



Media  
Polska

# Grupa o2

## Zyskodajny tlen

Polski rynek reklamy, podobnie jak rynek globalny, jest w trakcie strukturalnych przemian, w ramach których coraz ważniejszą rolę jako medium reklamowe odgrywa internet. Grupa o2, jako czołowy gracz w tym segmencie, będzie jednym z największych beneficjentów oczekiwanego wzrostu wydatków reklamowych. Ponadto unikalny, oparty o autorskie rozwiązania technologiczne, wysoko rentowny i nisko kapitałochłonny model biznesowy pozwala spółce przekładać wzrosty przychodów w dużą poprawę wyników oraz wysokie dywidendy dla akcjonariuszy. Strategia na najbliższe lata przewidująca skupienie się na uzupełnieniu portfela serwisów internetowych o nowe kategorie tematyczne, a także przystosowanie serwisów pod kątem dostępu mobilnego i wzrostu ilości treści wideo daje spółce dodatkowy potencjał wzrostu wyników w najbliższych latach.

### Struktura akcjonariatu /głosów na WZA

Borgosia Investments Limited	33,33%
Bridge20 Enterprises Limited	33,33%
Jadhav Holdings Limited	33,33%

### Prezentacja sektora

Reklama jest branżą pónocykliczną powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych w długim okresie, które w Polsce w relacji do PKB i *per capita* są istotnie niższe niż w UE.

### Profil spółki

Grupa o2 jest czołowym graczem w polskim segmencie reklamy online. Pod względem liczby użytkowników swoich serwisów zajmuje 10 miejsce w Polsce oraz 5 miejsce wśród portali horyzontalnych. Szczególnie mocną pozycję Grupa o2 posiada w takich kategoriach tematycznych jak kultura i rozrywka czy styl życia.

### Rynek reklamy online wciąż z dużym potencjałem

W zależności od źródła udział reklamy online w polskim segmencie reklamy internetowej szacowany jest na 15,8%-17,5% i z roku na rok stopniowo rośnie. W najbliższych latach oczekiwany jest dalszy wzrost znaczenia reklamy online, a czynnikami wpływającymi na wzrost są jej liczne zalety w porównaniu do innych segmentów takie jak skalowalność, elastyczność, możliwość dokładnego pomiaru efektów oraz targetowania reklamy pod kątem geograficznym, demograficznym, czy behawioralnym. Ponadto, dodatkowym wsparciem dla polskiego segmentu reklamy internetowej będzie dalszy wzrost penetracji szerokopasmowego dostępu do internetu (w szczególności dostępu mobilnego) oraz wchodzenie w atrakcyjny z punktu widzenia reklamodawców wiek przez najmłodsze pokolenie, w którym udział użytkowników przekracza 90%.

### Realizacja strategii da dodatkowy potencjał

W najbliższych latach spółka planuje skoncentrować się na rozwoju w młodych, ale niezwykle szybko rosnących obszarach rynku reklamy internetowej: reklamie wideo, reklamie mobile oraz social media. Ponadto, Grupa o2 planuje uzupełniać portfolio serwisów o kategorie tematyczne, w których spółka nie była dotąd silnie obecna, takich jak biznes oraz nowe technologie. Ponieważ kategorie, w których spółka docelowo planuje się wzmocnić charakteryzują się z reguły dużo wyższymi stawkami CPM, Grupa o2 liczy na istotny wzrost przychodów reklamowych dzięki realizacji tego celu. Uzupełnienie portfolio serwisowego o powyższe kategorie generuje istotne synergie dla dotychczasowego biznesu spółki. Po pierwsze umożliwi realizację w ramach Grupy większego zakresu kampanii reklamowych, co wpłynie na większe przydziały budżetów reklamowych ze strony domów mediowych. Po drugie posiadanie silnych serwisów i marek w prestiżowych kategoriach tematycznych umożliwi uzyskanie lepszych cen za reklamę w innych serwisach Grupy.

(mln PLN)	2010	2011
Przychody	41,6	50,6
EBITDA	19,9	22,5
<i>marża EBITDA</i>	47,9%	44,5%
EBIT	16,1	18,5
Zysk netto	15,3	65,0
Gotówkowy zysk	15,3	15,9

### Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

## Podsumowanie inwestycyjne

### Unikalny, bardzo rentowny model biznesowy

Mimo, że Grupa o2 skalą biznesu ustępuje Onetowi, czy segmentowi internetowemu Agory, pod względem osiągniętej rentowności jest rynkowym liderem ze skorygowaną marżą EBITDA przekraczającą 42%. Swoje bardzo dobre wyniki spółka zawdzięcza szeregowi autorskich rozwiązań technologicznych, które pozwalają np. na wykorzystanie uwspólnionych komponentów dla wielu projektów internetowych. Przyjęte rozwiązania nie tylko pozwalają na duże oszczędności kosztowe, ale również ułatwiają zarządzanie procesem rozwoju i modernizacji kilkudziesięciu serwisów internetowych jednocześnie, a także charakteryzują się niską kapitałochłonnością, co umożliwia spółce generowanie co roku bardzo wysokich wolnych przepływów pieniężnych.

### Silna pozycja rynkowa, lider na polu wortalizacji

Serwisy internetowe Grupy o2 są w czołowej dziesiątce najpopularniejszych grup serwisów. Z 15 najważniejszych grup tematycznych w 9 kategoriach znajdują się w pierwszej dwudziestce serwisów o największej liczbie użytkowników. Spółka w swej strategii historycznie skupiała się na dostarczaniu użytkownikom lekkich treści, stąd szczególnie mocną pozycję serwisy internetowe Grupy o2 zajmują w takich kategoriach tematycznych jak kultura i rozrywka (trzecie miejsce w rankingu), czy styl życia (drugie miejsce).

Istotną przewagą rynkową spółki w porównaniu do głównych konkurentów jest budowa silnych marek serwisów tematycznych, którą Grupa o2 rozpoczęła kilka lat temu. Stawia to spółkę na uprzywilejowanej pozycji w perspektywie najbliższych lat, gdy nasilać się będzie trend poszukiwania przez użytkowników treści w coraz większym stopniu dopasowanych do ich indywidualnych zainteresowań i potrzeb. Wortalizacja przekładać się będzie naszym zdaniem na stopniowe wzmocnienie pozycji konkurencyjnej spółki względem największych portali w Polsce.

### Rynek reklamy wciąż z dużymi perspektywami na przyszłość

Ostatnie kilka kwartałów przebiegało pod znakiem słabnącej dynamiki rynku reklamowego, a pierwszy kwartał 2012 roku przyniósł nawet spadek wydatków reklamowych w ujęciu rok do roku. Coraz więcej sygnałów wskazuje na to, że rynkowi reklamy może być trudno osiągnąć wzrost w całym 2012 roku. O ile krótkoterminowe perspektywy rysują się słabo, o tyle uważamy, że w średnim terminie polski rynek reklamowy wciąż ma duży potencjał rozwoju. Pod względem udziału rynku reklamowego w strukturze PKB Polska plasuje się daleko za krajami rozwiniętymi, a ostatnie lata dodatkowo powiększyły przepaść między naszym krajem a Europą Zachodnią czy Stanami Zjednoczonymi. Naszym zdaniem powiększająca się w ostatnim okresie różnica w udziale reklamy w PKB jest sytuacją przejściową i w przyszłości nastąpić powinna pod tym względem konwergencja naszego rynku do poziomów krajów rozwiniętych. Ponadto, dużym bodźcem dla rozwoju globalnego rynku reklamy, a przez to pośrednio też rynku polskiego, powinny być też podjęte w ostatnich miesiącach decyzje dużych międzynarodowych koncernów takich jak Coca-Cola, Unilever czy Reckitt Benckiser o długoterminowym zwiększaniu nakładów na marketing nowych i obecnych marek produktowych.

### Rosnące znaczenie reklamy online

Według danych ZenithOptimedia udział segmentu internetowego w globalnym rynku reklamowym szacowany jest na 16,4% i sukcesywnie rośnie każdego roku. Podobnie jest w przypadku rynku polskiego, gdzie od wielu lat następuje dynamiczny wzrost udziałów reklamy online w rynku (w zależności od źródła szacowany obecnie od 15,8% do 17,5%). Znaczenie segmentu online na świecie sukcesywnie z każdym rokiem rośnie z uwagi na jego dużą atrakcyjność dla reklamodawców. Reklama internetowa w porównaniu do innych mediów jest elastyczna i skalowalna. Umożliwia szybkie uruchomienie i ewentualne szybkie zakończenie kampanii, a także realizację kampanii reklamowej zarówno w ramach budżetu kilku tysięcy jak i kilkudziesięciu milionów złotych. Ponadto charakteryzuje się dużą skutecznością pomiaru efektów oraz umożliwia dokładne targetowanie pod kątem geograficznym, demograficznym, czy behawioralnym. Przewagi te będą naszym zdaniem przekładać się w przyszłości na dalszy wzrost udziałów w globalnym rynku reklamowym. W przypadku rynku polskiego dodatkowym pozytywnym bodźcem będzie wzrost penetracji szerokopasmowego dostępu do Internetu (co wpływa na wzrost konsumpcji Internetu) oraz wchodzenie w interesujący z punktu widzenia reklamodawców wiek najmłodszego pokolenia, w którym udział użytkowników internetu przekracza 90%). Wzrost konsumpcji internetu następować też będzie na skutek popularyzacji urządzeń mobilnych, co szczególnie duży wpływ może mieć na reklamę mailingową.

### Reklama graficzna (display)

Rynek reklamy graficznej w Polsce ma za sobą dwa słabsze lata, co wywołało obawy o perspektywę tego segmentu. Z obserwacji sytuacji na rynkach rozwiniętych oraz prognoz na najbliższe lata wynika jednak, że segment reklamy graficznej pozostaje na świecie bardzo

ważnym elementem segmentu reklamy internetowej, a sytuacja na polskim rynku (w 2010 roku najniższe tempo wzrostu w 25 krajach europejskich analizowanych przez IAB Europe) wydaje się przejściowym odchyleniem. Udział reklamy graficznej w polskim segmencie online sięgał w 2011 roku 41% wobec 36% w przypadku rynku globalnego. ZenithOptimedia oczekuje jednak wzrostu globalnych wydatków na reklamę display w okresie 2012-2014 w średnim tempie 21,1% i osiągnięcia na koniec tego okresu 40,7% udziału w segmencie online. Tym samym różnica w udziałach reklamy graficznej między Polską a resztą świata zostanie zniwelowana przez wzrost udziałów w rynku globalnym. Daje to znaczący potencjał rozwoju Grupie o2, której blisko 58% przychodów reklamowych pochodzi właśnie z tego źródła.

### **Strategia na przyszłość**

W najbliższych latach spółka planuje skoncentrować się na rozwoju w młodych, ale niezwykle szybko rosnących obszarach rynku reklamy internetowej: reklamie wideo, reklamie mobile oraz social media. Spółka jako jedna z pierwszych rozpoczęła przygotowywanie aplikacji umożliwiających wykorzystywanie mobilnych wersji swoich serwisów internetowych, intensywnie inwestuje w rozwój kontentu wideo na swoich serwisach, a także należy do najbardziej aktywnych podmiotów w obszarze social media. Stawia to Grupę o2 na dogodnej pozycji, by w dużym stopniu skorzystać na oczekiwanym w przyszłości rozwoju tych segmentów rynku. Ponadto, Grupa o2 planuje uzupełniać portfolio serwisów o kategorie tematyczne, w których spółka nie była dotąd silnie obecna, takich jak biznes oraz nowe technologie. Ponieważ kategorie, w których spółka docelowo planuje się wzmocnić charakteryzują się z reguły dużo wyższymi stawkami CPM, Grupa o2 liczy na istotny wzrost przychodów reklamowych dzięki realizacji tego celu. Ponadto uzupełnienie portfolio serwisowego o powyższe kategorie generuje istotne synergie dla dotychczasowego biznesu spółki. Po pierwsze umożliwia realizację w ramach Grupy większego zakresu kampanii reklamowych, co wpływać będzie na większe przydziały budżetów reklamowych ze strony domów mediowych. Po drugie posiadanie silnych serwisów i marek w prestiżowych kategoriach tematycznych umożliwi uzyskanie lepszych cen za reklamę w innych serwisach Grupy. Dodatkowo, spółka ma możliwość przekierowywania ruchu pomiędzy serwisami poprzez odesłania na swoich stronach, przez co liczy na dalszą poprawę monetyzacji swoich użytkowników.

## Akcjonariat i cele emisyjne

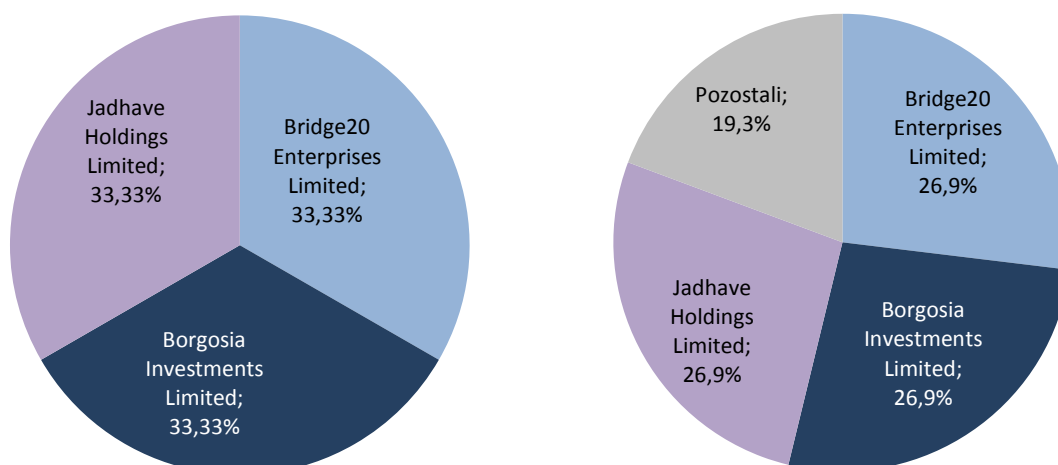
### Struktura planowanej emisji

Spółka zamierza wyemitować do 1,25 mln akcji nowej emisji, a dotychczasowi akcjonariusze planują zbyć do 450 tys. akcji (po 150 tys. akcji od każdego z dotychczasowych akcjonariuszy). Akcje nowej emisji będą przydzielane w pierwszej kolejności, co oznacza, iż akcje sprzedawane przez akcjonariuszy zostaną przydzielone wyłącznie, gdy zostaną objęte wszystkie akcje nowej emisji. Oferowane akcje zostaną podzielone na dwie transze: transzę inwestorów indywidualnych oraz transzę inwestorów instytucjonalnych. Spółka planuje przydzielenie w transzy inwestorów instytucjonalnych około 80% oferowanych akcji, a także przydzielenie w transzy inwestorów indywidualnych wyłącznie akcji nowej emisji.

