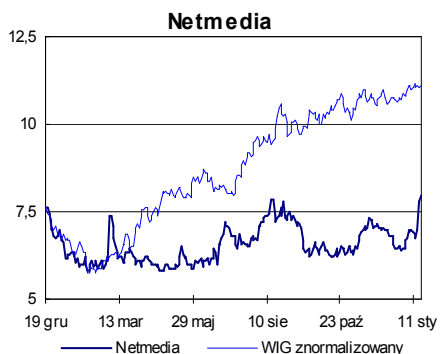




Netmedia

Kupuj

9,60 zł



Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	7,84
kurs docelowy (zł)	9,60
wycena DCF (zł)	11,01
min 52 tyg (zł)	5,80
max 52 tyg (zł)	7,99
kapitalizacja (mln zł)	95,26
EV (mln zł)	102,87
liczba akcji (mln szt.)	12,15
free float	29,6%
free float (mln zł)	28,20
śr. obrót/msc (mln zł)	3,22

Zmiana kursu	Netmedia	WIG
1 miesiąc	23,7%	4,7%
3 miesiące	28,9%	7,2%
6 miesięcy	21,1%	24,0%
12 miesięcy	27,2%	65,9%

Akcyonariat	% akcji i głosów
Andrzej Wierzbą	37,86
Michał Pszczół	16,46
KBC TFI	10,44
Marcin Kłopociński	5,64

Poprzednie rekom.	data	cena doc.
-------------------	------	-----------

Charakterystyka spółki

Netmedia to bardzo szybko rozwijająca się spółka sektora e-commerce. O skali jej wzrostów w ostatnich latach świadczy zajęcie **1 miejsca w rankingu Deloitte Technology Fast 50 CE**. To co odróżnia Netmedia od sporej części innych spółek działających w obszarze handlu internetowego, to nie obietnice, lecz konkretne, wysokie i stabilne zyski. W okresie ostatnich lat ich dynamika sięgała od kilkudziesięciu do ponad 100%, a prognozowana przez nas **średnioroczna stopa wzrostu w okresie 2009-2015 wynosi 16%**, co oznacza podwojenie zysku w ciągu najbliższych 5 lat.

Spółka działa na bardzo perspektywicznych rynkach takich jak internetowa rezerwacja miejsc hotelowych, zarządzanie flotą pojazdów oraz handel numizmatyką i metalami szlachetnymi. We wszystkich wymienionych obszarach posiada bardzo silną pozycję rynkową:

- **lider** rezerwacji miejsc hotelowych online,
- **druga pozycja** po Mennicy Państwowej na rynku numizmatycznym,
- **jeden z dwóch głównych graczy** na rynku usług geolokalizacyjnych.

Wyniki kwartalne

Potwierdzeniem doskonałej kondycji finansowej Netmedia był **dwukrotny wzrost zysku netto grupy w IV kwartale 2009 r. do ponad 1,5 mln zł**. W całym, trudnym, kryzysowym roku 2009 prognozujemy wzrost zysku o 67%, a wyłączając zdarzenia o charakterze jednorazowym o 27%. Jednocześnie warto podkreślić, iż mimo bardzo wysokiej dynamiki wzrostów, zyski grupy generowane w okresie ostatnich lat charakteryzują się bardzo dużą stabilnością i nigdy nie były zagrożone.

Perspektywy średnioterminowe

Biorąc pod uwagę kilkuletnie opóźnienie Polski w stosunku do krajów Europy Zachodniej i USA, z wysokim prawdopodobieństwem można określić ścieżkę rozwoju oraz potencjał wzrostu wcześniej wymienionych rynków w najbliższych latach. Jako przykład podać można, iż w 2009 r. polski rynek turystyki internetowej stanowił zaledwie 8-9% wartości całego rynku usług turystycznych, podczas gdy w krajach wysokorozwiniętych sięga on 30-40%. Podobnie sytuacja przedstawia się w przypadku rynku usług geolokalizacyjnych, którego wzrost w kolejnych latach szacowany jest w Unii Europejskiej na ponad 20%, zaś w Polsce należy spodziewać się co najmniej 30%.

Wycena i rekomendacja

Pomimo ostatniej wyższki, kurs Netmedia wciąż posiada duży potencjał wzrostowy. Biorąc pod uwagę doskonałe wyniki spółki za ostatnie lata oraz nasze prognozy zarówno na IV kw. 2009 r. jak i kolejne lata, **uwazamy że akcje Netmedia nadal są niedowartościowane**. Na podstawie wyceny DCF wyznaczyliśmy cenę jednej akcji na 11,01 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 8,18 zł. Tym samym, ustalamy cenę docelową kursu na 9,60 zł, wydając rekomendację **KUPUJ**.

Dane finansowe (jednostkowe)

mln zł	2008	2009p	2010p	2011p	2012p
Sprzedaż	120,95	129,36	139,33	154,45	168,05
EBITDA	6,78	5,37	6,19	7,46	8,52
EBIT	5,88	4,51	5,21	6,29	7,19
Zysk netto	4,68	7,82	6,70	8,52	10,21
Zysk skorygowany	4,68	5,95	6,70	8,52	10,21
EPS (zł)	0,41	0,49	0,55	0,70	0,84
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	0,48	0,71	0,63	0,80	0,95
P/E	19,30	16,00	14,22	11,18	9,33
P/BV	2,42	2,00	1,75	1,52	1,30
EV/EBITDA	14,44	19,15	16,61	13,80	12,08

p - prognoza DM PKO BP SA

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 działalności

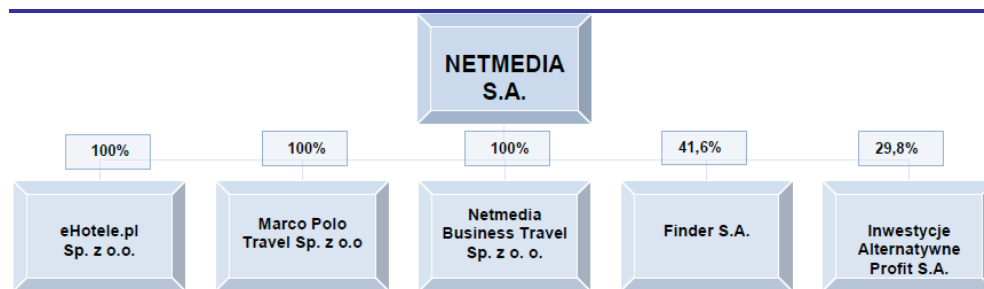
Netmedia to szybko rozwijająca się firma sektora e-commerce (nr 1 w rankingu Deloitte Technology Fast 50 CE oraz nr 14 w rankingu Deloitte Technology Fast 500 EMEA). Pomimo kryzysu, spółka notuje dodatnią dynamikę przychodów i zysków. Narastająco po trzech kwartałach 2009 r. jej przychody wyniosły 99,6 mln zł (ponad 14% wzrost w porównaniu do analogicznego okresu ubiegłego roku) oraz zysk operacyjny i netto w wysokościach 3,82 mln zł i 6,31 mln zł (po skorygowaniu o zdarzenia jednorazowe 4,44 mln zł), w porównaniu do 5,15 mln zł i 4,00 mln zł w analogicznym okresie 2008 r. Zgodnie z naszą prognozą na koniec obecnego roku, przychody spółki powinny wynieść 129,4 mln zł, zaś zysk netto 7,82 mln zł, zapewniając wzrost rok do roku odpowiednio o 7% i 67% (po korekcie o zdarzenia jednorazowe 27%).

Netmedia rozwija się zarówno poprzez wzrost organiczny, zakładający utrzymanie pozycji lidera w internetowej rezerwacji miejsc hotelowych, jak też akwizycji niezwiązanych z rynkiem hotelarskim. W minionym roku Netmedia zwiększyła udziały do 41,6% w spółce Finder, wspomagającej zarządzanie flotą pojazdów oraz weszła w posiadanie 29,8% udziałów w spółce Inwestycje Alternatywne Profit, będącej numerem dwa po Mennicy Państwowej na polskim rynku numizmatycznym. W poprzednich latach, przejęła Marco Polo Travel - lidera w sprzedaży rejsów wycieczkowych, kupiła TAU Lufthansa City Center, zajmującą się obsługą podróży służbowych w zakresie rezerwacji miejsc hotelowych i sprzedaży biletów lotniczych oraz rozpoczęła działalność na rynku numizmatycznym poprzez przejęcie portalu eMonety.pl (trzeciego w Polsce serwisu poświęconego numizmatyce).

