Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 20,27 PLN

26 MAJ 2017, 10:53 CEST

Sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na rok 2017-2019 sugeruje wartość spółki na poziomie 20,27 PLN/akcję (podnosimy z 19,42 PLN/akcję). Dlatego uwzględniając obecną cenę rynkową decydujemy się na utrzymanie zalecenia Kupuj. Obecnie Agora jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na rok 2017 na poziomie 5,6x. Przy uwzględnieniu naszych konserwatywnych założeń na 2018-2019 dostrzegamy perspektywę spadku EV/EBITDA w następnych dwóch latach do odpowiednio 5,2x i 4,7x.

Wyniki za 1Q'17 były lepsze niż wcześniej szacowaliśmy. Pozytywnie zaskoczyliśmy się rezultatami segmentu film i książka(bardzo dobre wpływy działalności filmowej). W segmentach z ekspozycją na rynek reklamy nie dostrzegamy w wynikach za 1Q'17 istotnych odchyleń od naszych oczekiwań i był to kwartał dość trudny. W 1Q'17 Agora zaraportowała wzrost przychodów o 4% r/r do poziomu 301 mln PLN. Wpływy reklamowe w omawianym okresie były niższe o 2% r/r i wyniosły 119,4 mln PLN. Sprzedaż biletów w kinach wzrosła o 11% do 64,4 mln PLN, a wpływy z barów kinowych były wyższe o 13% r/r i wyniosły 22,2 mln PLN. Ogółem w 1Q'17 EBITDA wyniosła 28,9 mln PLN. Na poziomie EBIT zysk wyniósł 3,6 mln PLN. Końcowy wynik netto (przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej) za 1Q'17 to strata rzędu 8,2 mln PLN.

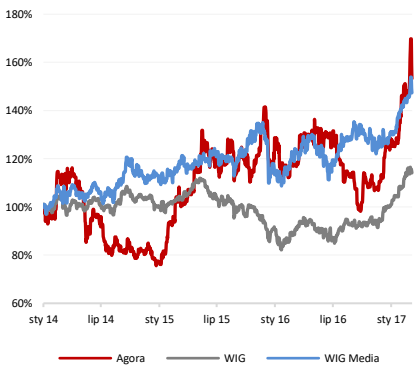
W skali całego 2017 roku liczymy, że EBITDA Agory wzrośnie do niemal 122 mln PLN (łącznie z wpływem sprzedaży nieruchomości). W 2018 roku EBITDA bez zdarzeń jednorazowych powinna spokojnie przekroczyć 123 mln PLN i z obecnej perspektywy jest to dla nas projekcja konserwatywna. Przypominamy też, że przyszły rok będzie momentem, kiedy prawdopodobnie poznamy założenia dla nowej perspektywy średnioterminowej (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes spółki zasygnalizował, że cele dla ścieżki EBITDA na kolejne lata mogą być ambitne - będziemy wg naszych symulacji startowali z progu przynajmniej 122 mln PLN).

Podobają nam się zachodzące zmiany w ramach grupy. Kluczowym segmentem stał się obszar film i książka. Otoczenie makro w Polsce i wzrost zamożności społeczeństwa będą sprzyjać dalszej budowie frekwencji w sieci Helios (cały czas statystycznie rynek polski w przeliczeniu na liczbę ludności jest mniejszy niż w wielu innych krajach UE). Dodatkowo dalsze impulsy wzrostowe dla tego segmentu powinny stymulować przygotowane projekty rozwojowe bazy ekranów i w szczególności wejście na rynek warszawski. Pozostałe segmenty mają inną specyfikę działania i w ramach całej spółki wydaje nam się, że jesteśmy już w momencie, kiedy Agora nie powinna już tracić udziałów w rynku reklamy. Dwa największe segmenty bazujące na wpływach reklamowych to reklama zewnętrzna (obszar powinien otrzymać kolejny impusl wzrostowy wraz z wprowadzaniem w życie uchwał krajobrazowych w poszczególnych miastach/aglomeracjach) oraz internet, gdzie znajdują się dwa podmioty zależne, czyli GoldenLine i Yieldbird, które naszym zdaniem w przyszłości istotnie wpłyną na budowę wartości dla akcjonariuszy.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	1 102	1 189	1 198	1 220	1 234	1 286
EBITDA [mln PLN]	**77,1**	**120,7**	**114,9**	**121,8**	**123,2**	**131,5**
EBIT [mln PLN]	-18,6	18,7	16,7	22,1	20,3	29,1
Wynik netto [mln PLN]	-11,3	15,3	-13,2	3,8	13,8	26,6
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E	---	45,9	---	178,3	49,8	25,8
EV/EBITDA	9,8	5,8	6,3	5,6	5,2	4,7
EV/EBIT	---	37,1	43,1	30,7	31,7	21,2

Wycena końcowa [PLN]	**20,27**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+38%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	14,75
Kapitalizacja [mln PLN]	703,1
Ilość akcji [mln. szt.]	47.67
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	16,99
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	10,39
Stopa zwrotu za 3 mc	2%
Stopa zwrotu za 6 mc	36%
Stopa zwrotu za 9 mc	34%
Akcjonariat (% kapitału)	
Agora Holding	11,33%
PTE PZU	15,93%
Media Development Investment Fund	11,22%
PTE NN	9,43%
PTE Aegon	6,89%

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



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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 2
WYCENA SOTP 3
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'17 6
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY 9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 16

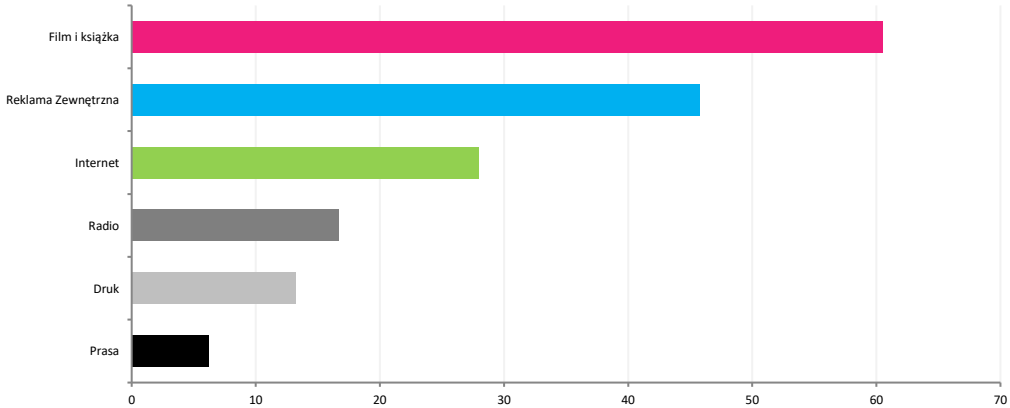
WYCENA I PODSUMOWANIE

Sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na rok 2017-2019 sugeruje wartość spółki na poziomie 20,27 PLN/akcję (podnosimy z 19,42 PLN/akcję). Dlatego uwzględniając obecną cenę rynkową decydujemy się na utrzymanie zalecenia Kupuj. Obecnie Agora jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na rok 2017 na poziomie 5,6x. Przy uwzględnieniu naszych konserwatywnych założeń na 2018-2019 dostrzegamy perspektywę spadku EV/EBITDA w następnych dwóch latach do odpowiednio 5,2x i 4,7x.

Podobają nam się zachodzące zmiany w ramach grupy. Kluczowym segmentem stał się obszar film i książka. Otoczenie makro w Polsce i wzrost zamożności społeczeństwa będą sprzyjać dalszej budowie frekwencji (cały czas statystycznie rynek polski w przeliczeniu na liczbę ludności jest mniejszy niż w wielu innych krajach UE). Dodatkowo dalsze impulsy wzrostowe dla tego segmentu powinny stymulować przygotowane projekty rozwojowe bazy ekranów i w szczególności wejście na rynek warszawski. Pozostałe segmenty mają inną specyfikę działania i w ramach całej spółki wydaje nam się, że jesteśmy już w momencie, kiedy Agora nie powinna już tracić udziałów w rynku reklamy. Dwa największe segmenty bazujące na wpływach reklamowych to reklama zewnętrzna oraz internet. Zwracamy uwagę, że w dywizji internet znajdują się dwa podmioty zależne, czyli GoldenLine i Yieldbird, które naszym zdaniem w przyszłości istotnie wpłyną na budowę wartości dla akcjonariuszy.

W skali 2017 roku liczymy, że EBITDA Agory wzrośnie do niemal 122 mln PLN (łącznie z wpływem sprzedaży nieruchomości). W 2018 roku EBITDA bez zdarzeń jednorazowych powinna spokojnie przekroczyć 123 mln PLN i z obecnej perspektywy jest to dla nas projekcja konserwatywna. Przypominamy też, że przyszły rok będzie momentem, kiedy prawdopodobnie poznamy założenia dla nowej perspektywy średnioterminowej (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes spółki zasygnalizował, że cele dla ścieżki EBITDA na kolejne lata mogą być ambitne - a będziemy wg naszych symulacji startowali z progu przynajmniej 122 mln PLN).

Prognozaowana przez nas struktura EBITDA w roku 2017



Powyższe dane segmentów nie uwzględniają pozycji uzgadniających (kosztów holdingu)
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SOTP

Sporządzona przez nas wycena SOTP poszczególnych obszarów biznesowych Agory w oparciu o mnożniki na rok 2017-2019 sugeruje wartość spółki na poziomie 20,27 PLN/akcję (podnosimy z 19,42 PLN/akcję).

