



Dom Maklerski BDM S.A.

WIRTUALNA POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 87,5 PLN

03 MARCA 2020, 08:00 CEST

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów WP i wydajemy zalecenie KUPUJ z ceną docelową 87,5 PLN/akcję. Z optymizmem podchodzimy do segmentu reklamy internetowej, która jest głównym obszarem marżotwórczym dla spółki. Spodziewamy się, że w '20 grupa utrzyma kilkunastoprocentowe tempo wzrostu EBITDA (+14% r/r). Doceniamy poprawiającą się pozycję gotówkową podmiotu (szacujemy, że na koniec '19 DN/EBITDA wyniósł ok. 1,3-1,4x), co stwarza pole do dalszych akwizycji (nie zakładamy tego w modelu) oraz dyskonto względem grupy porównawczej w latach 2020-21. Wśród głównych ryzyk dla naszych założeń wskazujemy potencjalny wpływ koronawirusa, niemniej kurs spółki stracił w ciągu miesiąca ponad 20%, co zdaje się uwzględniać już szereg możliwych zagrożeń.

Rynek reklamy internetowej cały czas utrzymuje wysokie tempo wzrostu. Wraz z poprawą głównych wskaźników efektywności prowadzonych portali oraz utrzymana pozycja lidera wśród największych portali, powinno przełożyć się to na przyrost obrotów w dywizji o niskie kilkanaście procent. Solidne wzrosty sprzedaży powinny osiągnąć także biznes e-commerce. Stonowane oczekiwania mamy względem obszaru tv, który z racji zakładanej przez nas płaskiej sprzedaży, mógł utrzymać stratę. Podsumowując, oczekujemy że w 4Q'19 grupa wypracuje ok. 197 mln PLN przychodów (188 mln PLN bez barteru), ok. 62,9 mln PLN EBITDA raportowanej (po korekcie o koszty programu motywacyjnego oraz zakupu spółek zależnych ok. 64,3 mln PLN; wg metodologii MSR 17 59,4 mln PLN) oraz 30 mln PLN zysku netto. Dług netto w relacji do EBITDA MSR 17 na koniec '19 powinien ukształtować się na poziomie 1,3-1,4x.

Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą dalszą poprawę wyników. Grupa działa w perspektywnym obszarze reklamy internetowej, dla którego prognozy rynkowe zakładają co najmniej wysokie jednocyfrowe wzrosty w '20. Pozytywnie zapatrujemy się na część e-commerce, która stanowi pozostałe 60% sprzedaży dywizji online. W '20 spodziewamy się, że WP wypracuje 818 mln PLN przychodów (bez uwzględnienia barteru = 788 mln PLN), ok. 243 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 232 mln PLN) oraz ok. 122 mln PLN zysku netto.

Wśród ryzyk dla naszych założeń dostrzegamy ewentualny wpływ koronawirusa, wolniejszy wzrost rynku reklamy internetowej czy zmiany algorytmów pozycjonujących strony internetowe. Zagrożeniem mogą być także nietrafione akwizycje.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem [mln PLN]	415,1	465,6	567,3	716,3	818,0	904,6
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	122,9	129,6	162,9	208,0	242,5	266,3
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	122,9	129,6	162,9	197,1	231,6	255,2
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	80,9	78,6	107,3	128,7	168,2	191,9
Wynik netto [mln PLN]	53,8	40,0	76,0	74,3	121,7	141,2
P/BV*	5,2x	5,0x	4,5x	4,1x	3,5x	3,1x
P/E*	39,1x	52,6x	27,7x	28,3x	17,3x	14,9x
EV/EBITDA MSSF 16*	18,5x	17,6x	14,8x	11,5x	9,5x	8,4x
EV/EBITDA MSR 17*	18,5x	17,6x	14,8x	12,0x	9,9x	8,7x
EV/EBIT*	28,1x	29,0x	22,5x	18,6x	13,7x	11,7x
DPS [PLN]*	0,0	1,1	0,9	1,0	1,0	2,1

*obliczenia dla 29,7 mln akcji (uwzględniamy opcje na akcje z pr. motywacyjnego)

Wycena końcowa [PLN]	87,5
Potencjał do wzrostu / spadku	+23,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	71,0
Kapitalizacja [mln PLN]	2 106,0
Ilość akcji [mln. szt.]	29,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	87,40
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	61,60
Stopa zwrotu za 3 mc	+4,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	+12,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	+20,3%
Akcjonariat (% głosów):	
Jacek Świderski	18,7%
Michał Brański	18,7%
Krzysztof Sierota	18,7%
Aviva OFE	5,1%
Pozostali	38,7%

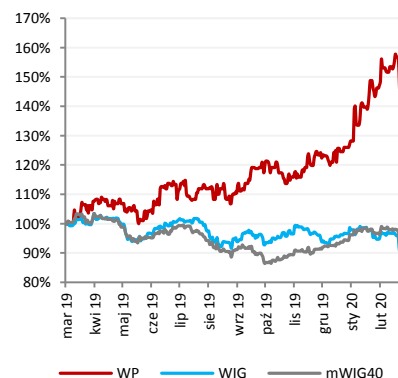
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
OTOCZENIE RYNKOWE	10
KRAJOWY RYNEK REKLAMY	10
GLOBALNY RYNEK REKLAMY	12
SZACUNKOWE WYNIKI 4Q'19 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Wirtualnej Polski dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 89,5 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 89,8 PLN. Wazona w ten sposób wycena sugeruje wartość 1 akcji w wys. 89,6 PLN/walor. Wartość korygujemy o możliwe do wykazania odwrócenie aktywa podatkowego w wys. 61,3 mln PLN (+1,3 mln PLN odsetek; spółka poinformowała 24 lutego o decyzji MUCS). Finalna wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,59 mld PLN, czyli **87,5 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mld PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	2 654,0	89,5	26,0%
B	Wycena porównawcza	2 663,6	89,8	26,5%
C	Podatek do zwrotu	62,6	2,1	-
D = (70%*A + 30%*B - C)	Wycena końcowa	2 594,3	87,5	23,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek reklamy internetowej cały czas utrzymuje wysokie tempo wzrostu (prognozy dla tego obszaru na kolejne lata także są optymistyczne). Wraz z poprawą głównych wskaźników efektywności prowadzonych portali oraz utrzymaną pozycją lidera wśród największych portali, powinno przełożyć się to na przyrost obrotów w dywizji o niskie kilkanaście procent. Solidne wzrosty sprzedaży powinien osiągnąć także biznes e-commerce (oczekujemy dynamiki w przedziale 15-20% r/r w 4Q'19). Stonowane oczekiwania mamy względem obszaru tv, który z racji zakładanej przez nas płaskiej sprzedaży, mógł utrzymać stratę. Podsumowując, oczekujemy że w 4Q'19 grupa wypracuje ok. 197 mln PLN przychodów (188 mln PLN bez barteru), ok. 62,9 mln PLN EBITDA raportowanej (po korekcie o koszty programu motywacyjnego oraz zakupu spółek zależnych ok. 64,3 mln PLN; wg metodologii MSR 17 59,4 mln PLN) oraz 30 mln PLN zysku netto. Tym samym w ujęciu całorocznym dałoby to ok. 716 mln PLN sprzedaży, ok. 197 mln PLN EBITDA MSR 17 oraz 74 mln PLN wyniku netto. Dług netto w relacji do EBITDA MSR 17 na koniec '19 powinien ukształtować się na poziomie 1,3-1,4x.

Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą dalszą poprawę wyników. Grupa działa w perspektywnym obszarze reklamy internetowej, dla którego prognozy rynkowe zakładają co najmniej wysokie jednocyfrowe wzrosty w '20 (wg naszych założeń ta część biznesu odpowiada za ok. 40% przychodów segmentu online; odczyty PBI Gemius cały czas sugerują mocną pozycję portali grupy na tle głównych rywali). Pozytywnie zapatrujemy się na część e-commerce, która stanowi pozostałe 60% sprzedaży dywizji online. Liczymy także, że do wyższych dynamik powrócą portale w obszarze fashion (domodi/allani) oraz travel (niższa baza z '19 w obszarze podróży zagranicznych; zaznaczamy, że dostrzegamy tu główne ryzyko dla naszych prognoz w przypadku przedłużania się epidemii koronawirusa; uważamy jednak, że potencjalnym beneficjentem mogłyby się okazać podmioty z obsługi krajowej turystyki). Oczekujemy także, że lepiej niż w '19 zacznie zachowywać się dywizja tv. Podsumowując, w '20 spodziewamy się, że WP wypracuje 818 mln PLN przychodów (bez uwzględnienia barteru = 788 mln PLN), ok. 243 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 232 mln PLN) oraz ok. 122 mln PLN zysku netto.

Kurs WP spadł w ciągu miesiąca o ponad 20%, co w naszej ocenie stwarza pole do budowy pozycji na papierach spółki. Wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 87,5 PLN/akcję. Liczymy, że cały czas bardzo dobrze będzie sobie radził segment reklamy mediowej, który jest w naszej ocenie głównym kontrybutorem dla marż grupy. Oczekujemy, że holding podtrzyma wzrostową ścieżkę wynikową w '20 i zakładamy, że EBITDA zwiększy się o ok. 14% r/r. In plus odbieramy coraz mocniejszą pozycję gotówkową, która była poprawiana sukcesywnie w kolejnych kwartałach '19 (na koniec '19 prognozujemy DN/EBITDA w przedziale 1,3-1,4x) i przyjmujemy w modelu, że trend będzie kontynuowany (o ile nie dojdzie do jakichś dużych akwizycji). Zwracamy uwagę na utrzymujące się dyskonto względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz dostrzegamy ewentualny wpływ koronawirusa (m.in. na obszar turystyczny).

