



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 11.77 PLN

23 LUTY 2016

Sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na rok 2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 561.2 mln PLN, co daje 11.77 PLN/akcję. Dlatego uwzględniając bieżącą cenę rynkową decydujemy się na zmianę zalecenia z Redukuj na Trzymaj. Przy sugerowanej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'16 na poziomie 6.1x.

Dane za 4Q'15 oceniamy jako bardzo dobre i zauważamy, że w wielu obszarach biznesowych przyniosły umocnienie pozytywnych tendencji widocznych już w poprzednich kwartałach 2015 roku. W 4Q'15 Agora zaraportowała wzrost przychodów o 6% r/r do poziomu 354 mln PLN. Wpływy reklamowe w 4Q'15 wzrosły o 8% r/r i było to więcej niż dynamika wzrostu całego rynku reklamowego. Sprzedaż biletów w kinach wzrosła o 18% do 55.2 mln PLN (w omawianym okresie frekwencja w kinach Helios wzrosła o 14.4% r/r). Koszty operacyjne grupy w 4Q'15 wzrosły o 1% r/r do 336.9 mln PLN. Pozycja koszty pracownicze wzrosła o 7% r/r do 87.5 mln PLN. Jednocześnie grupie udało się zredukować pozycję materiały i energia o 5% r/r (m.in. ograniczenie kosztów materiałów produkcyjnych). Ogółem grupa w 4Q'15 pokazała EBITDA w wysokości 41.4 mln PLN. Na poziomie EBIT zysk wyniósł 17.1 mln PLN. Końcowy wynik netto (przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej) za 4Q'15 wyniósł 15.8 mln PLN.

Dostrzegamy sukcesy w realizacji celów średnioterminowych zarysowanych przez władze spółki. Zwracamy uwagę, że w poszczególnych dywizjach biznesowych rezultaty za 2015 rok były nawet lepsze niż wyznaczone wcześniej oczekiwania na kilka lat do przodu. Wreszcie, tak jak już pisaliśmy w poprzednich raportach, 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 (dzięki wysokiej frekwencji w kinach oraz jednorazowym projektem) EBITDA tego segmentu wzrosła do ponad 60 mln PLN. Na lata 2016-2018 zakładamy w modelu dalsze zwiększenie roli segmentu film i książka, internet czy reklama zewnętrzna w EBITDA grupy.

Podnieśliśmy nasze założenia dla EBITDA grupy na 2016 rok o ponad 4%. Korekta w górę oczekiwanego wyniku jest efektem dobrej sytuacji na rynku reklamy i tym samym postępującej poprawie rentowności widocznej w większości segmentów. Niewielka korekta w dół dotyczy natomiast segmentu prasa. Przed odważniejszą korektą EBITDA w górę powstrzymuje nas (na obecnym etapie) przyszły poziom bazy kosztowej. Obawiamy się, że dojdzie do poluzowania restrykcyjnej polityki kosztowej wraz z rozwojem poszczególnych segmentów. Natomiast w obszarze prasa będziemy obserwowali ubytki wpływów reklamowych i w miarę sztywną bazę kosztów pracowniczych w ujęciu r/r. Ewentualną korektę in plus EBITDA grupy na 2016 rok rozważymy ponownie po odczytach za 1Q lub 2Q'16. Mając na uwadze coraz mniejsze znaczenie segmentu prasa na przyszły wynik grupy zakładamy, że od 2017 roku Agora powróci na ścieżkę wzrostu.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 074	1 102	1 189	1 207	1 258	1 309
EBITDA [mln PLN]	103.5	77.1	120.7	93.7	103.0	111.8
EBIT [mln PLN]	7.4	-18.6	18.7	-8.9	-2.9	4.9
Wynik netto [mln PLN]	1.2	-11.3	15.3	-14.1	-2.6	6.3
P/BV	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/E	---	---	35.8	---	---	---
EV/EBITDA	5.6	7.6	4.5	6.0	5.2	4.6
EV/EBIT	---	---	28.8	---	---	---

Wycena końcowa [PLN]	11.77
Potencjał do wzrostu / spadku	+2.3%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	11.50
Kapitalizacja [mln PLN]	548.2
Ilość akcji [mln. szt.]	47.67
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13.90
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10.60
Stopa zwrotu za 3 mc	-13%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-6%

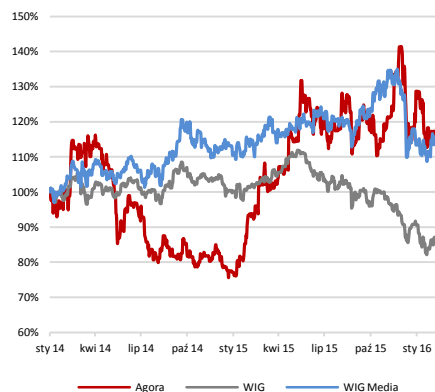
Maciej Bobrowski

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	2
WYCENA SOTP.....	3
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'15	6
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	14
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

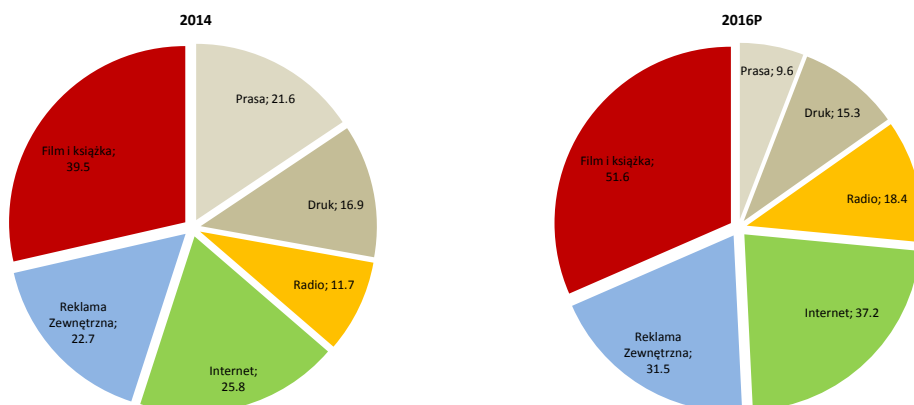
WYCENA I PODSUMOWANIE

Dostrzegamy sukcesy w realizacji celów średnioterminowych zarysowanych przez władze spółki. Zwracamy uwagę, że w poszczególnych dywizjach biznesowych rezultaty za 2015 rok były nawet lepsze niż wyznaczone wcześniej oczekiwania na kilka lat do przodu. Wreszcie, tak jak już pisaliśmy w poprzednich raportach, 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 (dzięki wysokiej frekwencji w kinach oraz jednorazowym projektom) EBITDA tego segmentu wzrosła do ponad 60 mln PLN. Na lata 2016-2018 zakładamy w modelu dalsze zwiększenie roli segmentu film i książka, internet czy reklama zewnętrzna w EBITDA grupy.

W czerwcu 2015 roku zdecydowaliśmy się zmienić nasze zalecenie z Kupuj na Redukuj. Ostrzegaliśmy bowiem przed rysowaniem się bardzo wysokiej bazy wynikowej w 2015 roku oraz prawdopodobnym pogorszeniem rentowności grupy w 2016 roku. **Obecnie sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na rok 2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 561.2 mln PLN, co daje 11.77 PLN/akcję. Dlatego uwzględniając bieżącą cenę rynkową decydujemy się na zmianę zalecenia z Redukuj na Trzymaj. Przy sugerowanej cenie docelowej spółka będzie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'16 na poziomie 6.1x.**

Podnieśliśmy nasze założenia dla EBITDA grupy na 2016 rok o ponad 4%. Korekta w górę oczekiwanego wyniku jest efektem dobrej sytuacji na rynku reklamy i tym samym postępującej poprawie rentowności widocznej w większości segmentów. Niewielka korekta w dół dotyczy natomiast segmentu prasa. Zaznaczamy, że ewentualną odważniejszą korektę in plus EBITDA grupy na 2016 rok rozważymy ponownie po odczytach za 1Q'16 lub 2Q'16. Dodatkowo, mając na uwadze coraz mniejsze znaczenie segmentu prasa na przyszły wynik grupy zakładamy, że od 2017 roku Agora powróci na ścieżkę wzrostu. W takim scenariuszu należy także oczekiwać, że w kolejnych naszych aktualizacjach przy ustalaniu wyceny będziemy chcieli zaakcentować projekcję na lata 2017-2018.