Obecnie spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na rok 2017 na poziomie 5,6x. Przy uwzględnieniu naszych konserwatywnych założeń na 2018-2019 dostrzegamy perspektywę spadku EVEBITDA w następnych dwóch latach do odpowiednio 5,2x i 4,7x. Przy naszej cenie docelowej na poziomie 20,27 PLN/akcję wskaźniki EV/EBITDA na 2018-2019 wyniosą 7,3x i 6,6x.

Założenia do wyceny SOTP

	EBITDA [mln PLN]			mnożnik EV/EBITDA	komentarz
	2017P	2018P	2019P		
Segment prasa	6,2	6,8	7,8	4,5x	Agora jest właścicielem największego w Polsce dziennika (Gazeta Wyborcza) oraz kilku liczących się tytułów czasopism. Zwracamy uwagę na postępującą transformację tej dywizji biznesowej.
Segment druk	13,3	14,9	16,0	4,0x	Na koniec marca'17 aktywa przypisane do obszaru druk to 153 mln PLN (grupa jest właścicielem 3 drukarni offsetowych w Warszawie, Tychach i Pile).
Segment radio	16,7	16,7	16,9	7,5x	Radiostacje grupy to Radio Tok FM, Radio Pogoda, Radio Złote Przeboje czy Radio Rock. W 1Q'17 radio informacyjne Tok FM miało 2,4% udziału w słuchalności, z kolei anteny muzyczne posiadały 3,9% udziału w krajowym rynku.
Segment reklama zewnętrzna	45,8	47,2	48,8	7,0x	Poprawa wyników to efekt udanej realizacji i monetyzacji projektu budowy wiat w Warszawie. Zwracamy też uwagę na zmianę struktury nośników jakimi dysponuje AMS.
Segment kino	60,5	63,3	65,5	8,0x	Sieć Helios korzysta na znaczącym umocnieniu frekwencji w polskich kinach. Od 10 kwartałów z rzędu w Polsce wzrasta sprzedaż biletów do kin.
Segment internet	27,9	30,6	32,8	8,5x	Segment stanowi ekspozycję na wpływy reklamowe z obszaru internet. Zwracamy też uwagę na posiadane aktywa w postaci GoldenLine czy Yieldbird.
Inne (holding)	-57,6	-56,3	-56,3	6,5x	

	2017P	2018P	2019P
Segment prasa [mln PLN]	28,1	30,7	35,3
Segment druk [mln PLN]	53,1	59,5	64,0
Segment radio [mln PLN]	124,9	125,6	126,4
Segment reklama zewnętrzna [mln PLN]	320,4	330,7	341,5
Segment kino [mln PLN]	484,2	506,5	523,8
Segment internet [mln PLN]	237,5	259,9	278,6
Inne (holding) [mln PLN]	-374,3	-366,3	-365,7
Razem segmenty [mln PLN]	**873,9**	**946,6**	**1 003,8**
Dług netto eop [mln PLN]	-7,7	-42,8	-69,0
Udział mniejszości [mln PLN]	53,7	56,2	58,1
Inne aktywa [mln PLN]	16,5	15,1	19,2
Sugerowana wartość spółki [mln PLN]	844,4	948,3	1 033,9
Liczba akcji [mln szt.]	46,5	46,5	46,5
Sugerowana wycena 1 akcji [PLN]	**18,17**	**20,40**	**22,25**

Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**20,27**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

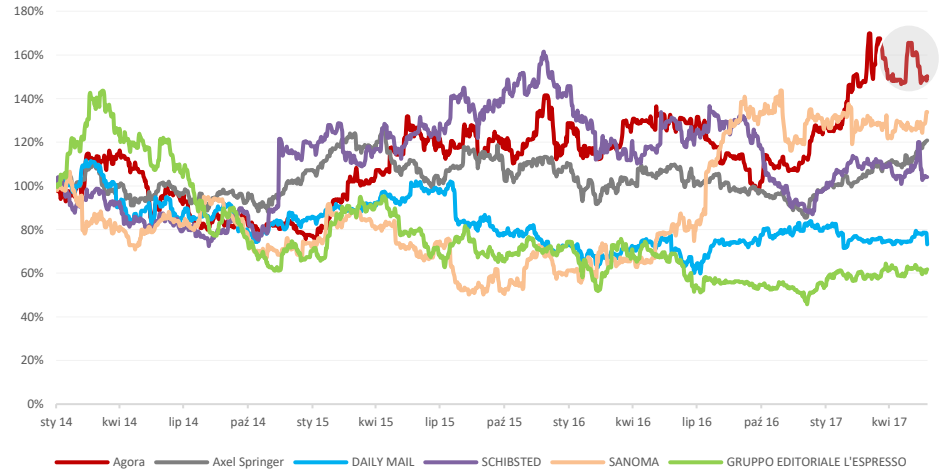
Wskaźniki wybranych podmiotów działających w obszarach jakie występują w Agorze

	P/E			EV/EBITDA			Komentarz
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	
Axel Springer	**22,5**	**20,4**	**18,5**	**11,1**	**9,9**	**9,2**	Spółki z obszaru prasy codziennej i magazynów (wyższe akceptowalne mnożniki dotyczą podmiotów z relatywnie większym udziałem digitalizacji oraz ekspozycją na internet/mobile
DMGT	13,2	12,2	11,2	9,9	9,9	8,7	
Schibsted	41,7	27,5	21,1	20,3	15,0	12,4	
Sanoma	---	12,6	12,6	13,9	6,2	6,0	
Telegraaf	42,8	17,1	15,0	11,3	7,3	6,9	
Clear Channel	---	---	---	10,6	10,0	9,6	Spółki z obszaru reklamy zewnętrznej
JC Decaux	26,5	23,4	20,5	10,7	9,6	8,8	
Lamar	22,5	20,7	17,3	13,6	13,1	12,5	
Stroer	**18,8**	**17,8**	**16,0**	**10,7**	**9,5**	**8,4**	
Wirtualna Polska	23,0	17,2	14,3	11,7	10,0	8,9	Podmioty z ekspozycją na rynek reklamy internetowej
Yandex	32,0	25,0	19,0	17,0	14,0	11,0	
Google	23,0	19,4	16,0	13,2	10,7	8,8	
Facebook	26,7	21,0	16,9	17,0	13,0	10,1	
Lagardere	14,9	13,9	12,9	7,9	7,5	7,0	Współwłaściciel RadiaZet
Cineworld Group	**18,6**	**17,1**	**15,9**	**11,1**	**10,2**	**9,4**	Operatorzy multipleksów
Kinepolis	28,4	25,1	22,5	13,9	12,5	11,4	
Regal Entertainment	**16,4**	**15,5**	**14,2**	**8,2**	**7,9**	**7,5**	
Cinemark Holdings	16,5	15,7	14,4	7,6	7,1	6,9	
Imax	25,9	20,8	17,8	10,8	9,1	8,1	
Agora	**178,3**	**49,8**	**25,8**	**5,6**	**5,2**	**4,7**	

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. 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)



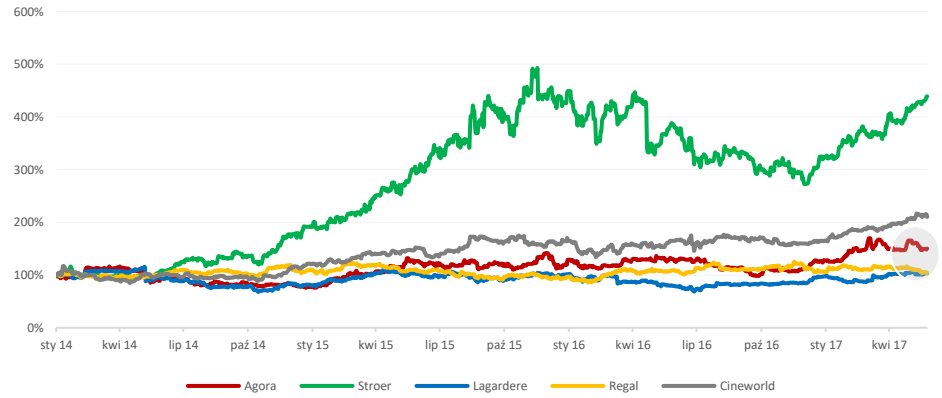
Licząc od 2014 roku stopa zwrotu na inwestycji w większość europejskich podmiotów z ekspozycją na biznes wydawniczy jest ujemna.

Najsłabszymi spółkami są wciąż L'Espresso oraz Daily Mail.