### Struktura akcjonariatu

Na kapitał zakładowy spółki składa się obecnie 7,56 mln akcji zwykłych o wartości nominalnej 0,05 PLN każda. W akcjonariacie Grupa o2 znajdują się obecnie trzy zarejestrowane na Cyprze podmioty: Bridge20 Enterprises Limited, Borgosia Investments Limited i Jadhav Holdings Limited. Każdy z nich posiada po 2,52 mln akcji Grupy o2 stanowiących 33,33% udziału w kapitale zakładowym spółki oraz uprawniających do 2,52 mln głosów na WZA (33,33% udziału w liczbie głosów). Każdy z powyższych podmiotów jest w 100% kontrolowany przez jednego z współzałożycieli spółki: Bridge20 Enterprises Limited przez Jacka Świdzkiego, Borgosia Investments Limited przez Michała Brańskiego, a Jadhav Holdings Limited przez Krzysztofa Sierotę.

### Struktura akcjonariatu Grupy o2 obecnie (lewy wykres) i po przeprowadzeniu emisji i sprzedaży akcji



Źródło: Grupa o2

### Umowy ograniczające zbywalność akcji

Dotychczasowi akcjonariusze oraz sama spółka, planują podpisanie zobowiązania do ograniczenia zbywalności akcji. W przypadku akcjonariuszy mają się oni zobowiązać do wstrzymania się od sprzedaży posiadanych po przeprowadzeniu oferty akcji przez 360 dni licząc od dnia przydziału akcji. W odniesieniu do spółki ma się ona zobowiązać, że nie ogłosi emisji, ani nie sprzeda akcji w terminie 180 dni od dnia przydziału akcji nowej emisji.

## Charakterystyka spółki

### Historia

Spółka powstała pod nazwą Media One sp. z o.o. w lutym 2000 r. z inicjatywy trzech obecnych akcjonariuszy: Jacka Świdzkiego, Krzysztofa Sieroty oraz Michała Brańskiego. Od początku istnienia podstawowym przedmiotem działalności było prowadzenie uruchomionego w 2000 r. portalu o2.pl oraz świadczenie usług poczty elektronicznej. Z czasem zakres działalności spółki był rozszerzany poprzez uruchamianie nowych usług i serwisów internetowych. W 2003 roku wystartował komunikator internetowy Tlen oraz serwis Kafeteria.pl. W tym samym roku nazwa spółki została zmieniona na o2.pl sp. z o.o. Rok później powstał system telefonii internetowej Tlenofon, a w 2006 roku uruchomiono serwisy pudelek.pl i wrzuta.pl. W 2009 roku spółka opracowała serwis do geolokalizacji pojazdów geo2 dostępny za pośrednictwem przeglądarki internetowej. Nazwa spółki została zmieniona na obecną: Grupa o2. Jednocześnie kierownictwo spółki podjęło decyzję o skoncentrowaniu działalności spółki na internetowym segmencie rynku reklamowego. W związku z podjętą decyzją jeszcze w tym samym roku sprzedany został serwis geo2, a rok później spółka zbyła Tlenofon.

### Historia Grupy o2

2000	2003	2004	2006	2008	2009	2010	2011	2012
Utworzenie spółki MediaOne; uruchomienie portalu o2.pl oraz usług darmowej poczty elektronicznej	Uruchomienie serwisu kafeteria.pl i komunikatora internetowego Tlen, zmiana nazwy spółki na o2.pl	Utworzenie systemu telefonii internetowej Tlenofon	Początek działania serwisów pudelek.pl i wrzuta.pl	Start serwisu sfora.pl i serwisów Q&A	Uruchomienie serwisu geolokalizacji pojazdów geo2, zmiana nazwy spółki na Grupa o2	Sprzedaż serwisu geo2	Sprzedaż Tlenofonu	Nabycie udziałów w Socializer S.A.
							Zmiana formy prawnej na spółkę akcyjną, Nabycie spółek http sp. z o.o. FREE4FRESH sp. z o.o.	

Źródło: Grupa o2

W listopadzie 2011 roku doszło do przekształcenia spółki ze spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną. Jednocześnie całość prowadzonego przez nią przedsiębiorstwa została przeniesiona do nowo utworzonej spółki zależnej o2 sp. z o.o. Dodatkowo nabyto 100% udziałów w spółkach http sp. z o.o. i FREE4FRESH sp. z o.o, które są wydawcami niektórych serwisów, (m.in. wrzuta.pl i pudelek.pl) i na których Grupa o2 posiadała prawa odsprzedaży reklam.

W styczniu 2012 roku Grupa o2 nabyła 20% akcji Socializer S.A. prowadzącej działalność w zakresie reklamy internetowej, głównie z wykorzystaniem portali społecznościowych. W marcu 2012 r. dokupiony został dodatkowy pakiet 10% akcji Socializera i na dzień dzisiejszy Grupa o2 posiada 30% udział w spółce.

### Struktura organizacyjna

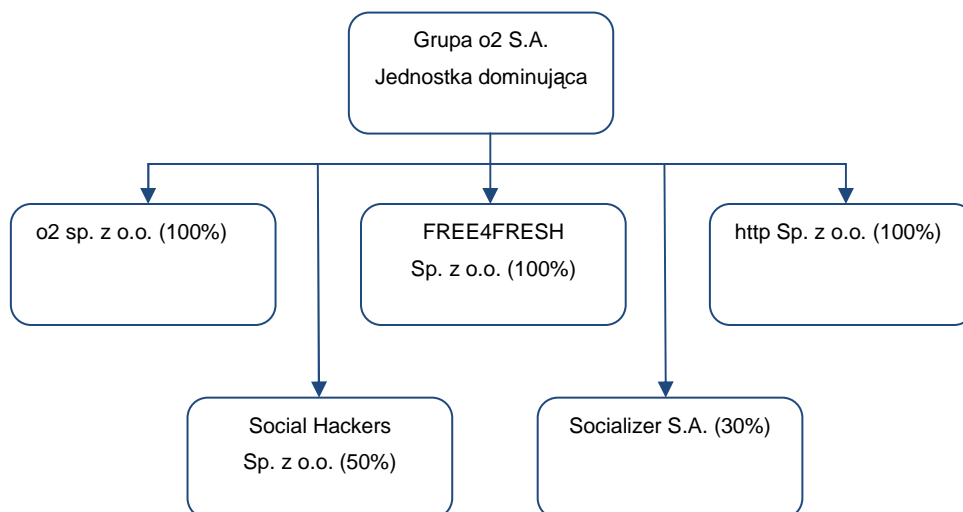
W wyniku przeprowadzonych w listopadzie 2011 roku przekształceń struktura grupy kapitałowej przyjęła formę holdingu, w której Grupa o2 pełni rolę spółki holdingowej koordynującej działalność spółek zależnych i odpowiedzialnej za zarządzanie strategiczne Grupą. W skład holdingu wchodzi ponadto następujące podmioty:

- o2 sp. z o.o. (100% udziałów w spółce);
- FREE4FRESH sp. z o.o. (100% udziałów);
- Http sp. z o.o. (100% udziałów);
- Social Hackers sp. z o.o. (50% udziałów);
- Socializer S.A. (30% udziałów).

o2 sp. z o.o. prowadzi działalność z zakresu wydawania części serwisów internetowych Grupy, m.in., kafeterii.pl, portalu horyzontalnego o2.pl, a także udostępnia użytkownikom usługi darmowej poczty elektronicznej pocztao2.pl. FREE4FRESH sp. z o.o. i Http sp. z o.o. wydają część serwisów internetowych Grupy, z których najważniejszymi są wrzuta.pl w przypadku pierwszej ze spółek oraz pudelek.pl w przypadku drugiej. Social Hackers jest jednostką konsolidowaną metodą praw własności i prowadzi działalność z wykorzystaniem serwisów społecznościowych. W szczególności spółka prowadzi serwis fejs.pl, który umożliwi

porządkowanie zdjęć i plików wideo zamieszczanych przez użytkowników na Facebooku. Socializer (konsolidowany metodą praw własności) jest agencją social media powstałą w czerwcu 2010 roku w Warszawie. Już w pierwszych miesiącach działalności zdobył grono prestiżowych klientów takich jak: Microsoft, Ford, Polsat, Polpharma, Puma, Jutrzenka Colian, Palmolive, PKO BP, Citi Handlowy, empik.com, czy Matell. Socializer wykonuje ponad 400 aplikacji dedykowanych na Facebooka i zgromadził na stronach swoich klientów ponad 3 mln fanów. Od stycznia 2012 roku notowany jest na New Connect.

### Struktura organizacyjna Grupy o2



Źródło: Grupa o2

### Profil działalności

#### Źródła przychodów

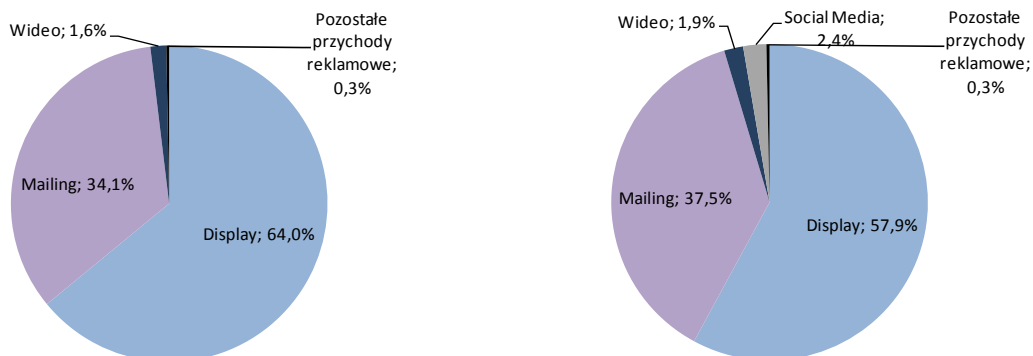
Podstawowym źródłem przychodów Grupy o2 jest sprzedaż reklamy internetowej w Polsce. W poprzednich latach spółka osiągała również część swoich obrotów z działalności telekomunikacyjnej i obsługi serwisów internetowych. Z uwagi na sprzedaż działalności telekomunikacyjnej oraz utworzenie Grupy Kapitałowej (spółka świadczyła usługi obsługi serwisów na rzecz swoich obecnych spółek zależnych) w kolejnych latach z rynku reklamowego pochodzić będzie około 98% sprzedaży spółki. Grupa o2 obecna jest w trzech segmentach rynku reklamowego:

- reklama graficzna (display) i wideo. Reklama graficzna oferowana jest na pojedynczych serwisach internetowych, bądź też w formie pakietów tematycznych (np. mama, moda, lifestyle, zakupy, biznes, kobieta, mężczyzna, uroda i inne). Grupa o2 wykorzystuje w tym celu zarówno powierzchnię reklamową na serwisach wchodzących w skład jej portfela jak i w śladowej ilości serwisy innych wydawców, na których dysponuje powierzchnią reklamową. W ostatnich latach coraz większą popularnością cieszą się spoty wideo, które zastępują tradycyjne banery. Ma to związek z upowszechniającym się szerokopasmowym dostępem do Internetu oraz ogólnie rosnącą popularnością treści wideo.
- poczta internetowa. Usługi poczty internetowej świadczone są użytkownikom indywidualnym za darmo. Grupa o2 nie świadczy natomiast odpłatnych usług dostępu do poczty korporacyjnej. W związku z tym całość przychodów w tym obszarze pochodzi z wysyłanych wiadomości reklamowych. Spółka prowadzi wysyłkę przesyłek reklamowych skierowanych do szerokiej bazy użytkowników własnych kont pocztowych (pocztao2.pl) oraz baz innych usługodawców, które Grupa o2 ma prawo wykorzystywać reklamowo.
- social media. Działalność w ramach tego segmentu prowadzona była historycznie przez agencję Brand Karma, a w przyszłości przez spółkę Socializer. W segmencie tym Grupa o2 oferuje prowadzenie kampanii reklamowych z wykorzystaniem portali społecznościowych, w szczególności w serwisie Facebook. W celu świadczenia usług w tym segmencie spółka buduje również aplikacje dedykowane do poszczególnych serwisów społecznościowych.

Największy udział w generowanych wpływach reklamowych ma reklama display, która w 2011 roku wygenerowała 27,3 mln PLN przychodów (około 57,9% wpływów reklamowych). Na drugim

miejscu były przychody z reklamy mailingowej (17,7 mln PLN, tj. około 37,5%). Rok 2011 był pierwszym rokiem, w którym spółka osiągnęła wpływy reklamowe w obszarze social media (2,4%). W przyszłości spółka nie będzie jednak pokazywać wpływów z tego obszaru w skonsolidowanych przychodach, gdyż agencja Brand Karma, która prowadziła działalność w social media została sprzedana do Socializera za 2,3 mln PLN. Wynik z działalności w Social Media spółka zaksięguje zatem w saldzie na działalności finansowej.

### Przychody reklamowe Grupy o2 w rozbiciu na segmenty w 2010 (lewy wykres) i 2011 roku (prawy)



Źródło: Grupa o2

Oferowane przez spółkę usługi reklamowe rozliczane są w dwóch modelach: modelu tradycyjnym i modelu efektywnościowym. W modelu tradycyjnym rozliczenie z domem mediowym bądź reklamodawcą następuje na podstawie liczby odślon strony zawierającej reklamę (CPM - Cost Per Mille). Model ten jest najczęściej wykorzystywany w kampaniach wizerunkowych. W modelu efektywnościowym wartość reklamy ustalana jest na podstawie liczby akcji wykonanych przez odbiorców reklamy np. liczbę kliknięć w daną reklamę, liczbę przejść do strony reklamodawcy, liczbę przejść zakończonych zakupem produktu reklamodawcy itd. (tzw. CPA - Cost Per Action). Model ten jest wykorzystywany zwykle w kampaniach sprzedażowych.

