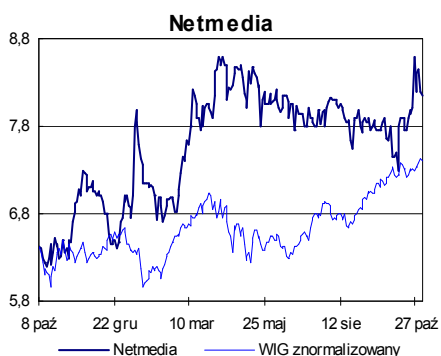


Raport  
analityczny

## Netmedia

Kupuj

9,95 zł



## Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	8,16
kurs docelowy (zł)	9,95
wycena DCF (zł)	12,33
min 52 tyg (zł)	6,20
max 52 tyg (zł)	8,60
kapitalizacja (mln zł)	99,14
EV (mln zł)	102,26
liczba akcji (mln szt.)	12,15
free float	25,2%
free float (mln zł)	24,93
śr. obrót/msc (mln zł)	4,26

Zmiana kursu	Netmedia	WIG
1 miesiąc	4,6%	1,9%
3 miesiące	0,5%	7,5%
6 miesięcy	-3,9%	12,4%
12 miesięcy	28,3%	16,1%

Akcjonariat	% akcji i głosów
Andrzej Wierzbka	37,86
Michał Pszczola	16,46
KBC TFI	8,30
QUERCUS TFI	6,91
TFI Allianz	5,32

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
Kupuj	2010-01-20	9,60

## Dom Maklerski PKO BP SA

ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521-80-00

## Analityk:

## Przemysław Smoliński

tel. (0-22) 521-79-10

e-mail: przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

## □ Charakterystyka spółki

Netmedia drugi raz z rzędu zajęła w 2010 r. **1 miejsce w rankingu Deloitte Technology Fast 50 CE**, potwierdzając tym samym bardzo dobrą kondycję finansową. Spółka, działająca w kilku różnych segmentach rynku e-commerce, od lat generuje wysokie i stabilne zyski. Jej tempo rozwoju dobrze oddaje wzrost zysku netto, który na przestrzeni ostatnich lat wahał się od kilkudziesięciu do ponad 100% w skali roku. Choć takie tempo nie jest możliwe do utrzymania w długim okresie, to prognozowana przez nas **średnioroczna stopa wzrostu w okresie 2009-2015 wynosi aż 15%**, co oznacza podwojenie zysku w ciągu kolejnych 5 lat.

Netmedia działa na bardzo perspektywicznych rynkach takich jak internetowa rezerwacja miejsc hotelowych, zarządzanie flotą pojazdów oraz handel numizmatyką i metalami szlachetnymi, a w ostatnim czasie dodatkowo wzmocniła swoją pozycję na rynku nieruchomości, zakładając spółkę NSoft oraz rozszerzyła obszar działalności na rynek rumuński poprzez kupno jednego z największych portali turystycznych. Dodatkowo warto podkreślić, iż we wszystkich wymienionych obszarach Netmedia posiada bardzo silną pozycję rynkową, często zajmując pozycję lidera.

## □ Prognozy na III kwartał 2010 r.

Naszym zdaniem III kwartał 2010 r. będzie dla spółki bardzo udany. Po umiarkowanie dobrym II kwartale, na który negatywnie wpłynęła tragedia w Smoleńsku, powódzie w Polsce czy wybuch islandzkiego wulkanu, w III kwartale rynek turystyczny odbił, pozwalając wypracować spółce 1,17 mln zł zysku operacyjnego, dodatkowo powiększonego o szacowane przez nas 2-3 mln zł pozostałych przychodów operacyjnych m.in. z aktualizacji wartości aktywów wniesionych aportem do nowopowstałej spółki zależnej NSoft. Na ostateczny wynik pozytywny wpływ będą miały również zyski spółek zależnych, które szacujemy na niecałe 0,5 mln zł, co pozwoli Netmedia ostatecznie wygenerować około 3,3 mln zł zysku netto.

