

27 sierpnia 2010

Aktualizacja raportu


**Media**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>24,30 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>25,80 PLN</b>
Kapitalizacja	1 238 mln PLN
Free float	673 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,28 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Agora-Holding Sp. z o.o.	12,85%
BZ WBK AIB AM	32,81%
Pozostali	54,34%

**Strategia dotycząca sektora**

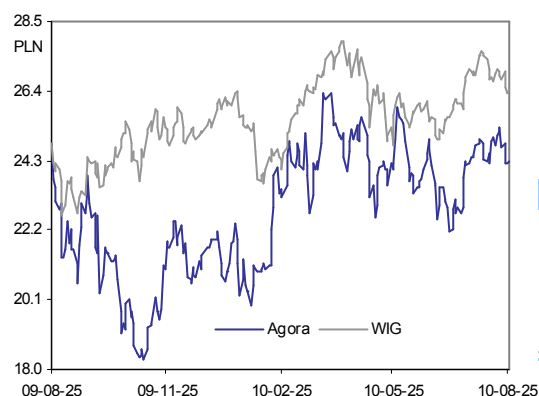
Reklama jest branżą późnocykliczną powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych w długim okresie, które w Polsce w relacji do PKB i *per capita* są istotnie niższe niż w UE15.

**Profil spółki**

Agora to jedna z największych grup mediowych w Polsce. Swoim działaniem obejmuje segment prasy codziennej, wydawnictw książkowych, reklamy zewnętrznej, rozgłośni radiowych i czasopism. Łączny udział Grupy w rynku reklamy szacujemy na 12,8%, z czego najsilniejszą pozycję spółka zajmuje w segmencie prasy codziennej (ok. 45%) oraz reklamy zewnętrznej (ok. 27%). Do spółki należy też jeden z największych portali internetowych w Polsce: gazeta.pl.

**Ważne daty**

15.11—publikacja raportu za 3Q2010

**Kurs akcji Agory na tle WIG**

**Piotr Grzybowski**

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Agora

AGOD.WA; AGO.PW

## Akumuluj

(Podwyższona)

### Pozytywnych niespodzianek ciąg dalszy

Publikacja wyników 2Q2010 ponownie przyniosła dobre wiadomości dla akcjonariuszy Agory. Naszym zdaniem również drugie półrocze spółka powinna zaliczyć do udanych i dopiero 2011 rok może okazać się trudniejszym okresem ze względu na brak mocnego odbicia na rynku reklamowym oraz rosnącą po okresie drastycznych cięć dynamikę kosztów. Niemniej, drugi kwartał pokazał większy od pierwotnie przez nas zakładanego potencjał spółki do redukcji kosztów. Uwzględniając bardzo dobre wyniki dokonaliśmy szeregu korekt naszych prognoz, które podnoszą naszą cenę docelową dla akcji Agory do 25,8 PLN (poprzednio 24,7 PLN). Na naszych nowych prognozach spółka notowana jest z 4,0% dyskontem według EV/EBITDA 2010 oraz 6,9% premią według wskaźnika EV/EBITDA 2011, co naszym zdaniem w odpowiedni sposób odzwierciedla potencjał płynący z przyszłej konsolidacji Heliosa. Rekomendujemy akumulowanie akcji spółki.

**Dodatnia dynamika wpływów reklamowych**

Wyniki drugiego kwartału w Agorze okazały się bardzo dobre. Główną informacją płynącą z ich publikacji jest znacząca poprawa sytuacji na polskim rynku reklamowym, która pozwoliła Agorze osiągnąć po raz pierwszy od 3Q2008 pozytywną dynamikę przychodów z reklamy. Ponadto Agora ponownie znacząco ścięła koszty, zwłaszcza w obszarze materiałów i energii, dzięki czemu wynik operacyjny w 2Q'10 sięgnął 24,1 mln PLN mimo negatywnego wpływu odpisu niezamortyzowanych nakładów na stary system informatyczny na kwotę 7,7 mln PLN. Bez uwzględniania tego niegotówkowego wydarzenia kwartalny wynik operacyjny Agory był najlepszy od trzech lat (2Q2008). Wynik netto okresu wyniósł 20,2 mln PLN.

**Korekta prognoz**

Wyniki 2Q2010 zaincorporowaliśmy do naszych prognoz, co podniosło nasze szacunki dotyczące tegorocznego wyniku operacyjnego z 65,4 mln PLN do 73,2 mln PLN. Większy potencjał do cięcia kosztów pokazany przez spółkę w pierwszym półroczu implikuje wyniki lepsze do wcześniejszych założeń również w kolejnych latach. Nasze oczekiwania w odniesieniu do wyniku operacyjnego spółki w 2011 roku rosną z 64,2 mln PLN do 67,3 mln PLN. Pogorszenie wyniku EBIT w przyszłym roku będzie naszym zdaniem wynikać z braku dynamicznego odbicia na rynku reklamowym (zakładamy utrzymanie tempa wzrostu wydatków reklamowych w Polsce na poziomie podobnym do tegorocznego) oraz rosnącej po okresie bardzo mocnych cięć bazy kosztowej w Agorze (głównie w obszarze reprezentacji i reklamy oraz kosztów wynagrodzeń pracowników).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 277,7	1 110,1	1 063,8	1 080,3	1 145,5
EBITDA	128,4	134,1	154,7	149,1	164,0
marża EBITDA	10,0%	12,1%	14,5%	13,8%	14,3%
EBIT	44,6	52,9	73,2	67,3	82,0
Zysk netto	23,4	38,3	67,4	64,3	80,0
DPS	0,3	0,0	0,5	0,7	0,6
P/E	57,1	32,3	18,4	19,2	15,5
P/CE	12,5	10,4	8,3	8,5	7,6
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,6	7,9	6,5	6,4	5,4
DYield	1,4%	0,0%	2,1%	2,7%	2,6%

# Pozytywnych niespodzianek ciąg dalszy

## Sytuacja finansowa

### Wyniki 2Q2010 - pozytywna dynamika przychodów reklamowych

Agora zaprezentowała za drugi kwartał bardzo dobre wyniki finansowe. Głównym pozytywnym zaskoczeniem publikacji jest pozytywna dynamika przychodów reklamowych (+0,8%), podczas gdy konsensus prognoz, w tym również my (-5,6%) zakładał kontynuację spadków wpływów reklamowych. Nasze oczekiwania zostały przebite przez wszystkie segmenty poza segmentem czasopism (-6,1% r/r vs. oczekiwane -3,5%). W pozostałych dynamika była znacząco lepsza niż się spodziewaliśmy: w prasie -1,0% (w tym zaledwie -3,5% w *Gazecie Wyborczej*), w Internecie +35,6%, w reklamie zewnętrznej -5,5%, w radio -6,6%.