Agorze, głównie dzięki segmentowi film i książka, reklamie zewnętrznej oraz podejmowanym działaniom w obszarze digitalizacji prasy udało się zmienić pozycjonowanie grupy.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

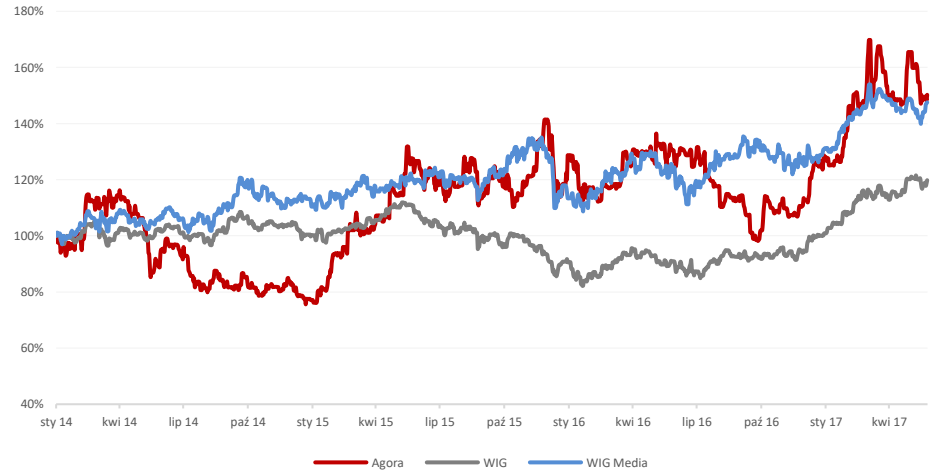
Zachowanie kursów Agory,Stroer, Lagardere, Regal i Cineworld (od 2014 roku)



Bardzo dynamiczne wzrostu kursu Stroer są zasługą m.in. udanemu wdrożeniu i materializacji projektów cyfrowych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'17

Wyniki za 1Q'17 były lepsze niż wcześniej szacowaliśmy. Pozytywnie zaskoczyliśmy się wynikami z segmentu kino, gdzie nie doszacowaliśmy wpływów z działalności filmowej. W segmentach z ekspozycją na rynek reklamy nie dostrzegamy w wynikach za 1Q'17 istotnych odchyleń od naszych oczekiwań i był to kwartał dość trudny.

W 1Q'17 Agora zaraportowała wzrost przychodów o 4% r/r do poziomu 301 mln PLN. Wpływy reklamowe w omawianym okresie były niższe o 2% r/r i wyniosły 119,4 mln PLN. Sprzedaż biletów w kinach wzrosła o 11% do 64,4 mln PLN, a wpływy z barów kinowych były wyższe o 13% r/r i wyniosły 22,2 mln PLN.

Koszty operacyjne grupy w 1Q'17 wzrosły o 4% r/r do 297,4 mln PLN. Dostrzegamy duży spadek pozycji materiały i energia. Pozycja koszty pracownicze była wyższa o 4% r/r. W pierwszej części 2017 roku Agora zdecydowała się także na realizację kampanii promujących (m.in. w segmencie internet oraz w obszarze radio), co wpłynęło na wzrost kosztów reklamy do 21 mln PLN.

Ogółem w 1Q'17 EBITDA wyniosła 28,9 mln PLN. Na poziomie EBIT zysk wyniósł 3,6 mln PLN. Końcowy wynik netto (przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej) za 1Q'17 to strata rzędu 8,2 mln PLN.

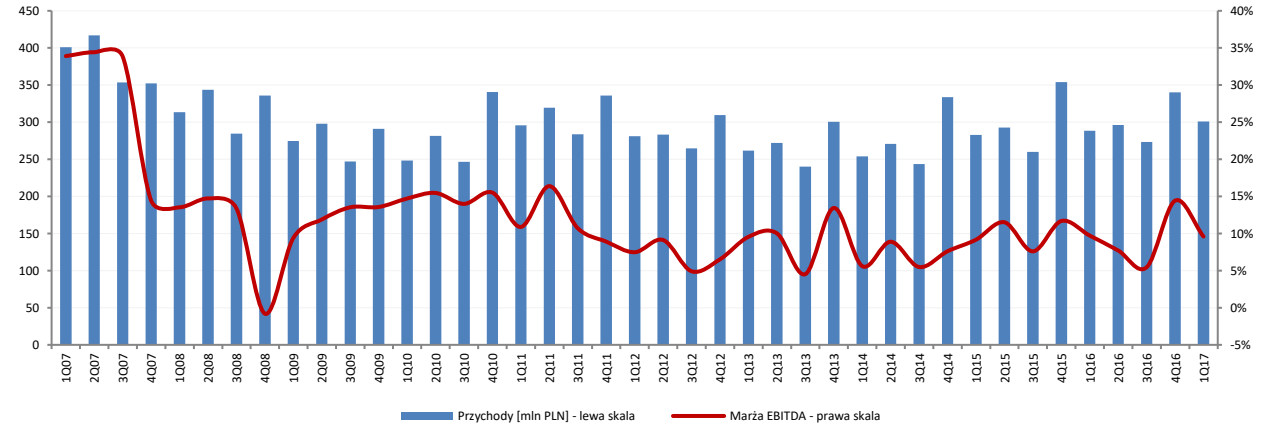
Wyniki skonsolidowane za 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'16-1Q'17	zmiana r/r
Przychody	**288,5**	**301,0**	**4%**	**1 195,0**	**1 210,9**	**1%**
Sprzedaż usług reklamowych	121,7	119,4	-2%	568,6	558,8	-2%
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	34,7	33,7	-3%	141,9	134,8	-5%
Sprzedaż biletów do kin	57,9	64,4	11%	169,2	200,7	19%
Bary kinowe	19,6	22,2	13%	19,6	74,9	282%
Sprzedaż usług poligraficznych	37,0	28,0	-24%	154,1	138,7	-10%
Pozostała sprzedaż	17,6	33,3	89%	141,6	103,0	-27%
Koszty operacyjne	**285,5**	**297,4**	**4%**	**1 175,8**	**1 193,7**	**2%**
Materiały i energia	54,3	47,7	-12%	224,3	214,5	-4%
Amortyzacja	25,0	25,3	1%	103,6	98,5	-5%
Koszty pracownicze	79,5	82,8	4%	320,3	326,5	2%
Niegotówkowe koszty program motywacyjny	0,0	0,0	---	0,0	0,0	---
Reprezentacja i reklama	16,1	21,0	30%	84,6	88,4	4%
Inne	110,6	120,6	9%	443,0	465,8	5%
EBITDA	**28,0**	**28,9**	**3%**	**122,8**	**115,7**	**-6%**
Prasa*	-0,4	-0,5	37%	23,4	5,9	-75%
Druk*	3,0	2,9	-2%	15,5	8,1	-48%
Internet	3,1	1,5	-53%	28,2	26,2	-7%
Radio	2,5	1,1	-54%	17,8	14,6	-18%
Reklama zewnętrzna	7,4	10,0	35%	34,3	43,3	26%
Film i książka	24,1	28,8	19%	62,2	62,0	0%
EBIT	**3,0**	**3,6**	**18%**	**19,2**	**17,2**	**-10%**
Prasa*	-2,8	-1,0	---	13,6	-1,0	---
Druk*	-1,0	-2,5	---	-0,2	-9,1	---
Internet	1,8	0,3	-84%	22,9	21,5	-6%
Radio	1,7	0,3	-84%	14,9	11,4	-24%
Reklama zewnętrzna	3,5	5,7	62%	20,1	27,1	35%
Film i książka	16,2	20,3	25%	24,9	31,1	25%
Saldo finansowe	-5,4	-0,5	---	-6,0	-10,2	---
Udział w zyskach jedn. stowarzyszonych	-0,3	-2,0	---	-0,5	-3,2	---
Wynik netto	**-7,2**	**-8,2**	**14%**	**5,7**	**-17,6**	**---**
Marża EBITDA	9,7%	9,6%		10,3%	9,6%	
Marża EBIT	1,0%	1,2%		1,6%	1,4%	
Marża zysku netto	-2,5%	-2,7%		0,5%	-1,5%	

** Agora wraz z wynikami za 1Q'17 zmieniła alokację amortyzacji pomiędzy segmentem prasa i druk. Dotychczas średnio w kwartale segment prasa rozpoznawał amortyzację na poziomie ok 2,22 mln PLN w 2016 roku a w 1Q'17 było to już tylko 0,47 mln PLN. Z kolei w segmencie druk amortyzacja w 1Q'17 wzrosła do 5,4 mln PLN, a w 4Q'16 było to 3,97 mln PLN.*

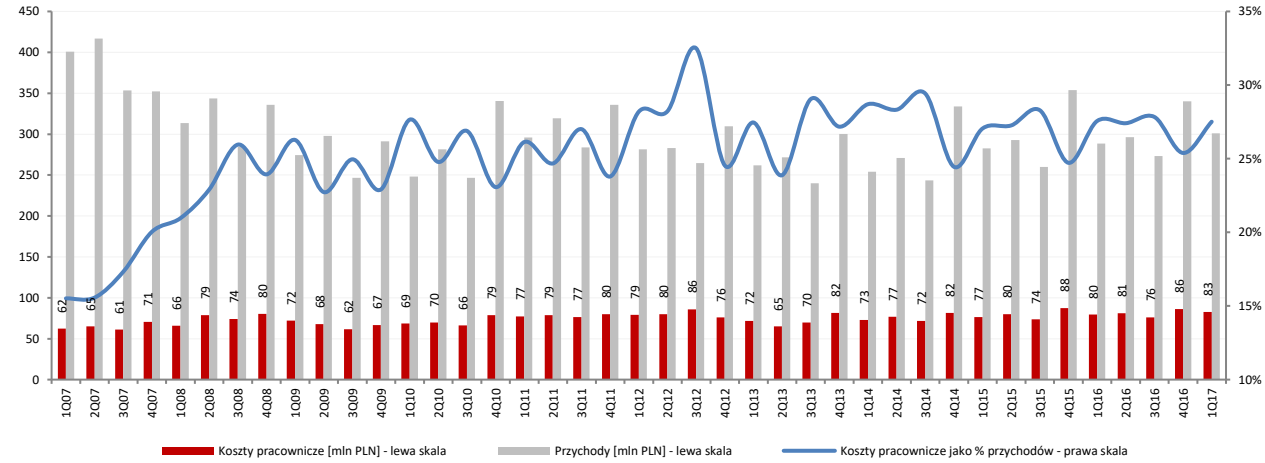
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