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,0x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody gotówkowe w latach 2020-21 wzrosną odpowiednio do 788-872 mln PLN (+14%/11% r/r), natomiast na poziomie EBITDA estymujemy 242-266 mln PLN (wg MSSF 16; zgodnie z MSR 17 byłoby to 232/255 mln PLN).
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny.
- Szczegółowe założenia dot. przychodów w poszczególnych segmentach operacyjnych

Szczegółowe założenia modelu

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ogółem [mln PLN]	567,3	716,3	818,0	904,6	984,0	1 057,2
<i>Barter</i>	24,6	26,1	29,8	33,0	35,9	38,5
Przychody gotówkowe	542,8	690,2	788,2	871,6	948,1	1 018,7
<i>online</i>	526,3	668,9	754,3	830,9	904,7	974,6
<i>tv</i>	16,5	21,4	33,9	40,7	43,4	44,1
Dynamika [%]						
Przychody ogółem	21,8%	26,3%	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%
Przychody gotówkowe	25,5%	27,2%	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%
<i>online</i>	24,0%	27,1%	12,8%	10,2%	8,9%	7,7%
<i>tv</i>	102,9%	29,4%	58,8%	20,0%	6,7%	1,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że grupa w kolejnych latach będzie stopniowo zwiększać poziom wypłaty dywidendy, o ile nie będą przeprowadzane kolejne akwizycje (w '20 wypłata na poziomie '19; docelowo przyjmujemy wskaźnik wypłaty = 100%).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2020-29 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2029 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2029 roku.
- W wycenie uwzględniamy prognozowany poziom długu netto na koniec 2019 roku (w tym zgodnie z MSSF 16 wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku).
- W pozycji dot. inwestycji kapitałowych wykazujemy przyszłe płatności z tyt. earn-out'ów, które dotyczą Extradom.pl, Nocowanie.pl, MyTravel.pl i Superauto24.pl.
- Do obliczeń przyjęliśmy 29,7 mln szt. akcji (uwzględniamy 0,7 mln walorów z programu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 03.03.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki WP na poziomie 2,65 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 89,5 PLN.

Model DCF

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Przychody ogółem [mln PLN]	818,0	904,6	984,0	1 057,2	1 121,2	1 177,4	1 226,4	1 266,5	1 300,1	1 329,8
EBIT [mln PLN]	168,6	192,4	213,3	233,5	250,3	264,7	277,2	286,8	295,1	301,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	32,0	36,5	40,5	44,4	47,6	50,3	52,7	54,5	56,1	57,3
NOPLAT [mln PLN]	136,6	155,8	172,8	189,2	202,7	214,4	224,5	232,3	239,1	244,4
Amortyzacja [mln PLN]	74,4	74,4	75,9	75,4	75,6	75,9	76,0	76,5	76,4	76,8
- w tym prawo do użytku budynku	9,7	9,7	10,3	10,7	10,9	11,0	11,0	11,1	11,1	11,1
CAPEX [mln PLN]	-61,1	-68,4	-74,4	-74,9	-74,8	-75,6	-76,3	-76,3	-76,8	-76,9
- w tym opłaty leasingowe	-11,0	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-18,1	-13,2	-2,7	-4,7	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	131,2	148,2	171,2	184,5	200,9	214,4	224,0	232,3	238,5	244,2
DFCF [mln PLN]	123,2	128,9	137,8	137,3	138,0	135,9	130,9	125,0	118,1	111,2
Suma DFCF [mln PLN]	1 286,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 675,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 673,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 959,6									
Dług netto [mln PLN]*	292,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]	13,3									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2 654,0									
Ilość akcji [mln]	29,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	89,5									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

Przychody zmiana r/r	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%	6,0%	5,0%	4,2%	3,3%	2,7%	2,3%
EBIT zmiana r/r	29,1%	14,1%	10,9%	9,5%	7,2%	5,8%	4,7%	3,5%	2,9%	2,3%
FCF zmiana r/r	120,8%	12,9%	15,5%	7,8%	8,8%	6,7%	4,5%	3,7%	2,7%	2,4%
Marża EBITDA	29,7%	29,5%	29,4%	29,2%	29,1%	28,9%	28,8%	28,7%	28,6%	28,5%
Marża EBIT	20,6%	21,3%	21,7%	22,1%	22,3%	22,5%	22,6%	22,6%	22,7%	22,7%
Marża NOPLAT	9,1%	8,2%	7,7%	7,1%	6,7%	6,4%	6,2%	6,0%	5,9%	5,8%
CAPEX / Przychody	7,5%	7,6%	7,6%	7,1%	6,7%	6,4%	6,2%	6,0%	5,9%	5,8%
CAPEX / Amortyzacja	82,2%	91,9%	98,0%	99,3%	98,9%	99,6%	100,3%	99,7%	100,5%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *dług netto wg MSSF 16

Kalkulacja WACC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	73,4%	76,9%	80,1%	82,3%	84,4%	86,6%	88,7%	90,8%	93,0%	95,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	26,6%	23,1%	19,9%	17,7%	15,6%	13,4%	11,3%	9,2%	7,0%	4,9%
WACC	7,8%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
beta	0,7	89,1	93,1	97,6	102,8	108,8	116,1	124,8	135,5	149,0
	0,8	83,2	86,6	90,4	94,8	99,8	105,8	112,8	121,3	131,7
	0,9	78,0	80,9	84,1	87,8	92,1	97,0	102,8	109,6	117,9
	1,0	73,3	75,8	78,6	81,7	85,3	89,5	94,3	99,9	106,6
	1,1	69,0	71,2	73,6	76,4	79,4	82,9	87,0	91,6	97,1
	1,2	65,2	67,1	69,2	71,6	74,2	77,2	80,6	84,5	89,1
	1,3	61,6	63,3	65,2	67,3	69,5	72,1	75,0	78,4	82,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
premia za ryzyko	3,00%	95,8	100,4	105,8	112,0	119,4	128,4	139,4	153,2	171,1
	4,00%	83,2	86,6	90,4	94,8	99,8	105,8	112,8	121,3	131,7
	5,00%	73,3	75,8	78,6	81,7	85,3	89,5	94,3	99,9	106,6
	6,00%	65,2	67,1	69,2	71,6	74,2	77,2	80,6	84,5	89,1
	7,00%	58,4	59,9	61,6	63,4	65,4	67,6	70,1	72,9	76,2
	8,00%	52,8	54,0	55,3	56,7	58,2	59,9	61,8	63,9	66,3
	9,00%	48,0	48,9	49,9	51,1	52,3	53,6	55,0	56,7	58,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	147,9	140,5	134,1	128,4	123,3	118,8	114,7	111,0	107,6
	4,00%	123,0	116,4	110,7	105,8	101,4	97,6	94,1	91,1	88,3
	5,00%	104,5	98,7	93,7	89,5	85,8	82,5	79,7	77,1	74,8
	6,00%	90,2	85,1	80,8	77,2	74,0	71,3	68,9	66,8	64,8
	7,00%	78,9	74,5	70,7	67,6	64,9	62,6	60,5	58,7	57,1
	8,00%	69,7	65,8	62,6	59,9	57,6	55,6	53,9	52,3	51,0
	9,00%	62,1	58,7	55,9	53,6	51,6	49,9	48,4	47,1	45,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

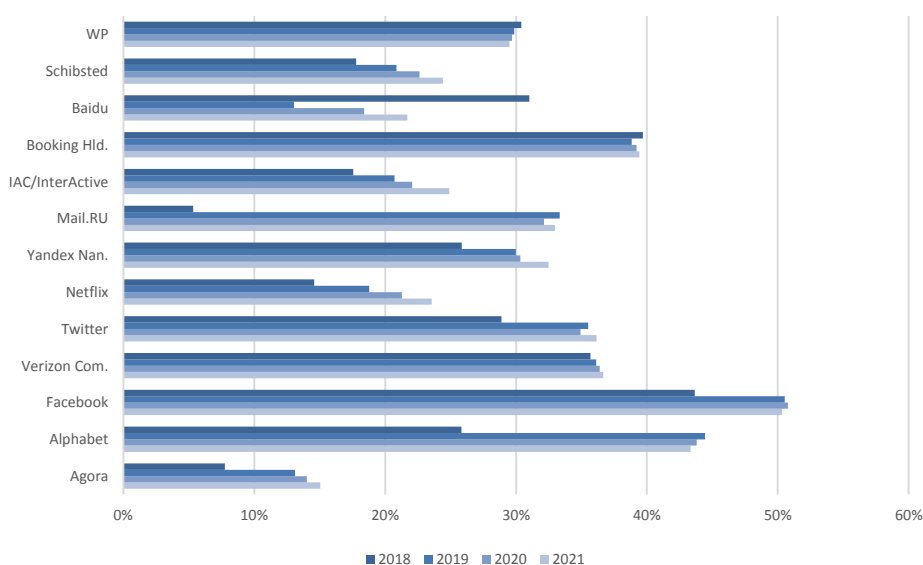
Analiza porównawcza Wirtualnej Polski została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-21 dla wybranych spółek z branży mediowej, które przede wszystkim posiadają ekspozycję na segment reklamy internetowej (m.in. Alphabet, Facebook, Booking oraz Agora). W wycenie uwzględniliśmy wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA, a poszczególnym latom przypisaliśmy jednakową wagę (po 50%). Końcowa wartość 1 akcji wynikająca z metody porównawczej wynosi **89,8 PLN/walor**.