Nieco słabsze od prognozy były wpływy ze sprzedaży wydawnictw, co jest związane ze słabszą niż to oczekiwaliśmy po miesiącu wyborów prezydenckich sprzedażą *Gazety* w czerwcu. Sprzedaż projektów specjalnych była zbieżna z naszymi szacunkami i wyniosła 15,9 mln PLN wobec 29,2 mln PLN przed rokiem. Duży spadek sprzedaży kolekcji przełożył się na spadek wyniku zrealizowanego na tej działalności z 7,9 mln PLN zysku operacyjnego do 0,3 mln PLN straty operacyjnej.

Po stronie kosztowej Agora kontynuowała oszczędności, a głównym ich źródłem były koszty materiałów i energii (spadek o 26,6% r/r) oraz koszty reprezentacji i reklamy (spadek o 11,5%). Za spadkiem kosztów materiałów i energii poza niższym w ujęciu r/r kursem EUR/PLN stała niższa sprzedaż wolumenowa kolekcji (spadek wolumenu z 1,8 mln do 0,7 mln) oraz renegocjowana cena papieru. Za niższymi kosztami reprezentacji i reklamy stał, poza standardowymi cięciami w tej grupie, efekt żałoby narodowej, która wpłynęła na zawieszenie części kampanii promocyjnych. Po czterech kwartałach spadku wygasł natomiast efekt redukcji zatrudnienia i koszty wynagrodzeń wzrosły o 3,0% r/r. Wzrost kosztów osobowych jest spowodowany lepszą kondycją rynku reklamowego i związaną z nią aktywacją systemów bonusowych w działach sprzedaży. Ponadto Agora zaksięgowwała zgodnie w wcześniejszym komunikacie -7,7 mln PLN odpisu niezamortyzowanych nakładów na system ERP, co jest związane z wdrażaniem nowego systemu.

Przełożyło się to na 24,1 mln PLN zysku operacyjnego, co po skorygowaniu o niegotówkowe wydarzenie jednorazowe daje 31,8 mln PLN, co jest najlepszym wynikiem kwartalnym Agory od trzech lat. Saldo na działalności finansowej wyniosło 1,5 mln PLN, a obciążenie podatkowe sięgnęło 5,4 mln PLN. W konsekwencji wynik netto drugiego kwartału sięgnął 20,2 mln PLN.

### Wyniki finansowe Agory w 2Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	2Q2010	2Q2009	zmiana	2Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	281,3	297,8	-5,5%	274,2	2,6%	275,0	2,3%	1063,8	1110,1	-4,2%
EBITDA	43,5	35,4	22,9%	36,9	17,9%	36,9	17,9%	154,7	134,1	15,4%
marża	15,5%	11,9%	-	13,5%	-	13,4%	-	14,5%	12,1%	20,4%
EBIT	24,1	14,9	61,7%	16,7	44,3%	17,6	36,9%	73,2	52,9	38,4%
Zysk brutto	25,5	14,7	73,5%	18,4	38,6%	-	-	81,4	54,4	49,7%
Zysk netto	20,2	12,2	65,6%	14,8	36,4%	14,8	36,5%	67,6	38,3	76,5%

Źródło: Agora, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

W rozbiciu na segmenty działalności pozytywnie należy wyróżnić Internet. Segment online nie tylko osiągnął bardzo wysoką dynamikę wzrostu przychodów (+35,6%), ale również znacząco poprawił wyniki po raz pierwszy osiągając rentowność operacyjną (1,5 mln PLN zysku operacyjnego i 3,2 mln PLN EBITDA). Pozytywnie naszym zdaniem należy również odbierać wyniki segmentu prasowego, którego EBITDA wzrosła o 21,1% do 48,9 mln PLN. Sporą poprawę wyników osiągnął też segment outdooru, którego EBITDA wzrosła o 36,0% do 10,2 mln PLN. Negatywną niespodzianką są rezultaty segmentu czasopism (spadek EBITDA do 4,5 mln PLN).

Podsumowując, wyniki Agory za drugi kwartał oceniamy bardzo pozytywnie. Poza zanotowaną poprawą ilościową zwracamy uwagę na duży skok jakościowy osiągniętych rezultatów. Poza negatywnym zdarzeniem jednorazowym, które przy analizach powinno być pomijane przy porównywaniu osiągnięć należy zwrócić uwagę na stopień w jakim wyniki były budowane na kolekcjach wydawniczych. W roku ubiegłym wynik operacyjny zrealizowany na projektach specjalnych stanowił około 53% całego wyniku Grupy, podczas gdy w roku bieżącym kolekcje negatywnie partycypowały w EBIT Grupy. Z racji

dużej niestabilności charakteryzującej sprzedaż kolekcji wydawniczych wyniki 2Q2010 należy uznać za w dużo większym stopniu powtarzalne.

### Wyniki finansowe Agory w 2Q2010 w podziale na segmenty

(mln PLN)	2Q2010			2Q2009		
	Przychody	EBITDA	marża	Przychody	EBITDA	marża
Prasa codzienna	170,5	49,3	28,9%	186,6	40,7	21,8%
Internet	25,9	3,2	12,4%	19,1	-1,5	-7,9%
Reklama zewnętrzna	44,9	10,2	22,7%	47,6	7,5	15,8%
Czasopisma	22,8	4,5	19,7%	24,2	5,7	23,6%
Radio	20,2	0,3	1,5%	21,8	-0,4	-1,8%

Źródło: Agora

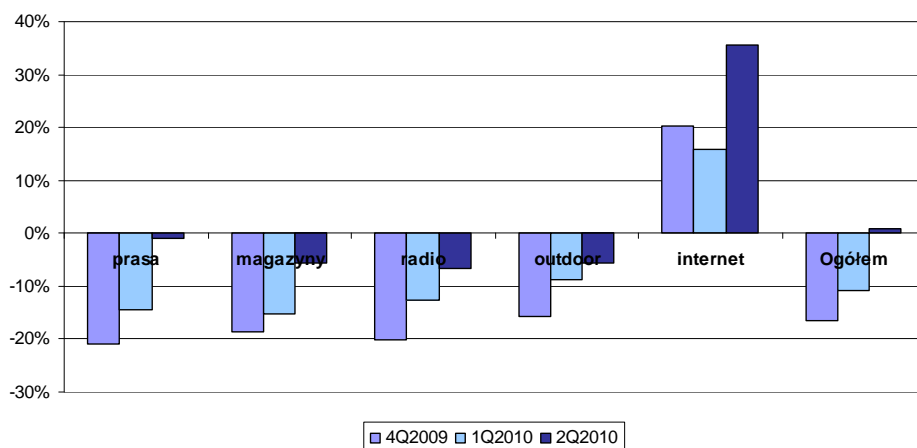
## Perspektywy na przyszłość

### Drugie półrocze - przychody

Pozytywne momentum z rynku reklamowego powinno naszym zdaniem zostać utrzymane również w drugim półroczu. Mimo podnoszącej się bazy odniesienia dynamika rynku reklamowego powinna utrzymać się na dodatnim poziomie, przy czym będzie ona już nieco niższa niż w drugim kwartale. Oczekujemy przy tym, że zmniejszeniu powinna ulec różnica w dynamikach między tymi segmentami, które notują dodatnie tempo wzrostu tj. internetem i telewizją a pozostałymi segmentami.