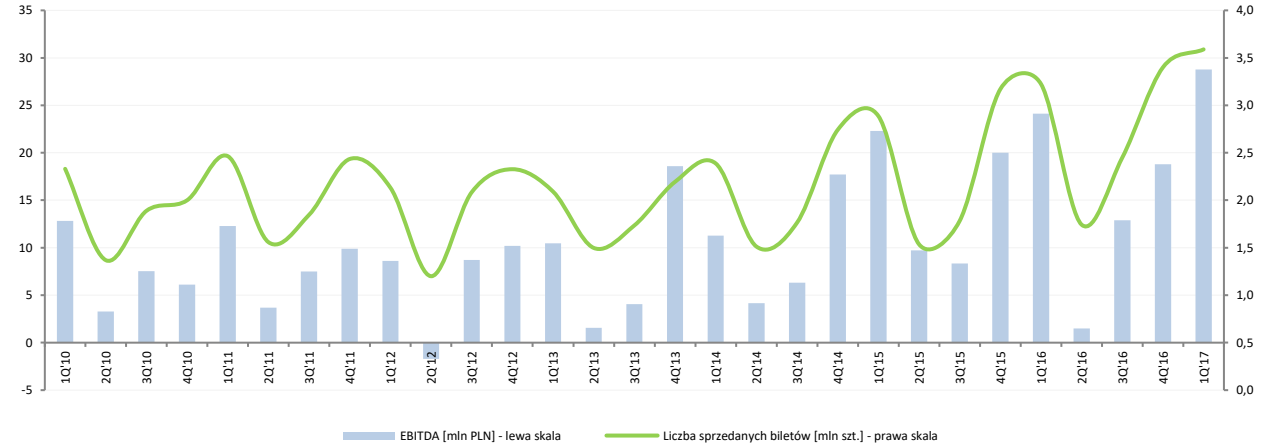
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty pracownicze jako % przychodów na przestrzeni ostatnich lat



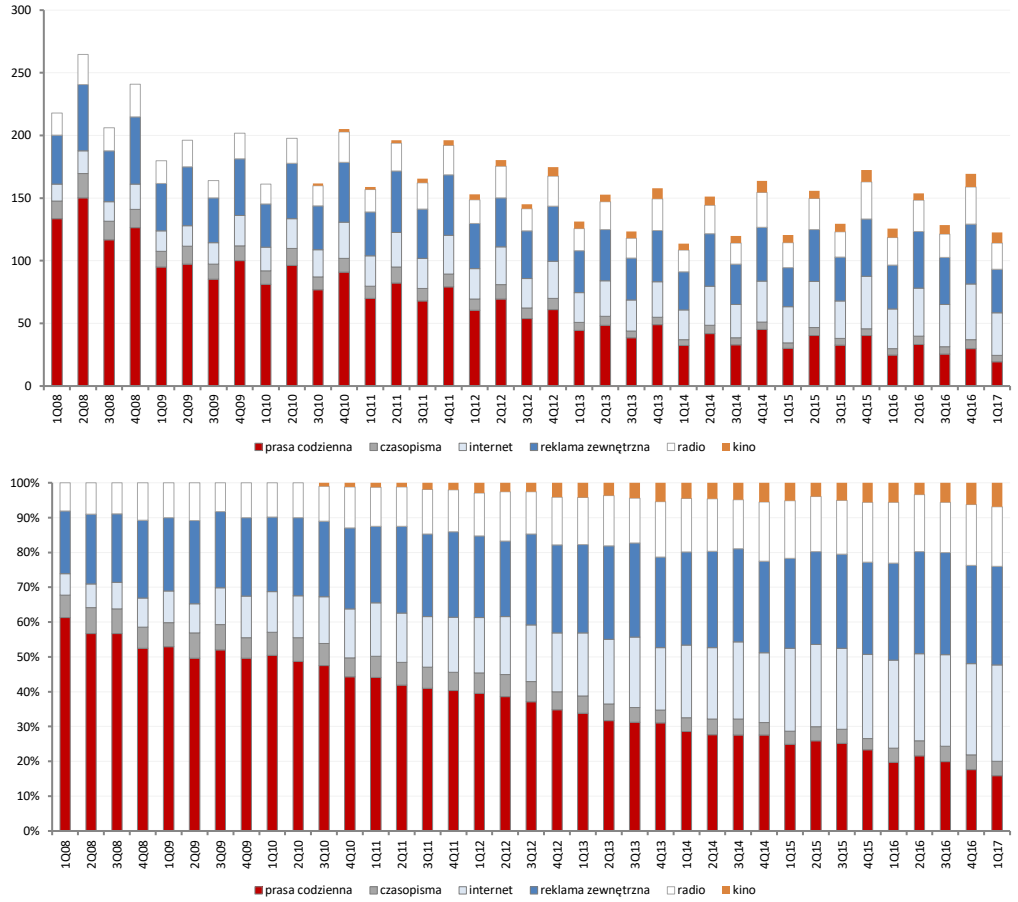
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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]

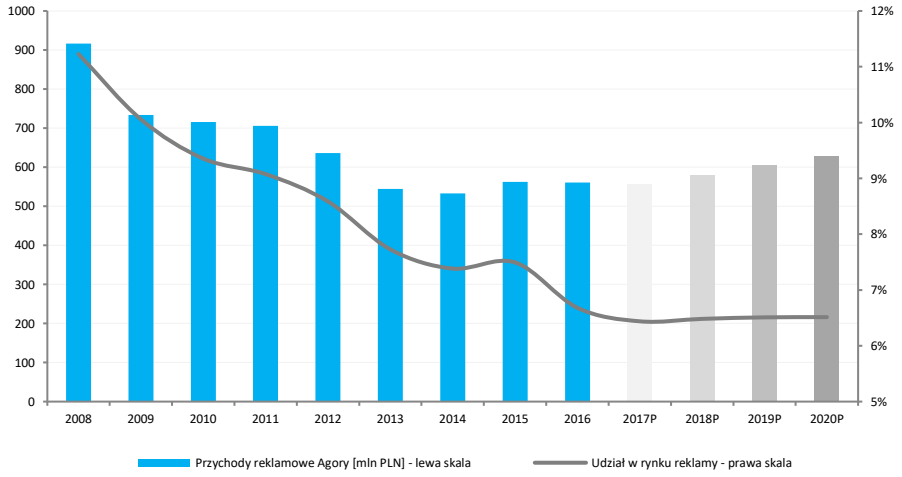


Wpływy z reklamy pochodzące z dzienników oraz czasopism wynosiły w 4Q'16 ok 21,8% ogółu przychodów z reklamy, co oznacza spadek w ujęciu r/r o ponad 4,7 pkt %. W 1Q'17 wpływy reklamowe z tych dwóch kategorii to 20% wszystkich przychodów z reklamy (czyli -3,8 pkt % r/r).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 1Q'17 najwyższe wpływy z reklamy zanotował segment internet oraz reklama zewnętrzna po 28%. Wartość wpływów reklamowych w tych dwóch obszarach wyniosła odpowiednio 33,9 mln PLN i 34,7 mln PLN. Trzecią kategorią przychodów reklamowych stanowił segment prasy (łącznie z czasopismami). W tym obszarze od dłuższego czasu obserwujemy erozję (ostatnio dodatkowo efekt zamknięcia tytułu metrocafe). Tak jak pisaliśmy ostatnio, oceniamy że Agora znajduje się w przełomowym momencie i przyszłe odczyty ze sprzedaży reklam powinny już być coraz bardziej optymistyczne dla grupy.

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. Po silnym spadku wpływów w prasie w 2016 roku, zakładamy, że Agora znajduje się już w przełomowym momencie i przyszłe odczyty będą już pod coraz mniejszym wpływem ubytku przychodów reklamowych z prasy i czasopism.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

SEGMENT FILM I KSIĄŻKA

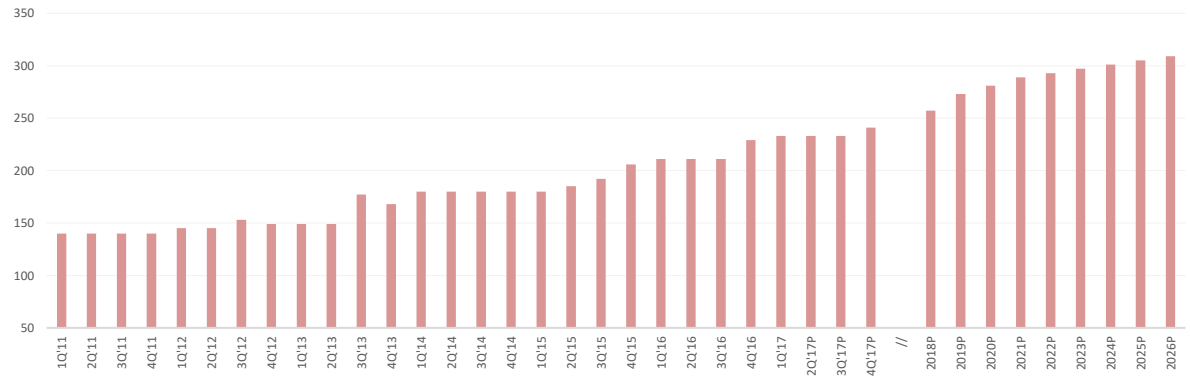
Podobają nam się zachodzące zmiany w ramach grupy. Kluczowym segmentem stał się obszar film i książka. Otoczenie makro w Polsce i wzrost zamożności społeczeństwa będą sprzyjać dalszej budowie frekwencji (cały czas statystycznie rynek polski w przeliczeniu na liczbę ludności jest mniejszy niż w wielu innych krajach UE). Dodatkowo dalsze impulsy wzrostowe dla tego segmentu powinny stymulować przygotowane projekty rozwojowe bazy ekranów i w szczególności wejście na rynek warszawski. Jeśli chodzi o zachowanie konkurencji na rynku multipleksów to nie spodziewamy się zaostrzenia rywalizacji cenowej (wręcz przeciwnie, zwracamy uwagę na fakt, że jeden z czołowych graczy w Polsce wykorzystywał historycznie optymalizację podatkową i dostrzegamy scenariusze zmiany tej sytuacji, co w konsekwencji może doprowadzić do chęci większej monetyzacji klienta).