Wycena porównawcza

	P/E		EV/EBITDA	
	2020	2021	2020	2021
Agora	28,3	19,7	6,9	5,7
Alphabet	19,8	17,1	11,6	9,5
Facebook	22,2	18,6	12,3	10,3
Yandex Nan.	23,8	17,4	12,1	8,6
Mail.RU	24,4	19,4	12,2	9,9
IAC/InterActive	29,8	21,4	13,6	8,7
Booking Hld.	14,9	13,8	11,3	10,3
Baidu	17,2	13,2	8,8	6,0
Schibsted	35,3	28,8	14,5	12,2
Mediana	23,8	18,6	12,1	9,5
Mediana zagraniczne	23,0	18,0	12,1	9,7
WP	17,3	14,9	9,5	8,4
Premia/dyskonto grupa	-27,4%	-19,9%	-21,0%	-11,4%
Wycena wg wskaźnika	97,8	88,6	92,0	80,8
Waga roku	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Wycena wg wskaźników	93,2		86,4	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa [PLN]	89,8			

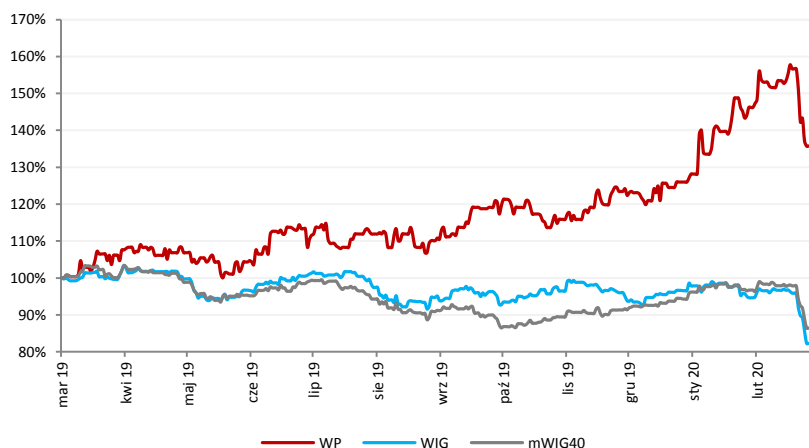
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA w latach 2019-21



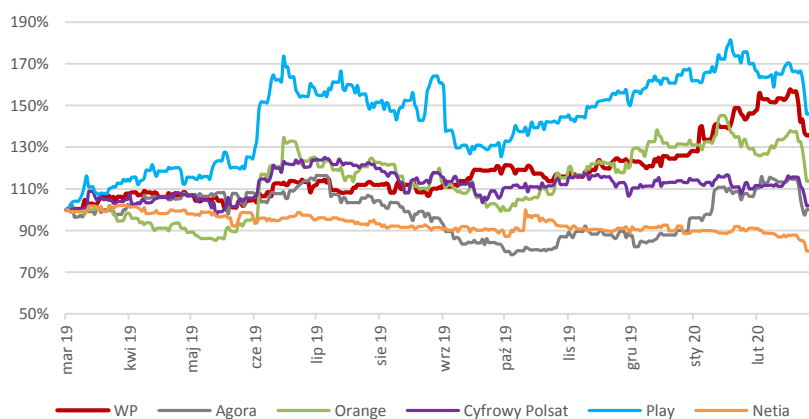
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i mWIG40



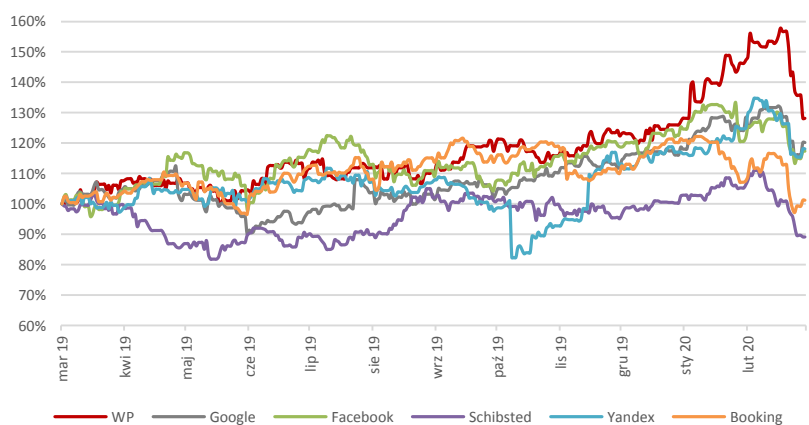
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle krajowych spółek z obszaru Media/Telko



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle wybranych podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Potencjalny wpływ koronawirusa na wyniki spółki**

Epidemia koronawirusa może mieć potencjalny wpływ na wyniki spółki. Grupa posiada ekspozycję m.in. na rynek turystyczny poprzez portale współpracujące z tour-operatorami (czyli wycieczki zagraniczne), tj. wakacje.pl, My Travel oraz Wakacyjny Świat (2 ostatnie podmioty to sieci franczyzowe), a także na krajowy rynek noclegowy (nocowanie.pl, eHoliday.pl). Uważamy, że w przypadku dalszego długotrwałego rozprzestrzeniania się epidemii może spaść popyt głównie na wycieczki zagraniczne. Zwracamy jednak uwagę, że sezon wakacyjny przypada gł. na miesiące letnie, a dodatkowo ekspozycja kosztowa jest ograniczona poprzez model franczyzowy.
- **Decyzja UCS ws. aktywa podatkowego**

W dn 24.lutego spółka poinformowała o otrzymaniu wyniku kontroli celno-skarbowej prowadzonej przez Małopolski UCS. Naczelnik MUCS zakwestionował wysokość rozpoznanego aktywa podatkowego z tyt. nabycia WP S.A. przez o2 sp. z o.o. (a nie jego zasadność). W komunikacie podano, że grupa szacuje max. negatywny wpływ na skonsolidowany wynik w wys. 61,3 mln PLN (+1,3 mln PLN odsetek), co w przeliczeniu na akcję daje 2,1 PLN (uwzględniamy tę wartość w wycenie). W latach 2016-19 WP rozliczyło ok. 42,1 mln PLN z całego aktywa.
- **Otoczenie makroekonomiczne**

Obszar, w którym działa Wirtualna Polska, jest bardzo mocno powiązany ze wzrostem gospodarczym i sytuacją makroekonomiczną kraju. Ewentualne spowolnienie gospodarki może negatywnie przekładać się na klientów grupy, zarówno po stronie podmiotów nabywających powierzchnie reklamowe (obniżenie budżetów marketingowych), jak i klientów spółki w działalności e-commerce (spadek siły nabywczej).
- **Konkurencja na rynku reklamy**

Rynek reklamy cechuje się wysoką konkurencyjnością. Grupa jest zmuszona rywalizować o klientów z innymi portalami internetowymi (jak np. Onet czy Interia), ale także z podmiotami oferującymi różne usługi internetowe (należy tu wskazać przede wszystkim Google i Facebook, które znajdują się w TOP3 liczby realnych użytkowników). W pewnym sensie konkurentami są również podmioty, które funkcjonują w innych obszarach rynku reklamowego (np. radio, telewizja, prasa). Zwracamy jednak uwagę, że najmocniej rosnącym kanałem jest obecnie reklama internetowa, co stawia spółkę w korzystnym położeniu.
- **Utrata kluczowych klientów**

Duża część przychodów grupy pochodzi od stałej liczby klientów, w tym domów mediowych. Spółka zawiera umowy o współpracę na prowadzenie kampanii reklamowych lub na podstawie zleceń. Głównym ryzykiem jest zaprzestanie współpracy i nawiązanie współpracy z konkurentami Wirtualnej Polski. Zwracamy uwagę, że wg badań Megapanel PBI/Gemius spółka jest jednym z liderów rynku pod względem realnych użytkowników lub spędzonego czasu. W naszej ocenie utrata pozycji w podobnych rankingach na korzyść innych podmiotów działających na rynku reklamy internetowej może powodować migrację klientów i utratę przychodów.
- **Zmiany regulacji prawnych (RODO, Ust. Radiofonii i Telewizji, ACTA 2)**

Wśród głównych aktów prawnych, których musi przestrzegać WP, należy wymienić ogólne rozporządzenie o ochronie danych osobowych (RODO), które weszło w życie w dn. 25 maja 2018 roku i dotyczy przede wszystkim przetwarzania danych osobowych, które są wykorzystywane np. w reklamie targetowanej czy e-mailingu reklamowego. Drugim istotnym aktem jest Ustawa o Radiofonii i Telewizji, która reguluje treść audycji oraz treści i czas nadawania reklam. Zwracamy także uwagę na dyrektywę ACTA 2, która została przegłosowana w PE pod koniec marca'19 i ma być wprowadzona w ciągu 2 lat (akt dotyczy udostępniania kontentu objętego prawami autorskimi i wprowadza m.in. obowiązek podpisania licencji z właścicielami praw na treści chronione prawem autorskim, a także uprzedniego filtrowania treści m.in. przez Facebook czy Youtube, które mogłyby być uznane jako akt piractwa).
- **Spadek ruchu internetowego i rozwój oprogramowania blokującego wyświetlanie reklam**

Duża część ruchu internetowego na portalach spółki jest generowana za pośrednictwem wyszukiwarek internetowych lub serwisów społecznościowych, takich jak Google i Facebook. Działają one na podstawie algorytmów, które określają względną pozycję strony internetowej, według najlepszego dopasowania wyszukiwania i dostępnej treści oraz popularności danych w sieci. Ewentualna zmiana algorytmów może spowodować zmianę pozycjonowania stron grupy, a tym samym spadek ruchu internetowego na portalach WPH i w konsekwencji obniżenie przychodów z reklam. Wraz z rozwojem internetu coraz popularniejsze stają się programy służące do blokowania reklam. Rozpowszechnienie oprogramowania tego typu może negatywnie wpływać na rynek reklamy internetowej jako narzędzia marketingowego oraz zmniejszać budżety na kampanie reklamowe w internecie.
- **Utrata koncesji**

Spółka posiada koncesję na rozpowszechnianie programu Telewizja WP poprzez nadawanie naziemne i satelitarne. Licencja, która otrzymała grupa, jest ważna do 2026 roku i nie ma pewności, że KRRiT przedłuży ją na kolejne lata. Istnieje również ryzyko, że KRRiT odbierze Wirtualnej Polsce koncesję w przypadku rażącego naruszenia Ustawy o Radiofonii i Telewizji lub warunków przyznanej licencji.
- **Ryzyko nieudanych akwizycji**

W ostatnich latach grupa wykorzystywała możliwość rozwoju poprzez akwizycje podmiotów posiadających ekspozycję na rynek reklamy oraz e-commerce. Istnieje ryzyko, że potencjalne akwizycje w przyszłości mogą okazać się nietrafione i obciążać wyniki spółki (zwłaszcza w okresie dekonjunkury) oraz bilans. Ewentualne duże transakcje mogą także wymagać emisji akcji.

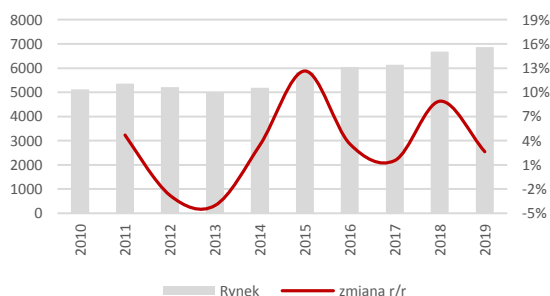
OTOCZENIE RYNKOWE

KRAJOWY RYNEK REKLAMY

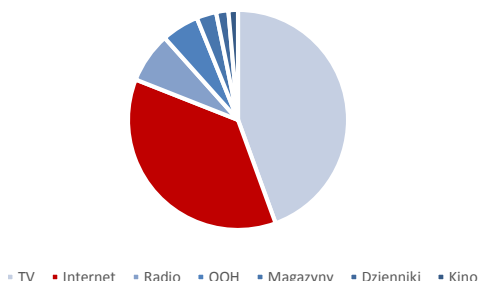
Według analiz starcom krajowy rynek reklamy w okresie 1-3Q'19 był wart 6,9 mld PLN, co oznacza przyrost tylko o 3% (negatywny efekt bardzo udanego '18, który zanotował najwyższą dynamikę w okresie dekady; Zenith szacuje, że całorocznie wartość rynku wyniosła 7,82 mld PLN).