#### Kanały sprzedażowe

Usługi reklamowe są oferowane klientom przez spółkę w trzech kanałach sprzedażowych. Najważniejszym jest sprzedaż za pośrednictwem domów mediowych, z której pochodzi około 50% wpływów reklamowych realizowanych przez spółkę. Sprzedaż w tym segmencie wiąże się z prowizjami dla domów mediowych od sprzedanych reklamodawcom usług. Prowizje te są rozliczane rocznie i płatne na przełomie pierwszego i drugiego kwartału. Domy mediowe obsługują przede wszystkim globalne budżety reklamowe, stąd segment ten jest w ostatnich latach bardziej podatny na koniunkturę w światowej gospodarce. Drugim najważniejszym kanałem dystrybucji jest sprzedaż poprzez sieci afiliacyjne (programy partnerskie). Najmniejszy dotąd udział, choć dynamicznie rosnący w ostatnich latach ma sprzedaż bezpośrednia, która jest realizowana przez regionalne biura sprzedaży w Gdańsku, Poznaniu, Wrocławiu, Katowicach i Krakowie. Zaletą tego kanału sprzedażowego jest wyższa rentowność wynikająca z pominięcia w kanale sprzedażowym pośredników. Ponadto w kanale tym występują przedpłaty, co poprawia płynność Grupy. W kanale sprzedaży bezpośredniej obsługiwani są przede wszystkim klienci krajowi, co powodowało, że w okresie ostatniego spowolnienia gospodarczego segment ten charakteryzował się dużo większą odpornością na dekoniunkturę. W przyszłości spółka planuje dalszy intensywny rozwój tego kanału sprzedaży, na co wpływ będzie również miało planowane wejście w segment reklamy lokalnej.

### Najważniejsze serwisy Grupy

#### Portal o2.pl

Portal o2.pl jest piątym co do zasięgu horyzontalnym portalem internetowym w Polsce, a liczba realnych użytkowników w kwietniu 2012 r. wyniosła ponad 4 mln według badania Megapanel PBI/Gemius, co dało portalowi dziewiętnaste miejsce na liście najpopularniejszych stron internetowych w Polsce. W modelu biznesowym Grupy Kapitałowej portal o2.pl stanowi platformę, za pośrednictwem której spółka stara się budować popularność i markę swoich wortalii poprzez zamieszczanie odnośników do treści swoich portali wertykalnych.

#### Poczta o2

Usługa bezpłatnych kont e-mail Poczta o2 wprowadzona została na rynek w 1999 roku będąc pierwszą bezpłatną usługą w Polsce, umożliwiającą dostęp do listów poprzez przeglądarkę

internetową. Serwis został stworzony własnymi siłami Spółki i w dalszym ciągu rozwijany jest w znacznym stopniu w oparciu o własny know-how.

Poczta o2 poza podstawową funkcjonalnością oferuje galerię załączników i zdjęć, możliwość czatu online z użytkownikami Poczty o2 i Gmail, integrację z serwisem Facebook, informację o pogodzie, czytnik wiadomości z innych serwisów contentowych oraz oglądanie w treści listu filmów z serwisu YouTube i Wrzuta.pl. Poczta o2 cechuje wysoki poziom bezpieczeństwa i dostępności do danych użytkownika (trzy kopie zawartości skrzynki użytkownika).

Dostęp do Poczty o2 może odbywać się przez program pocztowy lub przez przeglądarkę internetową. Od niedawna Poczta o2 posiada też nowoczesny interfejs dostępowy dla telefonów komórkowych oraz protokół IMAP umożliwiający korzystanie ze skrzynki pocztowej z wielu urządzeń jednocześnie np. smartfona i komputera stacjonarnego. W kwietniu 2012 r. z serwisu poczta.o2.pl korzystało 2,6 mln użytkowników (według badania Megapanel PBI/Gemius).

### Lista najważniejszych serwisów internetowych prowadzonych przez Grupę o2

Spółecznościowy	Multimedia	Newsy	Mężczyzna
alePyszne	Smog	Strona główna o2	motoTok
Ekspert	Songer	WaweLove	Goler
Fanimal	Wrzuta	Pogodne	Autokrata
FinanseSOS		Sfora	Sportfan
Fmix			
Forum o2	<b>Biznesowy</b>	<b>Kobieta</b>	<b>Rozrywka I Lifestyle</b>
Frix	BizTok	Dobramama	Lansik
iButik	Hotmoney	Kafeteria	LuxLux
Kciuk	Sfora.biz	Kimono	FilmTok
MedSOS		Klientki	Pudelek
Mixer		Kowbojki	Uniface
MotoSOS		Kuchnia o2	Grymix
Pinger		Snobka	Lov3
Planowo			
PrawoSOS	<b>Usługi</b>	<b>Inne</b>	<b>Humor</b>
Proca	poczta o2	Pixy	Demoty
Pslive	Tlen	DzisTV	Ryjbuk
Randki.o2.pl			
Samosia	<b>Technologie</b>		
Xboxe	Pej.cz		

Źródło: Grupa o2

### Pudelek.pl

Pudelek.pl jest najpopularniejszym w Polsce serwisem poświęconym celebrytom. Serwis poza artykułami i materiałami zdjęciowymi, prezentuje również treści wideo. Pudelek.pl jest jedną z najbardziej rozpoznawanych marek mediowych w Polsce. Według danych Megapanel PBI/Gemius za kwiecień 2012 r. odwiedza go około 2,6 mln realnych użytkowników miesięcznie, co daje mu dziesiątą na liście najpopularniejszych stron internetowych w Polsce.

### Wrzuta.pl

Wrzuta.pl to multimedialny serwis uruchomiony w 2006 roku i oparty jest na treściach dostarczanych przez użytkowników (ang. UGC - User Generated Content). Na rynku krajowym serwis zajmuje drugie miejsce za liderem rynkowym Youtube.com. Wrzuta.pl, w stosunku do lidera, zawiera materiały zdjęciowe, audio i wideo o lokalnym charakterze. Serwis obsługuje wiele typów plików wideo, muzycznych oraz graficznych. Serwis funkcjonuje w oparciu o autorskie rozwiązania technologiczne do serwowania treści audiowizualnych. Według danych Megapanel PBI/Gemius (kwiecień 2012) odwiedzany jest przez ponad 3,7 mln użytkowników miesięcznie.

### Kafeteria.pl

Wortal dla kobiet Kafeteria.pl jest największym w Polsce serwisem społecznościowym przeznaczonym dla kobiet. Serwis stanowi istotne aktywne Grupy Kapitałowej, ponieważ kampanie reklamowe klientów Grupy Emitenta są coraz częściej kierowane do kobiet. Serwis Kafeteria.pl odwiedzany jest przez około 2,8 mln użytkowników miesięcznie (Megapanel PBI/Gemius za kwiecień 2012 r.).



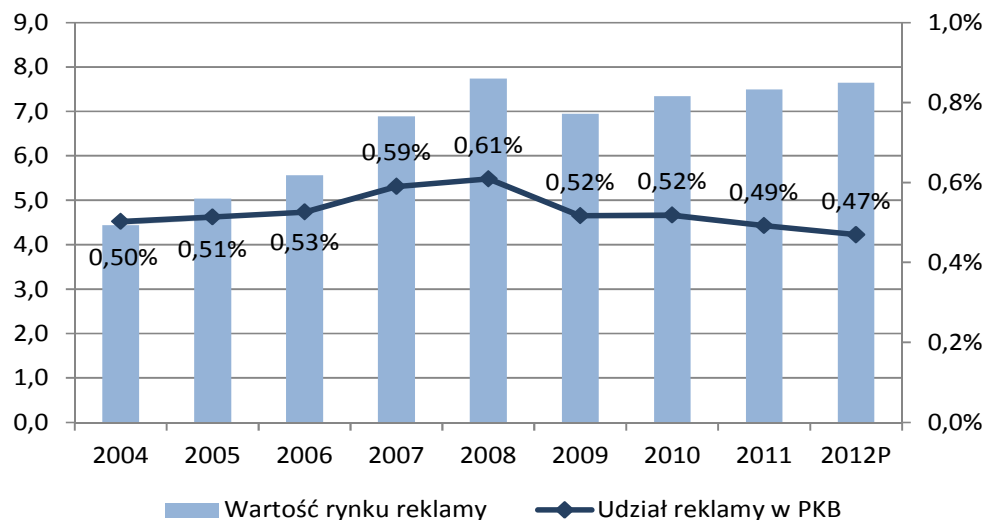
## Charakterystyka rynku reklamowego w Polsce

### Polski rynek reklamowy na tle krajów rozwiniętych

Po mocnym załamaniu w 2009 roku związanym z globalnym kryzysem gospodarczym rynek reklamy w Polsce wciąż nie odzyskał przedkryzysowej siły. Mimo, że lata 2010-2011 przyniosły pewien wzrost wydatków na reklamę to jednak wartość budżetów reklamowych nadal pozostaje o 3,3% niższa od poziomu z rekordowego 2008 roku, a ponadto kolejne pokryzysowe lata pokazują słabnące tempo wzrostu nakładów reklamowych. Również perspektywy 2012 roku wpisują się w powyższy trend. Według szacunków domu mediowego Starlink pierwszy kwartał zakończony został 2,4% spadkiem wartości wydatków reklamowych, co skłoniło go do obniżenia szacunków całorocznego wzrostu wartości rynku reklamowego z maksymalnie 3% do maksymalnie 2%. Słabe tempo rozwoju reklamy w Polsce ma się zatem utrzymać mimo organizacji przez Polskę Mistrzostw Europy w piłce nożnej, które zazwyczaj stanowią poważne wsparcie dla budżetów reklamowych.

Powyższy trend na rynku reklamowym stał w mocnej opozycji do kondycji całej polskiej gospodarki, która nawet w recesyjnym dla większości gospodarek świata 2009 roku potrafiła utrzymać wzrost gospodarczy. W rezultacie na przestrzeni ostatnich lat mocno spadał udział reklamy w polskim PKB. Jeżeli potwierdzą się prognozy Starlink i Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową wydatki na reklamę będą stanowiły w bieżącym roku 0,47% polskiego PKB wobec 0,61% w rekordowym 2008 roku. Jest to jednocześnie mniej niż w 2004 roku kiedy polski rynek reklamowy dopiero wychodził ze spowolnienia z lat 2000-2002 i kiedy wydatki reklamowe stanowiły 0,5% polskiego PKB.

### Wartość rynku reklamy (w mld PLN) i jego udział w strukturze polskiego PKB



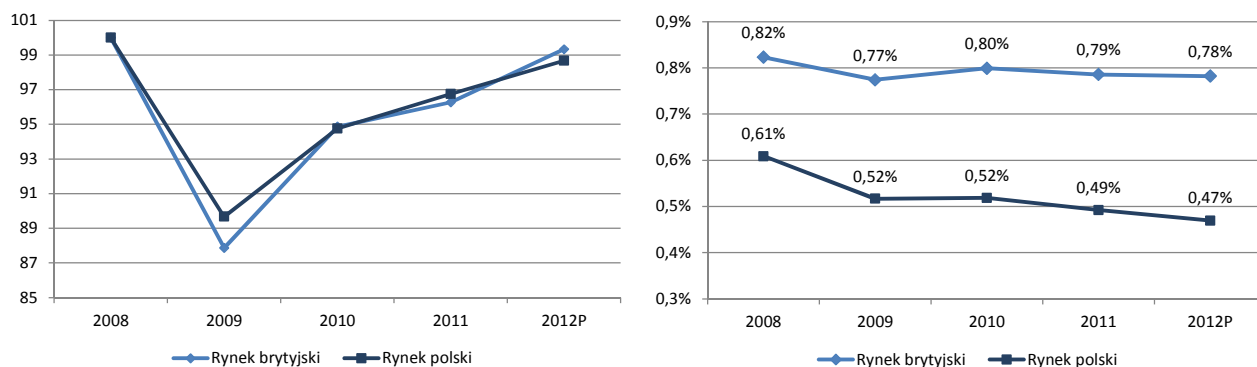
Źródło: Starlink, GUS, IBnGR

Trend obserwowany w ostatnich latach spowodował istotne powiększenie już wcześniej istniejących dysproporcji między polskim rynkiem reklamowym a większością rynków krajów rozwiniętych pod względem znaczenia reklamy w strukturze wytwarzanego PKB. Mimo, że większość z krajów rozwiniętych przechodziła w 2009 roku przez recesję ich rynki reklamowe skurczyły się tylko nieznacznie bardziej niż polski rynek w tym okresie. Jednocześnie wiele z tych krajów doświadczyło mocniejszego odbicia wydatków reklamowych po 2009 roku niż to miało miejsce w przypadku Polski, przy czym odbicie to również odbywało się w dużo gorszym niż w przypadku Polski otoczeniu gospodarczym. Przykładowo, brytyjski rynek reklamowy w relacji do 2008 roku znajduje się obecnie na porównywalnym poziomie jak rynek polski mimo znacznie gorszych dynamik całej brytyjskiej gospodarki. Uwzględniając prognozy na 2012 rok skumulowana dynamika od 2008 roku dla rynku brytyjskiego jest nawet nieco wyższa niż w przypadku rynku polskiego. Jednocześnie różnica w udziale reklamy w PKB pomiędzy tymi dwoma krajami powiększyła się z 0,21% do 0,31%.

Tym samym polski rynek reklamy stał się ofiarą globalnego spowolnienia gospodarczego, które powoduje, że globalni reklamodawcy (zazwyczaj mający swoje siedziby w krajach z problemami gospodarczymi decydują się na mocne cięcie wydatków reklamowych bez względu na kondycję poszczególnych rynków. Udział reklamy w wytwarzanym PKB na poziomie 0,49% pozycjonuje nas zdecydowanie poniżej globalnej średniej uwzględniającej też kraje trzeciego świata, która w 2011 roku wyniosła 0,58%. Z największych na świecie rynków reklamowych niższy udział reklamy w PKB miały w zeszłym roku jedynie Chiny, które jednak są bardzo dynamicznie

rozwijającym się rynkiem i według szacunków do 2014 roku jego wartość wzrośnie o 55,4% nadrobiąc sporą część obecnego zapóźnienia.