W 4Q'16 spółka otwarła obiekty kinowe w następujących miastach:

- Gdańsk (7 ekranów),
- Poznań (8 ekranów),
- Przemyśl (4 ekrany),
- Tomaszów Mazowiecki (4 ekrany).

W 1Q'17 sieć uruchomiła nowy obiekt w Wołominie (4 ekrany). Tym samym na koniec marca'17 Helios posiadał 42 kina z 232 ekranami. Do końca 2017 roku liczymy jeszcze na 2 otwarcia kolejnych obiektów (Stalowa Wola oraz Krosno). W 2018 roku w harmonogramie jest rozpoczęcie działania w nowych lokalizacjach m.in. w Warszawie czy Gdańsku. Na koniec 2017 roku spodziewamy się, że liczba ekranów w sieci Helios wzrośnie do 241 ekranów. Na lata 2018-2019 zakładamy w modelu przyrost o 32 ekrany, czyli wzrost do 273 sztuk na koniec 2019 roku.

Etapy wzrostu bazy ekranów w sieci Helios w latach 2011-2016 oraz przyjęte założenia w modelu na kolejne lata



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek kinowy w Polsce od dłuższego czasu zachowuje się bardzo mocno i nie wykazuje już tak mocnej wrażliwości na pojedyncze tytuły. W 2016 roku w polskich kinach sprzedano ok 52,1 mln biletów i był to wzrost o ponad 16,5% r/r. W samym 1Q'17 w krajowych kinach sprzedano 17,1 mln biletów, czyli o ok 12% więcej r/r. Zwracamy uwagę, że przez ostatnie 10 kwartałów z rzędu na krajowym rynku zanotowano wzrost frekwencji w porównaniu r/r.

Tak jak już opisywaliśmy, poza wzrostem frekwencji (mocniejszy r/r był styczeń'17 i marzec'17) w 1Q'17 istotny wpływ na poprawę rezultatów segmentu film i książka miała działalność filmowa. Spoglądając na statystyki frekwencji w kwietniu'17 i do połowy maja'17 dostrzegamy szanse, że cały 2Q'17 również pokaże wzrosty sprzedaży biletów w ujęciu r/r. Należy mieć jednak na uwadze, że historycznie 2Q ma najmniejszy udział w całorocznych wynikach branży kinowej. Zatem założyliśmy, że w 2Q'17 EBITDA segmentu będzie na poziomie 0,48 mln PLN. Będzie to mniej o 1 mln PLN względem 2Q'16, na co zdecydowany wpływ mogą mieć wyższe koszty pracownicze (o czym spółka ostrzegała w raporcie za 2016 rok i co uwzględnialiśmy już w poprzednim raporcie analitycznym). Nasza projekcja na 3Q'17 również sugeruje, że EBITDA może być mniejsza r/r. Dopiero od 4Q'17 założyliśmy, że segment odzyska zdolność do wykazywania dodatniej dynamiki wzrostu EBITDA. Przy takim założeniu może okazać się, że właśnie w końcówce roku sieć będzie walczyć o wykazanie rekordowego odczytu EBITDA (my w skali całego 2017 roku EBITDA w obszarze film i książka przyjęliśmy 60,5 mln PLN). W latach 2018-2019 oczekujemy poprawy EBITDA do 63,3 mln PLN i niemal 65,5 mln PLN.

Rynek kinowy w Polsce oraz udział sieci Helios



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

SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ, INTERNET ORAZ RADIO

W 2016 roku spółka zwiększyła udziały rynkowe na rynku reklamy zewnętrznej. Wyższa dynamika wpływów z reklam związana była z większą ekspozycją AMS na nośniki np. typu citylight czy backlight. W samym 4Q'16 szacowany udział rynkowy AMS w wydatkach reklamowych w OOH wyniósł ok 38,5% (w całym 2016 roku było to 36,5%). W 1Q'17 szacowany udział w rynku grupy AMS wyniósł 37,9% (-0,1 pkt % r/r). Zwracamy uwagę, że AMS zaprzestało sprzedaży reklam w wagonach metra w Warszawie, co miało negatywny efekt w pozycji przychody (niskie marże). Jednocześnie grupa wygrała postepowanie na obsługę wiat przystankowych w Gdańsku (191 punktów, odnowiony kontrakt na 3 lata). Ogółem wpływy reklamowe segmentu w 1Q'17 spadły o 1,1% r/r. Jednocześnie dzięki niższym kosztom (głównie utrzymania systemy) EBITDA wzrosła r/r z 7,4 mln PLN do 10 mln PLN. W całym 2017 roku prognozujemy wzrost EBITDA w segmencie do 45,8 mln PLN (w 2016 roku było to 40,8 mln PLN). W perspektywie kolejnych lat impulsem wzrostowym w OOH powinny być wprowadzane w życie uchwały krajobrazowe w poszczególnych miastach/aglomeracjach.

W segmencie internet rok 2016 przyniósł zmiany związane m.in. z konsolidacją GoldenLine. Zatem w tej dywizji notowano wyższą dynamikę wzrostu przychodów, co związane było np. z ujęciem sprzedaży pozostałych usług związanych z tematyka ofert pracy w serwisach spółki. Wreszcie zwracany uwagę na istotne zwiększenie skali działania przez Yieldbird (sprzedaż reklam; jedna z najszybciej rozwijających się na krajowym rynku firm z obszaru programmatic). Podmiot ten według nas w perspektywie najbliższych lat również będzie miał istotne znaczenie dla budowy wartości Agory. W 1Q'17 spółka zdecydowała się na przeprowadzenie dużej kampanii reklamowej portalu gazeta.pl oraz promocję Goldenline.pl. Działania te miały odczuwalny wpływ na poziom kosztów w pozycji reprezentacja i reklama. Tym samym EBITDA segmentu za 1Q'17 wyniosła jedynie 1,5 mln PLN (w 1Q'16 było to ok 3,1 mln PLN). W kolejnych kwartałach zakładamy, że segment zneutralizuje ubytek EBITDA z początku br. Zatem w skali całego 2017 roku prognozujemy, że EBITDA będzie na poziomie z 2016 roku (27,9 mln PLN). Liczymy, że podejmowane działania w ramach tego obszaru biznesowego (pomimo niekorzystnych zmian na rynku reklamy – wzrost znaczenia Google i Facebook) spółka wypracuje 30,6 mln PLN EBITDA już w 2018 roku i 32,8 mln PLN w 2019 roku. Akcentujemy też, że w tym segmencie w przyszłości będziemy chcieli dostrzec pozytywne impulsy budujące wartość dla akcjonariuszy Agory (czego konserwatywnie na tym etapie nie uwzględniamy w modelu).

Radiostacje grupy stopniowo poszerzają słuchalność (szczególnie zwracamy uwagę na TOK FM). Jednocześnie barierą do dalszego istotnego wzrostu są posiadane częstotliwości. Segment radio w 1Q'17 również przeprowadził kampanię reklamową. Tym samym EBITDA była o 52% mniejsza niż w 1Q'16. Zważywszy na wspomniane już przesunięcie kampanii reklamowej Radio Złote Przeboje spodziewamy się, że w 3Q'17 segment wykaże znacznie lepszy odczyt wynikowy r/r. W całym 2017 roku liczymy, że EBITDA segmentu wzrośnie do 16,65 mln PLN. W kolejnych latach przyjmujemy bardzo płaskie odczyty wynikowe dla tej dywizji (liczymy, że w przyszłości będziemy mogli wprowadzić korekty in plus).

SEGMENT PRASA ORAZ DRUK

Miniony 2016 rok był bardzo trudny dla segmentu prasy. Tak jak się spodziewaliśmy wydatki reklamowe ze strony podmiotów związanych z administracją rządową niemal zanikły. W całym 2016 roku wpływy reklamowe Gazety Wyborczej spadły z 105,1 mln PLN w 2015 roku do 82,4 mln PLN w 2016 roku (-22,1 mln PLN). Ogółem segment prasy utracił przychody reklamowe w wysokości 26,9 mln PLN w porównaniu z 2015 rokiem. Należy mieć też na uwadze podjętą decyzję o zamknięciu metrocafe.pl (od połowy października'16). Oceniamy ten ruch jako dobry (bezpłatna prasa ulotkowa według nas nie wpływała korzystnie na zachowanie konsumentów w decyzjach o zakupie płatnego dziennika). Z istotnych zmian akcentujemy też zmianę układu wydań, czyli akcent na kilka dni tygodnia. Według nas ten krok będzie miał istotne znaczenie dla dalszych zmian wydawniczych.