W przypadku Agory oczekujemy wzrostu przychodów reklamowych w ujęciu r/r o 3,8%, przy czym większość wzrostu skupiona będzie na czwartym kwartale. Poprawy oczekujemy zwłaszcza po segmencie outdooru, który później od pozostałych segmentów wszedł w fazę spowolnienia i w rynkowym dołku znajdował się w 2H2009, gdy dynamika spadków wpływów reklamowych a AMS sięgnęła -15,2% (przy -7,9% w 1H2009). Spodziewamy się, że w drugim półroczu przychody AMS wzrosną o 7,4% r/r. W segmencie online zakładamy utrzymanie tempa wzrostu na poziomie 20%, w prasie wzrostu przychodów o 0,6%, a w segmencie czasopism o 0,7%. Przychody segmentu radiowego nadal będą spadać i obniżą się o 2,0%.

### Dynamika r/r wpływów reklamowych segmentów Agory



Źródło: Agora

### Drugie półrocze - koszty

Konsensusowe podejście przewiduje, że w drugim półroczu w Agorze wyczerpie się potencjał do dalszej redukcji kosztów. Według nas teza jest z pewnością prawdziwa w odniesieniu do kosztów wynagrodzeń, gdzie w czwartym kwartale wygaśnie efekt ubiegłorocznej redukcji zatrudnienia, a wzrost rynku reklamowego wpłynie na większe bonusy wypłacane działom sprzedażowym. W rezultacie prognozujemy, że koszty pracy wzrosną w drugim półroczu o 3,3% r/r. W przypadku kosztów reprezentacji i reklamy również istnieje prawdopodobieństwo wzrostu kosztów wynikające z wyższych cen reklam, mniejszej dynamiki spadku ilości ofert dwucenowych i kolekcji wydawniczych, a także wyczerpującego się potencjału do wykorzystywania własnych nośników w celach promocyjnych. Nie bez znaczenia jest też fakt, że wobec poprawy sytuacji w reklamie tegoroczna kampania promująca tytuły może być intensywniejsza niż przed rokiem.

Powyższe czynniki przełożą się w naszej opinii na 2,3% wzrost tej grupy kosztów w drugim półroczu. Niedoceniany jest jednak według nas potencjał do oszczędności płynący z kosztów materiałów i energii. W przypadku tej grupy kosztów również będziemy mieli z pewnością do czynienia ze zmniejszeniem tempa spadków, na co wpłynie wyrównanie poziomu kursu EUR/PLN w ujęciu r/r oraz zakładane przez nas mniejsze spadki sprzedaży kolekcji wydawniczych. Renegocjowana cena dostaw papieru zapewni w naszej opinii zmniejszenie tej grupy kosztów w drugim półroczu o 11,7%.

### Korekta prognoz

Uwzględniając bardzo dobre wyniki drugiego kwartału podnosimy naszą prognozę tegorocznego wyniku operacyjnego do 73,2 mln PLN (poprzednio 65,4 mln PLN). Jednocześnie uwzględniając większy od wcześniej zakładanego potencjał spółki do redukcji kosztów materiałów i energii korygujemy nasze założenia na kolejne lata, co podnosi szacowany przez nas wynik operacyjny 2011 roku do 67,3 mln PLN (poprzednio 64,2 mln PLN). Tym samym utrzymujemy nasze ostrożne założenie przewidujące osłabienie wyników Agory w przyszłym roku w związku z brakiem wyraźnego odbicia na rynku reklamowym oraz rosnącą po okresie cięć bazę kosztową.

## Jaka przyszłość po kryzysie?

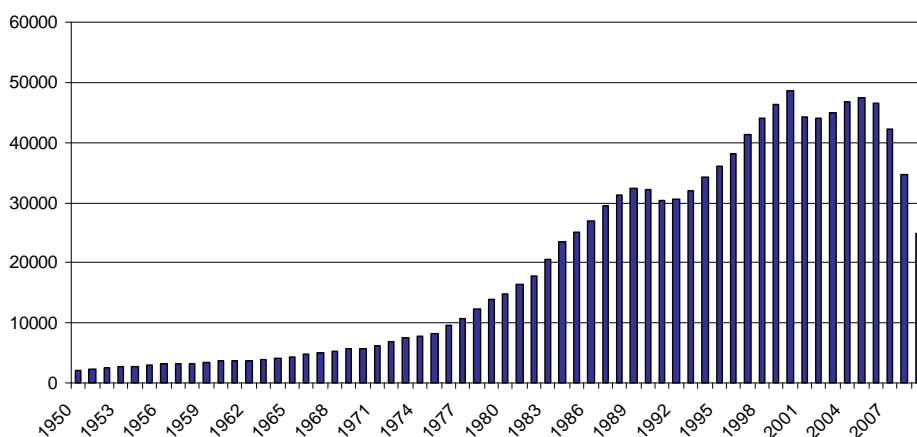
### Prasa

Wśród wielu inwestorów obawy budzi przyszłość Agory wobec wciąż dużego uzależnienia wyników od segmentu prasowego oraz jego niepewnych perspektyw. Naszym zdaniem, choć prasa niewątpliwie jest segmentem, który również w przyszłości, stopniowo będzie tracił na znaczeniu, to ostrożność wykazywana przez inwestorów jest zbyt duża w stosunku do potencjału zagrożeń.

Pierwszym powszechnie podnoszonym argumentem jest spadek rozpowszechniania egzemplarzowej *Gazety Wyborczej*, które w ciągu pierwszego półrocza 2010 roku zmniejszyło się o 11,4% do poziomu 343,3 tys. egzemplarzy. Zwracamy jednak uwagę, że przynajmniej część powyższych spadków może być efektem wprowadzonych podwyżek cen *Gazety*. Ponadto spadek rozpowszechniania w pierwszej kolejności obniża przychody ze sprzedaży wydawnictw, która odbywa się na stosunkowo niskiej marży (szacowanej przez nas w przypadku *Gazety* na około 10%) i dlatego też nie stanowią dużego ubytku dla wyników generowanych przez Agorę.

Ryzyko dla spółki wiązałoby się z uwzględnieniem niższej sprzedaży egzemplarzowej przez reklamodawców, ci jednak przywiązują uwagę przede wszystkim do danych dotyczących czytelnictwa (dającemu obraz zasięgu możliwości do uzyskania przez kampanie), które mimo że również znajdują się w trendzie spadkowym to jednak zachowują się zdecydowanie lepiej niż trendy sprzedaży egzemplarzowej (w 2Q2009 czytelnictwo spadło o około 2,9% r/r). Do kwestii czytelnictwa i jego przełożenia na przychody reklamowe powrócimy w dalszej części podrozdziału.