## □ Perspektywy średnioterminowe

Netmedia należy do spółek tzw. nowych technologii, których rozwój, choć obarczony nieco wyższym ryzykiem, charakteryzuje bardzo wysoka dynamika wzrostu. Jak pokazały ostatnie lata, zarząd spółki doskonale radzi sobie zarówno z bieżącą działalnością, jak i cały czas rozszerza jej obszar, nader często wykazując się przy tym niezwykle trafnym wyczuciem sytuacji i rodzących się trendów rynkowych. Obok bardzo dobrze prosperującej działalności na rynku rezerwacji miejsc hotelowych online w Polsce, w ostatnim okresie spółka zaangażowała się w budowę analogicznej sieci w Rumunii, gdzie podobnie jak w Polsce wkrótce może zostać liderem. Dodatkowo Netmedia postanowiła wykorzystać swoje dotychczasowe aktywa związane z rynkiem nieruchomości, tworząc spółkę zależną NSoft dostarczającą rozwiązania informatyczne dla rynku nieruchomości. Choć na konkretnie, finansowe przełożenie obu inwestycji trzeba będzie jeszcze poczekać przynajmniej rok lub dwa, to jednak wyraźnie widać, że Netmedia cały czas silnie stawia na rozwój, a do tej pory zdecydowana większość inwestycji spółki okazywała się wysoce rentowna.

## □ Wycena i rekomendacja

Pomimo ostatniej zwyżki, kurs Netmedia wciąż posiada duży potencjał wzrostowy. Biorąc pod uwagę doskonale wyniki spółki za ostatnie lata oraz nasze prognozy zarówno na III kw. 2010 r. jak i kolejne lata, **uwazamy że akcje Netmedia nadal są niedowartościowane**. Na podstawie wyceny DCF wyznaczaliśmy cenę jednej akcji na 12,33 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 8,63 zł. Biorąc powyższe pod uwagę, ustalamy cenę docelową kursu na 9,95 zł, podtrzymując rekomendację **KUPUJ**.

## Dane finansowe (jednostkowe)

mln zł	2008	2009	2010p	2011p	2012p
Sprzedaż	120,95	133,40	136,95	150,47	163,73
EBITDA	6,78	5,02	8,80	7,95	8,88
EBIT	5,88	4,17	7,88	6,86	7,69
Zysk netto	4,68	7,84	8,02	8,12	9,70
Zysk skorygowany	4,68	5,97	5,99	8,12	9,70
EPS (zł)	0,41	0,49	0,49	0,67	0,80
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,48	0,72	0,74	0,76	0,90
P/E	20,08	16,61	16,54	12,22	10,22
P/BV	2,51	2,06	1,98	1,71	1,46
EV/EBITDA	14,32	20,36	11,62	12,87	11,52