Z badań Starcom wynika, że swoje wydatki zwiększyło 10 branż, z czego na pierwszy plan wysuwają się tacy reklamodawcy jak PKN Orlen oraz segment motoryzacyjny. Aktywni byli również podmioty publiczne, m.in. Ministerstwo Sprawiedliwości. Agencja ocenia, że in plus wypadły też branże: Czas wolny (+15% r/r), podróże (+14%) i żywność (+4%; m.in. McDonald's, DaGrasso; Lotte, Ferrero). W podziale na kanały reklamowe zyskała przede wszystkim reklama online (+9,6%), reklama kinowa (+7,4%), outdoor (+3,5%) i radio (+1,6%). Pod kreską znalazły się z kolei obszary tv (-0,7%; wysoka baza z '18 z racji Mistrzostw Świata w piłce nożnej) oraz prasa. Odsetek budżetów, które realizowano w internecie zwiększył swój udział do ok. 36,5% (+2,2 p.p.), w kinach przyrost do 1,4% (+0,1 p.p.), a OOH wzrosło do 5,54%. Najmocniej stracił obszar tv, który zanotował spadek o 1,6 p.p. do 44,4%.

Wartość rynku w okresie 1-3Q [mln PLN]

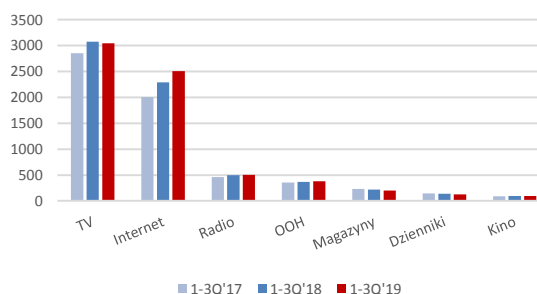


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom
Udziały rynkowe kanałów po 3Q'19

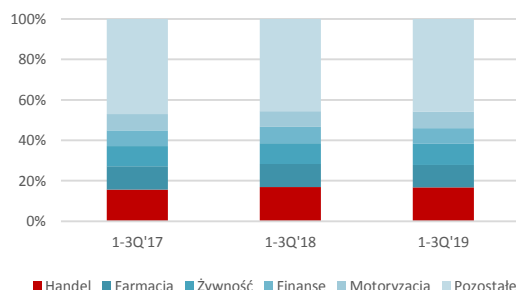


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom

Wartość rynku wg kanałów w okresie 1-3Q [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom
Główni reklamodawcy w okresie 1-3Q [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom

W 2020 roku agencja Zenith oczekuje, że tempo wzrostu wyniesie blisko 4,6% r/r, co wartościowo da ok. 8,18 mld PLN (w tym samym czasie globalny przyrost jest prognozowany na 4,3% r/r). W kolejnych latach krajowa dynamika ma również przekraczać poziom 4%.

Prognozy rynku reklamy w Polsce na '20 [%]

	Zenith
RYNEK	4,6%
TV	0,6%
Dzienniki	-10,2%
Internet	8,5%
Magazyny	-9,7%
Radio	0,4%
Reklama zewnętrzna	2,3%
Kino	4,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

Zenith spodziewa się, że cały czas największy udział w całym „torcie” będzie miał obszar telewizji, ale najwyższej dynamiki należy oczekiwać w reklamie internetowej. Agencja prognozuje, że obszar internetu utrzyma dotychczasową drugą pozycję pod względem udziału rodzimego rynku, osiągając równocześnie wzrost w wysokości 8,5% (udział rynkowy ma wynieść 32%). Tak mocne odczyty w online będą generowane m.in. dzięki zwiększonym nakładom na reklamę video (+17% r/r), w tym programmatic (+35% r/r).

Z pozostałych obszarów in plus ma wyróżniać się część kinowa. Analitycy Zenith estymują, że tempo wzrostu będzie nieco wyższe od rynkowego i wyniesie +4,6% r/r. Większych zmian względem zakończonego roku nie należy się spodziewać w mediach tradycyjnych. Reklama telewizyjna powinna zwiększyć wartość o ok. 0,6%, z kolei reklama radiowa o 0,4%. Dosyć dobrych rezultatów można spodziewać się w obszarze reklamy zewnętrznej (OOH), w przypadku której spodziewany przyrost ma ukształtować się w wysokości 2,3%. Cały czas pod dużą presją w kraju będą wydatki na reklamę w prasie. Nakłady reklamowe w magazynach mogą obniżyć się o 9,7%, a w dziennikach o 10,2%, kontynuując negatywne tendencje z poprzednich lat.

Krajowy rynek reklamy wg kategorii [mld PLN]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	3,35	3,83	3,41	3,68	3,70	3,49	3,37	3,56	3,72	4,07	3,83	4,07
Dzienniki	1,06	1,06	0,80	0,71	0,62	0,50	0,35	0,29	0,26	0,21	0,18	0,17
Internet	0,62	0,82	0,88	1,08	1,29	1,40	1,51	1,61	1,75	2,35	2,08	2,33
Magazyny	1,09	1,14	0,97	0,91	0,87	0,77	0,67	0,59	0,54	0,50	0,45	0,42
Radio	0,61	0,65	0,54	0,57	0,60	0,58	0,57	0,60	0,65	0,63	0,66	0,69
Reklama zewn.	0,61	0,65	0,61	0,60	0,60	0,56	0,48	0,47	0,49	0,50	0,50	0,53
Kino	0,00	0,00	0,09	0,09	0,09	0,11	0,09	0,09	0,10	0,13	0,12	0,12
Razem	7,33	8,16	7,29	7,65	7,77	7,41	7,04	7,22	7,51	8,40	7,82	8,32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

Struktura wydatków na reklamę wg kategorii [%]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	46%	47%	47%	48%	48%	47%	48%	49%	50%	49%	49%	49%
Dzienniki	14%	13%	11%	9%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%	2%
Internet	8%	10%	12%	14%	17%	19%	21%	22%	23%	28%	27%	28%
Magazyny	15%	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	5%
Radio	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	8%	8%
Reklama zewn.	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%
Kino	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
Razem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

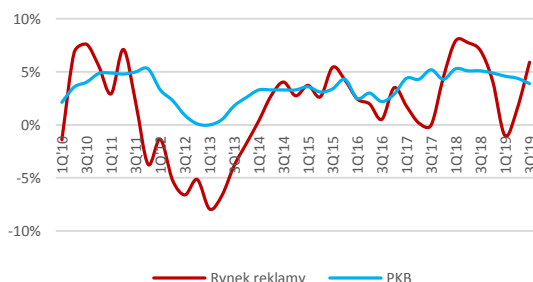
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

Dynamika wydatków na reklamę wg kategorii [%]

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	15%	-11%	8%	1%	-6%	-4%	6%	5%	9%	-6%	6%
Dzienniki	0%	-25%	-11%	-13%	-20%	-29%	-16%	-12%	-19%	-15%	-8%
Internet	31%	8%	23%	19%	9%	8%	6%	9%	34%	-12%	12%
Magazyny	5%	-15%	-5%	-5%	-11%	-14%	-12%	-8%	-7%	-10%	-7%
Radio	7%	-17%	4%	5%	-3%	-2%	6%	7%	-3%	4%	5%
Reklama zewn.	8%	-6%	-2%	-1%	-6%	-14%	-2%	3%	3%	-1%	6%
Kino	-	-	9%	3%	11%	-12%	0%	5%	29%	-6%	3%
Razem	11%	-11%	5%	2%	-5%	-5%	2%	4%	12%	-7%	6%

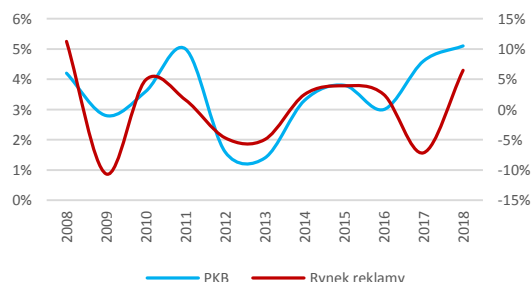
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. kwartalne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. roczne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

GLOBALNY RYNEK REKLAMY

Agencja Zenith spodziewa się w 2020 roku, że widownia komercyjna zmniejszy się o 1,6%, jednak mimo to nakłady reklamowe powinny wzrosnąć o 4,3% (wartościowo 7,5 mld USD; dynamika w '19 +4,2%), do ok. 666 mld USD. Powodem tego przyrostu ma być mocny wzrost cen mediów (oczekiwane +6,1%). Analitycy agencji szacują, że odczyt byłby zdecydowanie wyższy gdyby nie zawirowania geopolityczne (teoretycznie wzrost powinien być większy o 1,1 p.p.; duże wsparcie ze strony wydarzeń sportowych, tj. letniej Olimpiady w Tokio i Mistrzostw Europy w piłce nożnej, a także politycznych, m.in. wyborów prezydenckich w USA).

Najszybciej rozwijającymi się kanałami reklamowymi w latach 2019-22 mają być obszary wideo online oraz socialmedia, które mają rosnąć odpowiednio po 16,6% i 13,8% rocznie (pozytywny wpływ konsumpcji na smartfonach). Mocnych zwyczaj należy oczekiwać w obszarze kinowym (+11,5%), jednak udział tego formatu ma pozostać ciągle niewielki. Zenith prognozuje, że wzrostu nie zauważymy w reklamie telewizyjnej, która pomimo wzrostu cen, będzie cierpieć na spadek globalnej widowni. Podobnych, negatywnych, trendów jak w Polsce można spodziewać się w prasie – wydatki reklamowe na gazety będą spadać o 4,5%, a na czasopisma o 8,1% w skali roku.