Choć przyznać należy, iż dynamika wzrostu Netmedia w 2009 r. była nieco niższa niż w poprzednich latach, kiedy sięgała od kilkudziesięciu do nawet kilkuset procent, to jednak w dobie kryzysu z pewnością jej wyniki trudno nazwać złymi. Zarazem warto podkreślić, że spółka działa na bardzo perspektywicznych rynkach, takich jak e-commerce, czy usługi geolokalizacyjne, które na przestrzeni kolejnych lat są niemal skazane na dalszy, dynamiczny rozwój.

Struktura kapitałowa

W związku z realizacją licznych akwizycji, w skład grupy kapitałowej Netmedia wchodzi obecnie pięć spółek. Trzy z nich, w których Netmedia posiada 100% udziałów, to firmy turystyczne eHotele.pl, Marco Polo Travel i Netmedia Business Travel. Pozostałe dwie, z udziałem poniżej 50%, to Finder, działający na rynku usług geolokalizacyjnych oraz Inwestycje Alternatywne Profit, pośrednicząca w obrocie numizmatyką i metalami szlachetnymi. Poniższy wykres ilustruje obecny skład grupy kapitałowej.

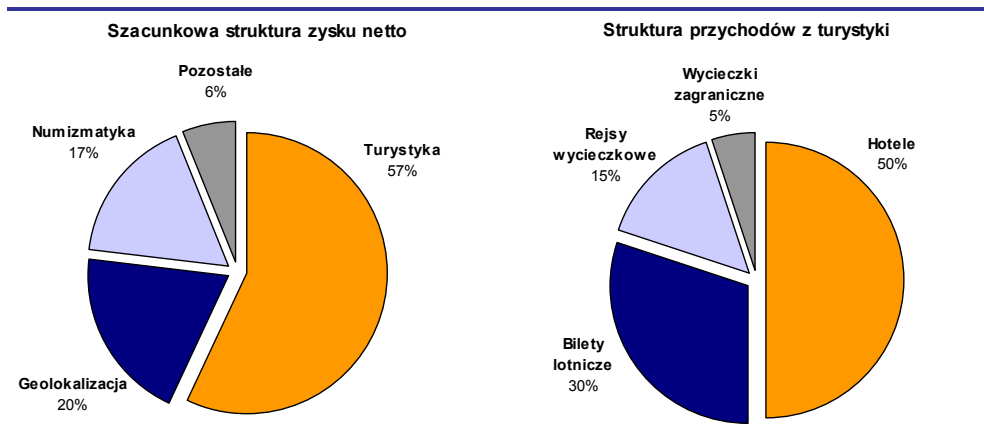


Źródło: Spółka

Opis działalności

Choć w obecnej chwili za niemal 100% przychodów spółki odpowiedzialna jest działalność turystyczna, to jednak w związku z konsolidacją dwóch spółek zależnych na zasadach praw własności, struktura zysku netto jest już nieco bardziej złożona. Szacujemy, że obecnie turystyka odpowiadała za około 57% wyniku netto, usługi geolokalizacyjne za 20%, numizmatyka za 17%, a 6% będzie generować pozostała działalność (portale tematyczne, nieruchomości).

Pomimo mocno zróżnicowanej działalności, znacząca część zysku Netmedia nadal pochodzi z turystyki. Około 50% udział w przychodach z tej działalności posiada rezerwacja miejsc hotelowych. Choć w ostatnich latach w polskim Internecie pojawiła się konkurencja z zachodu w postaci Booking.com i HRS, to jednak Netmedia nadal pozostaje na tym polu liderem z kilkudziesięcioprocentowym udziałem w rynku.



Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Drugą pod względem wielkości przychodów z działalności turystycznej jest sprzedaż biletów lotniczych, która po przejęciu TAU Lufthansa City Center w 2007 r. wzrosła do 30%. Z kolei akwizycja Marco Polo Travel pozwoliła spółce osiągnąć pozycję lidera w perspektywnym rynku sprzedaży rejsów wycieczkowych z udziałem w przychodach z turystyki na poziomie 15%.

Analizując strukturę przychodów Netmedia z turystyki zastanawiać może bardzo mały udział sprzedaży klasycznych wycieczek zagranicznych, który odpowiada obecnie jedynie za kilka procent wyniku. Choć w ubiegłym roku spółka zdecydowała się wejść w ten segment turystyki poprzez otwarcie portalu www.wyjazdy.pl, to jednak w obecnej chwili nie wiąże z tym segmentem poważnych planów rozwoju. W głównej mierze podyktowane jest to relatywnie niską marżą oraz dużymi kosztami obsługi (m.in. z uwagi na dużą cykliczność) w porównaniu do branży hotelarskiej czy segmentu biletów lotniczych.



Źródło: Google Trends

W strukturze przychodów Netmedia z turystyki poważną pozycję zajmują klienci korporacyjni, których liczba sięga już 1 tysiąca. Ich udział można szacować na ponad 40% wszystkich rezerwacji, dokonywanych zarówno na stronach internetowych spółki, jak i poprzez autorski system obsługi klientów korporacyjnych o rozszerzonej funkcjonalności. W obecnej chwili korzysta z niego około 30%-40% partnerów biznesowych. Warto podkreślić, iż tak duży udział klientów korporacyjnych w całkowitych przychodach z turystyki gwarantuje spółce znacznie większą stabilność niż w przypadku wyłącznie klientów indywidualnych.

Drugą po turystyce kategorią pod względem wielkości generowanego zysku stanowią usługi zarządzania flotą pojazdów. W trzecim kwartale 2008 r. Netmedia kupiła 20% akcji spółki Finder, a na początku minionego roku zwiększyła zaangażowanie w nią do 41,6%. Firma działa na rynku szeroko pojętych usług geolokalizacyjnych, wspomagając zarządzanie flotą pojazdów. Wdrożenie oferowanego przez nią monitoringu floty, pozwala uzyskać odczuwalne oszczędności w użytkowaniu pojazdów. Bazując na obecnym etapie rozwoju rynku polskiego w porównaniu do innych rynków europejskich, można założyć silny, kilkudziesięcioprocentowy wzrost przychodów i zysków w kolejnych latach.



Niewiele mniejsze zyski od usług geolokalizacyjnych przynosi działalność na rynku numizmatycznym. Jest ona realizowana poprzez spółkę stowarzyszoną Inwestycje Alternatywne Profit, w której Netmedia posiada obecnie 29,8% udziałów. W ich posiadanie weszła wnosząc aportem do IAP spółkę eMonety.pl S.A. W wyniku połączenia powstał bardzo silny podmiot, ustępujący miejsca na polskim rynku jedynie Mennicy Państwowej. Głównym obszarem działalności IAP jest sprzedaż monet kolekcjonerskich, metali szlachetnych oraz własnych produktów mennicznych (monety kolekcjonerskie) przy wykorzystaniu serwisów internetowych eMonety.pl i e-Numizmatyka.pl. W ubiegłym roku do oferty zostały dodatkowo wprowadzone brylanty, a w tym roku spółka zamierza rozszerzyć swoją ofertę o inne kamienie szlachetne.

Oprócz działalności turystycznej, numizmatycznej i geolokalizacyjnej Netmedia posiada również sieć portali związanych z rynkiem nieruchomości i finansowym oraz jest autorem i właścicielem systemu MLS (Multiple Listing Service), służącego wymianie ofert między biurami nieruchomości. Z jej rozwiązania korzysta około 75% krajowych biur nieruchomości zainteresowanych tego typu systemem. Generalnie jednak, w Polsce zaledwie 10% wszystkich biur używa MLS, w porównaniu do 100% w USA i kilkudziesięciu procent w krajach Europy Zachodniej, co stwarza duży potencjał wzrostu rynku. Łącznie portale tematyczne, system MLS i pozostała działalność odpowiadają obecnie za około 6% zysku spółki.