Struktura wyniku EBITDA za rok 2014 i projekcja na 2016 rok (bez uwzględnienia wyłączeń/kosztów holdingu)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SOTP

Wyceniamy spółkę za pomocą metody SOTP. Agora na przestrzeni ostatnich lat zmagą się z szybką erozją rynku reklamy w prasie, co negatywnie wpływało na osiągnięte wyniki. Uważamy jednak, że coraz wyraźniej poprawia się postrzeganie spółki przez inwestorów. Do takiego zachowania skłania (sygnalizowana we wcześniejszych raportach) w szczególności istotna zmiana struktury wyniku EBITDA grupy. Tym samym, w naszej ocenie, przyszłe akceptowalne przez inwestorów mnożniki rynkowe EV/EBITDA dla Agory powinny ulegać dalszemu podwyższeniu.

Dostrzegamy sukcesy w realizacji celów średnioterminowych wyznaczonych przez władze spółki. Zwracamy uwagę, że w poszczególnych dywizjach biznesowych rezultaty za 2015 rok były nawet lepsze niż wyznaczone wcześniej oczekiwania na kilka lat do przodu. Wreszcie, tak jak już pisaliśmy w poprzednich raportach, jesteśmy zbudowani poprawiającą się strukturą EBITDA grupy.

Sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na rok 2016 sugeruje wartość spółki na poziomie 561.2 mln PLN. Wartość przypadająca na jedną akcję wynosi zatem ok. 11.77 PLN. Dlatego uwzględniając obecną cenę rynkową decydujemy się na zmianę zalecenia z Redukuj na Trzymaj. Przy cenie docelowej na poziomie 11.77 PLN/akcję spółka będzie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'16 na poziomie 6.1x.

Zaznaczamy, że ewentualną korektę in plus EBITDA grupy na 2016 rok rozważymy ponownie po odczytach za 1Q'16 lub 2Q'16. Dodatkowo, mając na uwadze coraz mniejsze znaczenie segmentu prasa na przyszły wynik grupy zakładamy, że od 2017 roku Agora powróci na ścieżkę wzrostu. W takim scenariuszu należy także oczekiwać, że w kolejnych naszych aktualizacjach przy ustalaniu wyceny będziemy chcieli zaakcentować projekcję na lata 2017-2018 (która dziś sugeruje wyższy przedział wyceny grupy).

Założenia do wyceny na podstawie mnożników EV/EBITDA

	EBITDA'16 [mln PLN]	mnożnik EV/EBITDA	Wycena [mln PLN]	EBITDA'17 [mln PLN]	mnożnik EV/EBITDA	Wycena [mln PLN]	Komentarz
Segment prasa	9.6	4.0	38.4	8.7	4.0	34.7	Agora posiada największy dziennik w Polsce. Pozycje wydawnicze w obszarze magazynów mają różną siłę rynkową i spółka odczuwa silną konkurencję
Segment druk	15.3	4.0	61.4	15.1	4.0	60.4	Zgodnie z założeniami strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. Na koniec 1Q'15 roku aktywa segmentu wynosiły ok 176.3 mln PLN.
Segment radio	18.4	6.0	110.7	18.9	6.0	113.5	Radio Tok FM , Radio Rock, Złote Przeboje czy rozwijane Radio Pogoda są wg nas atrakcyjnymi aktywami jednak o ograniczonym udziale w rynku (kwestia posiadanych koncesji).
Segment reklama zewn.	31.5	6.0	188.9	33.3	6.0	199.9	Liczymy na pozytywne efekty materializacji rynku warszawskiego.
Segment kino	51.6	7.0	361.5	56.9	7.0	398.6	Segment generujący największy poziom EBITDA w grupie (od 2014 roku). Sieć Helios jest istotnym graczem na krajowym rynku kin. Liczymy, że planowane otwarcia na 2016-2018 wzmocnią pozycję spółki.
Segment internet	37.2	8.0	297.7	39.4	8.0	314.8	Segment ciągle rosnący i w najbliższych okresach powinien mieć coraz większą rolę w wyniku grupy. Zwracamy uwagę na szereg prowadzonych projektów, które mogą w przyszłości istotnie wpływać na wartość dla akcjonariuszy.
Inne (holding)	-70.1	6.5	-455.5	-69.3	6.5	-450.3	
Dług netto			9.85			-14.99	
Udziały mniejszości			41.57			45.84	
Inwestycje rozl. met. praw wł.			9.49			10.4	
Wartość spółki [mln PLN]			561.19			651.25	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

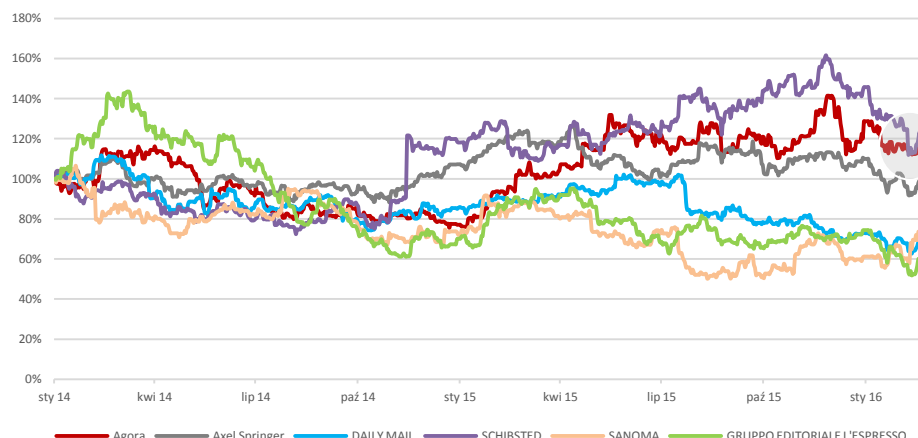
Wskaźniki wybranych podmiotów działających w obszarach jakie występują w Agorze

		P/E			EV/EBITDA			Komentarz
	Cena	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
Axel Springer	46 EUR	21.4	19.4	17.3	10.6	9.7	8.8	Spółki z obszaru prasy codziennej i magazynów (wyższe akceptowalne mnożniki dotyczą podmiotów z relatywnie większym udziałem digitalizacji oraz ekspozycją na internet)
DMGT	643 GBp	11.6	10.7	9.8	8.2	7.4	6.6	
Schibsted	237.6 NOK	65.8	37.9	27.2	23.7	18.4	14.6	
Sanoma	4.462 EUR	12.7	10.7	10.9	4.3	4.1	4.0	
Telegraaf	3.9 EUR	91.6	16.0	17.8	6.0	5.4	3.6	
L'Espresso	0.824 EUR	12.0	11.1	10.0	5.4	4.7	4.5	
Clear Channel	3.51 USD	-106.6	-487.9	36.0	8.8	8.7	8.2	Spółki z obszaru reklamy zewnętrznej
JC Decaux	35.59 EUR	30.6	28.4	24.5	12.4	11.5	10.1	
Stroer	54.59 EUR	31.7	20.3	17.0	16.3	11.3	9.6	
Lagardere	26.75 EUR	16.7	15.3	14.3	8.9	8.1	7.7	Współwłaściciel RadiaZet
Regal Entertainment	19.32 USD	18.9	16.8	14.7	8.2	7.8	7.4	Operatorzy multipleksów
Cinemark Holdings	30.64 USD	16.4	15.5	13.0	7.3	7.2	6.4	
Carmike Cinemas	19.81 USD	56.8	29.8	16.6	7.1	6.7	5.8	
Cineworld Group	505 GBp	17.6	16.0	14.5	10.5	9.5	8.6	
Kinopolis	41.4 EUR	25.2	22.3	20.1	14.0	12.4	10.9	
Imax	31.43 USD	30.7	26.8	24.7	13.6	11.7	9.8	
Agora	11.50 PLN	35.8x	---	---	4.5x	6.0x	5.2x	