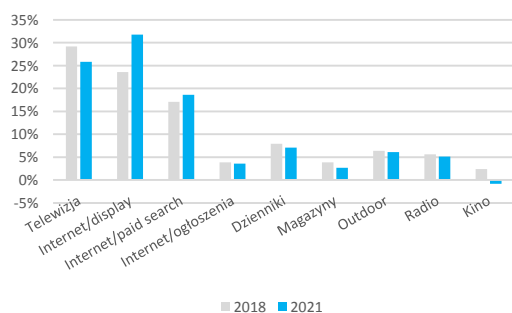
Największymi rynkami reklamowymi w najbliższych latach pozostaną USA, Chiny oraz Japonia. Średnioroczne tempo wzrostu nakładów reklamowych w perspektywie 3 lat szacuje się odpowiednio na 5,1%, 3,6% i 2,8%. Wśród pozostałych krajów pozytywnie mają wyróżnić się Indie, które w ciągu 3 lat powinny wskoczyć do grona 10 największych rynków. Oczekuje się, że do połowy lat dwudziestych Indie wyprzedzą Chiny i staną się największym rynkiem reklamowych w regionie Azji i Pacyfiku.

Największe rynki reklamowe na świecie

2019			//	2022		
Lp.	Kraj	Wartość [mld USD]		Lp.	Kraj	Wartość [mld USD]
1	USA	242,5		1	USA	281,6
2	Chiny	91,4		2	Chiny	101,7
3	Japonia	46,0		3	Japonia	50,0
4	Wielka Brytania	28,4		4	Wielka Brytania	32,7
5	Niemcy	24,8		5	Niemcy	25,2
6	Francja	13,9		6	Francja	15,7
7	Brazylia	13,8		7	Brazylia	15,4
8	Korea Południowa	13,5		8	Korea Południowa	15,3
9	Australia	12,7		9	Indie	14,4
10	Kanada	11,0		10	Australia	13,4
RAZEM		498,0		RAZEM		565,4

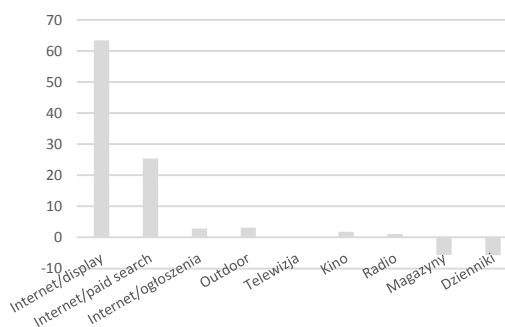
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

Udziałów mediów w wydatkach reklamowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

Udziałów mediów we wzroście wydatków reklamowych [mld USD]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

SZACUNKOWE WYNIKI 4Q'19 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Rynek reklamy internetowej cały czas utrzymuje wysokie tempo wzrostu (prognozy dla tego obszaru na kolejne lata także są optymistyczne). Wraz z poprawą głównych wskaźników efektywności prowadzonych portali oraz utrzymana pozycja lidera wśród największych portali, powinno przełożyć się to na przyrost obrotów w dywizji o niskie kilkanaście procent. Solidne wzrosty sprzedaży powinien osiągnąć także biznes e-commerce (oczekujemy dynamiki w przedziale 15-20% r/r w 4Q'19). Stonowane oczekiwania mamy względem obszaru tv, który z racji zakładanej przez nas płaskiej sprzedaży, mógł utrzymać stratę. Podsumowując, oczekujemy że w 4Q'19 grupa wypracuje ok. 197 mln PLN przychodów (188 mln PLN bez barteru), ok. 62,9 mln PLN EBITDA raportowanej (po korekcie o koszty programu motywacyjnego oraz zakupu spółek zależnych ok. 64,3 mln PLN; wg metodologii MSR 17 59,4 mln PLN) oraz 30 mln PLN zysku netto. Tym samym w ujęciu całorocznym dałoby to ok. 716 mln PLN sprzedaży, ok. 197 mln PLN EBITDA MSR 17 oraz 74 mln PLN wyniku netto. Dług netto w relacji do EBITDA MSR 17 na koniec '19 powinien ukształtować się na poziomie 1,3-1,4x.

Prognozy wyników na 4Q'19 [mln PLN]

	4Q'18	4Q'19P	zmiana r/r	2018	2019P	zmiana r/r	2020P	zmiana r/r	2021P	zmiana r/r
Przychody ogółem	173,5	197,3	13,7%	567,3	716,3	26,3%	818,0	14,2%	904,6	10,6%
Przychody gotówkowe	164,9	187,5	13,7%	542,8	690,2	27,2%	788,2	14,2%	871,6	10,6%
EBITDA MSSF 16	46,8	62,9	34,2%	162,9	208,0	27,7%	242,5	16,6%	266,3	9,8%
EBITDA skor. MSSF 16	50,3	64,3	27,8%	172,4	214,0	24,1%	243,0	13,5%	266,7	9,8%
EBITDA MSR 17	46,8	59,4	26,8%	162,9	197,1	21,0%	231,6	17,5%	255,2	10,2%
EBIT MSSF 16	31,9	42,2	32,2%	107,3	128,7	20,0%	168,2	30,6%	191,9	14,1%
EBIT MSR 17	31,9	41,3	29,5%	107,3	127,9	19,2%	166,9	30,6%	190,5	14,1%
Wynik brutto	28,3	37,1	31,0%	93,4	100,0	7,0%	150,2	50,3%	174,4	16,1%
Wynik netto	26,6	30,0	13,0%	76,0	74,3	-2,2%	121,7	63,7%	141,2	16,1%
marża EBITDA MSSF 16*	28,4%	33,5%		30,0%	30,1%		30,8%		30,6%	
marża EBITDA MSR 17*	28,4%	31,7%		30,0%	28,6%		29,4%		29,3%	
marża EBIT MSSF 16*	19,3%	34,3%		31,8%	31,0%		30,8%		30,6%	
marża netto*	16,1%	16,0%		14,0%	10,8%	-	15,4%		16,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *marża w liczona w odniesieniu do przychodów gotówkowych

Z optymizmem podchodzimy do ścieżki wynikowej Wirtualnej Polski w kolejnych kwartałach. Grupa działa w perspektywnym obszarze reklamy internetowej, dla którego prognozy rynkowe zakładają co najmniej wysokie jednocyfrowe wzrosty w '20 (wg naszych założeń ta część biznesu odpowiada za ok. 40% przychodów segmentu online; odczyty PBI Gemius cały czas sugerują mocną pozycję portali grupy na tle głównych rywali). Pozytywnie zapatrujemy się na część e-commerce, która stanowi pozostałe 60% sprzedaży dywizji online.

Liczymy także, że do wyższych dynamik powrócą portale w obszarze fashion (domodi/allani) oraz travel (niższa baza z '19 w obszarze podróży zagranicznych; zaznaczamy, że dostrzegamy tu główne ryzyko dla naszych prognoz w przypadku przedłużania się epidemii koronawirusa; uważamy jednak, że potencjalnym beneficjentem mogłyby się okazać podmioty z obsługi krajowej turystyki). Oczekujemy także, że lepiej niż w '19 zacznie zachowywać się dywizja tv. Podsumowując, w '20 spodziewamy się, że WP wypracuje 818 mln PLN przychodów (bez uwzględnienia barteru = 788 mln PLN), ok. 243 mln PLN EBITDA MSSF 16 (wg MSR 17 = 232 mln PLN) oraz ok. 122 mln PLN zysku netto.

W naszym modelu zakładamy jedynie wzrost organiczny. Wskazujemy jednak, że z publicznych wypowiedzi zarządu grupy wynika, iż rozgląda się za potencjalnymi celami akwizycyjnymi zarówno w Polsce, jak i zagranicą (w grę wchodzi głównie podmioty z obszaru e-commerce; pod koniec lutego spółka podpisała umowę kredytową z konsorcjum banków o wartości 978 mln PLN, z czego ok. 602 mln PLN ma być przeznaczone na dalsze akwizycje; prasa spekulowała, że środki mogą być przeznaczone na zakup Interii). W dłuższej perspektywie zakładamy ustabilizowanie rentowności oraz stopniowy wzrost wskaźnika wypłacanej dywidendy.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19P	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem	117,8	132,2	143,8	173,5	157,0	178,5	183,5	197,3	179,0	204,2	209,2	225,5	415,1	465,6	567,3	716,3	818,0	904,6
Przychody gotówkowe	113,8	126,2	137,9	164,9	152,5	172,7	177,5	187,5	173,9	197,6	202,4	214,4	377,3	432,6	542,8	690,2	788,2	871,6
EBITDA MSSF 16	32,0	41,0	43,0	46,8	42,3	51,3	51,6	62,9	49,7	59,0	60,5	73,3	122,9	129,6	162,9	208,0	242,5	266,3
EBITDA skor. MSSF 16**	34,3	42,4	45,4	50,3	44,2	52,5	52,9	64,3	49,8	59,1	60,6	73,4	132,6	135,0	172,4	214,0	243,0	266,7
EBITDA MSR 17	32,0	41,0	43,0	46,8	40,4	49,2	48,1	59,4	47,8	56,9	57,0	69,8	122,9	129,6	162,9	197,1	231,6	255,2
EBIT MSSF 16	18,5	27,9	28,9	31,9	23,7	32,0	30,9	42,2	30,3	38,9	42,3	56,8	80,9	78,6	107,3	128,7	168,2	191,9
EBIT MSR 17	18,5	27,9	28,9	31,9	24,0	32,5	30,0	41,3	30,3	39,2	41,4	56,0	80,9	78,6	107,3	127,9	166,9	190,5
Wynik brutto	12,5	25,0	27,6	28,3	19,8	15,4	27,7	37,1	25,4	34,1	38,0	52,7	15,4	54,3	93,4	100,0	150,2	174,4
Wynik netto	8,3	19,4	21,7	26,6	14,4	8,5	21,4	30,0	20,5	27,7	30,8	42,7	53,8	40,0	76,0	74,3	121,7	141,2
marża EBITDA MSSF 16*	28,1%	32,5%	31,2%	28,4%	27,7%	29,7%	29,1%	33,5%	28,6%	29,9%	29,9%	34,2%	32,6%	30,0%	30,0%	30,1%	30,8%	30,6%
marża EBITDA MSR 17*	28,1%	32,5%	31,2%	28,4%	26,5%	28,5%	27,1%	31,7%	27,5%	28,8%	28,2%	32,6%	32,6%	30,0%	30,0%	28,6%	29,4%	29,3%
marża EBIT MSSF 16*	16,3%	22,1%	21,0%	19,3%	15,6%	18,5%	17,4%	22,5%	17,4%	19,7%	20,9%	26,5%	21,4%	18,2%	19,8%	18,7%	21,3%	22,0%
marża netto*	7,3%	15,4%	15,7%	16,1%	9,4%	4,9%	12,1%	16,0%	11,8%	14,0%	15,2%	19,9%	14,3%	9,3%	14,0%	10,8%	15,4%	16,2%
Przychody wg segmentów	113,8	126,2	137,9	164,9	152,5	172,7	177,5	187,5	173,9	197,6	202,4	214,4	377,3	432,6	542,8	690,2	788,2	871,6
On-line	110,9	122,1	134,1	159,1	147,8	167,7	172,9	180,4	166,7	189,1	195,2	203,3	376,9	424,5	526,3	668,9	754,3	830,9
TV	2,9	4,0	3,8	5,8	4,6	5,0	4,6	7,1	7,2	8,5	7,2	11,1	0,5	8,1	16,5	21,4	33,9	40,7