### Wydatki na reklamę prasową w USA w latach 1950-2009 (w mln USD)



Źródło: Newspaper Association of America

Drugą obawą inwestorów związaną z segmentem prasowym Agory jest kwestia zdolności spółki do zwiększania przychodów reklamowych segmentu w obliczu konkurencji ze strony nowych mediów (telewizja i internet) wobec obserwowanych w ostatnich latach w krajach rozwiniętych drastycznych spadków udziału prasy w rynku reklamowym.

Przykładowo, amerykański rynek prasowy doświadczył w ostatnich trzech latach bezprecedensowego blisko 47% spadku (patrz wykres powyżej) i istnieje dość powszechna opinia, że w ślad za rozwiniętymi krajami trend spadkowy pojawi się również na rynku polskim.

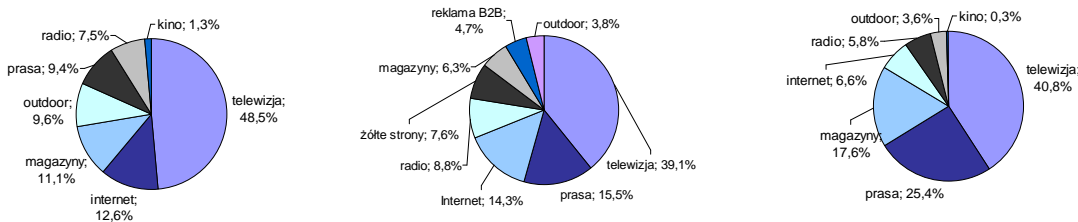
Istnieją dwa powody, które w naszej opinii czynią taki scenariusz bardzo mało prawdopodobnym w perspektywie najbliższych kilku lat. Po pierwsze, mimo wspomnianych silnych spadków przychodów reklamowych prasy w Stanach Zjednoczonych w ostatnich latach trudno jednoznacznie przesądzić o końcu segmentu prasowego na tamtejszym rynku. Poza kryzysowym okresem 2007-2009 jawił się on bowiem jako relatywnie zdrowy: na przestrzeni 57 lat poprzedzających kryzys wydatki na reklamę w amerykańskiej prasie urosły ponad 21,5-krotnie (CAGR = 5,7%) spadając w tym czasie zaledwie w siedmiu latach, a ujemna dynamika spadków przekraczała 1% tylko w czterech przypadkach. Również w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys, (tj. 2001-2006) mocno przecież już zdominowanym przez rozwój Internetu, segment zachowywał pozytywną dynamikę (CAGR=1,0%). Dramatyczne spadki okresu 2007-2009 mogą zatem wynikać wyłącznie z głębokiego spowolnienia gospodarczego przez jaki przechodzi gospodarka amerykańska i wraz z wyjściem z recesji całego kraju do pozytywnych dynamik powróci również segment amerykańskiej prasy.

Potwierdzenia takiego scenariusza można dopatrywać się w trendach 2010 roku. Dane za 1Q2010 pokazują bowiem, że amerykański segment prasowy, mimo iż wciąż w recesji, wykazuje oznaki ożywienia i znaczącej poprawy koniunktury. W ciągu pierwszych trzech miesięcy tego roku wydatki na reklamę w prasie spadły w USA o 3,7% (w Polsce w tym samym okresie rynek prasowy skurczył się o 7,8%), przy wzroście całego rynku o 5,1%. Segment radiowy zanotował w tym okresie 7,4% wzrost, co naszym zdaniem przeczy tezie, iż kryzys spowodował trwałe odejście od tradycyjnych mediów na rzecz nowych technologii. Wiele wskazuje więc na to, że rynek prasowy powraca do przedkryzysowego poziomu różnic w tempie rozwoju między nim a segmentem internetu czy telewizji i obserwowane w tej chwili spadki są już raczej jedynie pochodną ogólnej słabości amerykańskiej gospodarki (półrocze październik 2009-marzec 2010 to wciąż 8,7% spadki sprzedaży gazet, co niewątpliwie negatywnie wpływało na możliwość odbicia wydatków reklamowych w prasie).

O sile segmentu prasowego w okresie przedkryzysowym mogą też świadczyć wskaźniki czytelnictwa. W okresie 1998-2007, a zatem okresie zdominowanym już przez Internet, a także obejmującym pierwszy kryzysowy rok, czytelnictwo spadło o zaledwie 5,5% (CAGR= -0,6%). Dopiero ostatnie dwa lata ze względu na postępujący kryzys przyniosły spadek czytelnictwa gazet w Stanach. Przykładowo Gannett Co, odpowiedzialny za wydawanie 85 dzienników (w tym będący do niedawna nr 1 w Stanach pod względem sprzedaży USA Today oraz nr 11 Arizona Republic) w ciągu ostatnich dwóch lat stracił około 12,2% zasięgu czytelniczego w wydaniach z dni powszednich i 1,5% zasięgu w wydaniach niedzielnych. Spadek czytelnictwa jest pochodną silnego spadku sprzedaży egzemplarzowej w Stanach w okresie kryzysu. Według najnowszego raportu OECD w okresie 2007-2009 sprzedaż gazet w USA spadła na skutek recesji o 30%.

Według nas w momencie poprawy koniunktury za oceanem powinno dojść do wzrostu poziomu sprzedaży gazet (choć część gospodarstw domowych odzwyczajonych od ich kupowania okresem kryzysu zapewne nie wróci już do prasy). W ślad za wyższą sprzedażą wzrosną też wskaźniki czytelnictwa, które skłonią reklamodawców do powrotu do prasy. Tym samym choć kryzys z pewnością odcisnie swoje piętno na amerykańskiej prasie (powrót do stanu sprzed recesji jest mało prawdopodobny) to jednak nie spodziewamy się, by obecny stan rynku mógł być trwały w pokryzysowej rzeczywistości.

