52.5	49.0	49.3
Razem EBITDA [mln PLN]	77.4	99.1	89.3	93.8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2015		2016	2016		2017	2017	
	stare	nowe	zmiana	stare	nowe	zmiana	stare	nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1 108.90	1 145.47	3.3%	1 154.40	1 191.47	3.2%	1 193.20	1 236.38	3.6%
EBITDA [mln PLN]	84.3	99.1	17.6%	92.9	89.3	-3.9%	101.7	93.8	-7.7%
EBIT [mln PLN]	-12.7	4.5	---	-7.6	-17.0	---	-0.2	-16.0	---
Zysk netto [mln PLN]	-11.2	-1.4	---	-8	-18.1	---	0.8	-16.0	---
marża EBITDA	7.6%	8.7%		8.0%	7.5%		8.5%	7.6%	
marża EBIT	-1.1%	0.4%		-0.7%	-1.4%		0.0%	-1.3%	
marża netto	-1.0%	-0.1%		-0.7%	-1.5%		0.1%	-1.3%	

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	333.7	282.8	271.3	252.6	338.7	1 102.4	1 145.5	1 191.5	1 236.4
Sprzedaż usług reklamowych	111.0	146.3	117.7	158.1	115.5	144.6	117.1	164.4	533.1	543.9	561.3	582.0
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	33.1	32.5	32.6	37.3	37.6	32.9	34.5	35.0	135.5	137.1	140.7	146.6
Sprzedaż biletów do kin	41.5	24.6	30.2	46.7	50.9	26.6	33.3	50.3	143.0	161.2	179.6	190.8
Sprzedaż usług poligraficznych	40.7	41.1	38.1	45.4	39.1	41.0	38.5	44.4	165.3	163.0	162.6	162.4
Pozostała sprzedaż	27.7	26.3	25.4	46.2	39.7	26.3	29.1	44.7	125.5	140.4	147.2	154.5
Koszty operacyjne	263.6	270.8	253.8	332.6	280.3	272.8	266.8	321.0	1 120.7	1 140.9	1 208.5	1 252.3
Materiały i energia	59.6	58.6	55.4	65.5	55.6	59.5	58.4	65.3	239.1	229.6	231.0	231.9
Amortyzacja	23.8	24.1	23.5	24.3	23.4	23.3	23.6	24.6	95.7	94.6	106.3	109.8
Koszty pracownicze	72.9	76.7	71.7	81.6	76.5	82.0	83.0	87.1	302.9	326.1	343.6	356.8
Niegotówkowe koszty (program mot.)	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	24.8	18.9	19.0	16.0	24.8	72.9	94.0	95.1	97.4
Inne	94.1	93.4	86.3	136.4	105.9	89.1	85.8	119.2	410.2	396.6	432.4	456.5
EBITDA	14.2	24.1	13.7	25.4	25.9	21.8	9.4	42.3	77.4	99.1	89.3	93.8
Prasa	8.4	11.7	5.8	-4.3	3.2	6.2	1.5	9.2	21.6	20.0	10.3	10.7
Druk	3.6	3.5	4.4	5.4	5.6	4.1	3.9	4.0	16.9	17.6	15.2	14.9
Internet	5.3	7.6	5.6	7.2	4.4	8.1	6.2	10.4	25.8	29.1	31.5	34.2
Radio	0.5	4.0	1.2	6.1	0.9	4.7	1.2	7.0	11.7	13.8	14.7	15.1
Reklama Zewnętrzna	0.7	9.6	2.5	9.9	3.4	10.3	2.2	10.7	22.7	26.6	29.3	31.5
Film i książka	11.3	4.2	6.3	17.7	22.3	5.0	6.8	18.3	39.5	52.5	49.0	49.3
EBIT	-9.6	0.0	-9.8	1.1	2.5	-1.5	-14.3	17.7	-18.3	4.5	-17.0	-16.0
Saldo finansowe	0.1	0.2	2.2	0.8	-0.4	0.0	-0.2	-0.3	3.3	-0.9	-1.5	-1.1
Udział w zyskach jedn. stow.	-0.3	-0.5	-1.4	-0.7	-0.7	-0.3	-0.5	-0.1	-2.9	-1.6	0.4	1.0
Wynik netto	-9.6	-1.0	-10.1	8.2	-0.2	-1.7	-14.9	14.0	-11.0	-1.4	-18.1	-16.0
Marża EBITDA	5.6%	8.9%	5.6%	7.6%	9.2%	8.0%	3.7%	12.5%	7.0%	8.7%	7.5%	7.6%
Marża EBIT	-3.8%	0.0%	-4.0%	0.3%	0.9%	-0.5%	-5.7%	5.2%	-1.7%	0.4%	-1.4%	-1.3%
Marża zysku netto	-3.8%	-0.4%	-4.1%	2.4%	-0.1%	-0.6%	-5.9%	4.1%	-1.0%	-0.1%	-1.5%	-1.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podnieśliśmy nasze założenia na 2015 rok po bardzo dobrym odczycie za 1Q'15. Wyższe założenia dotyczą większości segmentów biznesowych. Praktycznie bez zmian pozostawiliśmy projekcje dla reklamy zewnętrznej, obniżka oczekiwań dotyczy segmentu prasa. Ogólnie podnieśliśmy EBITDA z pułapu 84.3 mln PLN do 99.1 mln PLN. Zwracamy uwagę, że w najbliższych dwóch odczytach kwartalnych nie oczekujemy istotnych zaskoczeń in plus w relacji r/r. Dopiero okres 4Q'15 powinien przynieść wyraźne ożywienie na co powinny złożyć się dobre dane z większości segmentów (z mocnym akcentem segmentu kino).