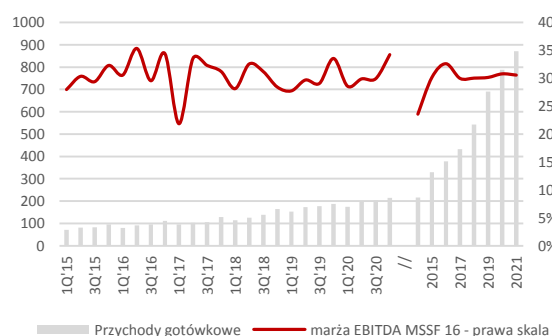
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *marża w liczona w odniesieniu do przychodów gotówkowych; **korekta o koszty dot. zakupu spółek zależnych i restrukturyzacji oraz programu opcji prac.

Prognoza ogólna na lata 2019-2029 [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	415,1	465,6	567,3	716,3	818,0	904,6	984,0	1 057,2	1 121,2	1 177,4	1 226,4	1 266,5	1 300,1	1 329,8
Przychody gotówkowe	377,3	432,6	542,8	690,2	788,2	871,6	948,1	1 018,7	1 080,3	1 134,5	1 181,7	1 220,3	1 252,7	1 281,3
EBITDA MSSF 16	122,9	129,6	162,9	208,0	242,5	266,3	288,7	308,5	325,5	340,6	353,2	363,3	371,5	378,6
EBITDA skor. MSSF 16**	132,6	135,0	172,4	214,0	243,0	266,7	289,2	308,9	325,9	340,6	353,2	363,3	371,5	378,6
EBITDA MSR 17	122,9	129,6	162,9	197,1	231,6	255,2	277,6	297,4	314,3	329,5	342,1	352,2	360,4	367,5
EBITDA skor. MSR 17**	132,6	135,0	172,4	203,1	232,0	255,6	278,1	297,8	314,8	329,5	342,1	352,2	360,4	367,5
EBIT MSSF 16	80,9	78,6	107,3	128,7	168,2	191,9	212,9	233,1	249,9	264,7	277,2	286,8	295,1	301,8
EBIT MSR 17	80,9	78,6	107,3	127,9	166,9	190,5	212,1	232,7	249,6	264,6	277,1	286,7	295,1	301,8
Wynik brutto	15,4	54,3	93,4	100,0	150,2	174,4	197,7	220,3	238,9	255,6	269,8	281,2	291,4	299,8
Wynik netto	53,8	40,0	76,0	74,3	121,7	141,2	160,2	178,5	193,5	207,0	218,6	227,8	236,0	242,8
marża EBITDA MSSF 16*	32,6%	30,0%	30,0%	30,1%	30,8%	30,6%	30,5%	30,3%	30,1%	30,0%	29,9%	29,8%	29,7%	29,6%
marża EBITDA MSR 17*	32,6%	30,0%	30,0%	28,6%	29,4%	29,3%	29,3%	29,2%	29,1%	29,0%	29,0%	28,9%	28,8%	28,7%
marża EBIT MSSF 16*	21,4%	18,2%	19,8%	18,7%	21,3%	22,0%	22,5%	22,9%	23,1%	23,3%	23,5%	23,5%	23,6%	23,6%
marża netto*	14,3%	9,3%	14,0%	10,8%	15,4%	16,2%	16,9%	17,5%	17,9%	18,2%	18,5%	18,7%	18,8%	19,0%
zmiana r/r														
Przychody gotówkowe	14,5%	14,7%	25,5%	27,2%	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%	6,0%	5,0%	4,2%	3,3%	2,7%	2,3%
EBITDA	23,7%	5,4%	25,7%	27,7%	16,6%	9,8%	8,4%	6,8%	5,5%	4,7%	3,7%	2,9%	2,3%	1,9%
EBIT	28,7%	-2,8%	36,4%	20,0%	30,6%	14,1%	10,9%	9,5%	7,2%	5,9%	4,7%	3,5%	2,9%	2,3%
Wynik netto	-	-25,7%	89,8%	-2,2%	63,7%	16,1%	13,4%	11,4%	8,4%	7,0%	5,6%	4,2%	3,6%	2,9%
Przychody wg segmentów	377,3	432,6	542,8	690,2	788,2	871,6	948,1	1 018,7	1 080,3	1 134,5	1 181,7	1 220,3	1 252,7	1 281,3
On-line	376,9	424,5	526,3	668,9	754,3	830,9	904,7	974,6	1 035,6	1 089,1	1 135,6	1 173,5	1 205,2	1 233,1
TV	0,5	8,1	16,5	21,4	33,9	40,7	43,4	44,1	44,7	45,4	46,1	46,8	47,5	48,2
zmiana r/r	14,5%	14,7%	25,5%	27,2%	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%	6,0%	5,0%	4,2%	3,3%	2,7%	2,3%
On-line	14,3%	12,6%	24,0%	27,1%	12,8%	10,2%	8,9%	7,7%	6,3%	5,2%	4,3%	3,3%	2,7%	2,3%
TV	-	-	102,9%	29,4%	58,8%	20,0%	6,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
udział w sprzedaży														
On-line	99,9%	98,1%	97,0%	96,9%	95,7%	95,3%	95,4%	95,7%	95,9%	96,0%	96,1%	96,2%	96,2%	96,2%
TV	0,1%	1,9%	3,0%	3,1%	4,3%	4,7%	4,6%	4,3%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,8%
rynek reklamy ogółem [mld PLN]	8,4	7,8	8,3	8,5	8,7	9,0	9,4	9,7	10,0	10,3	10,6	10,8	11,1	11,3
zmiana r/r	11,9%	-6,9%	6,5%	2,2%	2,7%	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%	2,5%	2,3%	2,3%
rynek reklamy internet. [mld PLN]	2,4	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1	4,2	4,4
zmiana r/r	34,3%	-11,7%	12,0%	8,6%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%

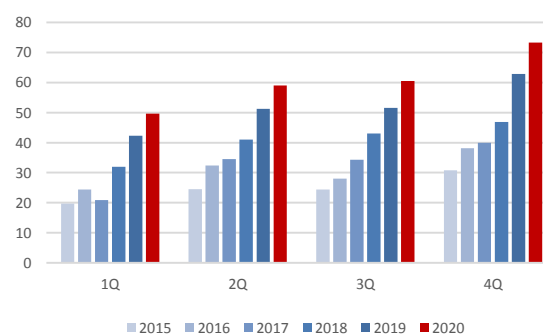
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *liczone w relacji do przychodów gotówkowych; **korekta o koszty dot. zakupu spółek zależnych i restrukturyzacji oraz programu opcji prac.

Rentowność EBITDA



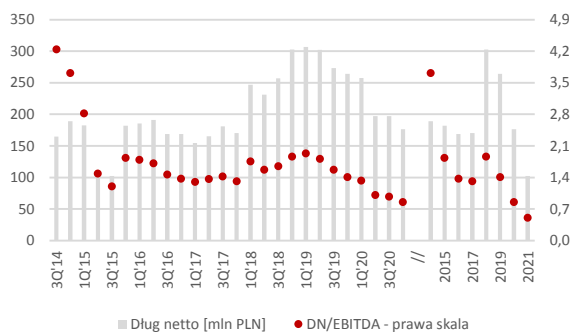
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ścieżka EBITDA MSSF 16 w kolejnych okresach

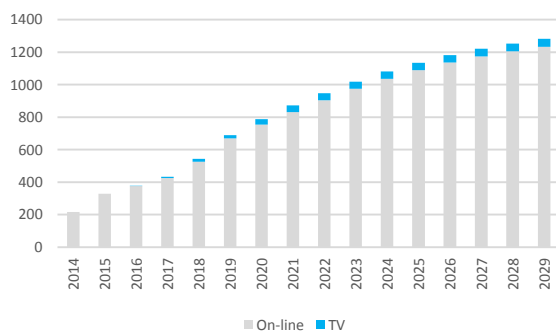


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm [mln PLN]

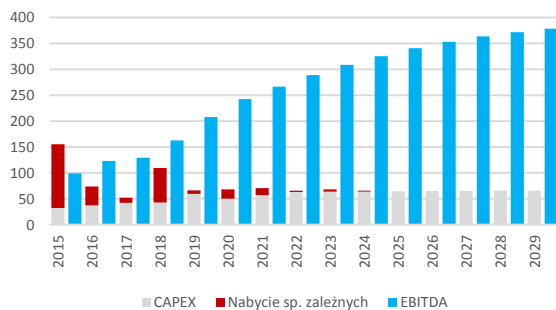


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Sprzedaż w podziale na segmenty [mln PLN]