Naszym zdaniem baza wpływów reklamowych w dziennikach jest już na tyle mała, że przyszłe dynamiki spadku przychodów będą już coraz mniejsze (już poprzednio pisaliśmy, że chyba zbliżamy się do poziomów, z których możliwe jest nawet stopniowe odbicie w sytuacji pojawienia się jednocześnie 2-3 dużych kampanii reklamowych o charakterze ogólnopolskim).

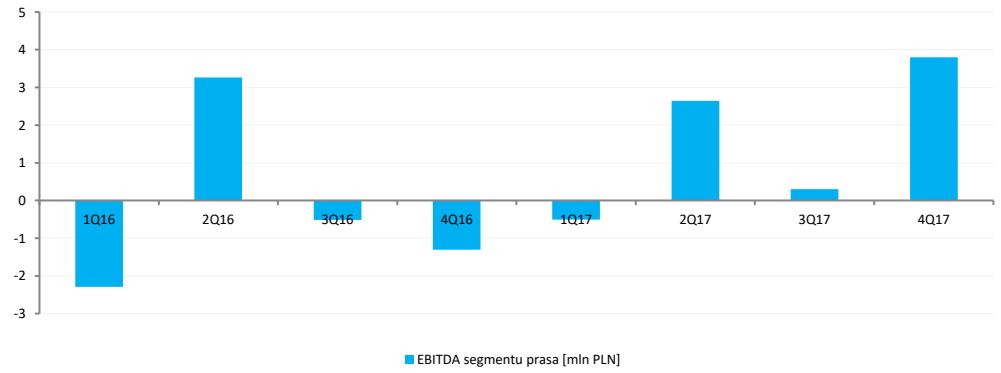
Podoba nam się rozwój treści wideo w serwisie wyborcza.pl. Liczymy, że dobra jakość materiałów będzie mobilizowała redakcję i pozwalała władzom Agory na dalsze procesy transformacji tego segmentu. Z kolei jesteśmy ostrożni w ocenie podejmowanych działań mających na celu wzrost opłat abonamentowych (jest to zadanie wyjątkowo trudne).

Spółka wraz z wynikami za 1Q'17 zmieniła alokację amortyzacji pomiędzy segmentem prasa i druk. Dotychczas średnio w kwartale w 2016 roku segment prasa rozpoznawał amortyzację na poziomie ok 2,22 mln PLN, a w 1Q'17 było to już tylko 0,47 mln PLN. Z kolei w segmencie druk amortyzacja w 1Q'17 wzrosła do 5,4 mln PLN, a w 4Q'16 było to 3,97 mln PLN.

Uważamy, że odczyt wynikowy za 1Q'17 w segmencie prasa dobrze rokuje na kolejne okresy. Odczyt EBITDA to -0,5 mln PLN, a EBIT ok -1 mln PLN. W analogicznym okresie 2016 roku EBITDA wynosiła -0,4 mln PLN, a EBIT -2,8 mln PLN. W modelu zakładamy, że w całym 2017 roku EBITDA wyniesie prawie 5,8 mln PLN, natomiast EBIT będzie równy 3,9 mln PLN. W 2016 roku EBITDA była na poziomie 6 mln PLN, przy EBIT rzędu -2,8 mln PLN (dane te jednak obejmują odczyty bez korekty alokacji amortyzacji). Nasza symulacja historycznych wyników za 2016 rok po korekcie poziomu amortyzacji wskazuje, że EBITDA segmentu w 2016 roku była na poziomie ok -0,85 mln PLN przy EBIT w wysokości -2,84 mln PLN.

Tym samym liczymy, że spółka zakończyła najtrudniejszy okres dla dywizji prasa. Zwracamy też uwagę, że segment wzmacnia zasoby osobowe w obszarach związanych z treścią cyfrową. Liczymy, że po wynikach za 2Q'17 kolejne kwartały będą pokazywały wzrost EBITDA oraz EBIT w relacji r/r.

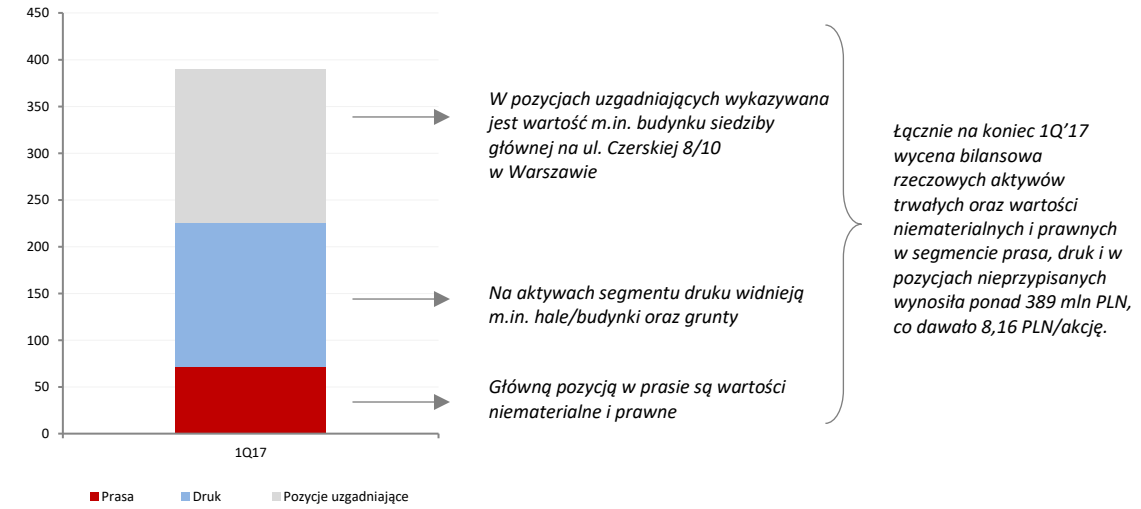
Odczyty histpryczne EBITDA egmentu prasa po korekcie amortyzacji oraz projekcja na okres 2-4Q'17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wydaje nam się, że obecne podejście w modelu jest ostrożne i nie wykluczamy rewizji w górę po kolejnych odczytach kwartalnych. W następnych dwóch latach, czyli w roku 2018 i 2019 przyjmujemy powolną odbudowę EBITDA do poziomu odpowiednio 6,3 mln PLN i 7,3 mln PLN.

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

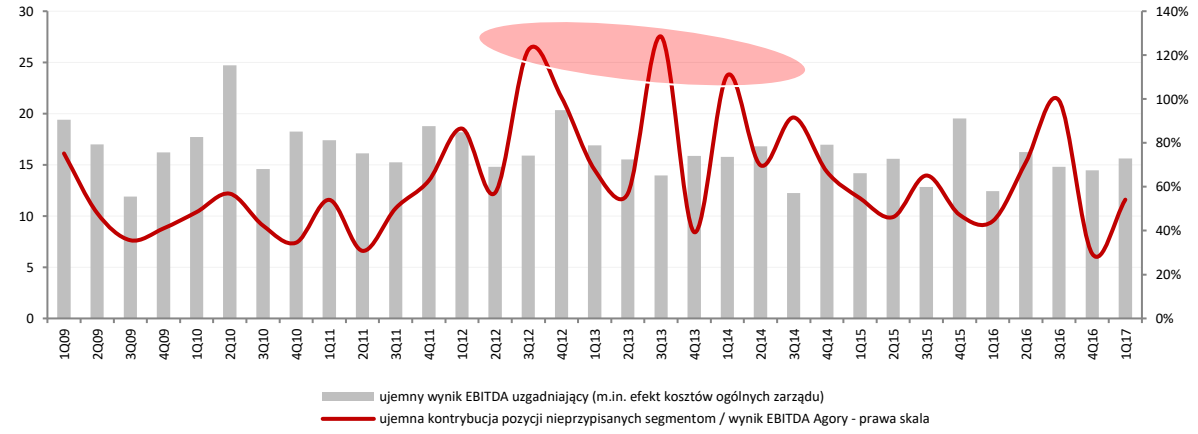


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment druk w ostatnich kwartałach dotkliwie zmagał się z mniejszym wolumenem produkcji. Strata EBIT w 4Q'16 to 2,64 mln PLN, w 1Q'17 odczyt EBIT był na porównywalnym poziomie (-2,46 mln PLN). Zakładamy, że najbliższe kwartały nie przyniosą istotnych zmian i nie zakładamy w modelu szybkiej poprawy rezultatów. Dlatego w całym 2017 roku przyjęliśmy, że EBITDA segmentu druk wyniesie 13,3 mln PLN, a EBIT powinien wynieść ok -8,3 mln PLN (w 2016 roku EBIT był równy -7,7 mln PLN). W latach 2018-2019 przyjęliśmy poprawę EBIT do odpowiednio -6,1 mln PLN i -4,7 mln PLN (EBITDA 14,9 mln PLN i 16 mln PLN). Na koniec marca'17 aktywa przypisane do obszaru druk to 153 mln PLN (grupa jest właścicielem 3 drukarni offsetowych w Warszawie, Tychach i Pile). Oceniamy, że powrót odczytu EBIT w tym segmencie do okolic zera możliwy będzie dopiero po wprowadzeniu dodatkowych działań reorganizujących wykorzystanie posiadanego potencjału produkcyjnego (czego nie uwzględniamy w bieżącym modelu).

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. W 2016 roku raportowana EBITDA z tej pozycji wynosiła prawie -58 mln PLN (w 2015 roku było to -62,2 mln PLN). Liczymy, że realizowane programy oszczędnościowe w ramach grupy pozwolą na stabilizację tej ujemnej kontrybucji.