Na 2016 rok zdecydowaliśmy się na korektę in minus z uwagi na uwzględnienie kolejnych ryzyk dla obszaru prasy. Tak jak pisaliśmy już w poprzednich dwóch raportach, w segmencie prasy (po stronie przychodowej) dostrzegamy ryzyko ciągle sporej ekspozycji na wpływy reklamowe od podmiotów powiązanych z administracją rządową/regionalną. Uwzględniając prawdopodobieństwo zaistnienia dalszych zmian w strukturach władzy w Polsce po jesiennych wyborach parlamentarnych decydujemy się obecnie na materializację części wspomnianych ryzyk. Obawiamy się, że przyszła erozja wpływów reklamowych od zleceńodawców związanych z administracją publiczną może mieć odczuwalne negatywne oddziaływanie na rentowność segmentu prasa. Przy bieżącej strukturze kosztowej realizacja przyjętego przez nas scenariusza mogłaby sprowadzić wynik EBITDA segmentu prasa do wartości ok 10 mln PLN w 2016 roku (erozję EBITDA do takiego pułapu sygnalizowaliśmy już w raporcie z lutego 2015 roku). Bliskie jest nam również założenie, że wynik segmentu film i książka za 2015 rok będzie rekordowy i trudno będzie o jego dalszą poprawę w 2016 roku (utrzymujemy wysoką frekwencję w kinach; niemniej projekty związane z produkcją/koprodukcją obciążone są dużym ryzykiem błędów). Dlatego na 2016 rok przyjęliśmy spadek EBITDA r/r do pułapu niespełna 90 mln PLN.