### Struktura rynku polskiego (lewy wykres), amerykańskiego (środkowy) i niemieckiego (prawy)



Źródło: Media Nielsen, Starlink

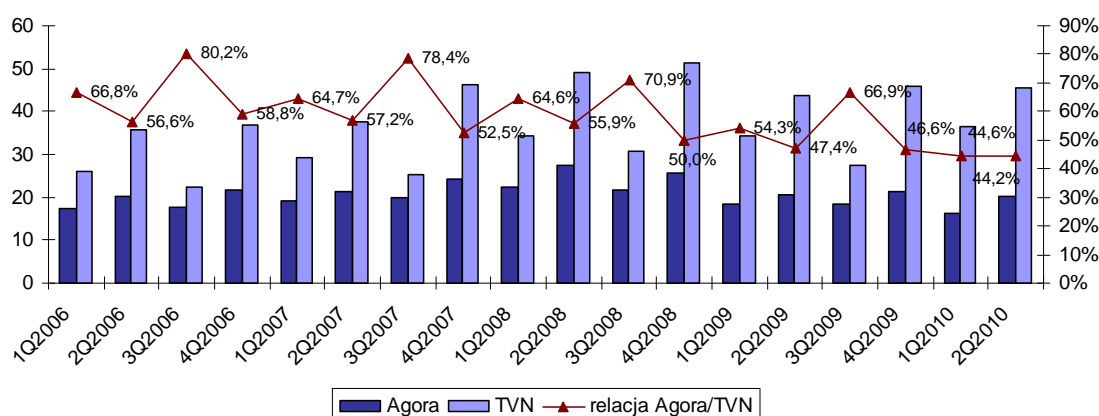
Drugą przyczyną, dla której według nas powielanie zachodniego scenariusza jest w przypadku polskiego rynku mało prawdopodobne jest struktura polskiego rynku reklamowego. Należy bowiem zauważyć, że choć przyjęło się uznawać rynek polski za

opóźniony w stosunku do rynków reklamowych krajów rozwiniętych, zwłaszcza pod względem relacji wydatków na reklamę do PKB, to jednak pod względem samej struktury segmentowej można go uznać za jeden z najbardziej nowoczesnych rynków. Pod względem udziału internetu rynek polski (12,6%) tylko nieznacznie ustępuje Stanom Zjednoczonym (14,3%) i zdecydowanie wyprzedza takie rynki jak Niemcy (6,6%) czy Hiszpania (5,7%). Również udziały prasy wskazują na to, że to raczej zachodnie rynki będą zmierzały w stronę polskiego modelu niż na odwrót. W Niemczech udział segmentu prasowego w rynku reklamowym jest blisko trzykrotnie wyższy niż na rynku polskim (25,4%). W przypadku USA udział ten jest o 65% większy i wynosi 15,5% (patrz wykres na str. 5). Podkreślamy przy tym, że obecny udział prasy w USA został osiągnięty po wspomnianych 47% spadkach wpływów segmentu.

Podsumowując, spodziewamy się, że w przyszłości amerykański segment prasowy powróci do trendu wzrostowego, choć z pewnością może być mu trudno osiągnąć kiedykolwiek przedkryzysowy poziom przychodów. Nawet jednak jeśli prasa w Stanach nie zacznie odzyskiwać w przyszłości udziałów rynkowych to biorąc pod uwagę dysproporcję w znaczeniu prasy na rynku polskim i amerykańskim trudno będzie doszukiwać się w takiej sytuacji sygnałów dających podstawy do niepokoju o przyszłość polskiej prasy.

Przechodząc do rynku polskiego, w wyniku spowolnienia na rynku reklamowym, przychody segmentu prasy spadły w ubiegłym roku według danych Starlinka o 18,4%. Jeszcze bardziej ucierpiała *Gazeta Wyborcza*, gdzie wpływy reklamowe spadły o 29,4%. W rezultacie powyższego załamania sprzedaży reklam, relacja uzyskiwanych przychodów do zasięgu czytelniczego spadła w *Gazecie* poniżej poziomu z 2006 roku mimo wzrostu gospodarczego i inflacji tego okresu. Zanotowany spadek był też znacząco wyższy, niż spadek przychodów telewizyjnych Grupy TVN w relacji do wskaźnika AMR. Chociaż powyższe relacje nie stanowią dokładnego odzwierciedlenia kosztu dotarcia do klienta dla poszczególnych mediów to jednak dają informację na temat zmian w relatywnej atrakcyjności segmentów. Poniższy wykres pokazuje, że przychody reklamowe przypadające na zasięg czytelniczego rosły w okresie dobrej koniunktury, choć w stopniu zdecydowanie wolniejszym niż wzrost wpływów reklamowych w stosunku do AMR w TVN co jest efektem wciąż niskich cen na polskim rynku telewizyjnym będących pokłosiem wojny rabatowej z początku wieku. W okresie dekonunktury na rynku reklamowym zarówno w TVN jak i w Agorze „wynagrodzenie” za osiągnięty zasięg malało, przy czym podobnie jak w okresie koniunktury wzajemna relacja zmieniała się na korzyść TVN. Trend zmiany relacji między obydwoma grupami mediowym był przy tym stosunkowo stabilny (niewielkie przyspieszenie spadku w okresie dekonunktury), co wskazuje naszym zdaniem na dwie zależności. Po pierwsze kluczową kwestią dla przyszłych osiągnięć Agory będzie utrzymanie wskaźników czytelnictwa co najmniej w obecnym lekko spadkowym trendzie. Po drugie brakuje wyraźnych sygnałów świadczących o tym by prasa zaczęła popadać w wyraźną niełaszkę u reklamodawców, co w naszej opinii oddała perspektywę całkowitej marginalizacji segmentu.

### Przychody reklamowe (w PLN) w relacji do zasięgu czytelniczego (Agora) i wskaźnika AMR (TVN)



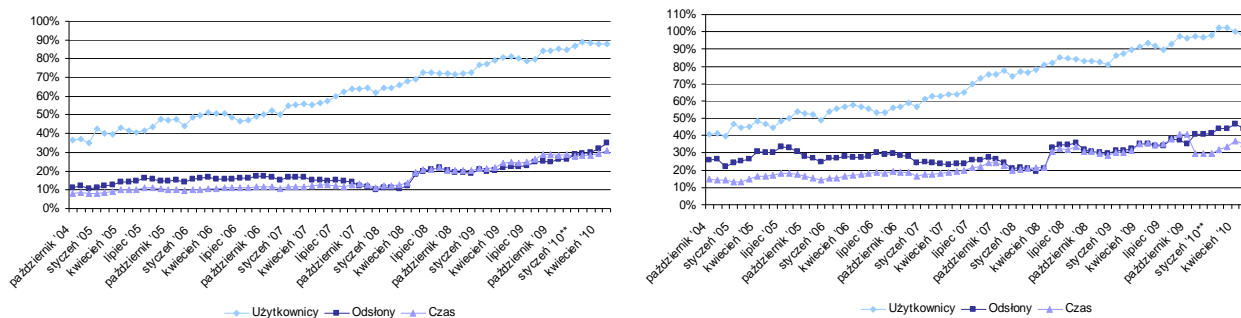
Źródło: TVN, Agora, AGB Nielsen

### Internet

Ograniczanie znaczenia segmentu prasy na polskim rynku reklamowym będzie według nas procesem długofalowym, a głównym beneficjentem takiego trendu będzie segment

online. Dlatego też entuzjastycznie oceniamy kroki Agory podjęte w celu umocnienia swojej pozycji w sieci. W ostatnich latach spółka mocno inwestowała w rozwój swojej działalności internetowej, co poskutkowało znaczącym wzrostem zasięgu portali Grupy. Wpływ dokonanych nakładów na rozwój najwyraźniej widać po liczbie użytkowników portali Agory. Pod koniec 2004 roku portale skupione wokół gazeta.pl miały niemal trzykrotnie mniej użytkowników niż liderujący rynekowi Onet.pl i zajmowały zaledwie piąte miejsce w kraju. Obecnie gazeta.pl posiada ponad 11,5 mln unikalnych użytkowników i zajmuje trzecie miejsce w Polsce z niewielką 2% stratą do wicelidera (wp.pl), a liczba użytkowników stanowi już 87,9% osiągnięcia Onetu.