Wpływ kosztów nieprzypisanych segmentom na wynik EBITDA Agory



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZDARZENIE JEDNORAZOWE

W grudniu'16 Agora w raporcie bieżącym poinformowała, że zawarła przedwstępną umowę sprzedaży prawa użytkowania wieczystego niezabudowanej nieruchomości gruntowej o łącznej powierzchni 6 270 m^2 w Warszawie, położonej przy ulicy Czerniakowskiej 85/87. Umowa przedwstępna zobowiązuje do zawarcia umowy przyrzeczonej warunkowej sprzedaży nieruchomości najpóźniej do dnia 31 października 2017 r. Łączna cena sprzedaży wspomnianej nieruchomości to 19,0 mln PLN i szacowany wpływ na EBIT w 2017 roku wynosi +8,3 mln PLN. W modelu zakładamy, że ujęcie sprzedaży nastąpi w rezultatach za 3Q'17.

Zarząd spółki będzie zalecał WZA aby przeprowadzić skup akcji własnych za kwotę do 23,83 mln PLN przy cenie nabycia kształtującej się w przedziale 15,5-20,0 PLN/akcję. Szacujemy zatem, że Agora będzie mogła skupić od 3,2% do 2,5% dotychczasowych akcji. W modelu przyjmujemy, że spółka skupi akcje w wezwaniu po 20 PLN/akcję i licząc od końca 2017 roku przyjmujemy do obliczeń liczbę akcji na poziomie 46,47 mln szt.

PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ

Podobają nam się zachodzące zmiany w ramach grupy. Kluczowym segmentem stał się obszar film i książka. Otoczenie makro w Polsce i wzrost zamożności społeczeństwa będą sprzyjać dalszej budowie frekwencji (cały czas statystycznie rynek polski w przeliczeniu na liczbę ludności jest mniejszy niż w wielu innych krajach UE). Dodatkowo dalsze impulsy wzrostowe dla tego segmentu powinny stymulować przygotowane projekty rozwojowe bazy ekranów i w szczególności wejście na rynek warszawski.

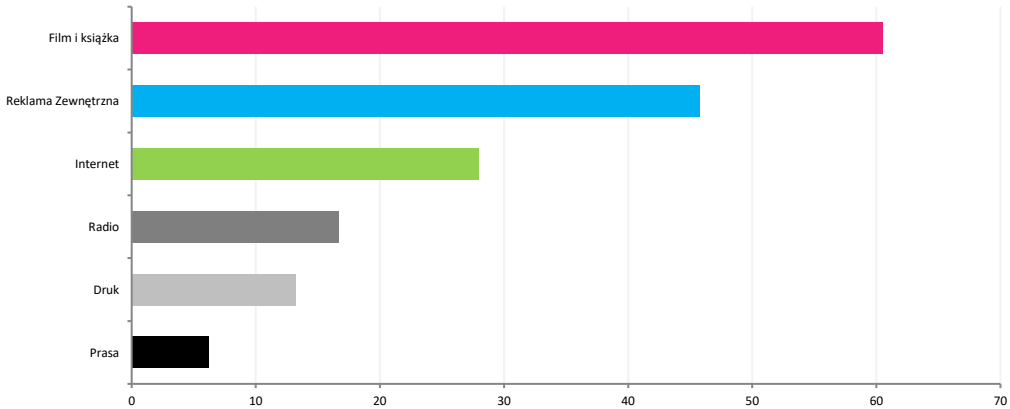
Pozostałe segmenty mają inną specyfikę działania i w ramach całej spółki wydaje nam się, że jesteśmy już w momencie, kiedy Agora nie powinna już tracić udziałów w rynku reklamy. Dwa największe segmenty bazujące na wpływach reklamowych to reklama zewnętrzna oraz internet.

Agora wraz z realizacją projektu warszawskiego znacząco umocniła swoją pozycję na rynku OOH (zwracamy też uwagę na zmianę struktury nośników). Kolejną szansą na poprawę marż tego segmentu może być wprowadzanie w życie zapisów ustawy o „przestrzeni miejskiej" (w obecnym modelu nie uwzględniamy pozytywnych efektów).

W dywizji internet spółka, podobnie jak inne krajowe podmioty, zmaga się z dominacją Google i Facebook, jednak akcentujemy dwa podmioty zależne, czyli GoldenLine i Yieldbird, w których traktujemy jako elementy, które w przyszłości istotnie wpłyną na budowę wartości dla akcjonariuszy. Wreszcie segment prasa jest po kilku fazach reorganizacji i bieżący rok może dać podstawę do odbudowy rezultatów w najbliższych latach.

Dlatego w skali 2017 roku liczymy, że EBITDA Agory wzrośnie do niemal 122 mln PLN (łącznie z wpływem zdarzenia jednorazowego sprzedaży nieruchomości). W 2018 roku EBITDA bez zdarzeń jednorazowych powinna spokojnie przekroczyć 123 mln PLN i z obecnej perspektywy jest to dla nas projekcja konserwatywna. Przypominamy też, że przyszły rok będzie momentem, kiedy prawdopodobnie poznamy założenia dla nowej perspektywy średnioterminowej (podczas konferencji wynikowej za 1Q'17 prezes spółki zasygnalizował, że cele na kolejne lata mogą być ambitne).

Prognozaowana przez nas struktura EBITDA w roku 2017



Powyższe dane segmentów nie uwzględniają pozycji uzgadniających (kosztów holdingu)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza wyników Agory [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	**288,5**	**296,3**	**273,4**	**340,3**	**301,0**	**282,5**	**288,4**	**347,7**	**1 198,4**	**1 219,5**	**1 234,3**	**1 286,3**	**1 332,3**	**1 374,1**
Sprzedaż usług reklamowych	121,7	150,0	123,2	166,2	119,4	145,5	122,5	168,6	561,1	556,0	577,5	602,7	625,6	648,5
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	34,7	34,2	31,2	35,7	33,7	32,0	32,9	32,0	135,8	130,6	123,5	125,0	125,2	126,7
Sprzedaż biletów do kin	57,9	31,2	44,7	60,4	64,4	35,0	49,1	66,9	194,2	215,4	233,9	252,6	269,3	282,6
Bary kinowe	19,6	12,8	17,6	22,3	22,2	14,7	19,9	25,1	72,3	81,9	89,5	97,8	105,3	111,1
Sprzedaż usug poligraficznych	37,0	39,6	36,0	35,1	28,0	31,7	28,8	31,6	147,7	120,1	114,1	108,4	102,9	97,8
Pozostała sprzedaż	17,6	28,5	20,7	20,6	33,3	23,5	35,3	23,5	87,3	115,6	96,0	99,9	104,0	107,4
Koszty operacyjne	**285,5**	**297,6**	**283,1**	**315,6**	**297,4**	**283,1**	**287,9**	**329,1**	**1 195,5**	**1 197,4**	**1 214,1**	**1 257,3**	**1 295,6**	**1 329,3**
Materiały i energia	54,3	56,3	54,3	56,2	47,7	47,0	46,9	51,6	221,1	193,3	187,0	184,3	181,5	179,2
Amortyzacja	25,0	24,2	24,6	24,4	25,3	24,7	24,8	25,0	98,2	99,8	102,9	102,4	103,1	102,1
Koszty pracownicze	79,5	81,2	76,1	86,4	82,8	83,1	81,3	87,9	323,2	335,2	349,0	365,2	380,1	394,1
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	0,0
Reprezentacja i reklama	16,1	22,0	20,0	25,4	21,0	15,7	13,8	23,1	83,5	73,5	70,8	76,5	81,1	85,5
Inne	110,6	113,9	108,1	123,2	120,6	112,6	121,1	141,4	455,8	495,7	504,4	528,8	549,8	568,5
EBITDA	**28,0**	**22,8**	**14,9**	**49,1**	**28,9**	**24,0**	**25,3**	**43,6**	**114,9**	**121,8**	**123,2**	**131,5**	**139,8**	**146,8**
Prasa	-0,4	5,2	1,1	0,1	-0,5	2,6	0,3	3,8	6,0	6,2	6,8	7,8	8,6	8,8
Druk	3,0	1,9	1,9	1,3	2,9	3,5	3,4	3,4	8,1	13,3	14,9	16,0	17,0	16,7
Internet	3,1	9,1	6,3	9,4	1,5	10,2	6,2	10,1	27,9	27,9	30,6	32,8	35,3	37,9
Radio	2,5	6,1	-1,3	8,6	1,1	6,2	0,5	8,8	15,9	16,7	16,7	16,9	17,0	17,0
Reklama Zewnętrzna	7,4	14,6	8,0	10,8	10,0	15,6	8,2	12,0	40,8	45,8	47,2	48,8	49,7	50,9
Film i książka	24,1	1,5	12,9	18,8	28,8	0,5	11,4	19,9	57,3	60,5	63,3	65,5	69,5	73,7
EBIT	**3,0**	**-1,4**	**-9,7**	**24,7**	**3,6**	**-0,6**	**0,5**	**18,6**	**16,7**	**22,1**	**20,3**	**29,1**	**36,7**	**44,7**
Saldo finansowe	-5,4	-0,2	-0,9	-8,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-15,0	-2,3	-1,9	-0,3	0,6	1,6
Udział w zyskach jedn. stow.	-0,3	0,2	-0,1	-1,3	-2,0	-1,2	-1,4	-0,3	-1,5	-4,9	-1,4	4,1	5,2	7,3
Wynik netto	**-7,2**	**-5,1**	**-14,5**	**10,2**	**-8,2**	**-2,2**	**-2,2**	**12,2**	**-13,2**	**3,8**	**13,8**	**26,6**	**34,5**	**43,4**
Marża EBITDA	9,7%	7,7%	5,5%	14,4%	9,6%	8,5%	8,8%	12,6%	9,6%	10,0%	10,0%	10,2%	10,5%	10,7%
Marża EBIT	1,0%	-0,5%	-3,5%	7,3%	1,2%	-0,2%	0,2%	5,4%	1,4%	1,8%	1,6%	2,3%	2,8%	3,3%
Marża zysku netto	-2,5%	-1,7%	-5,3%	3,0%	-2,7%	-0,8%	-0,7%	3,5%	-1,1%	0,3%	1,1%	2,1%	2,6%	3,2%