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)



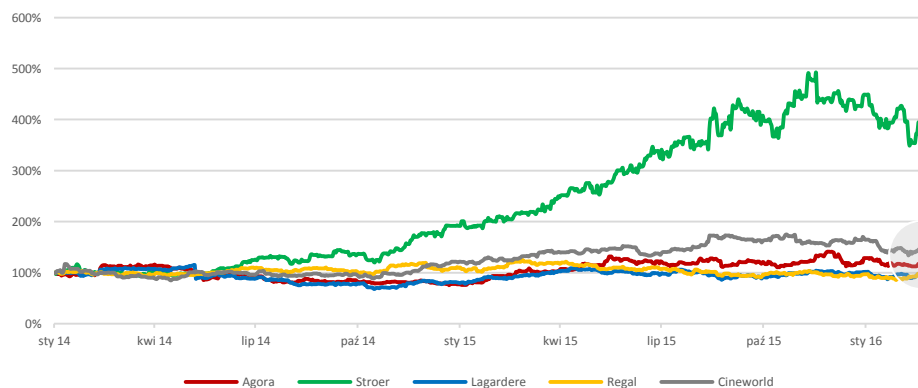
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

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 oraz internet, udało się zmienić pozycjonowanie grupy.

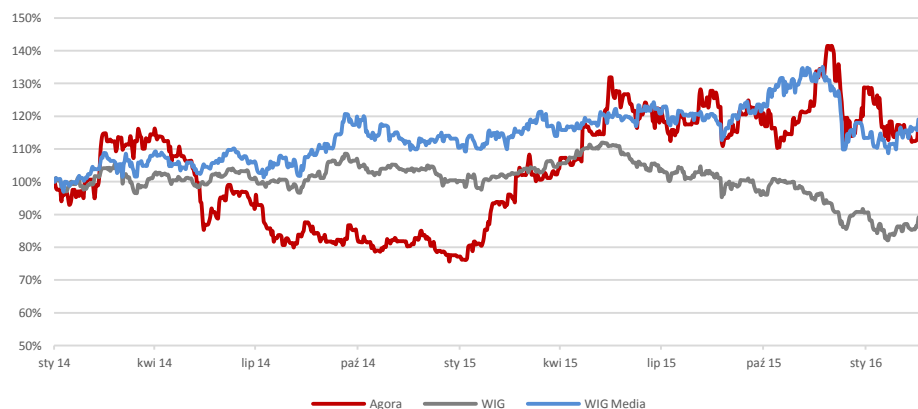
Zachowanie kursów Agory, Stroer, Lagardere, Regal i Cineworld (od 2014 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'15

Dane za 4Q'15 oceniamy jako bardzo dobre i w wielu obszarach biznesowych przyniosły umocnienie pozytywnych tendencji widocznych już w poprzednich kwartałach 2015 roku. Wpływy reklamowe w 4Q'15 wzrosły o 8% r/r i było to więcej niż dynamika wzrostu całego rynku reklamowego. Dodatkowo spółka korzystała na wysokiej frekwencji w kinach w końcówce 2015 roku.

W 4Q'15 Agora zaraportowała wzrost przychodów o 6% r/r do poziomu 354 mln PLN. Wpływy reklamowe (jak już wspominaliśmy) w 4Q'15 wzrosły o 8% r/r do ponad 170 mln PLN. Sprzedaż biletów w kinach wzrosła o 18% do 55.2 mln PLN (w omawianym okresie frekwencja w kinach Helios wzrosła o 14.4% r/r). Koszty operacyjne grupy w 4Q'15 wzrosły o 1% r/r do 336.9 mln PLN. Pozycja koszty pracownicze wzrosła o 7% r/r do 87.5 mln PLN. Jednocześnie grupie udało się zredukować pozycję materiały i energia o 5% r/r (m.in. ograniczenie kosztów materiałów produkcyjnych).

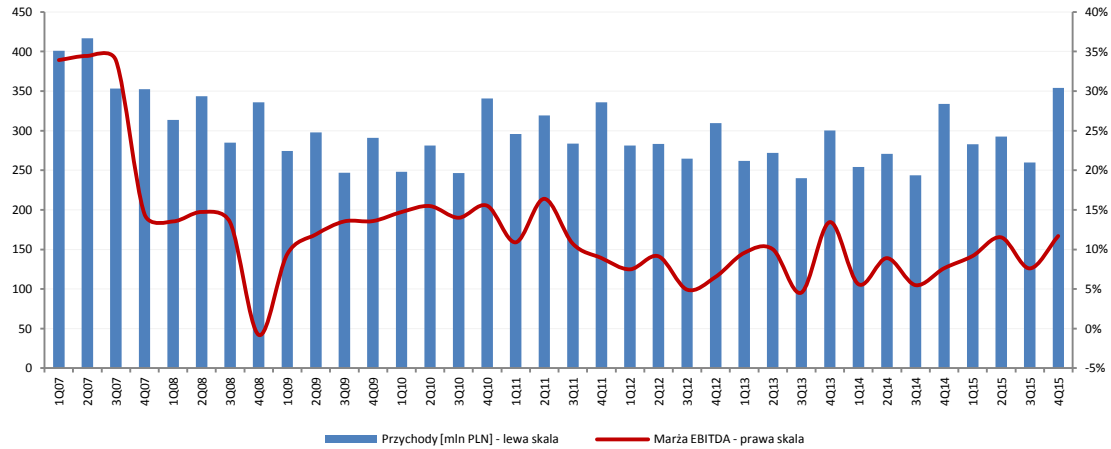
Ogółem grupa w 4Q'15 pokazała EBITDA w wysokości 41.4 mln PLN. Na poziomie EBIT zysk wyniósł 17.1 mln PLN. Końcowy wynik netto (przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej) za 4Q'15 wyniósł 15.8 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 4Q'15 [mln PLN]

	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	1Q'14-4Q'14	1Q'15-4Q'15	zmiana r/r
Przychody	333.7	354.0	6%	1 102.1	1 189.3	8%
Sprzedaż usług reklamowych	158.1	170.1	8%	533.1	562.4	5%
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	37.3	37.4	0%	135.5	144.8	7%
Sprzedaż biletów do kin	46.7	55.2	18%	143.0	162.2	13%
Sprzedaż usług poligraficznych	45.4	41.5	-9%	165.3	156.2	-6%
Pozostała sprzedaż	46.2	49.8	8%	125.2	163.7	31%
Koszty operacyjne	332.6	336.9	1%	1 120.7	1 170.6	4%
Materiały i energia	65.5	62.3	-5%	239.1	225.6	-6%
Amortyzacja	24.3	24.3	0%	95.7	102.0	7%
Koszty pracownicze	81.6	87.5	7%	302.9	317.3	5%
Niegotówkowe koszty program motywacyjny	0.0	0.0	---	0.0	0.0	---
Reprezentacja i reklama	24.8	27.2	10%	72.9	87.4	20%
Inne	136.4	135.6	-1%	410.2	438.3	7%
EBITDA	25.4	41.4	63%	77.1	120.7	57%
Prasa	-4.3	6.8	---	21.6	27.0	25%
Druk	5.4	4.4	-18%	16.9	18.1	7%
Internet	7.2	9.9	36%	25.8	29.6	15%
Radio	6.1	9.9	63%	11.7	16.2	38%
Reklama zewnętrzna	9.9	9.5	-4%	22.7	30.3	33%
Film i książka	17.7	20.0	13%	39.5	60.4	53%
EBIT	1.1	17.1	>100%	-18.6	18.7	---
Prasa	-6.9	4.4	---	11.6	17.2	49%
Druk	1.5	0.7	-55%	0.6	2.3	272%
Internet	5.9	8.5	43%	20.7	24.2	17%
Radio	5.4	9.2	70%	9.1	13.4	47%
Reklama zewnętrzna	5.8	5.8	0%	6.2	17.1	174%
Film i książka	10.7	12.2	14%	13.4	23.6	76%
Saldo finansowe	0.8	-0.6	---	3.3	-1.1	---
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	-0.7	0.1	---	-2.9	-0.9	---
Wynik netto	8.2	15.8	93%	-12.9	12.7	---
Marża EBITDA	7.6%	11.7%		7.0%	10.1%	
Marża EBIT	0.3%	4.8%		-1.7%	1.6%	
Marża zysku netto	2.4%	4.5%		-1.2%	1.1%	