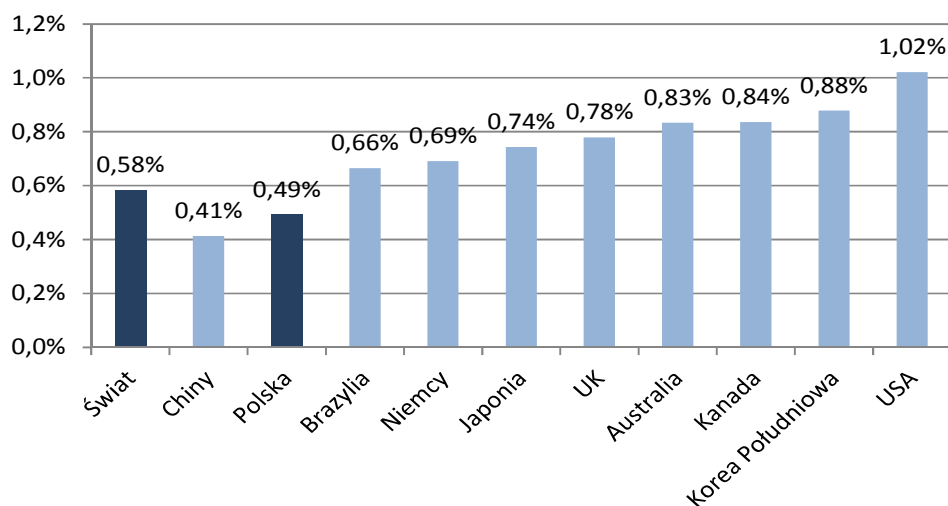
### Polski i brytyjski rynek reklamy w wartościach latach 2008 -2012 (lewy wykres) i jako udział w PKB (prawy)



Źródło: Starlink, GUS, ZenithOptimedia, Bloomberg

Dlatego też, mimo słabszych krótkoterminowych perspektyw, polski rynek reklamowy ma naszym zdaniem fundamenty do silnego długoterminowego rozwoju. Poza efektem konwergencji polskiego rynku reklamy jako udziału w PKB do średniej z krajów rozwiniętych oraz wciąż lepszymi dynamikami rozwoju gospodarczego długoterwałemu wzrostowi nakładów reklamowych powinny też sprzyjać trendy światowe. Największe światowe firmy takie jak Coca-Cola, PepsiCo, Unilever czy Reckitt Benckiser zapowiedziały niedawno zwiększanie budżetów reklamowych w celu wzmocnienia obecnych marek oraz wprowadzenia nowych produktów. Dodatkowo Coca-Cola, która według rankingu AD Age 7 jest siódmym co do wielkości reklamodawcą na świecie zapowiedziała, że do końca 2015 zredukuje koszty operacyjne o 550-650 mln USD, a oszczędności przeznaczy na budżety marketingowe. Te wszystkie czynniki powinny w perspektywie kilku lat przekładać się na przywrócenie solidnego tempa wzrostu na rynku reklamowym.

### Udział rynku reklamy w strukturze PKB (2011)



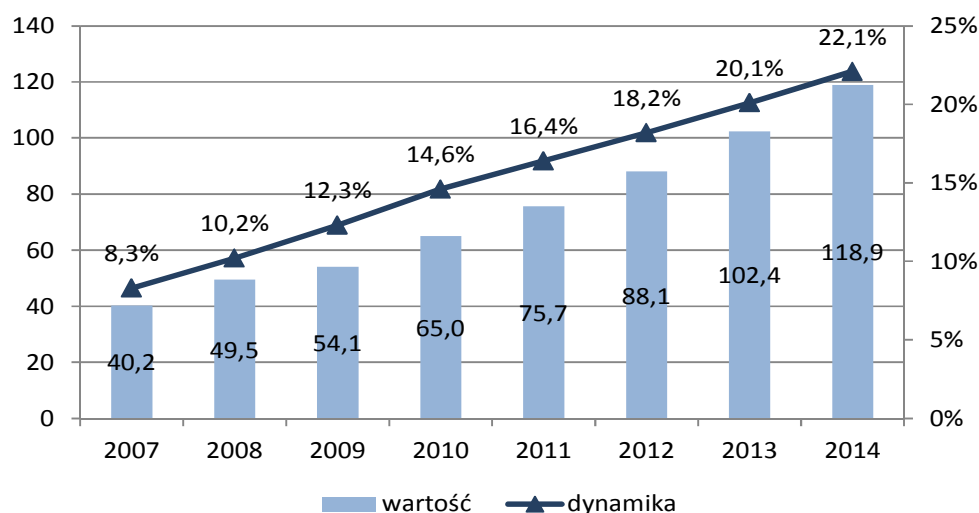
Źródło: Bloomberg, ZenithOptimedia, IMF

## Segment online w Polsce i na świecie

### Dynamiczny rozwój ostatnich lat

Reklama internetowa jest od wielu lat najprężniej rozwijającym się segmentem rynku reklamowego zarówno w Polsce jak i na całym świecie, powiększającym z roku na rok swój udział w całości wydatków reklamowych. Był to jednocześnie jedyny segment globalnego i polskiego rynku reklamy, który utrzymał pozytywne dynamiki także w trakcie kryzysowego 2009 roku. Według szacunków ZenithOptimedia w minionym roku wartość wydatków na reklamę w internecie osiągnęła wartość 75,7 mld USD, co stanowiło 16,4% całości globalnych nakładów na reklamę.

### Rozwój globalnego segmentu reklamy online (w mld USD)

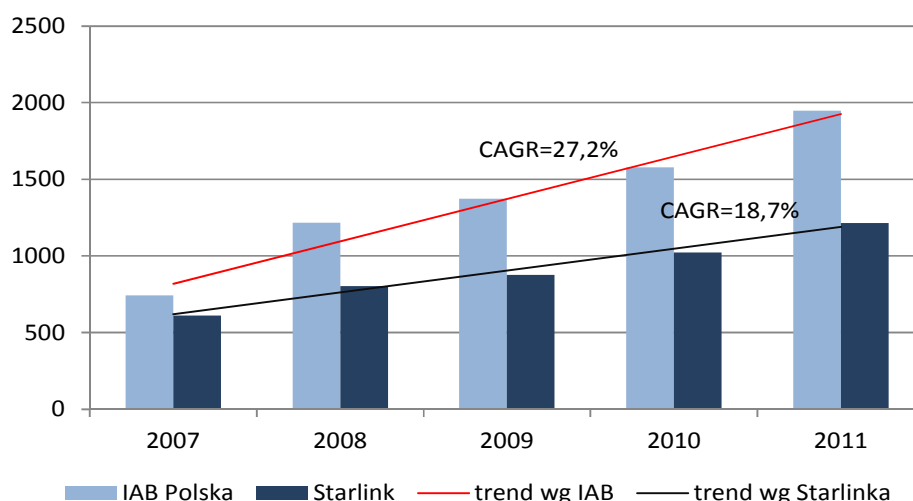


Źródło: ZenithOptimedia

W przypadku rynku polskiego IAB Polska szacuje, że w 2011 roku wartość nakładów na reklamę online wyniosła 1948 mln PLN, co odpowiadało 16,2% udziałowi w polskim rynku reklamowym. Z kolei IAB Europe podaje, że w 2010 roku polski segment online miał wartość 368 mln EUR i stanowił 17,5% całego rynku reklamowego, co dawało mu pod tym względem ósmą pozycję w Europie.

Nieco ostrożniej wartość segmentu ocenia Starlink, według którego wydatki na reklamę internetową wyniosły w zeszłym roku 1214 mln PLN, co przekładało się na około 16,0% udziału w całości polskiego rynku reklamy. Podobną wartość ma segment online według wyliczeń domu mediowego MPG (około 1230 mln PLN), co przekładało się na 15,8% udziału w rynku reklamy. Różnice w szacunkach dotyczących wartości segmentu przede wszystkim wynikają z przyjętych metod badawczych. IAB w swoich obliczeniach posługuje się wysokością budżetów reklamowych z uwzględnieniem prowizji z tytułu sprzedaży powierzchni reklamowych (tzw. kick-backów) płaconych przez firmy domom mediowym. Ponadto dane te uwzględniają przychody barterowe, które z kolei nie są ujmowane w szacunkach Starlinka.

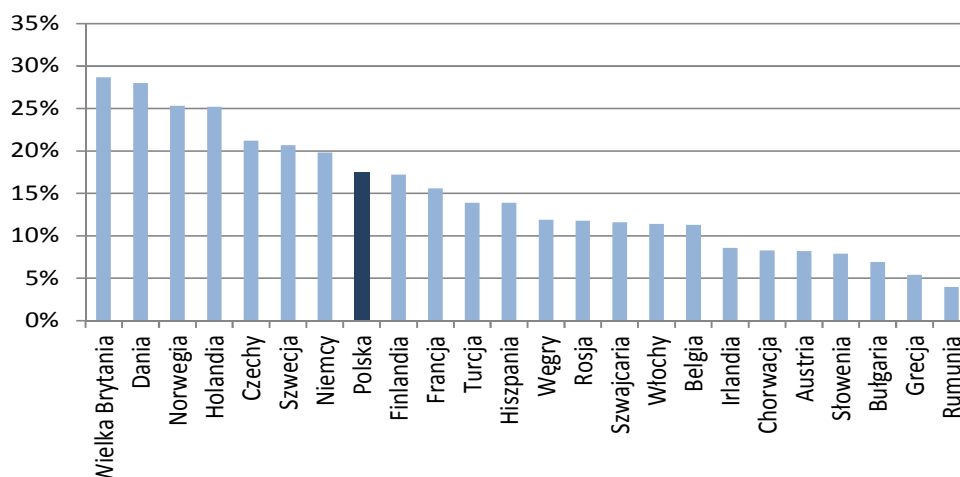
### Segment reklamy internetowej w Polsce



Źródło: IAB Polska, Starlink

Bez względu na ostateczną wartość reklamy online wszystkie źródła zgodnie wskazują na dynamiczny wzrost nakładów na reklamę internetową na przestrzeni ostatnich lat i jej coraz większy wkład w obraz polskiej reklamy (choć oczywiście największe tempo wzrostu segmentu implikują szacunki IAB Polska).

## Udział segmentu online w rynku reklamowym w 2010 roku

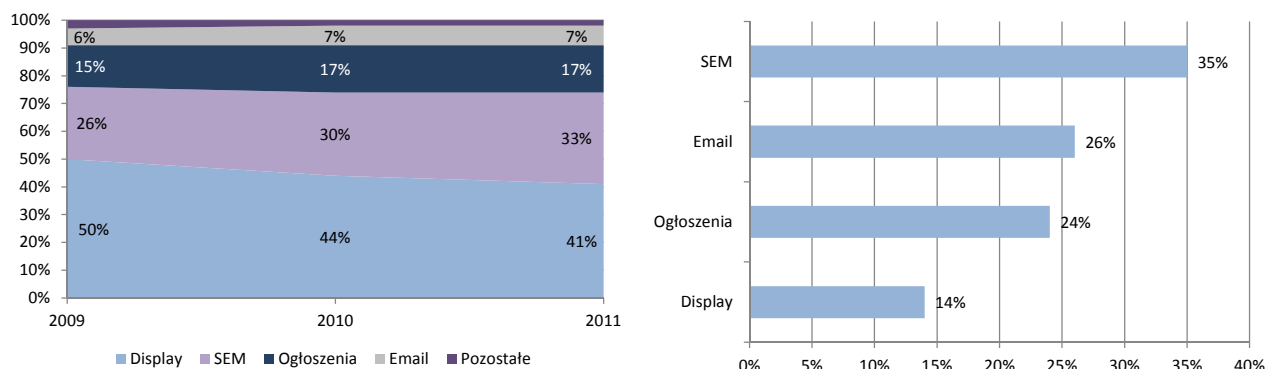


Źródło: IAB Europe/IHS Screen Digest/Warc

### Struktura polskiego segmentu reklamy internetowej

W ramach segmentu reklamy internetowej wyróżnić możemy kilka obszarów. Najpopularniejszym obecnie rodzajem reklamy online na rynku polskim jest reklama graficzna (display), która według danych IAB Polska stanowiła około 41% całości wydatków na reklamę w internecie. Drugie miejsce pod względem wartości zajmuje reklama wyszukiwarkowa (SEM – Searching Engine Marketing), której udział w segmencie online wyniósł 33%, a kolejne miejsca zajmują ogłoszenia (17% udziału w wartości segmentu) oraz email (7% w wartości segmentu). Ostatnie lata to rosnące znaczenie reklamy wyszukiwarkowej oraz znacznie niższe niż w przypadku całego segmentu tempo rozwoju reklamy display.

### Struktura segmentu online w Polsce i dynamika w 2011 roku

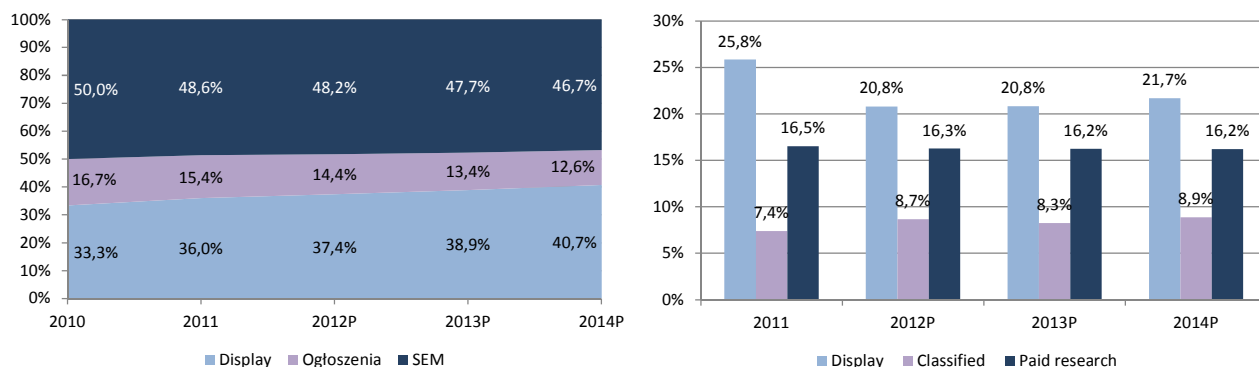


Źródło: IAB Polska

Słaba dynamika reklamy graficznej w Polsce spowodowała pojawienie się wśród wielu inwestorów obaw o schyłkowy charakter tego typu reklamy oraz o niemal całkowity wyparcie jej w przyszłości przez pozostałe typy reklamy internetowej. Istotnie, udział reklamy graficznej utrzymuje się w Polsce na znacznie wyższym poziomie niż w przypadku innych krajów europejskich, jednak jak również w ich przypadku display posiada znaczny udział w wydatkach na reklamę online (33% w 2010 roku według danych IAB Europe).