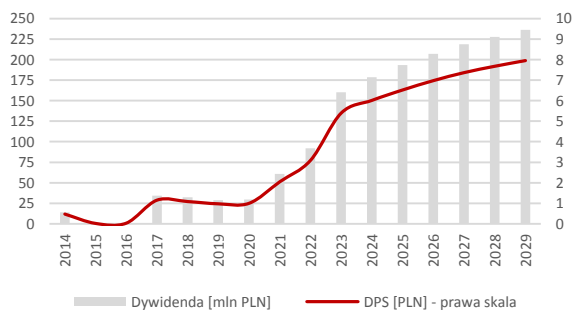
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]



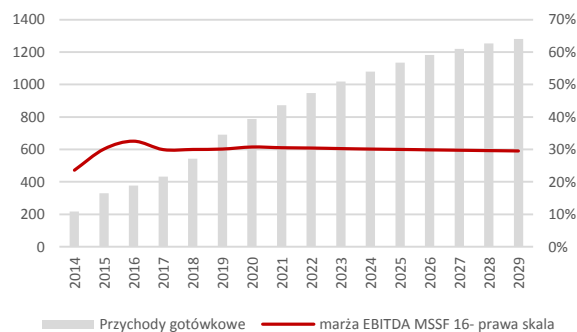
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ścieżka dywidendy

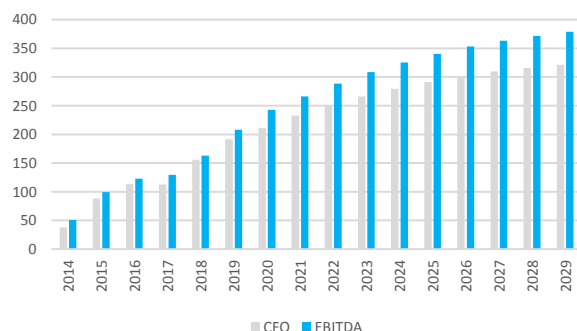


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBITDA w ujęciu rocznym

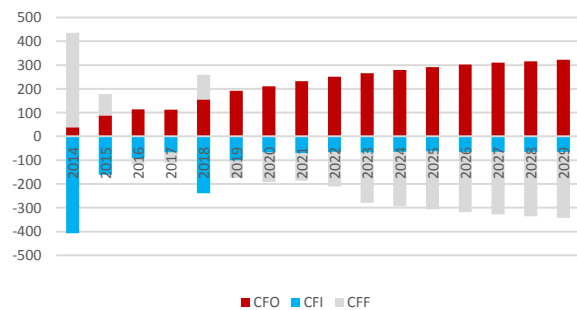


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
CFOper. na tle EBITDA [mln PLN]



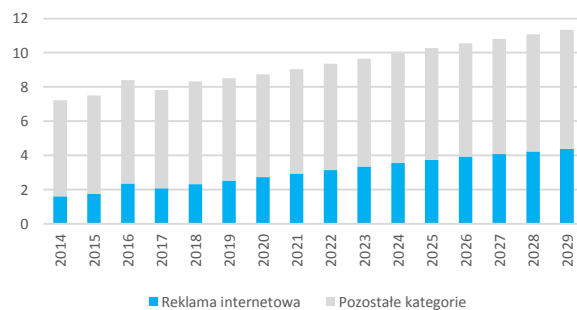
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFO, CFI, CFF [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek reklamy [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem rekomendacji z czerwca '19 zaktualizowaliśmy ścieżkę wynikową w 2-3Q'19 o osiągnięte rezultaty. Z nieco większym optymizmem podchodzimy również do rynku reklamy internetowej. Cały czas nie uwzględniamy w modelu potencjalnych akwizycji. Według obecnych założeń EBITDA MSSF 16 w 20 wyniesie 243 mln PLN (wg MSR 17 = 232 mln PLN) i 266 mln PLN w '21 (MSR 17 = 255 mln PLN). Wynik netto może być bliski 122 mln PLN w '20 i 141 mln PLN w '21.

Zmiany w założeniach w porównaniu z raportem z czerwca '19 [mln PLN]

	2019P			2020P			2021P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody ogółem	714,8	716,3	0,2%	788,8	818,0	3,7%	850,4	904,6	6,4%
Przychody gotówkowe	684,8	690,2	0,8%	755,7	788,2	4,3%	814,7	871,6	7,0%
EBITDA MSSF 16	203,9	208,0	2,0%	223,1	242,5	8,7%	238,5	266,3	11,7%
EBITDA MSR 17	196,3	197,1	0,4%	215,5	231,6	7,5%	230,8	255,2	10,6%
EBITDA skor. MSR 17	203,3	203,1	-0,1%	215,9	232,0	7,5%	231,3	255,6	10,5%
EBIT MSSF 16	131,8	128,7	-2,3%	153,4	168,2	9,6%	169,2	191,9	13,4%
EBIT MSR 17	132,9	127,9	-3,8%	154,4	166,9	8,1%	169,9	190,5	12,2%
Wynik netto	90,5	74,3	-17,9%	106,8	121,7	13,9%	122,7	141,2	15,1%
marża EBITDA MSSF 16	29,8%	30,1%		29,5%	30,8%		29,3%	30,6%	
marża EBITDA MSR 17	28,7%	28,6%		28,5%	29,4%		28,3%	29,3%	
marża EBITDA skor. MSR 17	29,7%	29,4%		28,6%	29,4%		28,4%	29,3%	
marża EBIT MSSF 16	19,2%	18,7%		20,3%	21,3%		20,8%	22,0%	
marża EBIT MSR 17	19,4%	18,5%		20,4%	21,2%		20,9%	21,9%	
marża netto	13,2%	10,8%		14,1%	15,4%		15,1%	16,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognoz DM BDM na tle konsensusu w latach 2019-21 [mln PLN]

	2019P			2020P			2021P		
	BDM	Konsensus	odchylenie	BDM	Konsensus	odchylenie	BDM	Konsensus	odchylenie
Przychody	716,3	723,4	-1,0%	818,0	825,2	-0,9%	904,6	913,0	-0,9%
Przychody gotówkowe	690,2	-	-	788,2	-	-	871,6	-	-
EBITDA	208,0	-	-	242,5	-	-	266,3	-	-
EBITDA MSR 17	197,1	205,6	-4,1%	231,6	237,6	-2,5%	255,2	260,6	-2,1%
EBIT	128,7	-	-	168,2	-	-	191,9	-	-
EBIT MSR 17	127,9	126,6	1,0%	166,9	155,8	7,2%	190,5	177,0	7,7%
Wynik brutto	100,0	95,6	4,6%	150,2	138,5	8,4%	174,4	162,5	7,3%
Wynik netto	74,3	72,8	2,1%	121,7	109,4	11,2%	141,2	130,6	8,2%
marża EBITDA	27,5%	28,4%		28,3%	28,8%		28,2%	28,5%	
marża EBIT	17,9%	17,5%		20,4%	18,9%		21,1%	19,4%	
marża netto	10,4%	10,1%		14,9%	13,3%		15,6%	14,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *liczone w relacji do przychodów ogółem (w celu zachowania porównywalności)

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	752,2	854,7	869,6	856,5	851,0	850,0	849,9	849,4	849,3	849,6	849,4	849,7	849,6
RzAT	63,0	58,3	48,9	34,4	27,0	24,7	23,8	22,7	22,3	22,4	22,2	22,5	22,6
Prawo do użytkowania budynku	0,0	0,0	21,5	22,7	24,1	24,8	25,3	25,5	25,7	25,8	25,8	25,8	25,9
Wartość firmy	259,6	352,1	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5	358,5
Znaki towarowe	157,1	178,5	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4	173,4
Strona główna i poczta WP	127,4	121,0	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1	116,1
Pozostałe aktywa trwałe	145,1	144,8	151,3	151,5	152,0	152,5	152,9	153,2	153,4	153,5	153,5	153,4	153,2
Aktywa obrotowe	141,7	208,8	259,0	303,3	370,6	429,5	433,7	434,9	434,2	429,3	420,4	408,5	394,5
Krótkoterminowe akt.programowe	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	95,2	138,7	175,2	200,1	221,2	240,6	258,6	274,2	288,0	299,9	309,7	318,0	325,2
Gotówka	46,4	66,7	83,8	103,2	149,3	188,9	175,1	160,7	146,2	129,4	110,7	90,5	69,3
Kapitał własny	419,9	467,8	515,6	608,0	688,8	757,6	776,3	791,8	805,3	816,9	826,1	834,3	841,1
Zobowiązania długoterminowe	307,3	404,6	406,0	349,2	309,5	279,7	247,5	217,5	189,7	161,8	133,9	106,0	78,1
Kredyty	203,5	337,2	319,3	279,4	251,4	223,5	195,6	167,6	139,7	111,7	83,8	55,9	27,9
Pozostałe zob. długoterminowe	103,8	67,3	86,8	69,9	58,1	56,2	51,9	49,8	50,0	50,1	50,1	50,1	50,2
Zobowiązania krótkoterminowe	166,7	191,1	206,9	202,6	223,3	242,2	259,8	275,1	288,5	300,2	309,8	317,8	324,9
Kredyty	13,3	31,9	28,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zob.handlowe	142,3	151,4	171,3	195,6	216,3	235,3	252,8	268,1	281,6	293,2	302,8	310,9	318,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	11,0	7,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ogółem	465,6	567,3	716,3	818,0	904,6	984,0	1 057,2	1 121,2	1 177,4	1 226,4	1 266,5	1 300,1	1 329,8
Przychody gotówkowe, w tym:	432,6	542,8	690,2	788,2	871,6	948,1	1 018,7	1 080,3	1 134,5	1 181,7	1 220,3	1 252,7	1 281,3
online	424,5	526,3	668,9	754,3	830,9	904,7	974,6	1 035,6	1 089,1	1 135,6	1 173,5	1 205,2	1 233,1
tv	8,1	16,5	21,4	33,9	40,7	43,4	44,1	44,7	45,4	46,1	46,8	47,5	48,2
Koszty ogółem, w tym	387,0	460,0	587,6	649,8	712,6	771,1	824,1	871,3	912,7	949,2	979,7	1 004,9	1 028,0
Amortyzacja RzAT	51,0	55,6	69,3	64,6	64,6	65,6	64,7	64,7	64,9	65,0	65,5	65,3	65,7
Amortyzacja prawa do uż.bud.	0,0	0,0	10,0	9,7	9,7	10,3	10,7	10,9	11,0	11,0	11,1	11,1	11,1
Usługi obce	176,5	206,0	245,4	281,7	312,5	340,9	367,1	390,0	410,1	427,6	442,0	454,0	464,6
Wynagrodzenia	134,2	164,9	200,4	228,9	254,0	277,3	299,0	318,2	335,4	350,5	363,3	374,2	384,1
Pozostałe koszty	25,2	33,5	62,5	64,9	71,7	77,0	82,6	87,5	91,3	95,0	97,9	100,3	102,4
EBITDA MSSF 16	129,6	162,9	208,0	242,5	266,3	288,7	308,5	325,5	340,6	353,2	363,3	371,5	378,6
EBITDA MSR 17	129,6	162,9	197,1	231,6	255,2	277,6	297,4	314,3	329,5	342,1	352,2	360,4	367,5
EBIT MSSF 16	78,6	107,3	128,7	168,2	191,9	212,9	233,1	249,9	264,7	277,2	286,8	295,1	301,8
EBIT MSR 17	78,6	107,3	127,9	166,9	190,5	212,1	232,7	249,6	264,6	277,1	286,7	295,1	301,8
Saldo finansowe	-24,3	-13,8	-27,0	-15,4	-17,5	-15,1	-12,8	-11,0	-9,1	-7,3	-5,6	-3,8	-2,0
Wynik brutto	54,3	93,4	100,0	150,2	174,4	197,7	220,3	238,9	255,6	269,8	281,2	291,4	299,8
Wynik netto	40,0	76,0	74,3	121,7	141,2	160,2	178,5	193,5	207,0	218,6	227,8	236,0	242,8