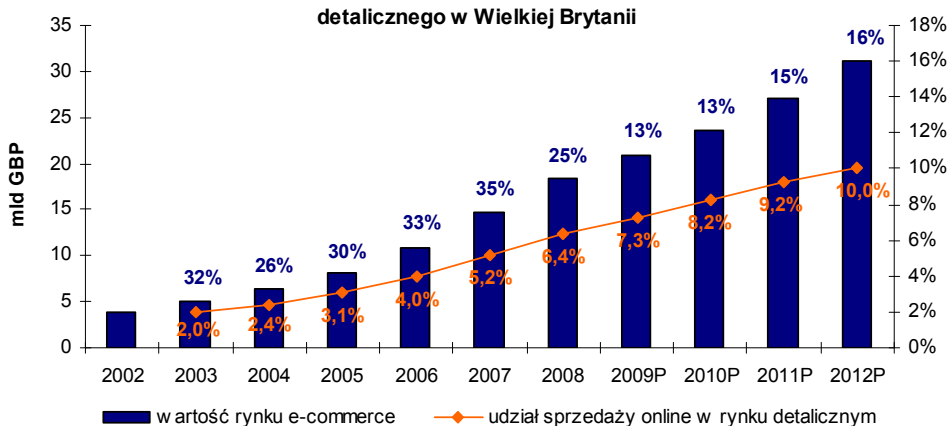
Otoczenie rynkowe

E-commerce

Działalność Netmedia jest bardzo silnie związana z Internetem. Spółka wykorzystuje go jako główny kanał dystrybucji oferowanych usług. W związku z powyższym, dalszy rozwój polskiego rynku e-commerce będzie jednym z podstawowych czynników wpływających na jej przyszłe wyniki. Porównując obecny stopień rozwoju polskiego i zachodniego rynku handlu w Internecie, z bardzo wysokim prawdopodobieństwem można założyć dalszy, silny wzrost polskiego e-commerce, który na przestrzeni najbliższych lat będzie zmniejszać różnicę e stosunku do krajów rozwiniętych.

Bazując na danych pochodzących z brytyjskiego rynku e-commerce należy założyć, że Polska jest opóźniona względem rozwiniętych rynków Europy Zachodniej i USA o 3 do 5 lat. W 2008 r. brytyjski e-commerce stanowił 6,4% procent całkowitych obrotów w handlu detalicznym. W tym samym okresie, w Polsce było to zaledwie 1,91%, czyli wartość zbliżona do poziomu z 2003 r. w przypadku rynku brytyjskiego.

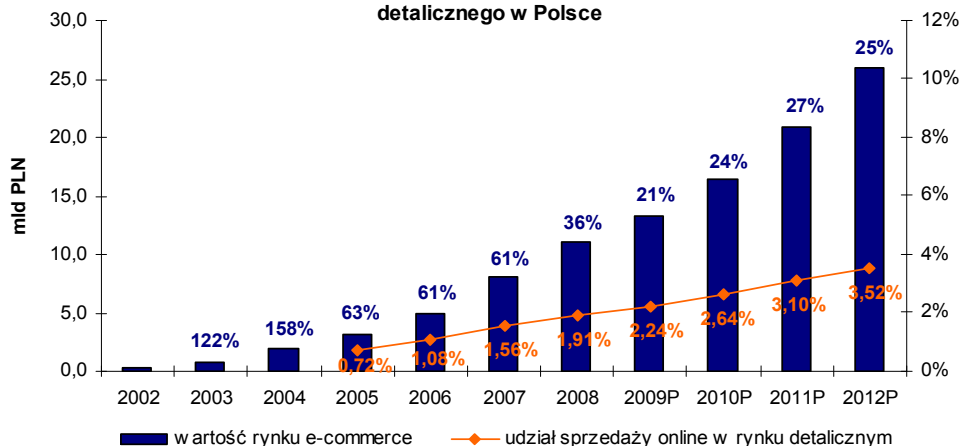
Wzrost rynku e-commerce i jego udział w całkowitych obrotach handlu detalicznego w Wielkiej Brytanii



Źródło: Verdict Research

Po 2000 roku polski rynek e-commerce rósł po kilkadziesiąt procent rocznie, umożliwiając bardzo dynamiczny rozwój działającym na nim firmom takim jak Netmedia. W 2008 r. wzrost wyniósł ponad 36% (w porównaniu do 13% wzrostu w całym handlu detalicznym), a nieco silniejsze spowolnienie przyniósł dopiero miniony rok z uwagi na kryzys panujący w tradycyjnej gospodarce. Nawet jednak w niesprzyjającym 2009 r. należy prognozować około 21% wzrostu polskiego rynku e-commerce. Wraz z końcem ogólnoswiatowej recesji można spodziewać się w najbliższych latach ponownego wzrostu dynamiki rozwoju polskiego e-commerce i jej utrzymania w następnych latach.

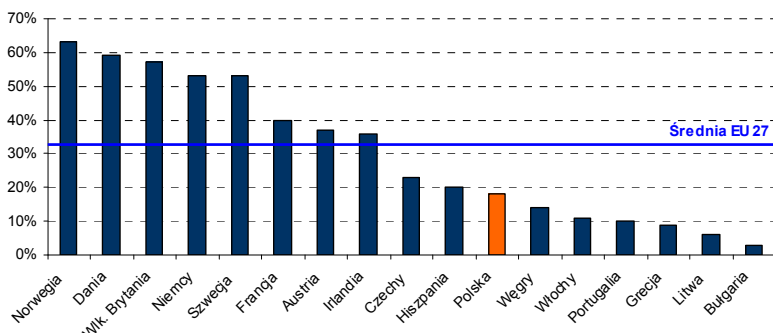
Wzrost rynku e-commerce i jego udział w całkowitych obrotach handlu detalicznego w Polsce



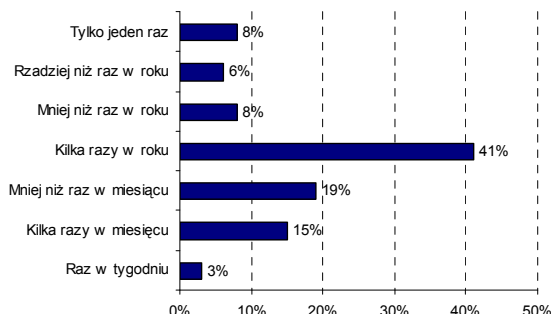
Źródło: Internet Standard „e-commerce 2009”, DM PKO BP SA

Wartość rynku e-commerce jest w głównej mierze wypadkową liczby użytkowników Internetu oraz ich skłonności do zakupów online. Zarówno w jednym, jak i drugim przypadku Polska wciąż pozostaje sporo w tyle za średnią krajów Unii Europejskiej. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost liczby internautów, a przede wszystkim ich rosnąca skłonność do zakupów online (oraz wzrost wartości pojedynczego zamówienia) będą głównymi motorami rozwoju polskiego e-commerce w najbliższych latach.

Odsetek społeczeństwa kupujący w internecie



Częstotliwość zakupów polskich internautów

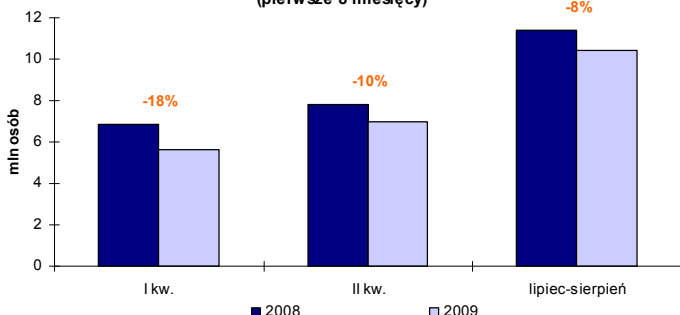


Źródło: Eurostat, Gemius „Polski Internet 2008/2009”

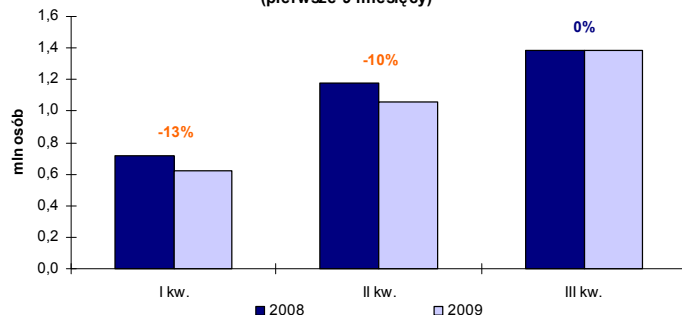
Turystyka

W odróżnieniu od rynku e-commerce, turystyka jest silnie uzależniona od koniunktury gospodarczej. Niestety, powyższą zależność doskonale widać było w 2009 r., kiedy to spadła zarówno liczba odwiedzających nas turystów zagranicznych (o 11% w ciągu pierwszych 9 miesięcy 2009r.), jak i krajowych i zagranicznych wyjazdów Polaków (o 11% w ciągu pierwszych 8 miesięcy 2009r.).