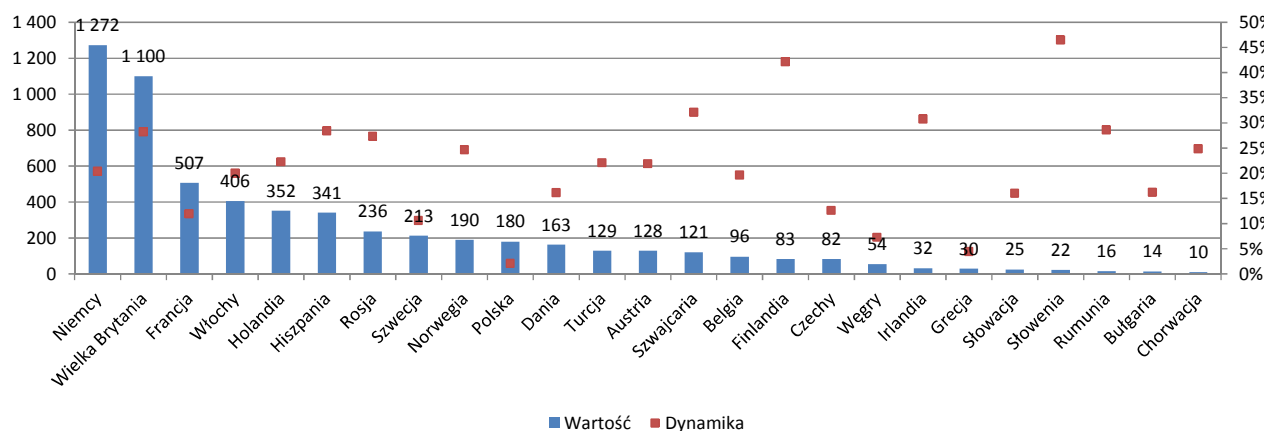
Ponadto ostatnie dwa lata stały w przypadku rozwiniętych rynków pod znakiem wzrostu udziałów reklamy graficznej w wartości segmentu online. Według szacunków IAB Europe wartość reklamy display wzrosła w 2010 roku w analizowanych 25 krajach europejskich o 21,1% wobec 15,7% wzrostu reklamy w wyszukiwarkach oraz 7,5% wzrostu wartości ogłoszeń. Polska była natomiast rynkiem z najniższą dynamiką wzrostu reklamy graficznej. Z kolei według ZenithOptimedia globalna wartość reklamy display wzrosła w 2011 roku o 25,8%, przy wzroście wydatków na ogłoszenia i reklamę wyszukiwarkową o odpowiednio 7,4% i 16,5%. Również na kolejne lata ZenithOptimedia prognozuje szybki wzrost wydatków na reklamę graficzną na świecie i osiągnięcie przez nią na koniec 2014 roku 40,7% udziału w segmencie reklamy internetowej.

## Prognozy rozwoju globalnego rynku reklamy online: struktura (lewy wykres) i dynamiki segmentów (prawy)



Źródło: ZenithOptimedia

## Wartość i dynamika reklamy graficznej w krajach europejskich w 2010 roku (w mln EUR)



Źródło: IAB Europe

Reasumując, relatywna słabość reklamy graficznej na tle całości segmentu reklamy internetowej jaka miała miejsce w Polsce w ostatnich latach ma naszym zdaniem przejściowy charakter, a przykład innych krajów rozwiniętych wskazuje, że struktura polskiego rynku nie powinna się w przyszłości drastycznie zmieniać na niekorzyść reklamy display. Duże perspektywy rozwoju widzimy zwłaszcza w obszarze reklamy wideo, która jak podaje IAB Polska, w minionym roku rosła z 32% dynamiką.

### Przewagi reklamy online

Źródłem rosnącego znaczenia segmentu internetowego są jego przewagi w porównaniu do pozostałych segmentów globalnego rynku mediów. Po pierwsze, reklama internetowa jest skalowalna i umożliwia realizację kampanii reklamowej zarówno w ramach budżetu kilku tysięcy jak i kilkudziesięciu milionów złotych, co jest utrudnione np. w kampaniach telewizyjnych, gdzie bardzo wysoki jest koszt spotu reklamowego. Po drugie, reklama internetowa cechuje się elastycznością umożliwiającą jej szybkie uruchomienie i ewentualne szybkie zakończenie kampanii.

Kolejną bardzo ważną zaletą reklamy internetowej jest skuteczność pomiaru jej efektów. Podczas gdy badania czytelnictwa w prasie i czasopiśmie, czy też widowni w przypadku segmentu telewizyjnego opiera się na mniej lub bardziej dokładnych próbach statystycznych (w przypadku segmentów drukowanych dodatkowo wynikających z badań deklaracyjnych), to w przypadku Internetu mamy do czynienia z dokładnymi danymi na temat liczby unikalnych użytkowników i liczby odsłon reklamy.

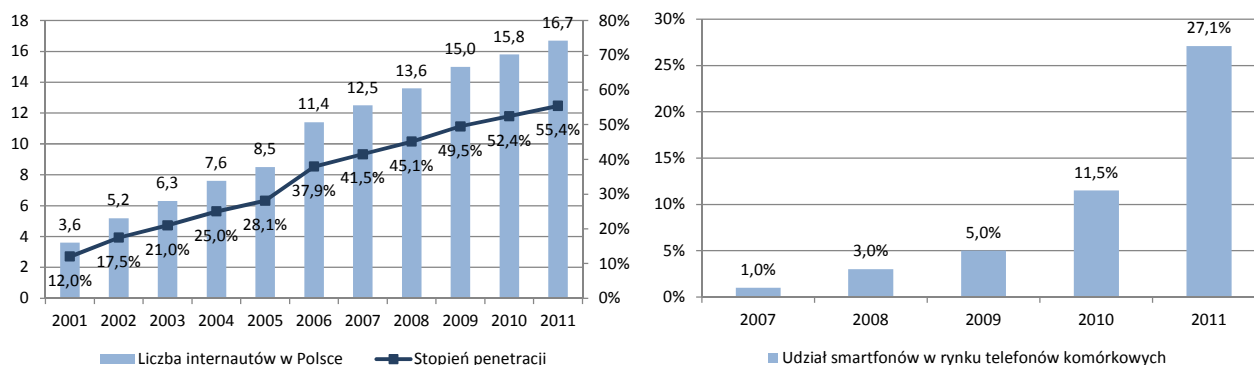
Dodatkowo, w Internecie istnieje możliwość dokładnego targetowania grupy odbiorców reklamy. Internet umożliwia bardzo łatwe targetowanie geograficzne, tj. dobór konsumentów z wybranych rejonów geograficznych, co jest bardzo kosztowne w segmencie telewizyjnym (TVN wycofał się z projektu TVN Warszawa i obecnie jedynie telewizja publiczna prowadzi ośrodki regionalne). Ponadto dzięki śledzeniu ruchu użytkowników na poszczególnych stronach tworzone są statystyczne profile internautów, które pozwalają na dokładne zidentyfikowanie docelowych odbiorców reklamy pod kątem demograficznym (wiek, płeć, zainteresowania), behawioralnym (na podstawie ich zachowań). Dokładne targetowanie pozwala na zwiększenie efektywności

przekazu marketingowego, co jest bardzo istotne zwłaszcza w przypadku kampanii wspierających sprzedaż. Z uwagi na fakt, że kampanie wspierające sprzedaż mają szczególnie duży udział w budżetach reklamowych w okresach dekonjunktury segment internetowy jest w ramach rynku reklamowego medium najmniej wrażliwym koniunkturalnie.

### Perspektywy dalszego rozwoju

Dodatkowym wsparciem dla rozwoju segmentu reklamy online w Polsce jest popularyzacja internetu. Według danych Net Track liczba internautów w Polsce na koniec 2011 roku wyniosła 16,7 mln, tj. niemal pięciokrotnie więcej niż 10 lat wcześniej, co daje wskaźnik penetracji na poziomie 55,4%. Mimo dynamicznego rozwoju dostępu do internetu Polska pozostaje więc nadal pod względem odsetka mieszkańców posiadającego dostęp do internetu poniżej średniej dla Unii Europejskiej, która wynosi około 67%. Uważamy, że wzrost liczby użytkowników internetu w Polsce w najbliższych latach będzie postępował, zwłaszcza na terenach mniej zurbanizowanych, gdzie mieszkańcy w coraz większym stopniu korzystać będą mogli z szybkiego internetu dostarczanego drogą mobilną.

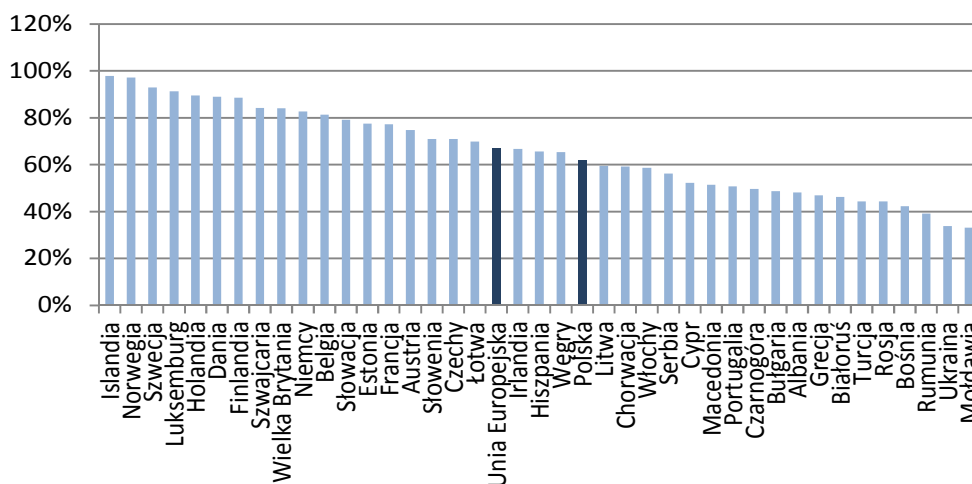
### Rozwój internetu (lewy wykres) i rynku smartfonów w Polsce (prawy)



Źródło: Net Track, GfK Polonia

Drugim pozytywnym bodźcem dla dalszego wzrostu znaczenia reklamy internetowej w przyszłości jest coraz większa popularność smartfonów i rosnąca skala użytkowania internetu poprzez telefony komórkowe. Ponieważ komórki są urządzeniami komplementarnymi w stosunku do komputerów osobistych w zakresie łączenia z internetem, popularyzacja smartfonów zwiększa konsumpcję internetu przez społeczeństwo. Ich rosnące wykorzystanie pozytywnie przekładać się będzie w szczególności na segmenty reklamy mailingowej oraz social media.

### Penetracja internetu w Polsce na tle krajów europejskich



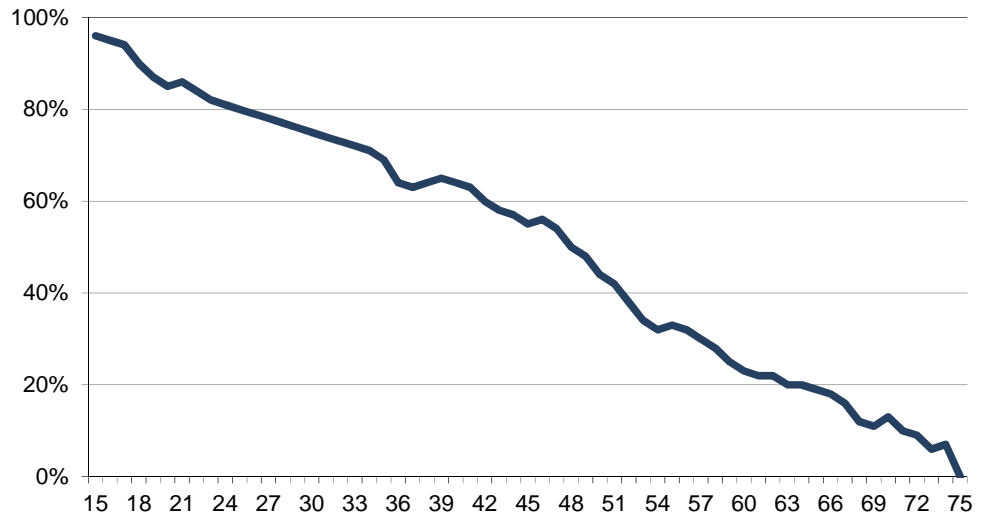
Źródło: Internetworldstats

Wzrost liczby użytkowników szerokopasmowego Internetu oraz rosnące użycie Internetu za pośrednictwem urządzeń mobilnych daje reklamie online istotną przewagę nad pozostałymi segmentami rynku reklamowego. Podczas gdy czas spędzany przez Polaków przed telewizorem pozostaje od wielu lat stabilny, a wskaźniki sprzedaży i czytelnictwa prasy i magazynów spadają reklama internetowa pozostaje obok reklamy kinowej jedyną, która ewentualny wzrost całkowitej wartości osiągać może nie tylko inflacyjnie poprzez wzrost cen,

ale także przez wzrost wolumenów sprzedaży. Daje to reklamie internetowej potencjał wzrostu również w słabym otoczeniu makroekonomicznym, kiedy pojawia się na rynku reklamowym silna presja na obniżanie stawek za reklamy.

Na korzyść segmentu internetowego będzie też w najbliższych latach oddziaływała demografia. Obecnie największy odsetek użytkowników internetu w całości grupy mają najmłodsze grupy ludności. Spośród Polaków do 15 roku życia z Internetu regularnie korzysta ponad 90%. W miarę jak będą oni wkraczać w atrakcyjny z punktu widzenia reklamodawców przedział wiekowy budżety reklamowe powinny w coraz większym stopniu alokowane być w reklamie internetowej.