Mając na uwadze coraz mniejsze znaczenie segmentu prasa na przyszły wynik grupy zakładamy, że od 2017 roku Agora powróci na ścieżkę wzrostu rezultatów grupy. Pozytywnie oceniamy zachodzące trwale zmiany w ramach grupy. Podoba nam się poprawa struktury EBITDA, gdzie znaczenie segmentu prasa jest coraz mniejsze. Sądymy, że obszar ten (z uwagi na „wojowniczą linię redakcji GW”) może zaburzyć ścieżkę wzrostu wyników w ujęciu r/r w samym 2016 roku, jednak już od 2017 roku oczekujemy powrotu wzrostów EBITDA grupy.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 235	1 139	1 074	1 102	1 145	1 191	1 236	1 276	1 310	1 343
Sprzedaż usług reklamowych	706	636	544	533	544	561	582	600	616	632
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	193	159	134	136	137	141	147	151	156	158
Sprzedaż biletów do kin	146	134	129	143	161	180	191	201	209	218
Pozostała sprzedaż	190	209	267	291	303	310	317	323	329	335
Koszty operacyjne	1 183	1 152	1 067	1 121	1 141	1 208	1 252	1 286	1 314	1 342
Materiały i energia	251	244	240	239	230	231	232	232	232	233
Amortyzacja	93	94	96	96	95	106	110	110	107	105
Koszty pracownicze	313	310	288	303	326	344	357	369	380	391
Niegotówkowe koszty	10	3	1	0	0	0	0	0	0	0
Reprezentacja i reklama	115	81	65	73	94	95	97	100	103	105
Inne	402	420	375	410	397	432	456	475	491	508
EBITDA	145	81	103	77	99	89	94	99	104	105
EBIT	52	-13	7	-18	5	-17	-16	-11	-4	1
Saldo finansowe	3	3	-2	3	-1	-1	-1	-1	0	0
Udział w wyniku jed. stow.	0	0	0	-3	-2	0	1	1	2	2
Wynik brutto	55	-10	5	-18	2	-18	-16	-10	-2	3
Podatek	11	-2	4	-7	3	0	0	0	0	0
Wynik netto	44	-8	1	-11	-1	-18	-16	-10	-2	2
Bilans	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa trwałe	1 203	1 209	1 204	1 143	1 165	1 150	1 122	1 083	1 052	1 030
WNiP	419	422	417	400	407	408	407	405	403	403
Rzeczowe aktywa trwałe	760	766	725	686	732	735	708	669	638	615
Należności długoterminowe	8	5	45	34	4	-16	-16	-16	-16	-16
Aktywa obrotowe	600	494	439	414	333	345	349	369	384	387
Zapasy	29	22	26	30	25	26	27	28	29	30
Należności krótkoterminowe	248	247	238	269	239	232	240	248	255	261
Inwestycje krótkoterminowe	323	224	175	114	69	87	81	93	100	97
AKTYWA RAZEM	1 804	1 703	1 643	1 556	1 498	1 495	1 471	1 452	1 435	1 418
Kapitał własny razem	1 263	1 206	1 208	1 165	1 143	1 125	1 097	1 075	1 057	1 038
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	540	497	435	391	355	370	374	377	378	380
Zobowiązania %	241	229	173	116	100	100	95	90	85	80
Rozliczenia międzyokresowe	60	67	67	72	64	66	69	71	73	75
PASYWA RAZEM	1 804	1 703	1 643	1 556	1 498	1 495	1 471	1 452	1 435	1 418
CF	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy z działalności operacyjnej	152	92	109	98	146	130	93	98	103	104
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-116	85	-121	-43	-132	-107	-77	-65	-70	-77
Przepływy z działalności finansowej	-94	-112	-80	-102	-42	-5	-22	-21	-26	-30
Środki pieniężne eoP	126	191	99	52	24	42	36	48	55	52
Wskaźniki rynkowe	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
EPS	0.9	-0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.0
BVPS	24.8	23.7	23.7	22.9	24.0	23.6	23.0	22.5	22.2	21.8
P/E	14.1x	---	---	---	---	---	---	---	---	---
P/CE	4.5x	7.2x	6.3x	7.3x	6.2x	6.5x	6.1x	5.8x	5.5x	5.4x
P/BV	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.6x
EV/EBITDA	3.7x	7.7x	5.9x	8.0x	6.1x	6.6x	6.3x	5.8x	5.4x	5.3x
EV/EBIT	10.3x	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Dług netto [mln PLN]	-83	5	-2	1	31	13	14	-3	-15	-17
Dywidenda [mln PLN]	-25	-51	-1	0	0	0	-12	-12	-17	-21
DPS	0.50	1.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	0.35	0.45
DYield	4.1%	8.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	2.1%	2.9%	3.7%

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
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

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

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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
redukuj	11.2	kupuj	10.78	18.06.2015	12.09	53 408
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 2Q'15:

Kupuj	5	29%
Akumuluj	7	41%
Trzymaj	3	18%
Redukuj	2	12%
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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując 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 inwestycyjna 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 18.06.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.06.2015 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 uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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.

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac 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 18.06.2015 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 pełnią 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.