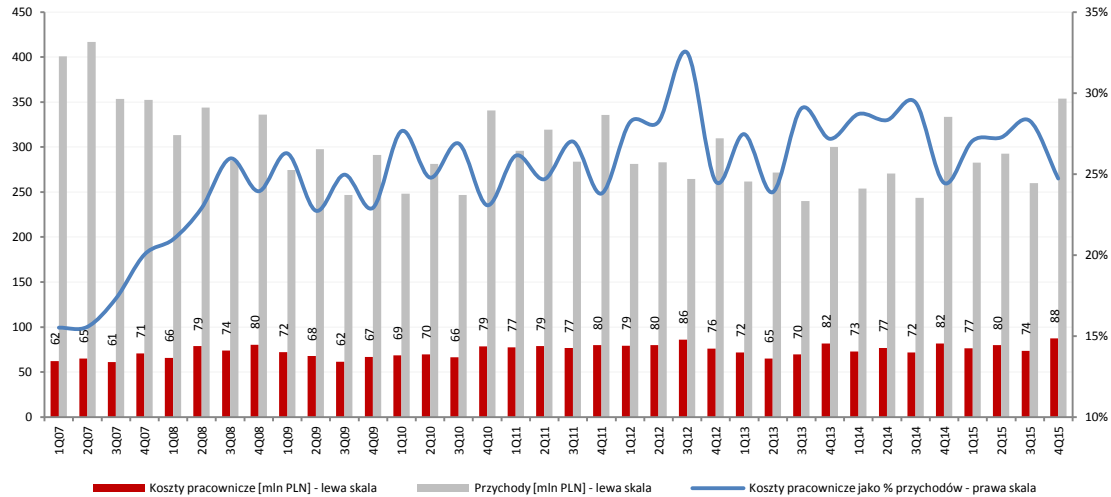
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



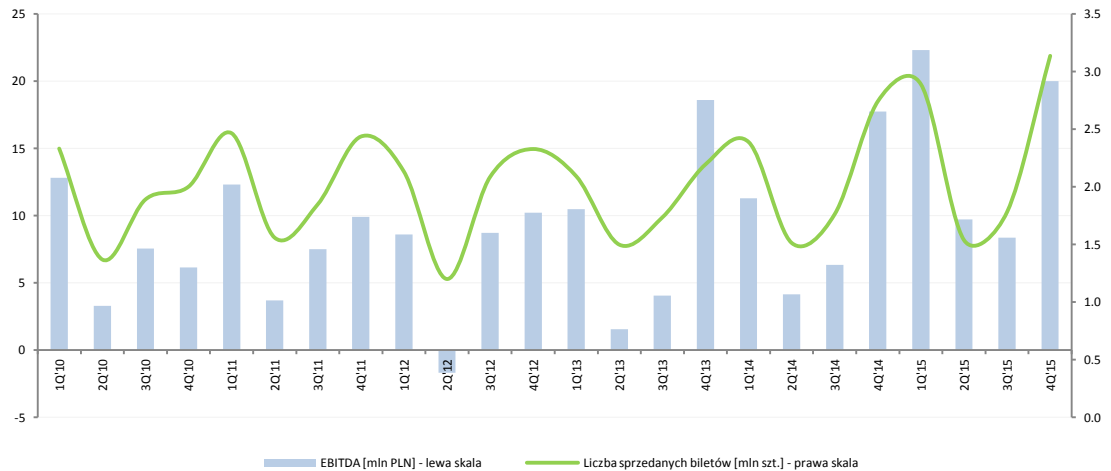
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



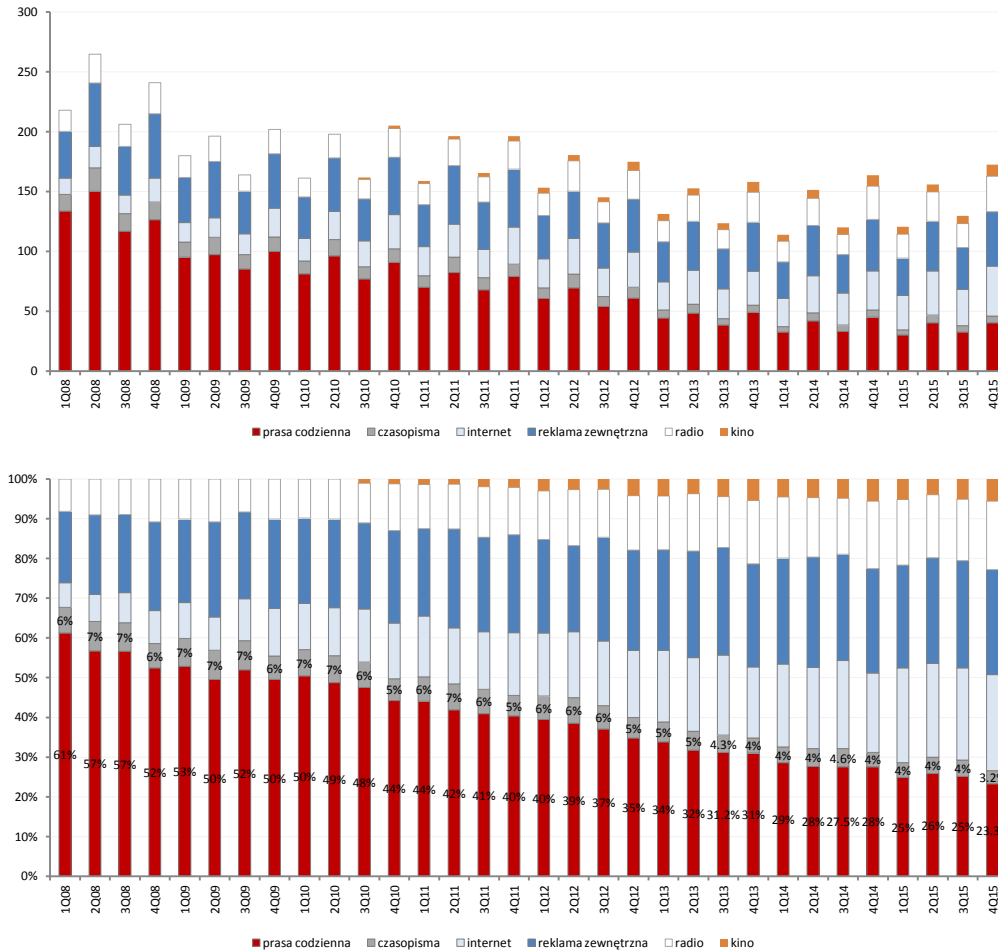
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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]

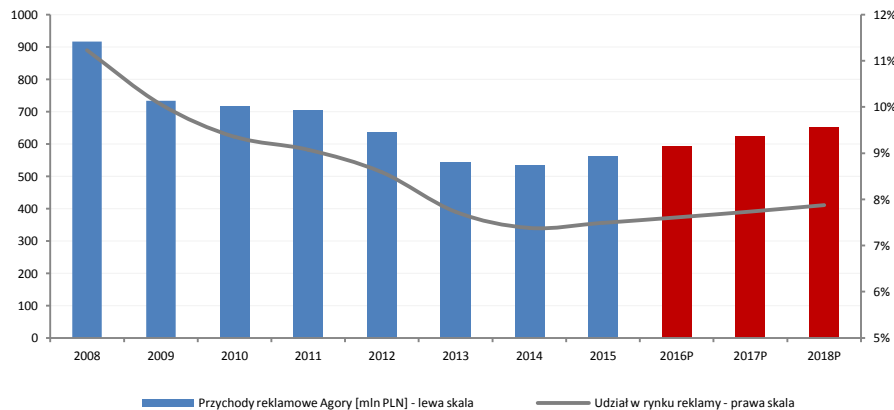


Wpływy z reklamy pochodzące z dzienników oraz czasopism wynosiły w 4Q'15 ok. 26.6% ogółu przychodów z reklamy, co oznacza spadek w ujęciu r/r o ponad 4.5 pkt %.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 4Q'15 najwyższe wpływy z reklamy zanotował segment prasy (prasa + czasopisma). Wartość wpływów reklamowych w tym obszarze wyniosła 45.8 mln PLN i stanowiło to ok. 26.6% ogółu przychodów uzyskiwanych z reklamy. Drugim ze względu na skalę przychodów reklamowych w 4Q'15 był obszar reklamy zewnętrznej 45.7 mln PLN. Trzecie miejsce pod względem wagi miał obszar internetu (ponad 24% wpływów reklamowych Agory). Tym samym utrzymuje się trend zmiany struktury wpływów reklamowych i docelowego wyniku EBITDA w kierunku bardziej atrakcyjnych obszarów biznesowych.