### Odsetek osób korzystających z Internetu w zależności od wieku



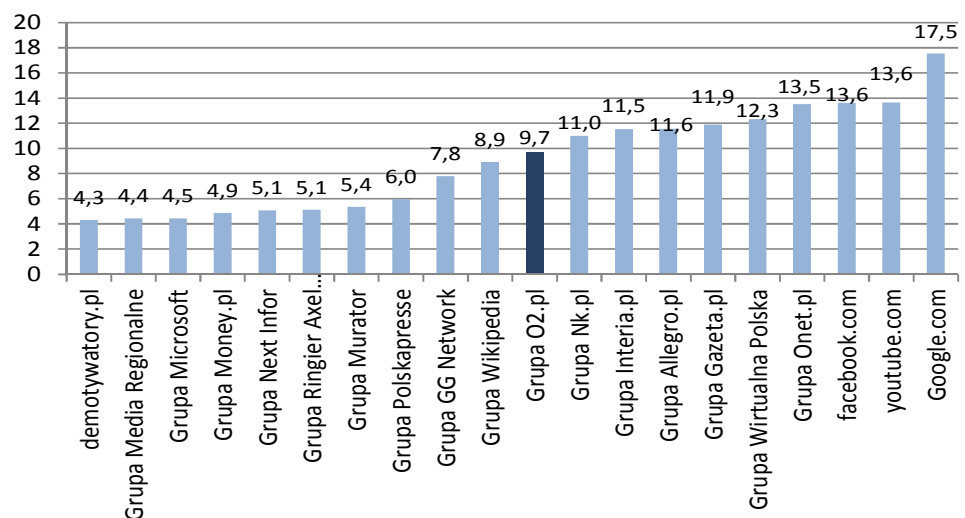
Źródło: Net Track

## Pozycja konkurencyjna

### Jeden z największych zasięgów w kraju

Mimo silnej konkurencji jaką charakteryzuje się polski rynek witryn internetowych Grupa o2 od wielu lat utrzymuje wiodącą pozycję w Polsce pod względem zasięgu swoich serwisów internetowych. Według danych Megapanel PBI/Gemius za kwiecień 2012 roku serwisy internetowe z Grupy o2 posiadały ponad 9,7 mln realnych użytkowników, co przekładało się na ponad 49,6% miesięcznego zasięgu i jednocześnie dawało Grupie miejsce w pierwszej dziesiątce najpopularniejszych grup witryn w Polsce.

### Liczba użytkowników grup witryn w kwietniu 2012 roku (w mln)



Źródło: Megapanel PI/Gemius

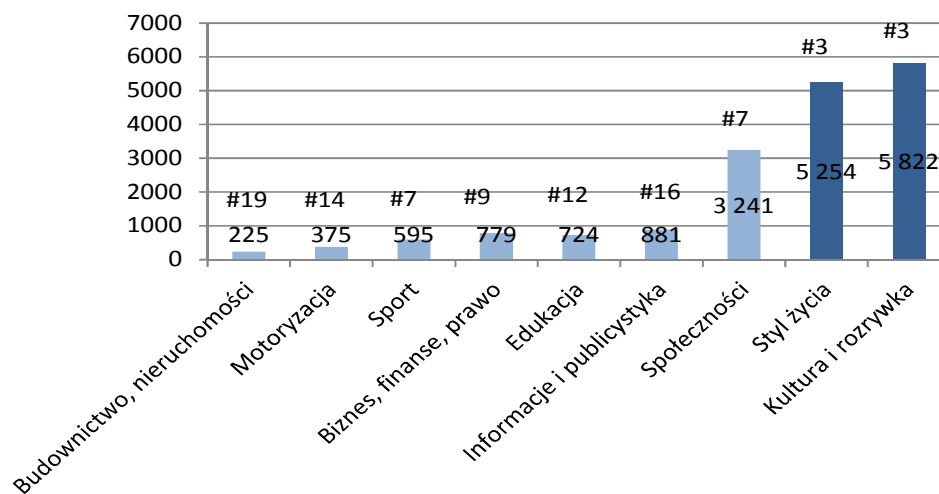
Pod względem zasięgu serwisy internetowe Grupy o2 ustępują jedynie serwisom Grupy Google (Google.com i youtube.com), największemu polskiemu serwisowi aukcyjnemu (Allegro.pl),

największym portalom społecznościowym (nasza-klasa.pl i facebook.com) oraz Onetowi, Wirtualnej Polsce, Interii i Gazecie.pl.

W rozbiciu na poszczególne grupy tematyczne Grupa o2 znajduje się w dwudziestce najpopularniejszych grup witryn w 9 z 15 najważniejszych kategorii tematycznych.

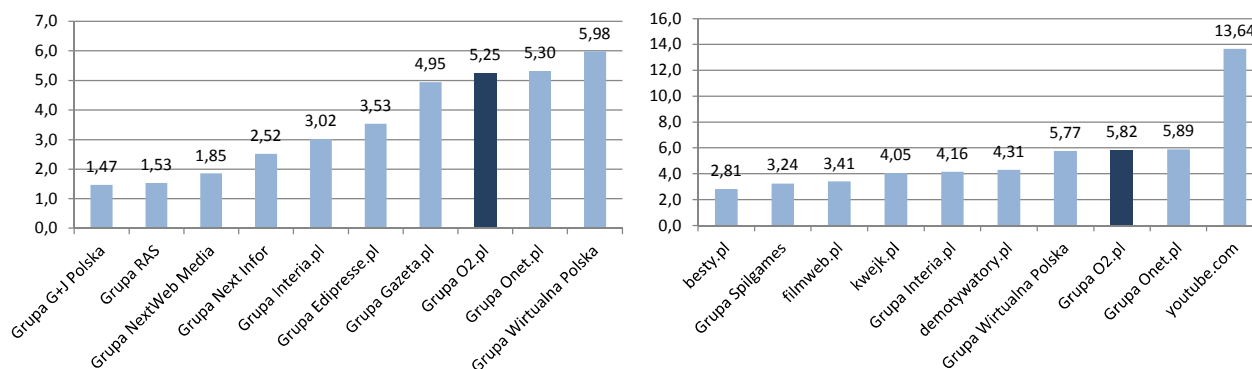
Szczególnie mocną pozycję spółka posiada w kategorii kultura i rozrywka, gdzie serwisy Grupy według kwietniowych danych Megapanel PBI/Gemius zajmowały trzecie miejsce, ustępując pod względem zasięgu jedynie Youtube.com oraz minimalnie Wirtualnej Polsce. W czołówce serwisy Grupy znajdują się też w kategorii styl życia, gdzie spółka w kwietniu 2012 roku zajmowała trzecie miejsce i ustępowała minimalnie pod względem liczby użytkowników jedynie Wirtualnej Polsce i Onetowi. Należy przy tym zaznaczyć, że silna pozycja w kulturze i rozrywce oraz stylu życia są efektem celowej polityki spółki, która w swej strategii historycznie skupiała się na dostarczaniu użytkownikom lekkich treści. Z drugiej strony obecność w takich kategoriach jak mapy i lokalizatory czy budownictwo, nieruchomości nigdy nie była priorytetem spółki i stanowi dla niej poboczną działalność.

### Liczba użytkowników i miejsce w rankingu popularności serwisów Grupa o2



Źródło: Megapanel PBI/Gemius, kwiecień 2012

### Użytkownicy serwisów w kategoriach styl życia (lewy wykres) oraz kultura i rozrywka (prawy)



Źródło: Megapanel PBI/Gemius, kwiecień 2012

## Przewagi konkurencyjne

### Wortalizacja

Obecnie w mediach, w tym również w Internecie wyraźny jest trend poszukiwania przez użytkowników treści w coraz większym stopniu dopasowanych do ich indywidualnych zainteresowań i potrzeb. Trend ten stanowi szczególnie duże zagrożenie dla portali horyzontalnych, które w wypadku nie sprostania coraz większym wymaganiom użytkowników stoją przed ryzykiem spadku popularności i pogorszenia zasięgu, a w konsekwencji pogorszenia pozycji konkurencyjnej. Grupa o2 przewidując powyższy trend kilka lat temu

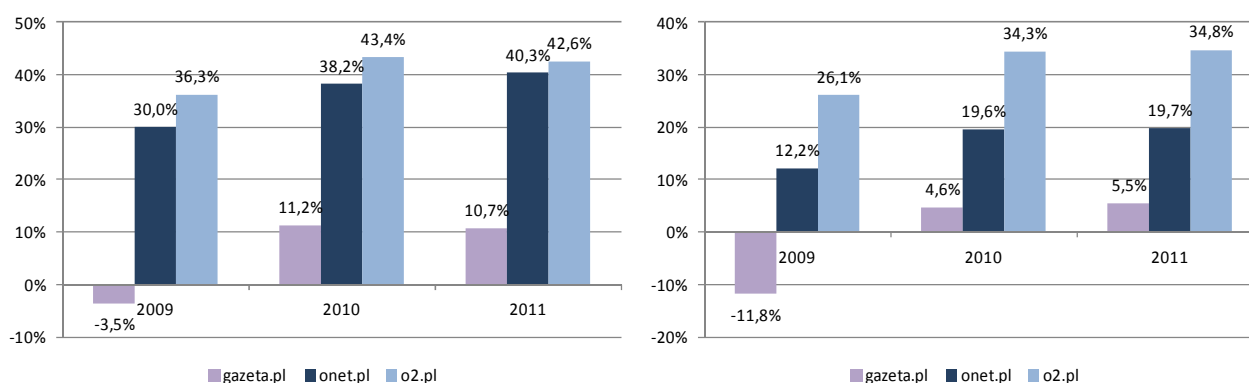


zaczęła inwestować w rozwój silnych marek w określonych kategoriach tematycznych. Obecnie Grupa posiada portfel około 70 serwisów internetowych, spośród których część (np. pudelek.pl, wrzuta.pl) cieszy się popularnością i rozpoznawalnością marki porównywalną do strony głównej o2.pl. Pod względem rozwoju wortalu Grupa o2 wyprzedza większość dużych portali internetowych w Polsce (bardziej aktywna na tym polu była w ostatnich latach jedynie Agora) o kilka lat. Ponadto spółka opracowała w czasie uruchomienia nowych wortalu szereg rozwiązań informatycznych, które umożliwiają w krótkim czasie otwieranie i modyfikację serwisów w danych gałęziach produktowych. Stanowi to istotny czynnik przewagi konkurencyjnej Grupy o2, który może mieć znaczący wpływ na perspektywy rozwoju spółki w najbliższych latach.

### Efektywność kosztowa i inwestycyjna

Spośród publikujących swoje rezultaty czołowych portali internetowych Grupa o2 charakteryzuje się najwyższym poziomem rentowności. Dzieje się tak, mimo że konkurencyjne portale (gazeta.pl, Onet) prowadzą działalność na dużo większą skalę, co ma duże znaczenie w charakteryzującym się dużą dźwignią operacyjną segmencie internetowym. Ponadto powyższe portale są częścią większych, zdywersyfikowanych grup kapitałowych, przez co część ogólnych kosztów rozłożona jest na większą ilość segmentów.

### Rentowność EBITDA (lewy wykres) i EBIT (prawy) grup internetowych w Polsce

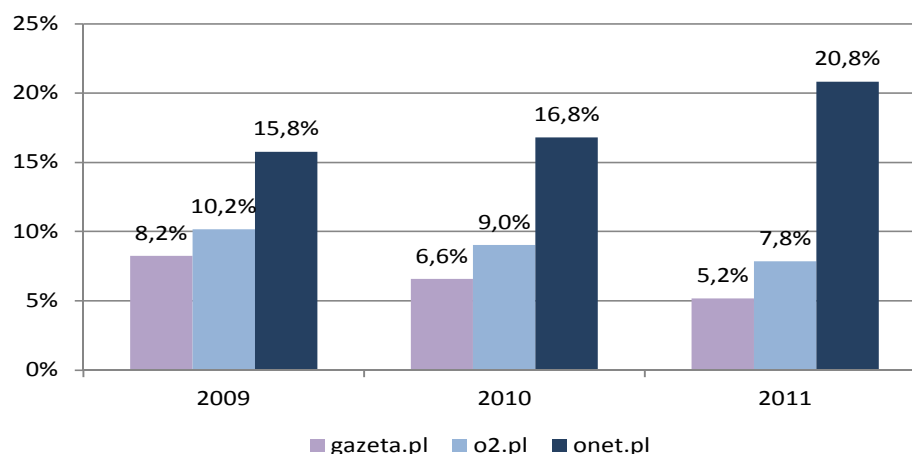


Źródło: Grupa o2, Agora, TVN; W przypadku Onetu rentowność operacyjna obliczona jest w odniesieniu do całego segmentu online Grupy TVN

Źródłem wyższego poziomu rentowności wypracowywanego przez Grupę są autorskie rozwiązania technologiczne wypracowane przez spółkę w toku prowadzonej działalności. Grupa o2 wytworzyła know-how pozwalający na sprawne zarządzanie procesem rozwoju i modernizacji kilkudziesięciu serwisów internetowych jednocześnie. Spółka rozwinęła m.in. wspólnie dla projektów komponenty (np. redundantny i skalowalny system przechowywania i serwowania statycznych treści, system komentarzy, systemy moderacji, zarządzanie treścią, struktury bazy danych, biblioteki).

Poza efektywnością kosztową rozwiązania te pozwalają na szybki i sprawny proces rozwoju serwisów, uproszczenie procesu dostosowywania serwisów na potrzeby technologii mobilnych, przyspieszenie i wystandaryzowanie procesu audytów bezpieczeństwa, ochrony danych oraz tworzenia interfejsów użytkownika.

### Relacja amortyzacji do przychodów grup internetowych w Polsce



Źródło: Grupa o2, Agora, TVN

Ponadto, przyjęte rozwiązania technologiczne obniżają zapotrzebowanie spółki na kapitał z uwagi na niski poziom nakładów kapitałowych koniecznych w toku prowadzonej działalności. Stosowane rozwiązania oparte są o standardowe podzespoły komputerowe, których dostępność i cena nie wymusza ponoszenia istotnych nakładów inwestycyjnych.

### **Doświadczona kadra menedżerska**

Najwyższa kadra kierownicza wywodzi się z założycieli spółki, którzy od momentu jej powstania stają na jej czele. Posiadają ponad 12-letnie doświadczenie w branży, a z uwagi na duże zaangażowanie w spółce (po emisji posiadać będą nadal ponad 80% akcji spółki) są silnie zmotywowani do dalszego rozwoju działalności Grupy. Historycznie wykazali się też innowacyjnością w uruchamianiu nowych segmentów działalności (Tlenofon, geo2). Kadra menedżerska wykazuje się ponadto unikalnymi kompetencjami w zakresie doboru marek dla różnorodnych kategorii tematycznych oraz rekrutacji zespołu redakcyjnego i wyznaczania celów dotyczących charakteru, formy i treści poszczególnych serwisów, co wpłynęło na budowę silnych marek w ramach Grupy.