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	IIIQ 09	I-IIIQ 09	IIIQ 10P	I-IIIQ 10P
Przychody netto ze sprzedaży	29,94	120,95	133,40	136,95	150,47	163,73	30,58	99,64	30,76	97,42
zmiana	-	304,0%	10,3%	2,7%	9,9%	8,8%	-0,4%	14,1%	0,6%	-2,2%
EBITDA	2,71	6,78	5,02	8,80	7,95	8,88	1,16	4,44	3,90	6,96
zmiana	153,8%	149,9%	-25,9%	75,2%	-9,7%	11,7%	-32,2%	-22,8%	236,8%	56,7%
EBIT	2,32	5,88	4,17	7,88	6,86	7,69	0,99	3,82	3,67	6,29
zmiana	138,4%	153,2%	-29,0%	88,8%	-12,9%	12,0%	-33,7%	-25,9%	271,5%	64,9%
Zysk netto	1,75	4,68	7,84	8,02	8,12	9,70	1,21	6,43	3,31	6,20
zmiana	104,2%	167,7%	67,6%	2,2%	1,2%	19,6%	5,0%	60,5%	174,6%	-3,6%
Zysk netto skorygowany	1,75	4,68	5,97	5,99	8,12	9,70	1,21	4,56	1,29	4,17
zmiana	104,2%	167,7%	27,6%	0,4%	35,4%	19,6%	5,0%	13,8%	6,7%	-8,4%
Marża EBITDA	9,1%	5,6%	3,8%	6,4%	5,3%	5,4%	3,8%	4,5%	12,7%	7,1%
Marża EBIT	7,8%	4,9%	3,1%	5,8%	4,6%	4,7%	3,2%	3,8%	11,9%	6,5%
Rentowność netto	5,8%	3,9%	5,9%	5,9%	5,4%	5,9%	3,9%	6,5%	10,8%	6,4%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Aktywa ogółem	36,45	68,58	76,88	78,04	83,40	89,87
Aktywa trwałe	22,59	40,46	56,60	56,71	57,31	57,90
Aktywa obrotowe	13,86	28,12	20,27	21,33	26,10	31,97
Kapitał własny	13,71	37,39	48,20	49,97	58,09	67,79
Zobowiązania i rezerwy ogółem	22,65	30,82	28,67	28,07	25,32	22,09
Dług netto	1,41	0,01	6,31	5,77	-1,41	-10,15
Kapitał obrotowy	4,76	10,95	4,62	3,31	3,64	3,96
Kapitał zaangażowany	15,12	37,40	54,51	55,74	56,68	57,64
Srodki pieniężne z działalności operacyjnej	9,41	1,23	4,91	10,16	11,72	13,50
Srodki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-21,04	-18,60	-13,39	-3,62	-7,15	-8,81
Srodki pieniężne z działalności finansowej	9,15	18,48	8,18	-6,46	-4,27	-4,41
Srodki pieniężne na koniec okresu	2,12	3,24	2,93	3,00	3,30	3,59
Dług netto/EBITDA	0,52	0,00	1,26	0,66	-0,18	-1,14
ROE	17,3%	18,3%	18,3%	16,3%	15,0%	15,4%
ROACE	22,0%	18,1%	7,4%	11,6%	9,9%	10,9%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Prognozy</b>										
<b>EBIT</b>	<b>7,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,1</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>
Amortyzacja	0,9	1,1	1,2	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4
Nakłady inwestycyjne	1,0	1,7	1,8	1,6	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3	2,5
Inwestycje w kapitał obrotowy	-1,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>FCF</b>	<b>7,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/(Dług+Kapitał)	16%	9%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<b>WACC</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF</b>	<b>7,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>
Suma DFCF	42									
Zdy skontowana wartość rezydualna	32									
Dług netto	6									
Kapitały mniejszości	0									
<b>Wartość spółki</b>	<b>138</b>									
Liczba akcji (mln sztuk)	12,150									
Wartość 1 akcji 01.01.10 (zł)	11,39									
<b>Wartość 1 akcji 04.11.10 (zł)</b>	<b>12,33</b>									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		2009	P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD		2010	2011	2009	2010	2011	
EXPEDIA INC	USA	EXPE US	5 587	7 946	19,35	16,76	14,37	8,07	8,45	7,47	
ORBITZ WORLDWIDE INC	USA	OWW US	490	698	-	29,27	20,42	7,73	6,79	6,23	
PRICELINE.COM INC	USA	PCLN US	12 927	18 387	31,15	30,61	23,95	-	21,46	16,51	
SIGNET JEWELERS LTD	Bermudy	SIG US	2 146	3 052	16,19	19,94	15,47	-	7,68	6,66	
BARRICK GOLD CORP	Kanada	ABX CN	33 598	47 786	19,34	15,21	13,19	8,23	8,87	7,63	
GARMIN LTD	Kajmany	GRMN US	4 251	6 047	8,72	10,67	11,46	6,97	6,16	6,60	
TRIMBLE NAVIGATION LTD	USA	TRMB US	3 125	4 445	27,69	24,98	20,77	-	19,19	15,59	
<b>Mediana</b>					<b>19,34</b>	<b>19,94</b>	<b>15,47</b>	<b>7,90</b>	<b>8,45</b>	<b>7,47</b>	
Netmedia	Polska	NEM PW	25	35	16,61	16,54	12,22	20,36	11,62	12,87	
Premia/(dy skonto) w wyliczeniu rynkowej spółki					-14,1%	-17,0%	-21,0%	157,6%	37,4%	72,4%	
<b>Implikowana wartość 1 akcji (zł)</b>					<b>9,50</b>	<b>9,84</b>	<b>10,33</b>	<b>3,01</b>	<b>5,87</b>	<b>4,63</b>	

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP SA



## Telefony kontaktowe

## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Banki	Hanna Kędziora (022) 521 79 43 hanna.kedziora@pkobp.pl
Budownictwo i nieruchomości, hotele	Michał Sztabler (022) 521 79 13 michal.sztabler@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
E-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

## Wydział Klientów Instytucjonalnych

Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl	Piotr Dedecjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dedecjus@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Magdalena Kupiec	(0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(0-22) 521 82 10 tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl		

## Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

## Rekomendacje stosowane przez DM

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

## Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

## Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.