### Wskaźniki zasięgu gazeta.pl jako odsetek wskaźników onet.pl (lewy wykres) i wp.pl (prawy)



Źródło: Megapanel PBI/Gemius

W nieco mniejszym stopniu odczuwalna jest poprawa wyników portali Agory pod względem liczby odslon i spędzonego czasu. Gazeta.pl nadal ma bardzo dużą stratę w tym zakresie do największych portali, niemniej również tutaj postęp jest widoczny. Od końca 2004 roku relacja liczby odslon generowanych przez portal Agory do liczby odslon generowanych przez lidera (Onet.pl) i wicelidera (wp.pl) wzrosła z odpowiednio 11,3% i 26,0% do 34,9% i 43,8%, co pozwoliło mu przesunąć się z piątej na czwartą pozycję w kraju. Analogiczna relacja dla czasu spędzanego przesunęła się w ciągu ostatnich sześciu lat z 8,1% wyniku Onetu i 15,1% wyniku Wirtualnej Polski do odpowiednio do 31,0% i 34,9%.

Bieżący rok jest pierwszym, w którym widać efekty spieniężania lepszych parametrów zasięgu internetowego segmentu Agory, co pozwoliło na osiągnięcie rentowności operacyjnej (po pierwszym półroczu 4,9 mln PLN EBITDA i 1,4 mln PLN EBIT). Naszym zdaniem w najbliższych latach coraz bardziej będą uwzględniać lepsze parametry zasięgu Agory w sieci, co będzie przekładać się na większy od rynku wzrost przychodów oraz znaczącą poprawę rentowności. Uważamy, że w perspektywie 5 lat segment online Agory będzie w stanie osiągnąć terazniejsze wyniki Onetu (za ostatnie cztery kwartały 195,1 mln PLN przychodów i 76,2 mln PLN EBITDA). Tym samym większość ewentualnej utraty wyniku w segmencie prasy codziennej powinno zostać zrekompensowane przyszłym wzrostem znaczenia segmentu online.

## Wycena

### Podsumowanie wyceny Agory

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	1321,5	50%	
Wycena porównawcza	962,0	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	653,6	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	1270,4	50%	
Wartość wykreowana na przejęciu Heliosa	74,8		
<b>Średnia</b>	<b>1216,6</b>		<b>1311,8</b>
na 1 akcję Agory			25,8

### Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Agory w okresie od 2010 do 2019 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,4% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 3,0%.
4. W wycenie stosujemy dług netto spółki na koniec 2009 roku powiększony o wypłaconą w tym roku dywidendę.
5. Grupę wyceniamy jako sumę aktywów wyceniając osobno dotychczasową działalność Grupy i Wartość wykreowaną na zakupie Centrum Filmowego Helios.
6. Ze względu na brak pełnego sprawozdania finansowego Heliosa za 2009 rok, wstrzymujemy się ze sporządzaniem prognoz wyników na najbliższe lata i wycenę opieramy na historycznych wynikach spółki z 2009 roku.
7. W wycenie porównawczej Heliosa stosujemy 10% premię uwzględniającą oczekiwane szybsze tempo rozwoju polskiego rynku kinowego.

### Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek medialnych na lata 2010-2012. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

### Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek medialnych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2010P	2011P	2012P	2010P	2011P	2012P
Promotora de information (Prisa)		8,0	7,5	7,2	4,4	4,1	3,2
Gruppo Editoriale L'Espresso		5,6	4,8	4,6	12,3	9,4	8,4
Axel Springer AG		6,3	5,8	5,3	10,7	9,6	8,7
Daily Mail		7,5	6,9	6,4	10,0	8,9	8,2
McClatchy Corp		5,2	5,2	-	5,1	4,5	-
New York Times Corp		4,9	4,8	-	10,9	10,7	-
Naspers Ltd		19,9	16,3	14,6	21,7	16,5	12,8
RCS Mediagroup		10,3	8,8	8,1	25,2	14,2	11,2
Arnoldo Mondadori Editore		6,7	5,9	5,9	10,1	7,9	7,6
Maksimum		19,9	16,3	14,6	25,2	16,5	12,8
Minimum		4,9	4,8	4,6	4,4	4,1	3,2
<b>Mediana</b>		<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>10,7</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>
Agora	24,3	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>18,4</b>	<b>19,2</b>	<b>15,5</b>
premia / dyskonto		-4,0%	6,9%	-15,7%	71,8%	105,3%	83,7%



### Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla operatorów kinowych

	EV/EBITDA 2009	P/E 2009
CJ CGV CO LTD	7,2	11,6
CINEWORLD GROUP PLC	6,8	11,2
CARMIKE CINEMAS INC	7,4	-
CINEMARK HOLDINGS INC	7,7	22,0
CINEMAX INDIA LTD	7,2	14,8
FAME INDIA LTD	19,6	143,3
KINEPOLIS	6,7	14,1
MAJOR CINEPLEX GROUP PCL	8,4	26,9
NATIONAL CINEMEDIA INC	8,4	31,0
PVR LTD	7,8	25,4
REGAL ENTERTAINMENT GROUP-A	7,6	23,2
CINEMA CITY INTERNATIONAL NV	10,9	17,2
Maksimum	19,6	143,3
Minimum	6,7	11,2
<b>Mediana</b>	<b>7,7</b>	<b>22,0</b>
Helios	<b>6,2</b>	<b>10,4</b>
premia / dyskonto	-19,6%	-52,9%

### Podsumowanie wyceny CF Helios

	mln PLN	waga
Wycena porównawcza	216,3	100%
w tym		
na bazie wskaźnika P/E	249,4	50%
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	183,2	50%
Implikowana wycena 84% pakietu akcji	181,7	
Kwota należna z tytułu zakupu pakietu Heliosa	106,9	
Wartość wykreowana na przejęciu	74,8	