Krajowe podróże Polaków 2008 vs 2009 (pierwsze 8 miesięcy)



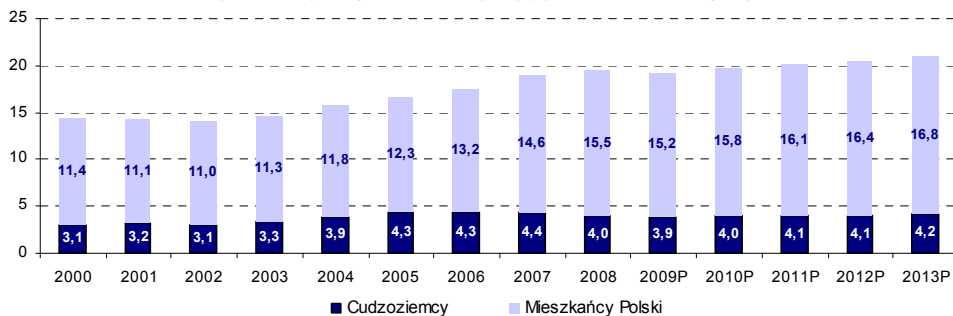
Turyści zagraniczni korzystający z bazy noclegowej 2008 vs 2009 (pierwsze 9 miesięcy)



Źródło: Instytut Turystyki

Jak prognozuje Instytut Turystyki, spadek wykorzystania miejsc hotelowych zarówno przez polskich jak i zagranicznych turystów jest jednak przejściowy. Zgodnie z prognozą IT już od 2010 roku wykorzystanie obiektów noclegowych zakwaterowania zbiorowego powinno zacząć rosnąć.

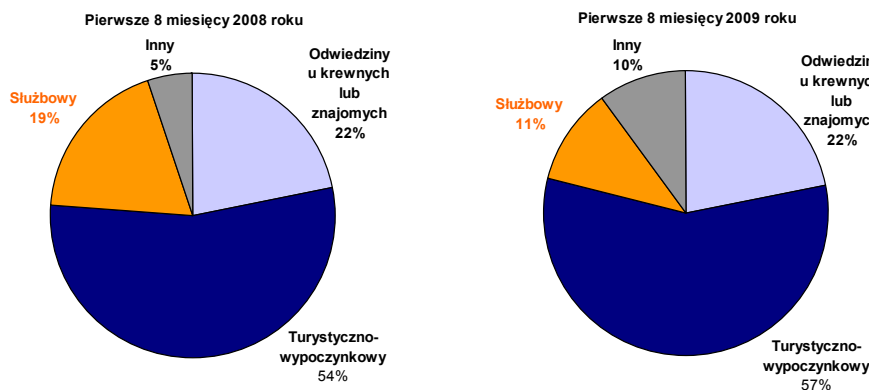
Turyści polscy i zagraniczni korzystający z obiektów noclegowych



Źródło: Instytut Turystyki

Znaczna część przychodów Netmedia z działalności turystycznej, pochodzi z rezerwacji miejsc hotelowych i sprzedaży biletów lotniczych klientom korporacyjnym. Choć jest to segment, który silnie dotknęło spowolnienie gospodarcze, to jednak można powiedzieć, że spółka obróciła kryzys na swoją korzyść. Netmedia doskonale wykorzystwała zwrot klientów w kierunku Internetu w poszukiwaniu oszczędności, które sięgają tutaj 10%-30%. Pomimo silnego spadku udziału podróży służbowych w wyjazdach zagranicznych oraz stagnacji na rynku krajowym, Netmedia odnotowała wzrost rezerwacji hotelowych.

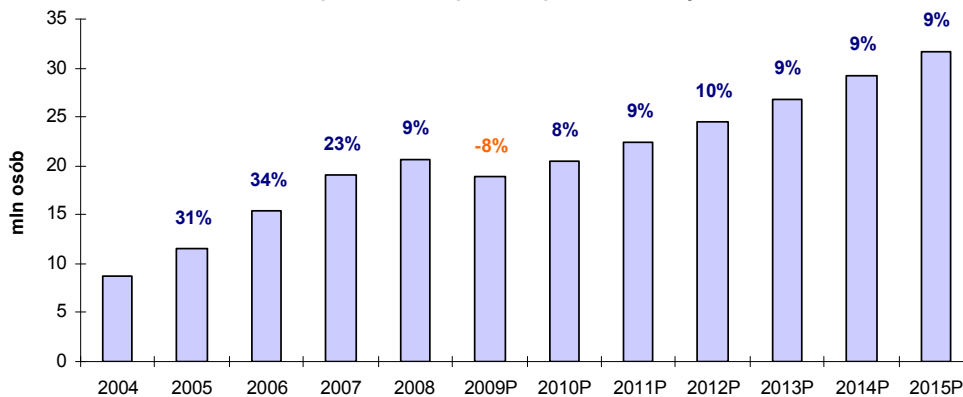
Cele zagranicznych wyjazdów Polaków



Źródło: Instytut Turystyki

W 2009r. wyraźnie widoczny był również spadek zainteresowania podróżami lotniczymi. W pierwszych ośmiu miesiącach 2009 r. wykorzystanie samolotu jako środka transportu w podróżach zagranicznych przez polskich obywateli było aż o 28% mniejsze niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jak prognozuje Urząd Lotnictwa Cywilnego całkowita liczba wszystkich pasażerów w polskich portach lotniczych zmniejszy się w 2009 r. o 8%. Zarazem jednak, podobnie jak Instytut Turystyki, ULC przewiduje powrót wzrostowej tendencji już w 2010 r. i jej utrzymanie w ciągu kolejnych lat.

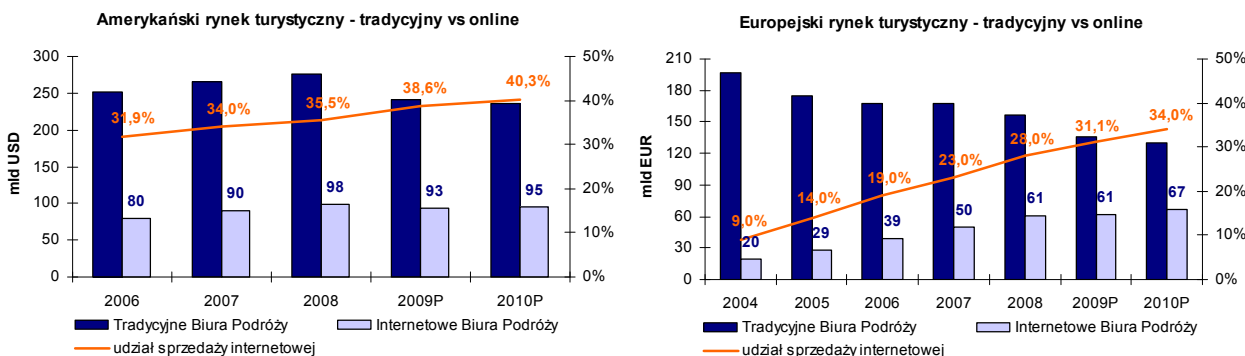
Liczba pasażerów w polskich portach lotniczych



Źródło: Urząd Lotnictwa Cywilnego

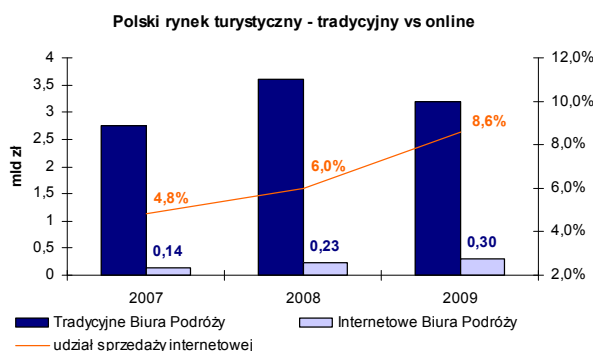
E-Turystyka

Rynek e-turystyki notował w ostatnich latach bardzo silne wzrosty zarówno w Europie Zachodniej jak i USA. O ile w Polsce, sprzedaż usług turystycznych przez Internet nadal stanowi margines całego rynku turystycznego, o tyle w krajach rozwiniętych jest to prężnie działający kanał dystrybucji, niewiele ustępujący sprzedaży tradycyjnej. Według prognoz PhoCusWright segment e-turystyki w USA mógł w 2009 r. sięgnąć niemal 40% całego rynku turystycznego, a szacunki na obecny rok mówią o przekroczeniu tego poziomu. Podobnie przedstawia się sytuacja na rynku europejskim, na którym w 2008 r. sprzedaż turystyki przez Internet odpowiadała 28% wartości całego rynku turystycznego, a zgodnie z prognozami w 2010 r. sięgnie 34%. Już teraz ponad 40%, najwyższą penetrację turystyki online notuje Wielka Brytania, a tuż za nią znajdują się Francja i Niemcy.