### **Szybkość reakcji na trendy rynkowe i efektywność organizacyjna**

Grupa o2 historycznie należała zawsze do pionierów w zakresie dostosowywania swojej oferty serwisów internetowych do zmieniających się trendów rynkowych osiągając bardzo niski czas wdrożenia pomysłu do komercyjnego użytku (TTM – time to market) i wyprzedzając konkurencję w nowo powstających niszach rynkowych. Swoją elastyczność w tym zakresie spółka zawdzięcza po części dużemu doświadczeniu rynkowemu, które pozwala na szybką identyfikację okazji rynkowych, po części płaskiej strukturze zarządzania, która zapewnia elastyczność i pozwala na uniknięcie administracyjnych opóźnień we wdrażaniu nowego pomysłu.

## **Strategia dalszego rozwoju**

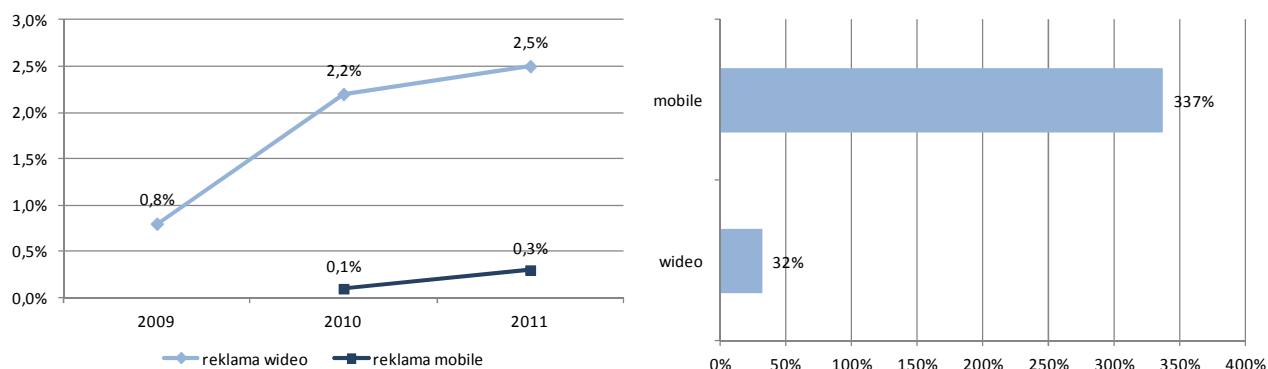
### **Rozwój i uzupełnienie treści**

Jednym z elementów strategii przyjętej przez zarząd spółki na najbliższe lata jest budowa i wzmocnienie serwisów w kategoriach tematycznych, w których Grupa miała dotąd słabszą pozycję konkurencyjną. Są to przede wszystkim kategorie: biznes oraz nowe technologie. Cel ten ma zostać osiągnięty zarówno poprzez organiczny rozwój nowych serwisów, jak również przeprowadzenie akwizycji podmiotów działających w powyższych kategoriach i posiadających serwisy o silnej marce i pozycji. Ponieważ kategorie, w których spółka docelowo planuje się wzmocnić charakteryzują się z reguły dużo wyższymi stawkami CPM, Grupa o2 liczy na istotny wzrost przychodów reklamowych dzięki realizacji tego celu. Ponadto uzupełnienie portfolio serwisowego o powyższe kategorie generuje istotne synergie dla dotychczasowego biznesu spółki. Po pierwsze umożliwia realizację w ramach Grupy większego zakresu kampanii reklamowych, co wpływać będzie na większe przydziały budżetów reklamowych ze strony domów mediowych. Po drugie posiadanie silnych serwisów i marek w prestiżowych kategoriach tematycznych umożliwi uzyskanie lepszych cen za reklamę w innych serwisach Grupy. Dodatkowo, spółka dzięki przekierowywaniu ruchu pomiędzy serwisami poprzez odesłania na swoich stronach zwiększać będzie zasięg poszczególnych serwisów przez co liczy na dalszą poprawę monetyzacji swoich użytkowników.

### **Rozwój segmentu wideo**

Rosnąca penetracja polskich gospodarstw domowych szerokopasmowym internetem oraz coraz wyższe przepustowości oferowane przez jego dostawców przekładają się na rosnącą popularność treści wideo w internecie, a wraz z nią rosnące znaczenie spotów wideo, które często zastępują tradycyjne banery graficzne. Ceny spotów wideo są kilkakrotnie wyższe niż w przypadku zwykłych banerów graficznych, dlatego spółka dostrzega w powyższym trendzie znaczącą szansę na dalszy rozwój i poprawę wyników. W tym celu Grupa o2 planuje poszerzać oferty obecnych serwisów własnych o materiały wideo, a także tworzenie nowych serwisów całkowicie opartych na treściach multimedialnych. W tej chwili reklama wideo jest sprzedawana głównie poprzez serwis wrzuta.pl. W ramach realizacji powyższego punktu strategii spółka uruchomiła również w styczniu 2012 roku projekt Pudelek.tv, który jest rozszerzeniem treści dostępnych w serwisie pudelek.pl o materiały wideo poświęcone celebrytom. W lutym bieżącego roku spółka rozpoczęła również przygotowania do uruchomienia studia telewizyjnego, a treści w nim produkowane będą uzupełniały kontent multimedialny pochodzący od agencji zewnętrznych.

## Udział reklamy wideo i mobile w reklamie online (lewy wykres) i tempo wzrostu w 2011 roku (prawy)



Źródło: IAB Polska

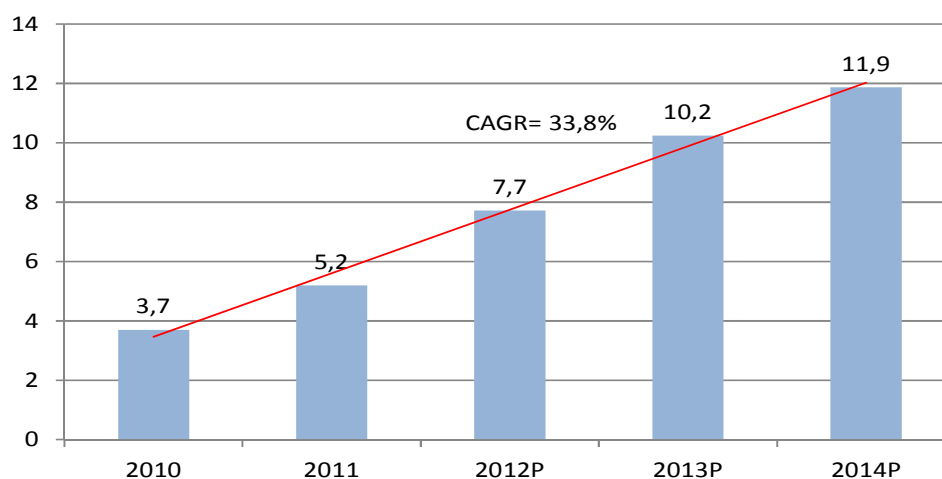
### Rozwój segmentu mobilnego

Innym obszarem, na którym spółka planuje intensywnie się rozwijać jest segment mobilny. Według szacunków Internet Standard w 2010 roku sprzedano w Polsce 5,4 mln sztuk smartfonów, a w 2011 roku już 8,0 mln sztuk. Z kolei według Telekomunikacji Polskiej smartfony sprzedane w sieci Orange stanowiły w 1Q2012 już około 40% wolumenu sprzedaży wszystkich telefonów w ofercie abonamentowej. Wzrost sprzedaży smartfonów, tabletek i innych urządzeń mobilnych bezpośrednio przekłada się na rosnące udziały reklamy mobilnej w całości internetowych budżetów reklamowych. By w pełni skorzystać na tym trendzie Grupa o2 planuje rozwijać produkty i aplikacje przystosowane do mobilnego użycia. Do tej pory spółka zrealizowała trzy znaczące projekty w tym obszarze. W sierpniu 2011 roku uruchomiła interfejs mobilny Poczty o2, natomiast w styczniu bieżącego roku wprowadziła aplikacje Pudelek i o2Newsy umożliwiające czytelnikom dostęp do aktualnych materiałów czołowych serwisów Grupy poprzez telefony komórkowe.

### Rozwój działalności w social media

Kolejnym strategicznym celem spółki jest kontynuacja rozwoju w obszarze social media. Działalność w tym segmencie prowadzona jest obecnie poprzez spółkę Socializer, w której Grupa o2 posiada 30% udziału i prawo pierwokupu pakietu kontrolnego. W chwili obecnej wartość wydatków reklamowych na social media w Polsce to zaledwie około 100 mln PLN. Obserwując jednak trendy globalne można oczekiwać, że wartość ta powinna w kolejnych latach dynamicznie rosnąć. Tylko w 2011 roku globalne wydatki na social media wzrosły według danych emarketer.com z 3,7 mld USD do 5,2 mld USD, na kolejne 3 lata prognozowany jest wzrost w średnim tempie 31,7%. Aby utrzymać wiodącą pozycję w reklamie w social media planowane jest rozszerzenie aktywności na rynku mediów społecznościowych o kolejne serwisy takie jak nk.pl, linkedin.com (obecnie spółka prowadzi działalność głównie za pośrednictwem serwisu społecznościowego Facebook). Ponadto planowana jest poprawa efektywności prowadzonej działalności operacyjnej poprzez wdrożenie autorskiej platformy optymalizującej sprzedaż i zakupy powierzchni reklamowej w serwisach społecznościowych.

### Globalne wydatki na reklamę w social media (w mld USD)



Źródło: emarketer.com

## Rozwój segmentu lokalnego

Segment reklamy lokalnej zagospodarowany jest w tej chwili przede wszystkim przez prasę, radio i outdoor. Duże prywatne koncerny telewizyjne wycofały się z planów rozwoju w tym obszarze ze względu na to, że rynek jest zbyt płytki, by utrzymać tak kosztowne medium jak telewizja. Posiadające niższą bazę kosztową serwisy internetowe są jednak w stanie skutecznie walczyć o lokalne budżety reklamowe. Dlatego też Grupa planuje w przyszłości otwierać serwisy regionalne w największych miastach w Polsce. W I kwartale 2012 roku został uruchomiony pierwszy z nich: wawalove.pl, który jest adresowany do mieszkańców aglomeracji warszawskiej. Grupa rozwija również technologie i narzędzia geotargetowania reklam pozwalające je efektywnie sprzedawać reklamodawcom lokalnym. W ekspansji na lokalne rynki reklamowe mają również pomóc własne regionalne biura sprzedaży (w Gdańsku, Poznaniu, Wrocławiu, Katowicach i Krakowie), dla których targetowana geograficznie reklama będzie dodatkowym produktem sprzedawanym lokalnym reklamodawcom.

## Optymalizacja podatkowa

### Transakcja step-up

30 listopada 2011 r. spółka wniosła do spółki zależnej – o2 sp. z o.o. całość swojego przedsiębiorstwa w zamian za nowe udziały w spółce zależnej. Wartość wkładu na potrzeby transakcji została wyceniona na 311 mln PLN (wartość rynkowa przedsiębiorstwa została ustalona na podstawie wyceny sporządzonej przez niezależnego rzeczoznawcę majątkowego) przy wartości księgowej przekazanych aktywów netto na poziomie 6 mln PLN. W konsekwencji tej transakcji cała dotychczasowa działalność operacyjna spółki została przeniesiona do o2 sp. z o.o. Wartość aktywów będzie amortyzowana według ceny nabycia w okresie 20 lat w przypadku wartości firmy (nadwyżki wartości przedsiębiorstwa nad wartością zidentyfikowanych aktywów) oraz przez okres od 5 do 20 lat w przypadku pozostałych aktywów (serwisy internetowe). W ujęciu podatkowym natomiast wyodrębniona została wartość serwisów internetowych w kwocie 267 mln PLN, które będą amortyzowane przez okres od 5 do 10 lat. Pobocznym efektem powyższej transakcji, która miała docelowo ułatwić zarządzanie grupą kapitałową będzie zatem powstanie dużej tarczy podatkowej dla zysków wygenerowanych w ramach o2 sp z o.o. Poprawi to dodatkowo generowane przez Grupę o2 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej przez okres najbliższych 10 lat, przy czym największy efekt tarczy będzie widoczny w okresie pierwszych 5 lat. W pierwszych latach amortyzacja serwisów skutkować nawet będzie stratami netto w jednostkowym sprawozdaniu, przez co spółka zawiązywać będzie aktywa z tytułu strat podatkowych. W kolejnych latach dzięki osiąganym zyskom Grupa o2 będzie w stanie w pełni wykorzystać zarówno tarczę podatkową wynikającą z amortyzacji serwisów jak i aktywa z tytułu strat podatkowych z lat poprzednich.

## Cele emisyjne

Celem przeprowadzanej emisji akcji jest pozyskanie środków finansowych na nabycie udziałów akcji lub przedsiębiorstw w związku z realizowaną przez Grupę strategią rozwoju. W szczególności przedmiotem nabycia mają być podmioty prowadzące serwisy internetowe w kategoriach, w których Grupa nie osiągnęła czołowych pozycji na rynku. Są to przede wszystkim kategorie: biznes i finanse, nowe technologie, zdrowie i uroda oraz prowadzące działalność w następujących segmentach reklamy internetowej – mailing, SEO/SEM, social media, ogłoszenia, wideo. Obecnie spółka uczestniczy w kilku procesach negocjacyjnych, z których każdy jest na innym etapie zaawansowania. Z uwagi na wrażliwość informacji dotyczących akwizycji Grupa o2 nie jest jednak w stanie na ten moment ujawnić informacji na temat potencjalnych celów przejęcia, poza poniższymi:

- 1) Zaawansowane negocjacje oraz badanie spółki (proces due diligence) z jednym podmiotem – szacowana kwota inwestycji ok. 30 mln PLN.
- 2) Negocjacje z 4 podmiotami w różnej fazie - szacowana łączna kwota inwestycji ok. 15 mln PLN.
- 3) Kilka podmiotów we wstępnej fazie zainteresowania i rozpoznawania efektywności inwestycji ok. 1,7 mln PLN.