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.

Sytuacja uległa zmianie w 2015 roku i po raz pierwszy od dłuższego czasu spółka symbolicznie zwiększyła swój udział w rynku. Zakładamy, że w 2016-2018 spółka zwiększy swój udział rynkowy w torcie reklamowym.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

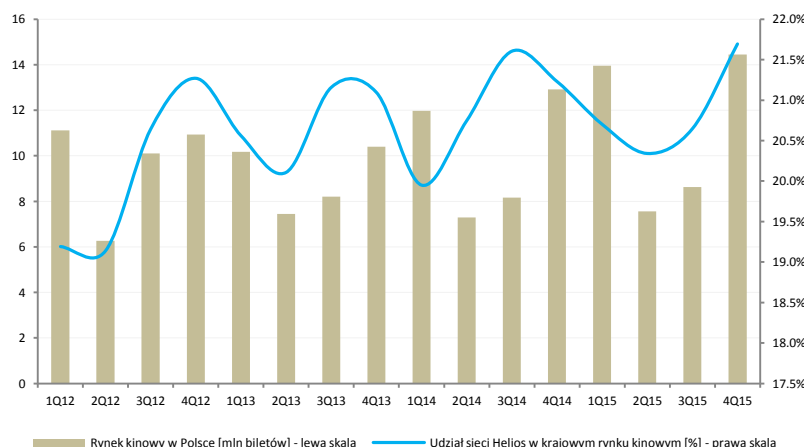
SEGMENT FILM I KSIĄŻKA

Rok 2015 był bardzo udany pod względem frekwencji w krajowych kinach i w sieci Helios. Z danych boxoffice.pl wynika, że w całym 2015 roku liczba sprzedanych biletów wzrosła o ok. 11%. Był to zatem kolejny dobry okres dla polskich multiplexów. Dynamika sprzedanych biletów w kinach Helios wzrosła szybciej niż rynek i przekroczyła 11% (pozytywny wpływ na sprzedaż miały otwarcia nowych obiektów; na koniec 2015 roku sieć Helios liczyła 206 ekranów, podczas gdy na koniec 2014 roku było to 180 sztuk).

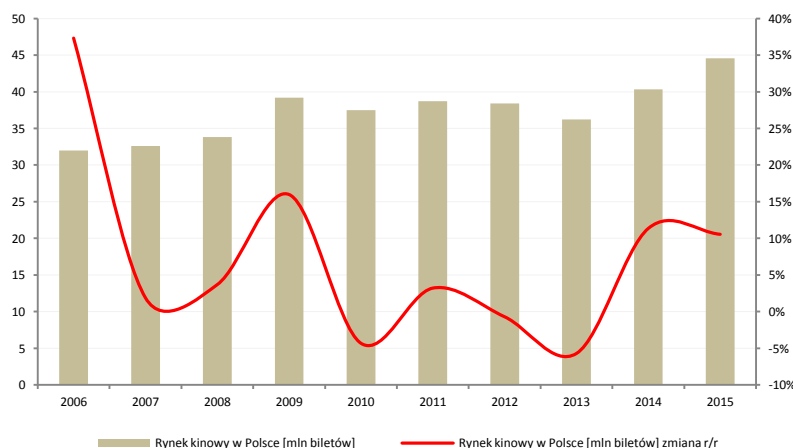
Spółka podała, że w planie otwarć nowych obiektów w 2016 roku są trzy multiplexy: Gdańsk, Poznań i Przemysł (łącznie 19 ekranów). Tym samym na koniec 2016 roku baza ekranów powinna wzrosnąć do 225 sztuk. Na lata 2017-2018 zakładamy w modelu przyrost o 34 ekranów, czyli wzrost do 259 sztuk na koniec 2018 roku.

Obawiamy się, że po długim okresie wzrostu frekwencji w polskich kinach dojdzie do wyhamowania pozytywnych tendencji i w skali całego 2016 roku przyjęliśmy spadek rynku kinowego w Polsce o ok. 3%. Zakładamy jednocześnie, że efekt słabszego rynku kinowego będzie zneutralizowany przez większą bazę ekranów. Zwracamy uwagę, że w 2015 roku większość nowych ekranów uruchomiono w 2H, dodatkowo w 2016 roku ma przybyć kolejnych 19 ekranów. Tym samym przyjmujemy w modelu, że sieć Helios sprzeda w 2016 roku ponad 9.9 mln biletów (+0.57 mln biletów r/r) i udział w polskim rynku sieci Helios przekroczy 22.5%.

Rynek kinowy w Polsce oraz udział sieci Helios



Spółka w 2015 roku zwiększyła swój udział w krajowym rynku kinowym (w 2015 roku większość otwarć nowych ekranów nastąpiło dopiero w 2H). Harmonogram budowy kolejnych multiplexów na 2016 rok i oczekiwane przez nas wejście na rynek katowicki i warszawski w latach 2017-2018 powinno pozwolić na dalsze umocnienie sieci Helios na polskim rynku kinowym.



Przyjmujemy w modelu na 2016 rok spadek frekwencji w Polsce o ok. 3% r/r. Zwracamy uwagę, że ostatnie dwa lata były udane dla branży i przyniosły roczny wzrost rynku o ponad 10%.

Trzeba mieć na uwadze, że prognozowanie zachowania rynku kinowego jest obarczone dużym ryzykiem błędu i nawet pojedyncze hity frekwencyjne (lub ich brak) w box office mogą zaważyć na rocznych odczytach.

W średnim terminie jesteśmy nastawieni optymistycznie do rynku kinowego w Polsce. Wzrost liczby wejść w przeliczeniu na mieszkańca powinien być wspierany poprawą zamożności społeczeństwa.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, boxoffice.pl, GCH

Statystyki operacyjne sieci Helios



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rok 2016 będzie też okresem bez istotnych dla wyników zdarzeń jednorazowych/projektów specjalnych. Należy mieć na uwadze, że w 2015 roku ważnym dla EBITDA projektem była dystrybucja gry Wiedźmin 3. Szacunkowe przychody z tego projektu wyniosły w 2015 roku ok. 25.8 mln PLN (podczas gdy łączne przychody z wydawnictw były na pułapie 64.3 mln PLN). Wreszcie liczymy się z niewielkim spadkiem wpływów z działalności filmowej (spółka poinformowała, że będzie dystrybutorem 8 filmów, w tym 3 w koprodukcji; dopiero na 2017 rok przewidziana jest premiera filmowa kolejnej własnej produkcji fabularnej).