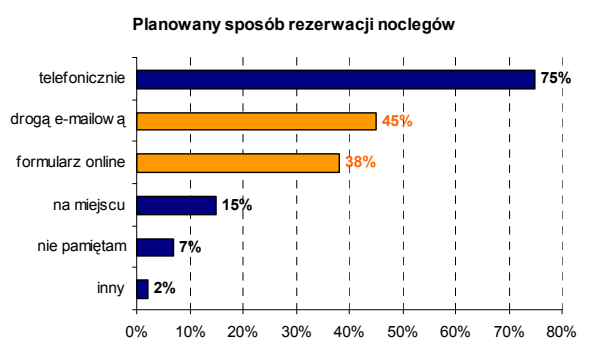
Źródło: PhoCus Wright, DM PKO BP SA

Na tle krajów Europy Zachodniej i USA Polska wypada nad wyraz błędnie. Udział segmentu online w całym polskim rynku turystycznym wynosi obecnie poniżej 10% (dla rezerwacji hoteli przez Internet sięga 10-15%). Biorąc pod uwagę nieuchronność podążania za światowymi trendami zwiększania udziału sprzedaży przez Internet kosztem tradycyjnych kanałów dystrybucji, kolejne lata będą dla polskiej branży e-turystycznej bardzo udane.



Źródło: Internet Standard „e-commerce 2009”

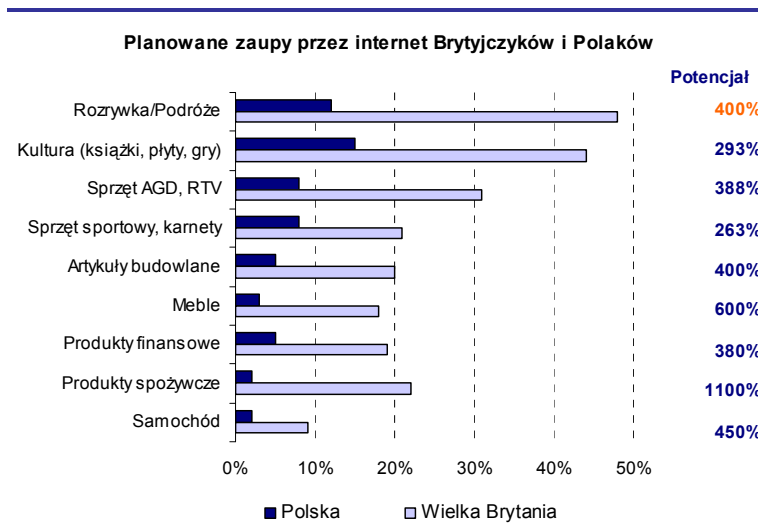
Z uwagi na uwarunkowania kulturowe oraz niedojrzałość polskiego rynku e-commerce w Polsce bardzo silne jest zjawisko kupna towarów i usług poza Internetem, ale pod jego wpływem. Skalę zjawiska pokazują dane z 2008 r., w którym to wartość produktów kupionych pod wpływem Internetu, ale poza nim, wyniosła około 17 mld zł, co w porównaniu do 9 mld zł sprzedaży w 2007 r., daje wzrost rzędu 89%. Powyższe zjawisko szczególnie widoczne jest przy rezerwacji miejsc hotelowych, gdzie 89% internautów wykorzystuje Internet do poszukiwania informacji o noclegach, ale zarazem aż 75% z nich decyduje się na rezerwację telefoniczną.



Źródło: Gemius „Noclegi online”

Jak pokazują dane zarówno z polskiego, jak i ogólnoswiatowego rynku e-commerce, z roku na rok coraz większy odsetek internautów zaczyna wykorzystywać Internet nie tylko do zbierania informacji, ale również do zawierania transakcji. W kolejnych latach możemy zatem spodziewać się odwrócenia powyższych tendencji, a co za tym idzie znacznego zwiększenia

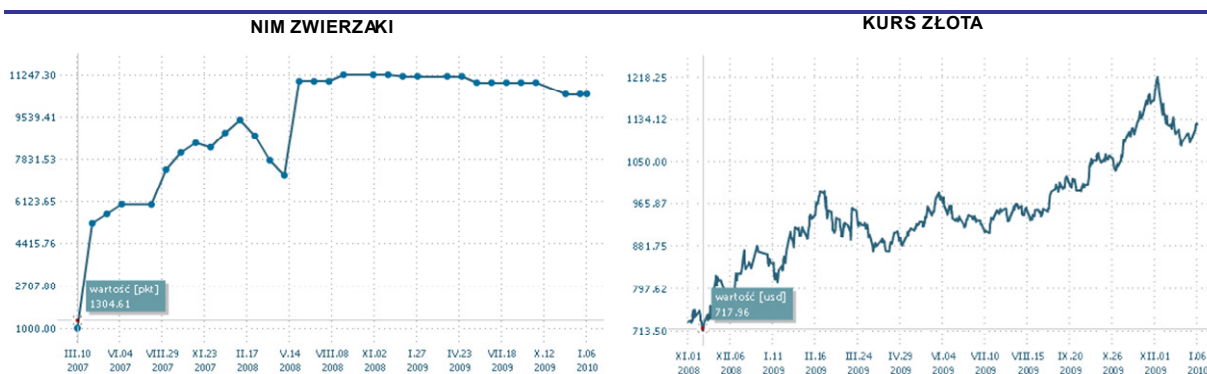
obrotu generowanego przez formularze zamówień na portalach internetowych. Potencjał wzrostu zakupów przez Internet w Polsce a zarazem ich powszechność na rynkach rozwiniętych wyraźnie widać przy porównaniu planów zakupowych polskich i brytyjskich internautów.



Źródło: Obserwator Cetelem

Numizmatyka

Choć rynek numizmatyczny istniał w Polsce niemal od zawsze, to jednak głośno zrobiło się o nim dopiero w latach 2007 i 2008, kiedy to drobni inwestorzy wycofując pieniądze z giełdy w związku z rozpoczęciem bessy, zwrócili się w kierunku inwestycji alternatywnych takich właśnie jak monety kolekcjonerskie i złoto. Kursy monet wzrastały w owym okresie nawet po kilkadziesiąt procent w ciągu miesiąca. Skalę zjawiska dobrze ilustruje 1000% wzrost indeksu NIM ZWIERZAKI w okresie od stycznia 2007 r. do kwietnia 2008 r., odzwierciedlający zachowanie kursów najbardziej popularnych w tamtym okresie monet ze zwierzętami. Z kolei ostatnia fala zainteresowania złotem inwestycyjnym rozpoczęła się pod koniec 2008 r., przynosząc w ciągu kolejnych miesięcy 70% wzrost ceny kruszcu.

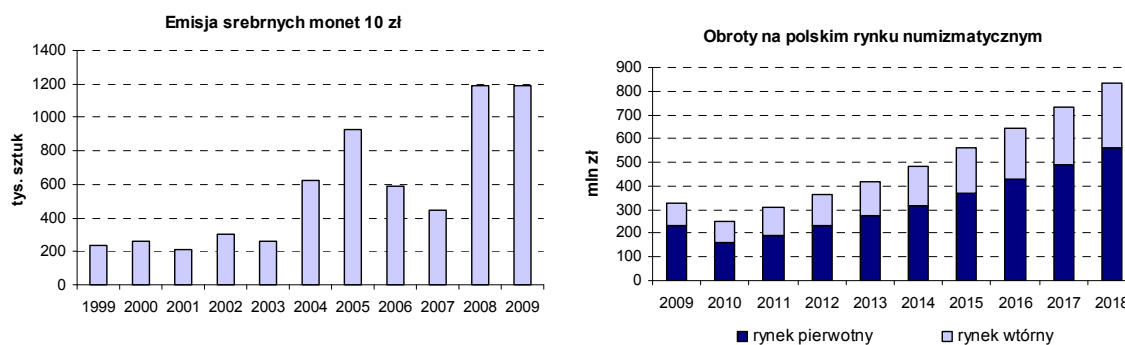


Źródło: www.kursymonet.pl, www.kursyzlota.pl

W obecnej chwili wartość całego polskiego rynku monet kolekcjonerskich wyemitowanych po 1995 r. można szacować na około 1,5 – 2 mld zł. Jest to suma wszystkich monet srebrnych (około 1 mld zł) i złotych (około 0,6 mld zł). Przyjmując średnie obroty na rynku wtórnym na poziomie 5%-7% powyższej kwoty, jego wartość można określić na poziomie 80-115 mln zł, zaś wartość rynku pierwotnego między 100 a 300 mln zł. Nie jest to dużo, ale porównując liczbę kolekcjonerów w Polsce i USA, rynek ten wydaje się być w dłuższym terminie bardzo perspektywiczny. Liczbę osób zainteresowanych monetami kolekcjonerskimi w Polsce można bowiem szacować na około 50 tys., czyli 0,13% społeczeństwa, zaś w USA na co najmniej 2 mln, czyli 0,67% społeczeństwa (szacunki obejmujące drobnych kolekcjonerów mówią nawet o liczbie 20 mln osób co przekłada się na 6,67% społeczeństwa).