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
CF operacyjny	112,8	155,7	191,2	211,1	232,6	250,7	266,2	279,9	291,6	301,6	309,7	316,1	321,7
CF inwestycyjny	-67,8	-239,4	-102,2	-68,2	-70,4	-65,9	-68,5	-66,0	-64,5	-65,2	-65,2	-65,6	-65,8
CF finansowy	-43,8	104,0	-71,8	-123,4	-116,1	-145,2	-211,5	-228,2	-241,6	-253,3	-263,1	-270,6	-277,1
CF netto	1,3	20,4	17,2	19,4	46,1	39,5	-13,8	-14,4	-14,5	-16,9	-18,7	-20,2	-21,2
Środki pieniężne na początek okresu	45,1	46,4	66,7	83,8	103,2	149,3	188,9	175,1	160,7	146,2	129,4	110,7	90,5
Środki pieniężne na koniec okresu	46,4	66,7	83,8	103,2	149,3	188,9	175,1	160,7	146,2	129,4	110,7	90,5	69,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

skażniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ogółem zmiana r/r	12,2%	21,8%	26,3%	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%	6,0%	5,0%	4,2%	3,3%	2,7%	2,3%
Przychody got. zmiana r/r	14,7%	25,5%	27,2%	14,2%	10,6%	8,8%	7,4%	6,0%	5,0%	4,2%	3,3%	2,7%	2,3%
EBITDA zmiana r/r	5,4%	25,7%	27,7%	16,6%	9,8%	8,4%	6,8%	5,5%	4,7%	3,7%	2,9%	2,3%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-2,8%	36,4%	20,0%	30,6%	14,1%	10,9%	9,5%	7,2%	5,9%	4,7%	3,5%	2,9%	2,3%
Wynik netto zmiana r/r	-25,7%	89,8%	-2,2%	63,7%	16,1%	13,4%	11,4%	8,4%	7,0%	5,6%	4,2%	3,6%	2,9%
Marża EBITDA*	30,0%	30,0%	30,1%	30,8%	30,6%	30,5%	30,3%	30,1%	30,0%	29,9%	29,8%	29,7%	29,6%
Marża EBIT*	18,2%	19,8%	18,7%	21,3%	22,0%	22,5%	22,9%	23,1%	23,3%	23,5%	23,5%	23,6%	23,6%
Marża brutto*	12,5%	17,2%	14,5%	19,1%	20,0%	20,9%	21,6%	22,1%	22,5%	22,8%	23,0%	23,3%	23,4%
Marża netto*	9,3%	14,0%	10,8%	15,4%	16,2%	16,9%	17,5%	17,9%	18,2%	18,5%	18,7%	18,8%	19,0%
ROE	9,5%	16,2%	14,4%	20,0%	20,5%	21,1%	23,0%	24,4%	25,7%	26,8%	27,6%	28,3%	28,9%
ROA	4,5%	7,1%	6,6%	10,5%	11,6%	12,5%	13,9%	15,1%	16,1%	17,1%	17,9%	18,8%	19,5%
Dług, w tym:	216,8	369,2	376,2	308,8	282,2	255,1	227,6	199,9	172,1	144,3	116,4	88,5	60,6
D/(D+E)	34,1%	44,1%	42,2%	33,7%	29,1%	25,2%	22,7%	20,2%	17,6%	15,0%	12,3%	9,6%	6,7%
D/E	51,6%	78,9%	73,0%	50,8%	41,0%	33,7%	29,3%	25,2%	21,4%	17,7%	14,1%	10,6%	7,2%
Odsutki/EBIT	25,0%	16,7%	15,3%	10,3%	9,7%	7,8%	6,3%	5,1%	4,1%	3,2%	2,4%	1,7%	1,0%
Dług/Kapitał własny	51,6%	78,9%	73,0%	50,8%	41,0%	33,7%	29,3%	25,2%	21,4%	17,7%	14,1%	10,6%	7,2%
Dług netto MSSF 16	170,4	302,5	292,4	205,6	132,9	66,2	52,5	39,2	25,9	14,9	5,7	-2,0	-8,8
Dług netto MSR 17	170,4	302,5	264,2	176,1	102,1	34,6	20,5	6,9	-6,6	-17,6	-26,9	-34,7	-41,4
Dług netto/Kapitał własny	40,6%	64,7%	56,7%	33,8%	19,3%	8,7%	6,8%	4,9%	3,2%	1,8%	0,7%	-0,2%	-1,0%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	131,4%	185,7%	140,6%	84,8%	49,9%	22,9%	17,0%	12,0%	7,6%	4,2%	1,6%	-0,5%	-2,3%
Dług netto/EBITDA MSR 17	131,4%	185,7%	134,0%	76,1%	40,0%	12,5%	6,9%	2,2%	-2,0%	-5,1%	-7,6%	-9,6%	-11,3%
Dług netto/EBIT MSSF 16	216,7%	282,0%	227,1%	122,2%	69,3%	31,1%	22,5%	15,7%	9,8%	5,4%	2,0%	-0,7%	-2,9%
Dług netto/EBIT MSR 17	216,7%	282,0%	206,6%	105,5%	53,6%	16,3%	8,8%	2,8%	-2,5%	-6,4%	-9,4%	-11,7%	-13,7%
EV	2 276,4	2 408,5	2 398,4	2 311,5	2 238,9	2 172,2	2 158,5	2 145,2	2 131,9	2 120,9	2 111,7	2 103,9	2 097,2
Dług/EV	9,5%	15,3%	15,7%	13,4%	12,6%	11,7%	10,5%	9,3%	8,1%	6,8%	5,5%	4,2%	2,9%
CAPEX/Przychody*	9,7%	7,9%	8,6%	6,4%	6,6%	6,7%	6,3%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%	5,2%	5,1%
CAPEX/Amortyzacja	82,3%	76,8%	86,1%	77,6%	88,6%	96,5%	98,5%	98,4%	99,3%	100,2%	99,6%	100,5%	100,1%
Amortyzacja/Przychody*	11,8%	10,2%	10,0%	8,2%	7,4%	6,9%	6,4%	6,0%	5,7%	5,5%	5,4%	5,2%	5,1%
Zmiana KO/Przychody*	-10,1%	-2,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO/Zmiana przychodów*	110,0%	-33,8%	-11,1%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Wskaźniki rynkowe	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	4,9	3,9	3,1	2,7	2,4	2,2	2,1	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6
P/E	52,6	27,7	28,3	17,3	14,9	13,1	11,8	10,9	10,2	9,6	9,2	8,9	8,7
P/BV	5,0	4,5	4,1	3,5	3,1	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5
P/CE	24,4	14,8	13,3	9,4	7,2	6,0	6,0	5,9	6,0	6,1	6,2	6,4	6,7
EV/EBITDA adj. MSSF 16	16,9	14,0	11,2	9,5	8,4	7,5	7,0	6,6	6,3	6,0	5,8	5,7	5,5
EV/EBITDA adj. MSR 17	16,9	14,0	11,7	9,8	8,6	7,7	7,1	6,7	6,4	6,1	5,9	5,7	5,6
EV/EBIT MSSF 16	29,0	22,5	18,6	13,7	11,7	10,2	9,3	8,6	8,1	7,7	7,4	7,1	6,9
EV/EBIT MSR 17	29,0	22,5	18,5	13,7	11,6	10,1	9,1	8,5	7,9	7,5	7,3	7,0	6,8
EV/S*	5,3	4,4	3,4	2,9	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6
BVPS	14,2	15,8	17,4	20,5	23,2	25,5	26,2	26,7	27,1	27,5	27,9	28,1	28,4
EPS	1,3	2,6	2,5	4,1	4,8	5,4	6,0	6,5	7,0	7,4	7,7	8,0	8,2
CEPS	2,9	4,8	5,3	7,6	9,8	11,8	11,9	11,9	11,9	11,7	11,4	11,0	10,5
Dywidenda [mln PLN]	31,7	27,7	29,0	29,7	60,8	91,8	160,2	178,5	193,5	207,0	218,6	227,8	236,0
DPS	1,1	0,9	1,0	1,0	2,1	3,1	5,4	6,0	6,5	7,0	7,4	7,7	8,0
Dywid	1,5%	1,3%	1,4%	1,4%	2,9%	4,4%	7,6%	8,5%	9,2%	9,8%	10,4%	10,8%	11,2%
Payout ratio	58,9%	69,3%	38,2%	40,0%	50,0%	65,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 71,0 PLN i 29,7 mln akcji; *liczone w relacji do przychodów gotówkowych

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	87,5	Akumuluj	64,3	03.03.2020	08:00 CEST	71,0	50 150
Akumuluj	64,3	---	---	07.06.2019	09:15 CEST	58,2	58 526

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'20*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	0	0%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	13%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla Klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych Klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek 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 03.03.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.03.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyciągnięte do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

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

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 02.03.2020 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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.