W skali całego 2016 roku zakładamy zatem, że EBITDA segmentu przekroczy 51.6 mln PLN (-8.7 mln PLN r/r), a EBIT prawie 18 mln PLN (-4.7 mln PLN r/r). W średnim terminie jesteśmy nastawieni optymistycznie do rynku kinowego w Polsce. Wzrost liczby wejść do kin w przeliczeniu na mieszkańca powinien być wspierany poprawą założeń społeczno-ekonomicznych. Tym samym udana dalsza ekspansja na nowe rynki lokalne sieci Helios powinna doprowadzić do jej umocnienia pozycji rynkowej. W latach 2017-2019 przyjęliśmy średnioroczny wzrost sprzedaży biletów o ok. 4.2% r/r (w 2019 roku oczekujemy sprzedaży ponad 11.2 mln biletów). Dlatego po słabszym 2016 roku, kolejne lata powinny pokazać, że EBITDA segmentu jest na ścieżce wzrostu.

SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ, INTERNET ORAZ RADIO

W segmencie reklamy zewnętrznej najważniejszym projektem rozwojowym pozostaje budowa wiat w Warszawie (na koniec 2015 roku było już 895 wiat i ok. 810 zostało włączonych do oferty AMS). Spółka liczy, że w 2016 roku rynek reklamy OOH zanotuje wzrost o 2-4% r/r (w 2015 roku było to +2.5%). Oczekujemy, że wraz z rozwojem oferty Warsaw Premium Citilight spółka wzmocni swój udział w rynku. Tym też tłumaczymy założoną wyższą dynamikę wzrostu przychodów w najbliższych 2-3 latach. Zwracamy też uwagę, że oddawane do użytku nowe wiaty w Warszawie będą w kolejnych kwartałach wpływały na zmianę struktury kosztów operacyjnych segmentu, w tym na poziom ujmowanej amortyzacji. Na poziomie EBITDA w 2016 roku zakładamy wzrost wyniku segmentu reklamy zewnętrznej do 31.5 mln PLN.

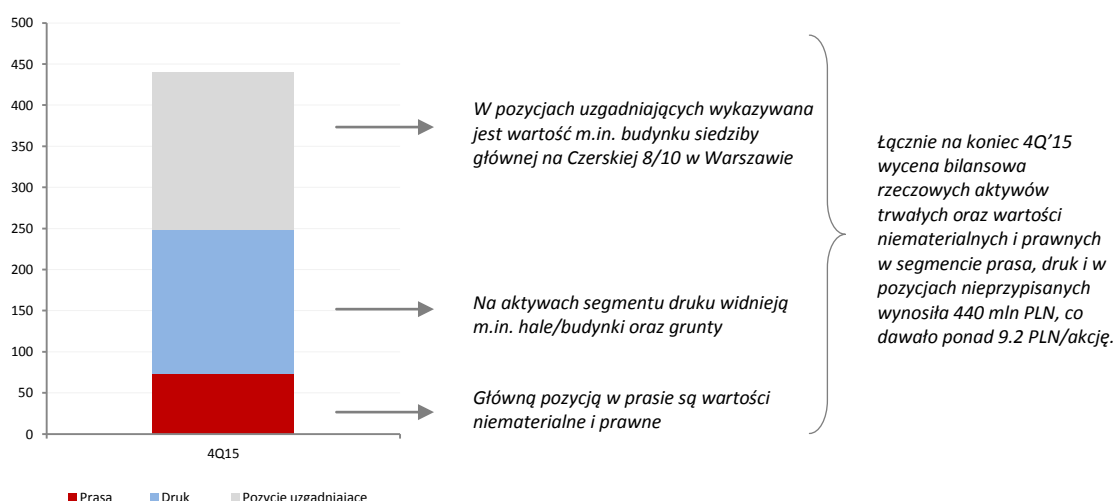
Od 1Q'16 spółka w segmencie internet będzie ujmowała GoldenLine. Agora podała w komunikacie, że przejęła kontrolę w tym podmiocie i będzie on objęty konsolidacją metodą pełną. Historia inwestycji w GoldenLine sięga listopada 2011 roku i wtedy Agora kupiła pakiet 36% udziałów za kwotę ok. 11.52 mln PLN. W styczniu 2016 roku Agora dokupiła 53% udziałów za cenę 8.48 mln PLN. Tym samym spółka posiada 89% w kapitale zakładowym GoldenLine. Efektem jednorazowym przeprowadzonej transakcji będzie ujęcie w 1Q'16 straty rzędu 3.3 mln PLN (strata w wyniku dokonania ponownej wyceny dotychczas posiadanych 36% udziałów w kwocie 5.54 mln PLN; jednocześnie pozytywny efekt w wysokości 2.3 mln PLN ujęty w pozostałych przychodach operacyjnych za sprawą rozpoznania zysku na okazym nabyciu). W obszarze Internet rok 2015 okazał się udany. Wyższy niż rynkowy wzrost przychodów reklamowych był wynikiem rosnących wpływów serwisów portalu Gazeta.pl oraz z sieci reklamowej AdTaily (model pośrednictwa sprzedaży). Agora oczekuje, że rynek reklamy w internecie w 2016 roku wzrośnie w przedziale 8-10% względem 2015 roku. Nasze założenie jest zbliżone do dolnego przedziału zaprezentowanego przez spółkę. Dodatkowo pozytywnie na skalę przychodów będzie wpływać w 2016 roku konsolidacja GoldenLine. Zatem na 2016 rok założylimy, że wpływy segmentu internet wzrosną o prawie 17% r/r (w 2015 roku dynamika wzrostu była na poziomie 18.4% r/r). Na poziomie EBITDA oczekujemy osiągnięcia pułapu 37.2 mln PLN. Jesteśmy optymistycznie nastawieni do dalszych perspektyw segmentu. W kolejnych 3 latach (2017-2019) średnioroczna dynamika wzrostu EBITDA przekracza 5.6%.

Segment radio ma za sobą bardzo udany 2015 rok. Był to efekt podjętych wcześniej działań rozwojowych i dobrego zachowania rynku reklamy radiowej. Założenia Agory dla rynku reklamy w radio przewidują wzrost względem 2015 roku o ok. 3-5% (w 2015 roku dynamika wyniosła +7.5%). Spodziewamy się, że podjęte działania związane ze zmianami organizacyjnymi wpłyną pozytywnie na wzrost udziału spółki w rynku. Korekcie uległa już ramówka Rock Radio. Dodatkowo z dotychczasowych 7 stacji lokalnych Radio Rock, 3 zostały przeznaczone na rzecz rozwijanego formatu Radio Pogoda. Dokonywana zmiana powinna mieć pozytywny efekt na marżę operacyjną. Zatem w 2016 roku zakładamy wzrost wpływów reklamowych segmentu radio do poziomu ponad 101 mln PLN (+7.1% r/r). Oczekujemy jednocześnie wzrostu EBITDA do 18.45 mln PLN. W kolejnych okresach utrzymujemy jedynie niewielkie wzrosty EBITDA. Oceniamy, że istotną barierą dla radiostacji Agory są posiadane koncesje nadawania.

SEGMENT PRASA ORAZ DRUK

Rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne segmentu prasa na koniec 4Q'15 wynosiły 72.51 mln PLN, w obszarze druk wspomniane kategorie aktywów były wyceniane na ok. 176.3 mln PLN, z kolei w pozycjach uzgadniających na bilansie ujmowano 191.2 mln PLN. Zatem łącznie na koniec 4Q'15 wycena bilansowa tych aktywów wynosiła 440 mln PLN, czyli ponad 9.2 PLN/akcję (bez uwzględnienia długu).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