Netmedia działa na polskim rynku numizmatycznym od 2007r., kiedy to kupiła spółkę emonety.pl, będącą numerem 3 na rynku numizmatyki. W 2009 r. w wyniku połączenia emonety.pl i spółki Inwestycje Alternatywne Profit (numer 2 na rynku po Mennicy Państwowej), powstał jeden podmiot o bardzo silnej pozycji rynkowej. Działalność IAP skupia się przede wszystkim na handlu metalami szlachetnymi i monetami na rynku pierwotnym w dużym stopniu w oparciu o sprzedaż abonamentową oraz w mniejszym zakresie w pośredniczeniu w obrocie na rynku wtórnym. Spółka jest liderem w sprzedaży monet kolekcjonerskich na rynku pierwotnym, zarówno polskich jak i zagranicznych i złota inwestycyjnego. Posiada również silną pozycję w sprzedaży wysokomarżowych produktów własnych.

Pomimo optymistycznych prognoz długoterminowych dla polskiego rynku numizmatycznego, w najbliższych latach nie spodziewamy się powtórzenia „szaleństwa” jakie ogarnęło kolekcjonerów w 2007 r. i 2008 r. Po dwóch kolejnych latach bardzo wysokiej emisji monet przez NBP w 2008 r. i 2009 r., w bieżącym roku oczekujemy znacznego obniżenia nakładów w ramach powrotu do równowagi. Sytuację podmiotów działających na rynku numizmatycznym może nieco ratować kontynuacja hossy na rynku złota, ale generalnie należy spodziewać się spadku zainteresowania tematem.



Źródło: Narodowy Bank Polski, DM PKO BP SA

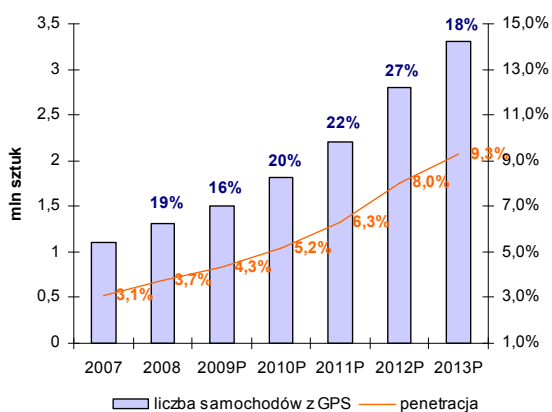
Zarządzanie flotą pojazdów

Choć najczęstszymi odbiorcami systemów geolokalizacyjnych są przedsiębiorstwa transportowe, handlowe i dystrybucyjne, to jednak mogą być one wykorzystywane praktycznie we wszystkich firmach posiadających flotę samochodów. Usługi zarządzania flotą pozwalają zazwyczaj uzyskać kilkunastoprocentowe oszczędności, ale zdarzają się firmy gdzie sięgają one nawet powyżej 30%. Podstawowe korzyści z ich stosowania to ograniczenie zużycia paliwa oraz optymalizacja wykorzystania pojazdów i czasu pracy kierowców. Stały monitoring przekłada się także na zwiększenie bezpieczeństwa samochodów i ładunków, a co za tym idzie na zniżki u ubezpieczycieli, oraz na ograniczenie kosztów rozmów z kierowcami, co ma szczególne znaczenie w transporcie międzynarodowym. Zintegrowanie systemów monitoringu z wewnętrznymi bazami danych i systemami ERP pozwala sprawniej zarządzać firmą przy jednoczesnym obniżeniu kosztów administracyjnych. W zależności od uzyskiwanych oszczędności, koszt wdrożenia systemu zarządzania flotą zazwyczaj zwraca się w okresie od 3 do 6 miesięcy.

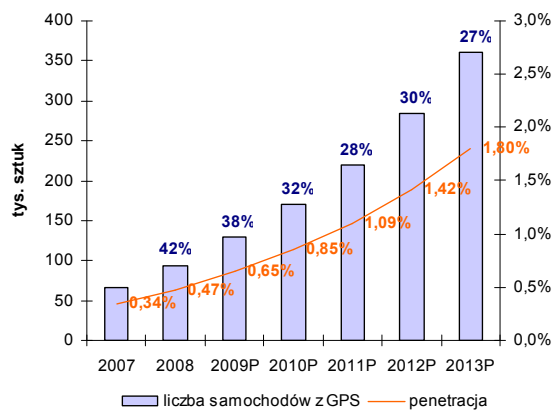
Europejski rynek usług geolokalizacyjnych jest jeszcze stosunkowo młody. W 2007 r. liczba korporacyjnych systemów zarządzania flotą w krajach Unii Europejskiej wynosiła zaledwie nieco powyżej 1 mln sztuk, a w minionym 2009 r. sięgnęła 1,5 mln przy penetracji rzędu 4,3%. O perspektywach rozwoju rynku świadczyć może prognoza firmy badawczej Berg Insight, która mówi o podwojeniu tych liczb już w 2013 r. Z uwagi na oferowane oszczędności, wzrostowi zainteresowania systemami zarządzania flotą nie powinno zagrazić nawet spowolnienie gospodarcze, które może jednak negatywnie odbić się na rynku indywidualnych systemów GPS.

O ile europejski rynek zarządzania flotą można nazwać młodym, o tyle polski dopiero zaczyna się rozwijać. Samochodów wyposażonych w systemy GPS było w Polsce w 2007 r. zaledwie 66 tys., a penetracja rynku wynosiła 0,34%. Choć do roku 2009r. liczby te uległy niemal podwojeniu, to jednak rynek nadal znajduje się w bardzo wczesnej fazie rozwoju, mając przed sobą ogromny potencjał wzrostu. Jego wartość można w obecnej chwili szacować na 174 mln zł, a w 2013 prognozujemy co najmniej 364 mln zł.

Systemy zarządzania flotą w EU



Liczba pojazdów w Polsce wyposażona w GPS



Źródło: Berg Insight, AutoGuard, DM PKO BP SA

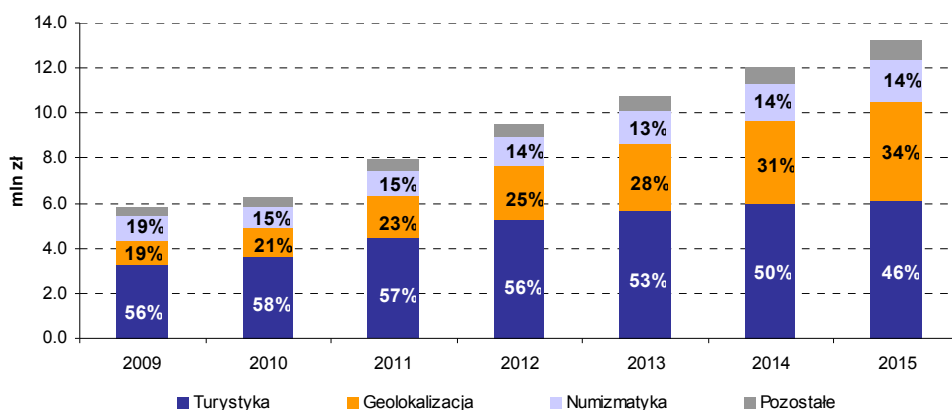
Jednym z dwóch głównych graczy na polskim rynku usług geolokalizacyjnych jest Finder S.A. Z jego usług korzysta obecnie około 1,5 tys. podmiotów, co przekłada się na 20 – 25 tys. pojazdów. Spółka działa przede wszystkim na rynku zarządzania flotami korporacyjnymi. Wiążąc ze sobą klientów na okres 3 lat, zapewnia sobie stabilne zyski w dłuższym terminie. Ich główna część pochodzi z opłat abonamentowych uiszczanych przez cały okres trwania umowy. Biorąc pod uwagę korzyści odnoszone przez klientów korporacyjnych po zainstalowaniu systemów GPS oraz porównując dane z polskiego i europejskiego rynku usług geolokalizacyjnych, z wysokim prawdopodobieństwem można założyć dalszy, szybki rozwój Findera w horyzoncie najbliższych lat.