**Model DCF**

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 063,8</b>	<b>1 080,3</b>	<b>1 145,5</b>	<b>1 235,6</b>	<b>1 313,6</b>	<b>1 382,8</b>	<b>1 438,9</b>	<b>1 483,4</b>	<b>1 523,0</b>	<b>1 564,4</b>	
zmiana	-	1,6%	6,0%	7,9%	6,3%	5,3%	4,1%	3,1%	2,7%	0,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>154,7</b>	<b>149,1</b>	<b>164,0</b>	<b>177,8</b>	<b>187,2</b>	<b>196,2</b>	<b>204,1</b>	<b>210,0</b>	<b>213,1</b>	<b>217,1</b>	
marża EBITDA	14,5%	13,8%	14,3%	14,4%	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,0%	13,9%	
Amortyzacja	81,5	81,8	82,1	82,4	82,7	83,1	83,4	83,8	84,1	84,1	
<b>EBIT</b>	<b>73,2</b>	<b>67,3</b>	<b>82,0</b>	<b>95,4</b>	<b>104,5</b>	<b>113,2</b>	<b>120,6</b>	<b>126,2</b>	<b>129,0</b>	<b>133,0</b>	
marża EBIT	6,9%	6,2%	7,2%	7,7%	8,0%	8,2%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	
Opodatkowanie EBIT	13,9	12,8	15,6	18,1	19,9	21,5	22,9	24,0	24,5	25,3	
<b>NOPLAT</b>	<b>59,3</b>	<b>54,5</b>	<b>66,4</b>	<b>77,3</b>	<b>84,7</b>	<b>91,7</b>	<b>97,7</b>	<b>102,3</b>	<b>104,5</b>	<b>107,7</b>	
CAPEX	-58,0	-57,7	-59,9	-63,4	-66,0	-68,1	-69,4	-70,2	-70,6	-84,1	
Kapitał obrotowy	-13,6	-0,6	-3,0	-3,8	-3,6	-3,8	-3,9	-2,8	-2,5	-2,8	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>69,2</b>	<b>78,0</b>	<b>85,5</b>	<b>92,6</b>	<b>97,8</b>	<b>102,8</b>	<b>107,8</b>	<b>113,1</b>	<b>115,5</b>	<b>104,9</b>	<b>108,1</b>
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
współczynnik dyskonta	95,9%	86,9%	78,7%	71,2%	64,5%	58,4%	52,9%	47,9%	43,4%	35,5%	
PV FCF	66,4	67,7	67,3	65,9	63,1	60,0	57,0	54,1	50,1	570,3	
<b>WACC</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>
Koszt długu	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	0,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Premia za ryzyko	5,0%	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	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy			3,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>							
Wartość rezydualna (TV)		1 452,8	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		570,3									
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy		592,8		<b>1,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>			
Wartość firmy (EV)		1 163,1	WACC +1,0pp	23,3	22,7	22,4	22,3	22,7			
Dług netto		-158,4	WACC +0,5pp	24,3	25,3	26,5	28,1	30,1			
Inne aktywa nieoperacyjne		0,0	WACC	25,4	26,5	<b>28,0</b>	29,8	32,4			
Udziałowcy mniejszościowi		0,0	WACC -0,5pp	26,7	28,0	29,7	31,9	35,1			
Wartość firmy		1 321,5	WACC -1,0pp	28,0	29,6	31,6	34,4	38,5			
Liczba akcji (mln)		50,9									
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>		<b>25,9</b>									
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego		7,8%									
<b>Cena docelowa</b>		<b>28,0</b>									
EV/EBITDA(*10) dla ceny docelowej		7,5									
P/E(*10) dla ceny docelowej		21,1									
Udział TV w EV		49%									

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 277,7</b>	<b>1 110,1</b>	<b>1 063,8</b>	<b>1 080,3</b>	<b>1 145,5</b>	<b>1 235,6</b>	<b>1 313,6</b>
<i>zmiana</i>	-	-13,1%	-4,2%	1,6%	6,0%	7,9%	6,3%
Przychody reklamowe	916,1	732,2	728,1	748,3	810,4	897,3	971,8
Sprzedaż wydawnictw	200,2	193,4	175,9	170,3	168,9	167,5	166,2
Kolekcje wydawnicze	63,2	79,8	62,1	62,1	63,6	65,2	66,9
Pozostała sprzedaż	98,2	104,7	97,7	99,7	102,6	105,6	108,7
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>1 233,1</b>	<b>1 057,2</b>	<b>990,6</b>	<b>1 013,0</b>	<b>1 063,6</b>	<b>1 140,2</b>	<b>1 209,1</b>
Materiały, energia, towary i materiały	211,2	222,8	183,3	185,5	192,8	205,4	215,7
Wynagrodzenia	298,7	268,1	270,8	277,1	291,4	312,1	331,0
Program motywacyjny	27,2	10,2	12,0	20,8	22,4	25,1	27,3
Amortyzacja	83,8	81,2	81,5	81,8	82,1	82,4	82,7
Reprezentacja i reklama	218,2	150,1	135,3	138,6	147,8	162,4	175,5
Wydarzenia jednorazowe	41,7	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	352,3	322,5	295,9	297,2	314,3	339,0	362,2
<b>EBIT</b>	<b>44,6</b>	<b>52,9</b>	<b>73,2</b>	<b>67,3</b>	<b>82,0</b>	<b>95,4</b>	<b>104,5</b>
<i>zmiana</i>	-	18,6%	38,4%	-8,1%	21,8%	16,5%	9,5%
<i>marża EBIT</i>	3,5%	4,8%	6,9%	6,2%	7,2%	7,7%	8,0%
Wynik na działalności finansowej	4,9	2,5	8,9	12,2	16,0	20,3	24,7
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	-1,6	-1,0	-0,7	0,2	1,3	1,4	1,5
<b>Zysk brutto</b>	<b>47,9</b>	<b>54,4</b>	<b>81,4</b>	<b>79,7</b>	<b>99,3</b>	<b>117,1</b>	<b>130,7</b>
Podatek dochodowy	-24,6	-17,1	-13,8	-15,1	-18,9	-22,3	-24,8
Udziałowcy mniejszościowi	-0,1	-1,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7
<b>Zysk netto</b>	<b>23,4</b>	<b>38,3</b>	<b>67,4</b>	<b>64,3</b>	<b>80,0</b>	<b>94,4</b>	<b>105,2</b>
<i>zmiana</i>	-	63,6%	76,0%	-4,6%	24,4%	17,9%	11,5%
<i>marża</i>	1,8%	3,5%	6,3%	6,0%	7,0%	7,6%	8,0%
Amortyzacja	83,8	81,2	81,5	81,8	82,1	82,4	82,7
<b>EBITDA</b>	<b>128,4</b>	<b>134,1</b>	<b>154,7</b>	<b>149,1</b>	<b>164,0</b>	<b>177,8</b>	<b>187,2</b>
<i>zmiana</i>	-	4,4%	15,4%	-3,6%	10,0%	8,4%	5,3%
<i>marża EBITDA</i>	10,0%	12,1%	14,5%	13,8%	14,3%	14,4%	14,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	55,0	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
EPS	0,4	0,8	1,3	1,3	1,6	1,9	2,1
CEPS	2,0	2,3	2,9	2,9	3,2	3,5	3,7
ROAE	2,0%	3,2%	5,5%	5,1%	6,2%	7,0%	7,5%
ROAA	1,5%	2,4%	4,3%	4,1%	4,9%	5,6%	6,0%