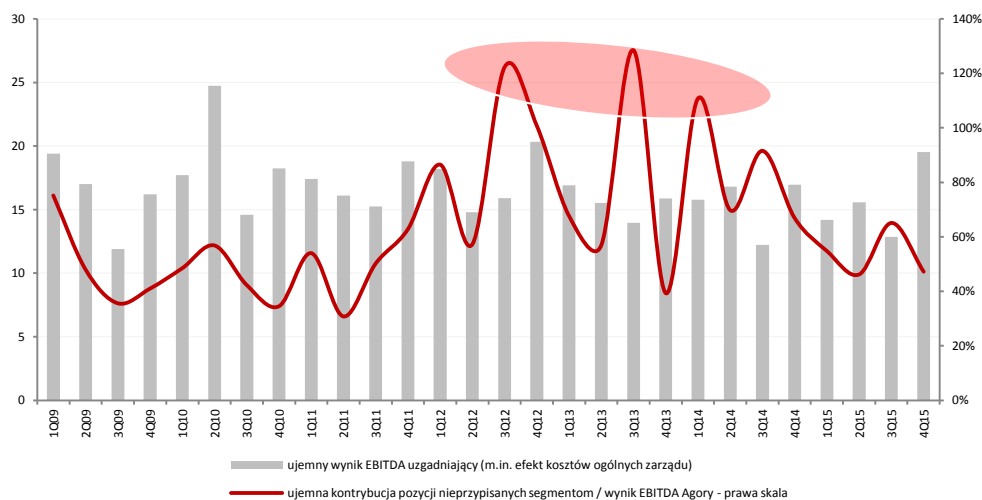
Spółka w zaprezentowanej strategii zwraca szczególną wagę na proces transformacji obszaru prasy. Trwała marginalizacja tego segmentu rynku reklamy wpłynęła już na silną erozję wyników Agory. W 2015 roku EBITDA segmentu wyniosła ok. 27 mln PLN. Kluczowe znaczenie na poziom EBITDA w 2015 roku miała restrykcyjna polityka kosztowa (ogółem koszty spadły o ponad 11 mln PLN r/r; pomimo wzrostu kosztów pracowniczych o 2.3 mln PLN r/r) oraz podwyżki cennikowe Gazety Wyborczej.

W modelu zakładamy, że w 2016 roku wynik EBITDA segmentu ulegnie erozji. W szczególności obawiamy się dalszego spadku wpływów reklamowych (założyliśmy spadek o 12.6% r/r). Jednocześnie w strukturze kosztów nie dostrzegamy już pola do dalszych oszczędności neutralizujących ubytki z przychodów reklamowych. Dlatego prognozujemy spadek EBITDA segmentu do ok. 9.6 mln PLN. Obecne podejście jest zbieżne z prognozami dla segmentu z raportu analitycznego wydanego w czerwcu 2015 roku (wtedy obniżyliśmy EBITDA na 2016 rok do 10.3 mln PLN). Kolejny rok w naszej prognozie to stabilizacja wyników. Dopiero w 2018 roku przyjmujemy stopniową odbudowę rezultatów tej dywizji biznesowej.

W nowej odsłonie prezentacji wyników, spółka zdecydowała się na wyodrębnienie z prasy codziennej segmentu druk. Zadaniem tego obszaru biznesowego jest m.in. zapewnienie „taniej” usługi dla segmentu prasy. Zgodnie z założeniami zaprezentowanej strategii, segment ma docelowo utrzymywać wynik EBIT na poziomie +0. W modelu przyjęliśmy, że EBITDA za 2016 rok wyniesie prawie 15.4 mln PLN, a zysk EBIT ok. 0.72 mln PLN. Liczymy się bowiem z tym, że w 2016 wyniki segmentu będą pod presją wyższych kosztów (waluta, ceny papieru).

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 była utrzymywana na płaskim poziomie.

Wpływ kosztów nieprzypisanych segmentom na wynik EBITDA Agory



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dostrzegamy sukcesy w realizacji celów średnioterminowych zarysowanych przez władze spółki. Zwracamy uwagę, że w poszczególnych dywizjach biznesowych rezultaty za 2015 rok były nawet lepsze niż wyznaczone wcześniej oczekiwania na kilka lat do przodu. Wreszcie, tak jak już pisaliśmy w poprzednich raportach, 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 (dzięki wysokiej frekwencji w kinach oraz jednorazowym projektom) EBITDA tego segmentu wzrosła do ponad 60 mln PLN ! Na lata 2016-2018 zakładamy w modelu dalsze zwiększenie roli segmentu film i książka, internet czy reklama zewnętrzna w EBITDA grupy.

Prognozowana struktura EBITDA na lata 2016-2018

	2015	2016P	2017P	2018P
Prasa	27.0	9.6	8.7	12.2
Druk	18.1	15.3	15.1	14.8
Internet	29.6	37.2	39.4	42.2
Radio	16.2	18.4	18.9	19.1
Reklama Zewnętrzna	30.3	31.5	33.3	34.8
Film i książka	60.4	51.6	56.9	57.4
Razem EBITDA [mln PLN]	120.7	93.7	103.0	111.8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana w prognozie w porównaniu do poprzedniego raportu z 18.06.2015 [mln PLN]

	2016	2016	zmiana	2017	2017	zmiana	2018	2018	zmiana
	stare	nowe		stare	nowe		stare	nowe	
Przychody [mln PLN]	1 191.5	1 207.5	1.3%	1 236.4	1 258.0	1.7%	1 276.0	1 308.6	2.6%
EBITDA [mln PLN]	89.3	93.7	4.9%	93.8	103.0	9.9%	98.8	111.8	13.2%
EBIT [mln PLN]	-17	-8.9	---	-16	-2.9	---	-11.0	4.9	---
Zysk netto [mln PLN]	-18.1	-14.1	---	-16	-2.6	---	-10.2	6.3	---
marża EBITDA	7.5%	7.8%		7.6%	8.2%		7.7%	8.5%	
marża EBIT	-1.4%	-0.7%		-1.3%	-0.2%		-0.9%	0.4%	
marża netto	-1.5%	-1.2%		-1.3%	-0.2%		-0.8%	0.5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników spółki [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	282.8	292.8	259.8	354.0	297.2	296.3	264.6	349.4	1 102.1	1 189.3	1 207.5	1 258.0	1 308.6
Sprzedaż usług reklamowych	115.5	151.5	125.3	170.1	126.5	159.7	131.0	175.1	533.1	562.4	592.3	622.5	653.2
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	37.6	35.9	33.9	37.4	33.3	33.2	33.1	33.5	135.5	144.8	133.0	134.7	138.1
Sprzedaż biletów do kin	50.9	26.1	30.0	55.2	56.1	28.5	33.7	57.0	143.0	162.2	175.3	187.2	198.7
Sprzedaż usług poligraficznych	39.1	37.7	37.9	41.5	38.7	41.7	35.5	38.8	165.3	156.2	154.7	147.8	146.1
Pozostała sprzedaż	39.7	41.6	32.7	49.8	42.6	33.2	31.4	45.0	125.2	163.7	152.2	165.8	172.4
Koszty operacyjne	280.3	289.1	264.3	336.9	297.9	295.3	281.6	341.7	1 120.7	1 170.6	1 216.4	1 260.9	1 303.7
Materiały i energia	55.6	54.0	53.7	62.3	59.4	57.7	54.2	60.1	239.1	225.6	231.4	228.7	228.4
Amortyzacja	23.4	30.1	24.2	24.3	24.8	25.4	25.9	26.5	95.7	102.0	102.6	106.0	106.9
Koszty pracownicze	76.5	79.8	73.5	87.5	81.3	83.4	81.4	86.6	302.9	317.3	332.7	348.7	365.1
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	0.0
Reprezentacja i reklama	18.9	20.6	20.7	27.2	19.2	20.2	20.5	27.5	72.9	87.4	87.4	87.3	91.0
Inne	105.9	104.6	92.2	135.6	113.1	108.5	99.7	141.0	410.2	438.3	462.3	490.3	512.2
EBITDA	25.9	33.7	19.7	41.4	24.1	26.4	8.9	34.2	77.1	120.7	93.7	103.0	111.8
Prasa	3.2	9.2	7.7	6.8	-0.2	4.6	2.6	2.6	21.6	27.0	9.6	8.7	12.2
Druk	5.6	4.1	4.0	4.4	4.0	3.8	3.7	3.9	16.9	18.1	15.3	15.1	14.8
Internet	4.4	8.9	6.4	9.9	8.3	10.8	6.7	11.4	25.8	29.6	37.2	39.4	42.2
Radio	0.9	4.9	0.5	9.9	1.5	5.8	1.0	10.2	11.7	16.2	18.4	18.9	19.1
Reklama Zewnętrzna	3.4	12.0	5.4	9.5	3.7	12.8	5.3	9.6	22.7	30.3	31.5	33.3	34.8
Film i książka	22.3	9.7	8.4	20.0	21.0	4.8	5.5	20.3	36.0	60.4	51.6	56.9	57.4
EBIT	2.5	3.6	-4.5	17.1	-0.7	1.0	-17.0	7.7	-18.6	18.7	-8.9	-2.9	4.9
Saldo finansowe	-0.4	0.5	-0.5	-0.6	-5.6	-0.1	-0.1	-0.2	3.3	-1.1	-5.9	-0.5	0.5
Udział w zyskach jedn. stow.	-0.7	0.4	-0.8	0.1	-0.1	0.5	-0.2	0.6	-2.9	-0.9	0.9	0.9	0.9
Wynik netto	-0.2	3.8	-6.7	15.8	-6.4	1.4	-17.2	8.1	-11.3	15.3	-14.1	-2.6	6.3
Marża EBITDA	9.2%	11.5%	7.6%	11.7%	8.1%	8.9%	3.4%	9.8%	7.0%	10.1%	7.8%	8.2%	8.5%
Marża EBIT	0.9%	1.2%	-1.7%	4.8%	-0.2%	0.3%	-6.4%	2.2%	-1.7%	1.6%	-0.7%	-0.2%	0.4%
Marża zysku netto	-0.1%	1.3%	-2.6%	4.5%	-2.1%	0.5%	-6.5%	2.3%	-1.0%	1.3%	-1.2%	-0.2%	0.5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podnieśliśmy nasze założenia dla EBITDA grupy na 2016 rok o ponad 4%. Korekta w górę oczekiwanego wyniku jest efektem dobrej sytuacji na rynku reklamy i tym samym postępującej poprawie rentowności widocznej w większości segmentów. Niewielka korekta w dół dotyczy natomiast segmentu prasa.