Prognoza

Choć oczywiście trudno powiedzieć, że wzrost zysków Netmedia w kolejnych latach jest przesadzony, to jednak wydaje się, że stwierdzenie takie nie odbiegałoby znacząco od prawdy. Spółka działa na bardzo perspektywicznych rynkach, skutecznie opierających się wpływowi recesji. Nie dosyć, że ostatnie lata przyniosły ich bardzo dynamiczny rozwój, to dodatkowo porównując dane z Europy Zachodniej i USA, które wyprzedzają nas od 3 do 5 lat, możemy z wysokim prawdopodobieństwem założyć w kolejnych latach ich dalszy silny wzrost.

W związku z różną dynamiką wzrostu poszczególnych rynków w kolejnych latach, prognozujemy powolną zmianę udziału poszczególnych segmentów działalności w zysku netto spółki. Najsilniejszy wzrost, a zatem również zwiększenie udziału w wyniku Netmedia, prognozujemy dla usług geolokalizacyjnych, których rynek w całej Europie na dobrą sprawę dopiero zaczyna się rozwijać, a w Polsce nadal dużo brakuje do średniej unijnej. Drugi pod względem dynamiki wzrostów powinien być rynek turystyki online. Zwiększenie jej udziału w całkowitej sprzedaży z obecnych 10-15% w przypadku hoteli (i poniżej 10% dla całej turystyki) w okolice 30-40%, które Europa Zachodnia i USA już osiągnęły, a następnie kontynuacja tej tendencji powyżej 50%, wydaje się nieuchronne. Nieco bardziej pesymistycznie zapatrujemy się z kolei na segment numizmatyczny. W kolejnych latach prognozujemy spadek jego udziału w całkowitym wyniku spółki. Choć rynek powinien się rozwijać w stabilnym tempie około 10% rocznie, to jednak jest to znacznie poniżej dynamiki pozostałych rynków, na których działa spółka.

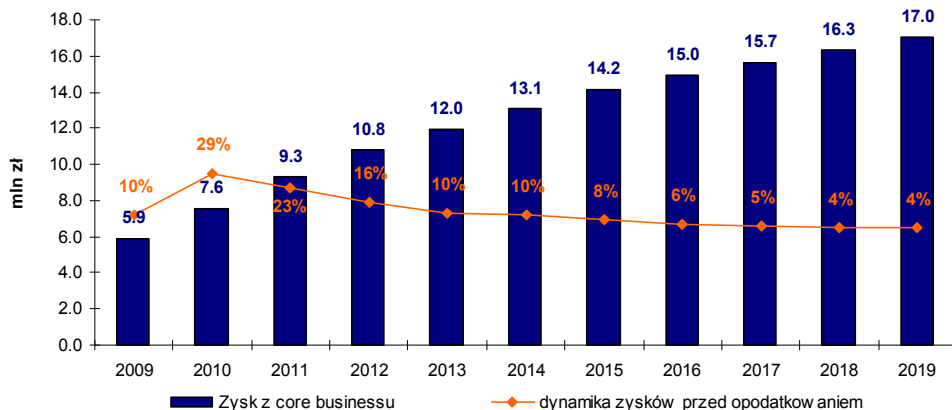
Prognoza udziału poszczególnych rodzajów działalności w zysku netto



Źródło: DM PKO BP SA

Okres wzrostów po kilkaset procent w skali roku Netmedia ma już za sobą. Wyraźnie widać to było w minionym roku, kiedy jej zysk netto zwiększył się jedynie o 27%. Jak na czasy spowolnienia gospodarczego oraz wysokiej bazy, z której startuje spółka (lider na większości rynków, na których funkcjonuje), skala małych kilkudziesięciu procent i tak jednak wydaje się w pełni zadowalająca.

Core Business (Zysk z turystyki + Zysk jednostek zależnych)



Źródło: DM PKO BP SA

Biorąc pod uwagę zysk Netmedia przed opodatkowaniem z działalności podstawowej za jaką spółka traktuje: turystykę, geolokalizację i numizmatykę, obecny rok wydaje się być lepszy od ubiegłego, na który negatywnie wpłynęło znaczne zmniejszenie dynamiki wzrostu na rynku numizmatycznym po boomie lat 2007 i 2008 oraz zastój w branży turystycznej. Dodatkowo w minionym roku, spółka przeprowadzała zmiany w strukturze kapitałowej wnosząc eMonety.pl do IAP w zamian za jej 30% udział oraz dokonywała drobnych optymalizacji kosztowych, przygotowując się na dalszy dynamiczny wzrost w kolejnych latach. Wynikiem powyższych czynników było osiągnięcie tylko 10% wzrostu zysku przed opodatkowaniem z działalności podstawowej, który jednak już w obecnym roku powinien zanotować 29% dynamikę. Na sukces spółki w bieżącym roku składać się będzie:

- +20% Turystyka** – przychody z działalności na rynku e-turystyki będą notować dalszy stabilny wzrost. Na wysokość zysku w obecnym roku pozytywnie powinien wpłynąć powolny wzrost marż w hotelarstwie (pierwszy symptomy widać już na rynkach zagranicznych), a dynamikę zysków Netmedia dodatkowo powinna poprawić optymalizacja kosztów (głównie koszty zarządu i sprzedaży).
- +40% Geolokalizacja** – zakładamy wzrost zysków Findera na poziomie zbliżonym do tempa rozwoju rynku. Dynamika wzrostu zysku Netmedia dodatkowo powinna zyskać kilka punktów procentowych z uwagi na zwiększenie udziału w spółce względem początku 2009 r.
- +10% Numizmatyka** – w bieżącym roku przewidujemy niewielką ujemną dynamikę rozwoju rynku monet kolekcjonerskich. Zyski Netmedia powinno jednak uratować wejście do IAP, zajmującego się w głównej mierze rynkiem złota inwestycyjnego, którego perspektywy wydają się w obecnej chwili bardziej optymistyczne.
- +/-0% Pozostałe** – w pozostałej działalności Netmedia (portale, nieruchomości, inne) przewidujemy zarówno w obecnym, jak i nadchodzących latach stagnację. Nie można wykluczyć, że większe zyski pojawią się za jakiś czas z autorskiego systemu MLS, ale w obecnej chwili trudno to w jakikolwiek sposób uwzględnić w prognozach.

Choć w kolejnych latach wraz z rozwojem rynków, dynamiki wzrostu zysków z poszczególnych rodzajów działalności będą się powoli zmniejszały, to jednak średnioroczną stopę wzrostu zysku netto Netmedia w okresie 2009-2015 r. na poziomie 16%, zdecydowanie należy uznać za ponadprzeciętną.

Wycena

W celu wyznaczenia wartości Netmedia posłużyliśmy się metodą opartą na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wyceną porównawczą na podstawie grupy spółek o podobnym profilu działalności. Obie wyceny oparliśmy na prognozach przedstawionych w niniejszym raporcie.

DCF

Dla potrzeb wyceny DCF przyjęliśmy poniższe założenia:

- stopa wolna od ryzyka = 6%,
- premia za ryzyko 5%,
- beta = 1,
- stopa wzrostu po okresie prognozy = 2%,

Metodą DCF posłużyliśmy się również w celu wyceny przepływów pieniężnych generowanych przez spółki stowarzyszone: Finder S.A. i Inwestycje Alternatywne Profit S.A., w których Netmedia posiada odpowiednio 41,6% i 29,8% udziałów w kapitale zakładowym.

Wycena porównawcza

Do wyceny porównawczej wybraliśmy grupę podmiotów o zbliżonym modelu biznesowym. W związku z działalnością Netmedia zarówno na internetowym rynku usług turystycznych, jak i na rynkach geolokalizacyjnym i numizmatycznym, pod uwagę wzięliśmy spółki działające na każdym z nich.