**Bilans**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 598,6</b>	<b>1 538,2</b>	<b>1 563,4</b>	<b>1 597,9</b>	<b>1 657,9</b>	<b>1 729,2</b>	<b>1 802,1</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 065,8</b>	<b>1 023,5</b>	<b>1 000,0</b>	<b>975,9</b>	<b>953,7</b>	<b>934,7</b>	<b>918,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	650,7	613,1	608,4	603,6	599,1	595,3	592,0
Wartości niematerialne	397,0	394,2	375,3	356,1	338,4	323,1	309,8
Długoterminowe aktywa finansowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Należności długoterminowe i RMK	6,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	10,7	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>532,7</b>	<b>514,7</b>	<b>563,4</b>	<b>622,0</b>	<b>704,1</b>	<b>794,5</b>	<b>884,1</b>
Zapasy	18,9	16,2	15,7	16,6	18,0	19,9	21,8
Należności handlowe i RMK	244,9	215,7	212,6	215,9	228,9	247,0	262,5
Należności z tytułu podatku dochodowego	5,3	4,1	4,4	4,5	4,7	5,1	5,4
Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,0	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4
Środki pieniężne	263,7	124,2	176,3	230,6	298,0	368,1	439,9
<b>(mln PLN)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 598,6</b>	<b>1 538,2</b>	<b>1 563,4</b>	<b>1 597,9</b>	<b>1 657,9</b>	<b>1 729,2</b>	<b>1 802,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 167,1</b>	<b>1 196,1</b>	<b>1 238,2</b>	<b>1 269,1</b>	<b>1 317,3</b>	<b>1 372,2</b>	<b>1 430,9</b>
Kapitał akcyjny	55,0	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
Kapitały rezerwowe	219,5	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7	146,7
Zyski zatrzymane	892,8	998,6	1 040,6	1 071,2	1 119,0	1 173,4	1 231,4
Kapitały mniejszości	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,7	1,2	1,8
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>138,5</b>	<b>99,9</b>	<b>97,0</b>	<b>97,1</b>	<b>99,1</b>	<b>102,1</b>	<b>104,5</b>
Kredyty i pożyczki	95,5	52,4	52,4	52,4	52,4	52,4	52,4
Rezerwy	43,0	47,1	44,2	44,3	46,3	49,3	51,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>292,9</b>	<b>242,2</b>	<b>228,2</b>	<b>231,7</b>	<b>241,4</b>	<b>255,0</b>	<b>266,8</b>
Kredyty i pożyczki	59,7	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4
Zobowiązania handlowe	167,6	146,6	134,6	137,7	144,6	154,4	163,0
Inne zobowiązania	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rezerwy	15,0	12,6	12,5	12,7	13,4	14,5	15,4
Rozliczenia międzyokresowe	50,5	40,5	38,6	38,9	40,9	43,6	45,8
Dług	155,2	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8
Dług netto	-108,5	-183,8	-235,9	-290,2	-357,6	-427,7	-499,5
(Dług netto / Kapitał własny)	-9,3%	-15,4%	-19,0%	-22,9%	-27,1%	-31,2%	-34,9%
(Dług netto / EBITDA)	-0,8	-1,4	-1,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7
BVPS	21,2	23,5	24,3	24,9	25,9	26,9	28,1

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>183,5</b>	<b>139,9</b>	<b>126,5</b>	<b>133,5</b>	<b>143,5</b>	<b>153,2</b>	<b>160,3</b>
Zysk brutto	47,9	54,4	81,4	79,7	99,3	117,1	130,7
Odsetki	-4,9	-2,5	-8,9	-12,2	-16,0	-20,3	-24,7
Amortyzacja	83,8	81,2	81,5	81,8	82,1	82,4	82,7
Kapitał obrotowy	30,2	4,1	-13,6	-0,6	-3,0	-3,8	-3,6
Podatek	-32,1	-10,6	-13,8	-15,1	-18,9	-22,3	-24,8
Pozostałe	58,7	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-153,0</b>	<b>-200,1</b>	<b>-39,1</b>	<b>-35,5</b>	<b>-34,0</b>	<b>-33,1</b>	<b>-31,4</b>
CAPEX	-114,6	-52,6	-58,0	-57,7	-59,9	-63,4	-66,0
Inwestycje kapitałowe	-120,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	81,6	-147,5	18,9	22,2	26,0	30,2	34,6
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-104,5</b>	<b>-79,4</b>	<b>-35,4</b>	<b>-43,7</b>	<b>-42,1</b>	<b>-50,0</b>	<b>-57,1</b>
Dług	16,0	-60,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	-19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-98,9	0,0	-25,5	-33,7	-32,2	-40,0	-47,2
Odsetki	-16,2	0,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
Inne	-5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-74,0</b>	<b>-139,6</b>	<b>52,0</b>	<b>54,3</b>	<b>67,4</b>	<b>70,1</b>	<b>71,8</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	263,7	124,2	176,3	230,6	298,0	368,1	439,9
DPS (PLN)	0,3	0,0	0,5	0,7	0,6	0,8	0,9
FCF	19,7	66,7	70,7	78,0	85,5	92,6	97,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	9,1%	4,9%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%

**Wskaźniki rynkowe**

	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
P/E	57,1	32,3	18,4	19,2	15,5	13,1	11,8
P/CE	12,5	10,4	8,3	8,5	7,6	7,0	6,6
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	1,0	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
FCF/EV	1,6%	6,3%	7,1%	8,2%	9,7%	11,4%	13,2%
EV/EBITDA	9,6	7,9	6,5	6,4	5,4	4,6	4,0
EV/EBIT	27,5	19,9	13,7	14,1	10,7	8,5	7,1
EV/S	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6
DYield	1,4%	0,0%	2,1%	2,7%	2,6%	3,2%	3,8%
<b>Cena (PLN)</b>							
Liczba akcji na koniec roku (mln)	55,0	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
MC (mln PLN)	1336,0	1237,8	1237,8	1237,8	1237,8	1237,8	1237,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,7	1,2	1,8
EV (mln PLN)	1 227,4	1 053,7	1 001,9	947,8	880,8	811,2	740,1



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, Media

#### Departament Analiz:

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

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

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

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

#### 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)

#### Maklerzy:

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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@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)

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@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  
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@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

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 rekomendacji. 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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 rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

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

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Agora**

<b>rekomendacja</b>	Trzymaj	Trzymaj
<b>data wydania</b>	2010-02-24	2010-05-27
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	23,85	24,76
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	38533,89	40550,33