W żadnym z procesów nie zostały dotąd podpisane wiążące umowy inwestycyjne. Spółka nie zawarła dotąd żadnych umów przedwstępnych ani ostatecznych dotyczących przejęć, ani nie rozpoczęła procedury zakładania nowych podmiotów. Z tego też względu spółka nie może zagwarantować, że negocjacje zakończą się sukcesem i że powyższe akwizycje zostaną ostatecznie dokonane. Intencją spółki jest wykorzystanie środków z emisji przeznaczonych na cele nr 1 i 2 w 2012 roku, a cele nr 3 najpóźniej w 2013 r.

## Sprzedaż Onetu przez TVN i implikacje wycenowe

Na początku czerwca TVN podpisał umowę z Ringier Axel Springer dotyczącą zbycia 75% udziałów w Onecie, największym portalu internetowym w Polsce. Jest to z pewnością transakcja potwierdzająca wysoką wartość rynkową portali internetowych w Polsce, gdyż cena zapłacona za udziały implikuje wycenę całego portalu na kwotę 1275 mln PLN. Według danych segmentowych raportowanych przez TVN w 2011 roku portal miał 95,6 mln PLN. Implikuje to na bazie ubiegłego roku wskaźnik 13,3xEV/EBITDA. Należy jednak pamiętać, że w sprawozdaniu tym znajduje się pozycja uzgadniająca na kwotę około 76,6 mln PLN pomniejszająca skonsolidowany wynik EBITDA. Część tej pozycji powinna zostać przypisana segmentowi online, co dodatkowo wyśrubowałoby wskaźniki wyceny Onetu. Grupa TVN nie pokazuje odrębnych wyników portalu Onet na niższych poziomach rachunku zysków i strat. Wynik EBIT całego segmentu online w Grupie TVN to 46,8 mln PLN (bardzo wysoka amortyzacja segmentu). Przyjmując zerową wartość salda na działalności finansowej, 19% stawkę podatkową, szacunkowy wynik netto tego segmentu wynosił w ubiegłym roku 37,9 mln PLN. Przekładałoby się to na wycenę transakcyjną na poziomie 33,6xP/E 2011.

## Czynniki ryzyka

### **Ryzyko związane z rosnącą popularnością oprogramowania do blokowania reklam w Internecie**

Wraz z rozwojem Internetu rośnie popularność oprogramowania służącego do blokowania reklam w Internecie. Programy tego typu to zazwyczaj dodatki do przeglądarki internetowej lub moduły stanowiące część większej aplikacji zabezpieczającej komputer, np. programów antywirusowych. Według raportu AdStandard 2011, z oprogramowania służącego do blokowania emisji reklam w serwisach internetowych korzysta około 29% użytkowników Internetu. Ewentualny wzrost popularności lub skuteczności tego typu oprogramowania może negatywnie wpłynąć na skuteczność reklamy internetowej jako narzędzia marketingowego, a tym samym spowodować obniżenie budżetów reklamowych przeznaczonych na reklamę w Internecie, co w konsekwencji mogłoby wywrzeć negatywny wpływ na wyniki finansowe oraz perspektywy rozwoju Grupy.

### **Ryzyko związane z planowanym podpisaniem przez Polski rząd międzynarodowej umowy ACTA**

Planowane podpisanie przez Polski rząd i wejście w życie międzynarodowej umowy handlowej dotyczącej zwalczania obrotu towarami podrobionymi między Unią Europejską i jej państwami członkowskimi, Australią, Kanadą, Japonią, Republiką Korei, Meksykańskimi Stanami Zjednoczonymi, Królestwem Marokańskim, Nową Zelandią, Republiką Singapuru, Konfederacją Szwajcarską i Stanami Zjednoczonymi Ameryki („ACTA”) spowodowało w Polsce liczne protesty społeczne. O ile z punktu widzenia prawnego ACTA zasadniczo nie wprowadza nowych rozwiązań dotyczących ochrony praw własności intelektualnej, o tyle może spowodować zmianę podejścia użytkowników do Internetu, którzy uznając postanowienia ACTA za zbyt rygorystyczne, mogą istotnie zmniejszyć swoją aktywność w sieci. Skutkiem powyższego może być spadek zainteresowania usługami hostingu danych, a w konsekwencji trudności w utrzymaniu na obecnym poziomie lub zapewnieniu wzrostu ruchu w sieci Internet. Malejące zainteresowanie tego rodzaju usługami mogłoby mieć istotny negatywny wpływ na wyniki oraz perspektywy rozwoju Grupy o2.

### **Ryzyko awarii sprzętu komputerowego, infrastruktury teleinformatycznej i systemów informatycznych**

Jednym z kluczowych zasobów operacyjnych Grupy o2 są wysokiej jakości systemy informatyczne oparte o zaawansowane technologie, w tym także o oprogramowanie typu open source. Ich ewentualne awarie mogą spowodować utratę, zmianę lub uszkodzenie przechowywanych danych, w tym danych użytkowników serwisów internetowych, a także naruszenie tajemnicy korespondencji. Na skutek takich awarii może również nastąpić czasowa przerwa w dostępności usług oferowanych przez Grupę.

Ponadto Grupa o2, podobnie jak wszystkie podmioty świadczące usługi poprzez sieć Internet, pomimo stosowania wysokiej jakości systemów zabezpieczeń, zatrudniania wykwalifikowanych specjalistów do spraw bezpieczeństwa oraz wdrażania i stosowania procedur bezpieczeństwa, jest także narażona na próby włamań do jej systemów informatycznych. Nie można wykluczyć sytuacji, w której osoby trzecie złamią zabezpieczenia informatyczne Grupy i uzyskają dostęp do jej systemów informatycznych, na skutek czego może dojść do ich uszkodzenia bądź utracenia danych przetwarzanych przez Grupę, w tym danych osobowych użytkowników serwisów internetowych.

Wystąpienie wyżej opisanych zdarzeń może mieć istotny negatywny wpływ na wiarygodność spółki, jej działalność czy perspektywy rozwoju. Może również skutkować trudnymi do

oszacowania stratami finansowymi, spowodowanymi w szczególności spadkiem zainteresowania usługami spółki wśród internautów i reklamodawców.

### **Ryzyko związane z bezpieczeństwem danych**

Pomimo stosowanych przez Grupę zabezpieczeń dostępu do danych użytkowników oraz wdrożonych procedur ich bezpieczeństwa nie można wykluczyć, że ich zabezpieczenia zostaną przełamane np. w wyniku działania osób, wirusów, awarii technicznych, błędu lub niedopatrzenia pracownika. Ponadto, istnieje ryzyko, że osoby niepowołane uzyskają dostęp do ww. danych w sposób bezprawny, np. nakłaniając pracowników Grupy do ujawnienia ich za zapłatą, oraz wykorzystają je nielegalnie. Ujawnienie danych użytkowników wiązałoby się z odpowiedzialnością przewidzianą przepisami ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o ochronie danych osobowych, oraz mogłoby zostać uznane za naruszenie tajemnicy korespondencji. Ponadto, powyższe mogłoby mieć istotny negatywny wpływ na wiarygodność Grupy Kapitałowej, jej działalność czy perspektywy rozwoju. Może również skutkować trudnymi do oszacowania stratami finansowymi, spowodowanymi w szczególności spadkiem zainteresowania usługami Grupy Emitenta wśród internautów i reklamodawców.

### **Ryzyko naruszenia praw własności intelektualnej**

Prowadzona przez Grupę działalność wiąże się z korzystaniem z praw własności intelektualnej. O ile w ocenie spółki żadna ze spółek z Grupy nie narusza praw własności intelektualnej osób trzecich, o tyle nie można wykluczyć ryzyka ich naruszenia, a w konsekwencji roszczeń z tego tytułu kierowanych do podmiotów z Grupy, szczególnie, że obowiązujące regulacje prawne w zakresie praw własności intelektualnej nie odpowiadają potrzebom obrotu gospodarczego w Internecie. Dlatego też, ze względu na skalę działania spółki, różnorodność i zasoby wydawanych przez nią serwisów, nie można wykluczyć wystąpienia z roszczeniami związanymi z naruszeniem praw własności intelektualnej przez organizacje zbiorowego zarządzania prawami autorskimi, koncerty medialne czy wydawców muzycznych. Skutkiem ewentualnych sporów na tle własności intelektualnej, poza odpowiedzialnością odszkodowawczą, może być np. konieczność uzyskania niezbędnych licencji lub pozyskania nowych rozwiązań pozwalających na prowadzenie działalności w sposób nienaruszający praw osób trzecich, a w konsekwencji poniesienie dodatkowych kosztów.

### **Ryzyko postępowania karnego-skarbowego i nałożenia kary za prowadzenie reklamy gier hazardowych**

W dniu 24 maja 2012 r. o2 sp. z o.o. (spółka zależna Grupy o2) otrzymała pismo z Urzędu Celnego w Warszawie w związku z postępowaniem karnym-skarbowym w sprawie o przestępstwo skarbowe określone w art. 110a § 1 i 2 Kodeksu Karnego Skarbowego. W piśmie tym o2 sp. z o.o. została zobowiązana do podania Urzędowi Celnemu informacji i dokumentów dotyczących zleceń realizowanych na rzecz jednego z klientów, na którego rzecz o2 sp. z o.o., świadczył usługi reklamowe. Nie można wykluczyć ryzyka powstania odpowiedzialności karno-skarbowej osób fizycznych, które zajmowały się współpracą z ww. klientem, na gruncie wskazanych powyżej przepisów Kodeksu Karnego Skarbowego. Istnieje również ryzyko, że o2 sp. z o.o. lub Grupa o2 może stać się stroną takiego postępowania, jako podmiot ponoszący odpowiedzialność posiłkową. Jeżeli wspomniane przestępstwo skarbowe zostałyby ustalone w sposób przewidziany przepisami ustawy z dnia 28 października 2002 r. o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary, nie można wykluczyć wszczęcia przeciwko spółkom Grupy postępowania. W konsekwencji istnieje ryzyko, że Emitent lub o2 sp. z o.o. mogą zostać zobowiązani do poniesienia kar przewidzianych w przywołanych powyżej ustawach.

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>41,6</b>	<b>50,6</b>
<i>zmiana</i>	15,7%	21,8%
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>27,0</b>	<b>32,6</b>
Amortyzacja	3,8	4,0
Zużycie materiałów i energii	1,3	1,4
Usługi obce	16,2	20,5
Podatki i opłaty	0,0	0,1
Wynagrodzenia	5,1	5,5
Ubezpieczenia społeczne i świadczenia	0,3	0,4
Pozostałe koszty	0,2	0,6
Wartość sprzedanych towarów/materiałów	0,0	0,0
<b>Pozostała działalność operacyjna netto</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>
<b>EBIT</b>	<b>16,1</b>	<b>18,5</b>
<i>zmiana</i>	57,3%	14,9%
<i>marża EBIT</i>	7,1%	36,6%
Wynik na działalności finansowej	0,3	0,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>16,4</b>	<b>18,7</b>
Podatek dochodowy	3,3	-46,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>15,3</b>	<b>65,0</b>
<i>zmiana</i>	62,1%	326,0%
<i>marża</i>	36,7%	128,5%
Amortyzacja	3,8	4,0
<b>EBITDA</b>	<b>19,9</b>	<b>22,5</b>
<i>zmiana</i>	43,0%	13,2%
<i>marża EBITDA</i>	47,9%	44,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	3,8	3,8
EPS	4,0	17,2
CEPS	5,0	18,3
ROAE	47,2%	121,8%
ROAA	31,7%	79,1%

## Bilans

(mln PLN)	2010	2011
<b>AKTYWA</b>	<b>48,2</b>	<b>82,2</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>9,3</b>	<b>58,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4,4	3,9
Wartości niematerialne	4,5	4,6
Wartość firmy	0,0	0,0
Inwestycje w jednostkach podporządkowanych	0,0	0,1
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,5	50,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>38,8</b>	<b>23,7</b>
Zapasy	0,2	0,2
Należności handlowe	10,4	9,7
Pozostałe należności	18,2	5,3
Pozostałe aktywa finansowe	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,9	7,9
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,1	0,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>PASYWA</b>	<b>48,2</b>	<b>82,2</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>36,2</b>	<b>70,6</b>
Kapitał zakładowy	0,4	0,4
Pozostałe kapitały	14,3	0,0
Niepodzielony wynik finansowy	6,2	5,2
Wynik finansowy bieżącego okresu	15,3	65,0
Kapitały mniejszości	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0
Z tyt. emisji dłużnych papierów wartościowych	0,0	0,0
Rezerwy na zobowiązania	1,3	1,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>10,7</b>	<b>10,5</b>
Zobowiązania handlowe	4,4	7,5
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego	2,3	1,2
Pozostałe zobowiązania	2,6	0,9
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	0,0	0,1
Pozostałe rezerwy	1,4	0,8
Dług	0,0	0,0
Dług netto	-9,9	-7,9
(Dług netto / Kapitał własny)	-27,3%	-11,2%
(Dług netto / EBITDA)	-0,5	-0,4
<b>BVPS</b>	<b>9,6</b>	<b>18,7</b>



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2010	2011
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>17,2</b>	<b>20,7</b>
Zysk brutto	16,4	18,7
Podatek	-2,4	-4,5
Odsetki	-0,3	-0,2
Amortyzacja	3,8	4,0
Kapitał obrotowy	-1,9	2,6
Pozostałe	-0,8	0,1
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>6,8</b>	<b>-3,6</b>
CAPEX	0,7	-3,8
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0
Pozostałe	6,1	0,2
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-19,2</b>	<b>-19,0</b>
Dług	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-17,1	-18,8
Odsetki	-1,8	0,2
Inne	-0,4	-2,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>4,7</b>	<b>-1,9</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	9,9	7,9
DPS (PLN)	3,1	8,1
FCF	8,1	17,3
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	16,0%	7,5%

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski, CFA tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media, Telekomunikacja

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@dibre.com.pl](mailto:matthias.falkiewicz@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych:**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem opracowania. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do opracowania wybrano istotne informacje z historii spółki.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami opracowania są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE jest oferującym akcje Grupy o2 w ofercie publicznej.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu opracowania ale miały lub mogły mieć dostęp do opracowania przed jego przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane były opracowania, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejsze opracowanie.