** - w 3Q'17 spodziewamy się rozliczenia sprzedaży nieruchomości (efekt +8,3 mln PLN)*

** - należy mieć na uwadze, że wpływ na wyniki za 4Q'16 miały zdarzenia jednorazowe:

- sprzedaż nieruchomości w Łodzi (+6 mln PLN);
- sprzedaż udziałów w Metro TV (+10,5 mln PLN);
- rezerwy z tytułu zwolnień grupowych (-6,9 mln PLN).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana w prognozie w porównaniu do poprzedniego raportu z 13.03.2017

	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana
Przychody [mln PLN]	1 227,3	1 219,5	-0,6%	1 257,3	1 234,3	-1,8%
EBITDA [mln PLN]	**115,8**	**121,8**	**5,2%**	**120,3**	**123,2**	**2,4%**
EBIT [mln PLN]	15,2	22,1	45,2%	16,1	20,3	25,9%
Zysk netto [mln PLN]	6,2	3,8	-38,0%	12,5	13,8	10,1%
marża EBITDA	9,4%	10,0%		9,6%	10,0%	
marża EBIT	1,2%	1,8%		1,3%	1,6%	
marża netto	0,5%	0,3%		1,0%	1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

Redakcja Gazety Wyborczej pomimo kolejnych zwolnień grupowych z 2016 roku w naszej ocenie nadal pozostaje w Polsce ostatnim tytułem z ogólnopolskich dzienników, który utrzymuje tak 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, wymusi kolejne destrukcyjne dla redakcji cięcia kosztów).

Segment prasy uzyskuje coraz mniej przychodów reklamowych od podmiotów powiązanych z administracją rządową. Pozostaje jednak wciąż eskpozycja na wydatki samorządów. Zwracamy uwagę, że przyszła erozja wpływów od tych podmiotów może mieć odczuwalne i negatywne oddziaływanie na rentowność wspomnianego obszaru biznesowego. Oceniamy, że baza wpływów reklamowych założona na 2017 rok jest już jednak na tyle mała, że ewentualne dalsze dynamiki spadku przychodów będą już coraz mniejsze (chyba zbliżamy się do momentu, że już nie ma z czego spadać). Naszym zdaniem jest to już na tyle niszowy i mały rynek, że pojedyncze duże kampanie reklamowe/ogłoszeniowe mogą mieć już odczuwalny wpływ na zachowanie przychodów Gazety Wyborczej.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	**1 074**	**1 102**	**1 189**	**1 198**	**1 220**	**1 234**	**1 286**	**1 332**	**1 374**	**1 413**	**1 449**	**1 483**	**1 517**
Sprzedaż usług reklamowych	544	533	562	561	556	578	603	626	649	671	692	711	730
Sprzedaż wydawnictw i kolekcji	134	136	145	136	131	123	125	125	127	128	130	132	133
Sprzedaż biletów do kin	129	143	162	194	215	234	253	269	283	294	304	314	324
Bary kinowe	42	49	60	72	82	89	98	105	111	116	120	125	129
Pozostała sprzedaż	224	242	260	235	236	210	208	207	205	204	202	201	201
Koszty operacyjne	**1 067**	**1 121**	**1 171**	**1 196**	**1 197**	**1 214**	**1 257**	**1 296**	**1 329**	**1 361**	**1 390**	**1 418**	**1 446**
Materiały i energia	240	239	226	221	193	187	184	182	179	177	174	172	170
Amortyzacja	96	96	102	98	100	103	102	103	102	101	101	100	99
Koszty pracownicze	288	303	317	323	335	349	365	380	394	407	419	431	442
Program motywacyjny	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reprezentacja i reklama	65	73	87	84	74	71	76	81	85	89	93	96	98
Inne	375	410	438	456	496	504	529	550	568	587	603	620	636
EBITDA	**103**	**77**	**121**	**115**	**122**	**123**	**131**	**140**	**147**	**153**	**160**	**165**	**170**
EBIT	**7**	**-19**	**19**	**17**	**22**	**20**	**29**	**37**	**45**	**52**	**59**	**65**	**71**
Saldo finansowe	-2	3	-1	-15	-2	-2	0	1	2	3	4	5	6
Udział w wyniku jedn. stow.	0	-3	-1	-1	-5	-1	4	5	7	8	8	8	9
Wynik brutto	5	-18	17	0	15	17	33	43	54	62	70	78	86
Podatek	4	-7	1	13	11	3	6	8	10	12	13	15	16
Wynik netto	**1**	**-11**	**15**	**-13**	**4**	**14**	**27**	**34**	**43**	**50**	**57**	**63**	**69**

Bilans	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	1 204	1 143	1 162	1 139	1 093	1 051	1 022	993	973	954	937	923	912
WNiP	417	400	448	463	457	452	449	446	446	445	445	445	445
Rzeczowe aktywa trwałe	725	686	670	628	593	558	528	496	470	443	419	397	377
Należności długoterminowe	45	34	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Aktywa obrotowe	439	414	448	430	433	467	500	536	567	605	643	683	723
Zapasy	26	30	29	34	27	27	29	30	31	31	32	33	34
Należności krótkoterminowe	238	269	282	255	254	257	268	278	286	294	302	309	316
Inwestycje krótkoterminowe	175	114	137	130	141	171	193	219	239	268	299	330	363
AKTYWA RAZEM	**1 643**	**1 556**	**1 610**	**1 569**	**1 526**	**1 518**	**1 522**	**1 529**	**1 540**	**1 559**	**1 580**	**1 606**	**1 636**
Kapitał własny razem	1 208	1 165	1 170	1 117	1 097	1 088	1 089	1 095	1 109	1 127	1 149	1 175	1 204
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	435	391	440	452	428	430	433	434	431	432	432	431	431
Zobowiązania %	173	116	129	145	134	129	124	119	111	104	96	89	81
Rozliczenia międzyokresowe	67	72	108	97	98	96	96	96	95	98	101	103	105
PASYWA RAZEM	**1 643**	**1 556**	**1 610**	**1 569**	**1 526**	**1 518**	**1 522**	**1 529**	**1 540**	**1 559**	**1 580**	**1 606**	**1 636**

CF	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	109	98	111	97	115	123	121	127	132	141	145	149	153
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-121	-43	-129	-29	-73	-59	-64	-63	-68	-67	-68	-69	-69
Przepływy z działalności finansowej	-80	-102	-3	-49	-41	-34	-36	-38	-43	-45	-47	-49	-51
Środki pieniężne eop	99	52	31	50	52	82	103	129	150	179	209	241	273

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
EPS	0,0	-0,2	0,3	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	0,0	0,0
BVPS	23,7	22,9	24,5	23,4	23,6	23,4	23,4	23,6	23,9	24,2	24,7	25,3	25,9
P/E	---	---	45,9x	---	---	49,8x	25,8x	19,9x	15,8x	13,6x	12,0x	10,8x	9,9x
P/CE	7,7x	8,9x	6,0x	8,3x	6,6x	5,9x	5,3x	5,0x	4,7x	4,5x	4,3x	4,2x	4,1x
P/BV	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	**7,2x**	**9,8x**	**5,8x**	**6,3x**	**5,6x**	**5,2x**	**4,7x**	**4,2x**	**3,8x**	**3,4x**	**3,0x**	**2,7x**	**2,4x**
EV/EBIT	---	---	37,1x	43,1x	30,7x	31,7x	21,2x	15,9x	12,5x	10,0x	8,2x	6,8x	5,7x
Dług netto [mln PLN]	-2	1	-8	15	-8	-43	-69	-100	-128	-165	-203	-242	-282
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	-36	0	-23	-26	-28	-30	-33	-35	-37	-40
DPS	0,00	0,00	0,00	0,75	0,00	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%	0,0%	3,4%	3,7%	4,1%	4,4%	4,7%	5,1%	5,4%	5,8%

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/rozrywka, stal/węgiel

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

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

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

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	**20,27**	**kupuj**	**19,42**	**26.05.2017**	**10:53 CEST**	**14,75**	**61 266**
kupuj	19,42	trzymaj	11,77	13.03.2017	10:07 CEST	15	58 820
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 (wypłacona dywidenda 1 PLN/akcję)	06.08.2012		7.8	40 594
akumuluj	11.39	kupuj	16.50	18.05.2012		10.55	37 000
kupuj	16.50	redukuj	18.00	26.10.2011		13.83	40 771
redukuj	18.0	redukuj	24.00	16.06.2011		20.20	49 077
redukuj	24.0	---	---	23.02.2011		25.90	46 548

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	6	29%
Akumuluj	5	36%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	29%
Sprzedaj	1	7%

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 docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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

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

bieżącej ceny rynkowej;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 uwzględniać, 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 jakakolwiek strategia 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 26.05.2017 roku (10:53 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 31.05.2017 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy 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 niemniejszym 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 26.05.2017 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 subemisje 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.

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 świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.