Przed odważniejszą korektą EBITDA w górę powstrzymuje nas (na obecnym etapie) przyszły poziom bazy kosztowej. Obawiamy się, że dojdzie do poluzowania restrykcyjnej polityki kosztowej wraz z rozwojem poszczególnych segmentów. Natomiast w obszarze prasa będziemy obserwowali ubytki wpływów reklamowych i w miarę sztywną bazę kosztów pracowniczych w ujęciu r/r. Ewentualną korektę in plus EBITDA grupy na 2016 rok rozważymy ponownie po odczytach za 1Q lub 2Q'16. Mając na uwadze coraz mniejsze znaczenie segmentu prasa na przyszły wynik grupy zakładamy, że od 2017 roku Agora powróci na ścieżkę wzrostu.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Przedstawiciele Ministerstwa Skarbu publicznie wyrazili niezadowolenie, że podmioty kontrolowane przez SP posiadają istotne udziały w kapitale Agory. Należy mieć zatem na uwadze ryzyko przyszłej zwiększonej podaży walorów spółki.

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. 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 odczuwalne i negatywne oddziaływanie na rentowność wspomnianego obszaru biznesowego. W naszym modelu zakładamy, że w 2016 roku wynik EBITDA segmentu będzie wynosił niespełna 10 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.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 139	1 074	1 102	1 189	1 207	1 258	1 309	1 359	1 400	1 441	1 482	1 524
Sprzedaż usług reklamowych	636	544	533	562	592	622	653	676	697	716	736	756
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	159	134	136	145	133	135	138	142	144	147	150	153
Sprzedaż biletów do kin	134	129	143	162	175	187	199	211	221	231	242	252
Pozostała sprzedaż	209	267	291	320	307	314	319	330	339	347	355	363
Koszty operacyjne	1 152	1 067	1 121	1 171	1 216	1 261	1 304	1 346	1 380	1 418	1 453	1 490
Materiały i energia	244	240	239	226	231	229	228	229	230	232	233	235
Amortyzacja	94	96	96	102	103	106	107	105	104	102	101	100
Koszty pracownicze	310	288	303	317	333	349	365	380	394	406	419	431
Program motywacyjny	3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reprezentacja i reklama	81	65	73	87	87	87	91	95	95	99	103	107
Inne	420	375	410	438	462	490	512	537	557	578	597	617
EBITDA	81	103	77	121	94	103	112	118	124	125	130	134
EBIT	-13	7	-19	19	-9	-3	5	13	20	23	29	34
Saldo finansowe	3	-2	3	-1	-6	-1	1	2	3	3	4	4
Udział w wyniku jed. stow.	0	0	-3	-1	1	1	1	1	1	1	1	1
Wynik brutto	-10	5	-18	17	-14	-3	6	15	23	28	34	40
Podatek	-2	4	-7	1	0	0	0	3	4	5	6	8
Wynik netto	-8	1	-11	15	-14	-3	6	12	19	23	27	32
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	1 209	1 204	1 143	1 162	1 153	1 119	1 091	1 058	1 034	1 016	1 002	992
WNIP	422	417	400	448	463	451	441	432	426	422	418	416
Rzeczowe aktywa trwałe	766	725	686	670	667	645	626	600	582	567	556	547
Należności długoterminowe	5	45	34	14	2	2	2	2	2	2	2	2
Aktywa obrotowe	494	439	414	448	402	434	461	494	518	533	544	553
Zapasy	22	26	30	29	27	28	29	30	31	32	33	34
Należności krótkoterminowe	247	238	269	282	252	262	273	283	292	300	309	318
Inwestycje krótkoterminowe	224	175	114	137	124	144	159	181	196	201	202	202
AKTYWA RAZEM	1 703	1 643	1 556	1 610	1 555	1 552	1 552	1 552	1 553	1 549	1 546	1 546
Kapitał własny razem	1 206	1 208	1 165	1 170	1 156	1 142	1 136	1 132	1 129	1 125	1 122	1 121
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	497	435	391	440	399	411	416	420	423	424	424	425
Zobowiązania %	229	173	116	129	134	129	124	119	114	106	99	91
Rozliczenia międzyokresowe	67	67	72	108	67	70	73	75	78	80	82	85
PASYWA RAZEM	1 703	1 643	1 556	1 610	1 555	1 552	1 552	1 552	1 553	1 549	1 546	1 546
CF	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	92	109	98	111	87	108	110	113	118	119	122	125
Przepływy z działalności inwestycyjnej	7	-3	-4	1	2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Przepływy z działalności finansowej	2	9	-20	-28	42	-11	-11	-10	-9	-8	-9	-9
Środki pieniężne eoP	-29	9	19	0	-5	14	7	7	6	6	6	6
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EPS	-0.2	0.0	-0.2	0.3	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.6
BVPS	23.7	23.7	22.9	24.5	24.3	23.9	23.8	23.7	23.7	23.6	23.5	23.5
P/E	---	---	---	35.8x	---	---	---	44.9x	28.8x	24.3x	20.0x	17.0x
P/CE	6.8x	6.0x	6.9x	4.7x	6.2x	5.3x	4.8x	4.7x	4.5x	4.4x	4.3x	4.1x
P/BV	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x
EV/EBITDA	7.3x	5.6x	7.6x	4.5x	6.0x	5.2x	4.6x	4.1x	3.8x	3.6x	3.4x	3.3x
EV/EBIT	---	---	---	28.8x	---	---	---	38.8x	23.5x	19.4x	15.5x	12.7x
Dług netto [mln PLN]	5	-2	1	-8	10	-15	-36	-62	-82	-95	-104	-111
Dywidenda [mln PLN]	-51	0	0	0	0	-12	-12	-17	-21	-26	-31	-33
DPS	1.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	0.35	0.45	0.55	0.65	0.70
DYield	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	2.2%	3.0%	3.9%	4.8%	5.7%	6.1%

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
Makler Papierów Wartościowych
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
trzymaj	11.77	redukuj	11.2	23.02.2016	11.5	45 761
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 1Q'16:

Kupuj	4	36%
Akumuluj	4	36%
Trzymaj	2	18%
Redukuj	1	9%
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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 portfelową 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 dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 23.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.02.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

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 pamiętać, 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 23.02.2016 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 pełni funkcję 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 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.