W naszym zestawieniu znalazł się Travelplanet.pl, jako przedstawiciel polskiego rynku e-turystyki oraz firmy zagraniczne takie jak Expedia, Orbitz i Priceline.com. Z kolei, jako przedstawicieli spółek z rynku usług geolokalizacyjnych wybraliśmy: Garmin Ltd i Trimble Navigation Ltd, a z rynku numizmatycznego: Signet Jewelers Ltd i Barrick Gold Corp.

Okolo 30% zysku Netmedia pochodzi z jednostek stowarzyszonych konsolidowanych metodą praw własności. W związku z tym nie jest on uwzględniany w zysku operacyjnym, co w znaczący sposób zaburza wartość wskaźnika EV/EBITDA. Postanowiliśmy zatem przyznać mu w wycenie porównawczej niższą, 30% wagę w stosunku do wskaźnika P/E, któremu przyznaliśmy 70% wagę.

Wycena

Wziąwszy pod uwagę wycenę opartą na modelu DCF na poziomie 11,01 zł oraz wycenę porównawczą na poziomie 8,18 zł, ustaliliśmy cenę jednej akcji Netmedia na 9,60 zł, wydając rekomendację KUPUJ.



Rachunek zysków i strat (mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	IVQ 08	I-IVQ 08	IVQ 09	I-IVQ 09
Przychody netto ze sprzedaży	29,94	120,95	129,36	139,33	154,45	168,05	33,62	120,95	29,73	129,36
zmiana	-	304,0%	7,0%	7,7%	10,9%	8,8%	159,2%	304,0%	-11,6%	7,0%
EBITDA	2,71	6,78	5,37	6,19	7,46	8,52	0,94	6,78	0,93	5,37
zmiana	153,8%	149,9%	-20,8%	15,3%	20,4%	14,3%	51,8%	149,9%	-1,3%	-20,8%
EBIT	2,32	5,88	4,51	5,21	6,29	7,19	0,66	5,88	0,69	4,51
zmiana	138,4%	153,2%	-23,3%	15,5%	20,7%	14,2%	57,0%	153,2%	5,6%	-23,3%
Zysk netto	1,75	4,68	7,82	6,70	8,52	10,21	0,72	4,68	1,51	7,82
zmiana	104,2%	167,7%	67,2%	-14,4%	27,2%	19,8%	159,4%	167,7%	109,9%	67,2%
Zysk netto skorygowany	1,75	4,68	5,95	6,70	8,52	10,21	0,72	4,68	1,51	5,95
zmiana	104,2%	167,7%	27,2%	12,5%	27,2%	19,8%	159,4%	167,7%	109,9%	27,2%
Marża EBITDA	9,1%	5,6%	4,2%	4,4%	4,8%	5,1%	2,8%	5,6%	3,1%	4,2%
Marża EBIT	7,8%	4,9%	3,5%	3,7%	4,1%	4,3%	2,0%	4,9%	2,3%	3,5%
Rentowność netto	5,8%	3,9%	6,0%	4,8%	5,5%	6,1%	2,1%	3,9%	5,1%	6,0%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Aktywa ogółem	36,45	68,58	81,67	87,38	93,88	102,24
Aktywa trwałe	22,59	40,46	54,27	54,78	55,59	56,31
Aktywa obrotowe	13,86	28,12	27,39	32,60	38,29	45,93
Kapitał własny	13,71	37,39	47,65	54,34	62,86	73,07
Zobowiązania i rezerwy ogółem	22,65	30,82	34,02	33,03	31,02	29,16
Dług netto	1,41	0,01	7,62	1,86	-5,19	-14,06
Kapitał obrotowy	4,76	10,95	5,24	5,64	6,26	6,81
Kapitał zaangażowany	15,12	37,40	55,26	56,20	57,67	59,02
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	9,41	1,49	2,40	9,60	11,64	13,70
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-21,04	-13,72	-11,24	-6,48	-7,02	-9,75
Środki pieniężne z działalności finansowej	9,15	13,34	9,07	-2,86	-4,21	-3,59
Środki pieniężne na koniec okresu	2,12	3,24	3,46	3,73	4,13	4,49
Dług netto/EBITDA	0,52	0,00	1,42	0,30	-0,70	-1,65
ROE	17,3%	18,3%	18,4%	13,1%	14,5%	15,0%
ROACE	22,0%	18,1%	7,9%	7,6%	8,9%	10,0%

Źródło: Spółka, DM PKO BP SA

Wycena DCF (mln zł)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Prognozy										
EBIT	5	6	7	8	8	8	8	8	8	8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	4	5	6	6	6	7	7	7	6	6
Amortyzacja	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3
Nakłady inwestycyjne	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3
Inwestycje w kapitał obrotowy	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0
FCF	3	4	5	6	6	6	6	6	6	6
Kalkulacja WACC										
Dług/(Dług+Kapitał)	14%	8%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
WACC	10,3%	10,6%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Wycena										
DFCF	3	3	4	4	4	4	3	3	3	2
Suma DFCF	34									
Zdy skontowana wartość rezydualna	28									
Dług netto	2									
Udziały w Finder S.A.	51									
Udziały w IAP S.A.	23									
Wartość spółki	133									
Liczba akcji (mln sztuk)	12,150									
Wartość 1 akcji 01.01.10 (zł)	10,95									
Wartość 1 akcji 19.01.10 (zł)	11,01									

Źródło: DM PKO BP SA

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2009	2010	2011	2009	2010	2011
TRAVELPLANET PL SA	Polska	TVL PW	11	16	-	-	70,48	27,70	19,84	13,27
EXPEDIA INC	USA	EXPE US	4 561	6 563	16,63	14,83	12,98	7,99	7,15	6,53
ORBITZ WORLDWIDE INC	USA	OWW US	405	583	26,98	21,22	16,45	7,54	6,93	6,75
PRICELINE.COM INC	USA	PCLN US	6 376	9 176	25,28	20,34	17,40	16,60	12,74	10,61
SIGNET JEWELERS LTD	USA	SIG US	1 688	2 429	19,92	16,38	15,01	7,82	7,18	6,70
BARRICK GOLD CORP	Kanada	ABX CN	26 847	38 633	20,41	15,00	14,96	10,10	7,50	7,34
GARMIN LTD	USA	GRMN US	4 899	7 050	11,54	13,47	14,96	7,38	8,28	9,32
TRIMBLE NAVIGATION LTD	USA	TRMB US	2 054	2 955	23,65	18,66	16,48	16,11	12,91	8,89
Mediana					20,41	16,38	15,73	9,04	7,89	8,12
Netmedia	Polska	NEM PW	24	34	16,00	14,22	11,18	19,15	16,61	13,80
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					-21,6%	-13,1%	-28,9%	111,7%	110,5%	70,0%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					10,00	9,03	11,03	3,37	3,39	4,35

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 metalowy, spożywczy, media	Marcin Sójka (022) 521 79 31 marcin.sojka@pkobp.pl
Energetyka, przemysł drzewny, płytki ceramiczne	Bartosz Arenin (022) 521 87 23 bartosz.arenin@pkobp.pl
Przemysł paliwowy, chemiczny, spożywczy	Monika Kalwasińska (022) 521 79 41 monika.kalwasinska@pkobp.pl
Telekomunikacja, handel	Monika Milko (022) 521 79 17 monika.milko@pkobp.pl
E-commerce, analiza techniczna	Przemysław Smoliński (022) 521 79 10 przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Wydział Klientów Instytucjonalnych

Artur Szymecki	(0-22) 521 82 14 artur.szymecki@pkobp.pl	Dariusz Andrzejak	(0-22) 521 91 39 dariusz.andrzejak@pkobp.pl
Piotr Dededjus	(0-22) 521 91 40 piotr.dededjus@pkobp.pl	Marcin Kuciapski	(0-22) 521 82 12 marcin.kuciapski@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(0-22) 521 82 10 krzysztof.kubacki@pkobp.pl	Krzysztof Zajkowski	(0-22) 521 82 13 krzysztof.zajkowski@pkobp.pl
Magdalena Kupiec	(0-22) 521 91 50 magdalena.kupiec@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. Modele 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. Przed publikacją raport został wysłany do spółki w celu weryfikacji danych. PKO BP jest kredytodawcą spółki.

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 sprawdzą się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. 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.