



RAPORT ANALITYCZNY

Agora S.A.

media

ISSN 1508-308X

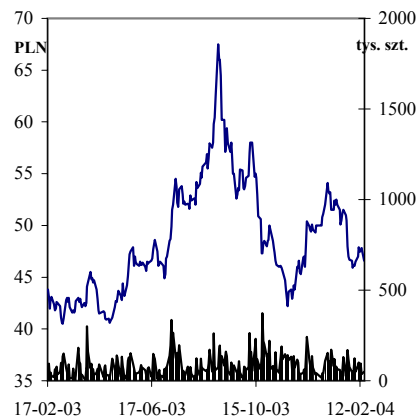
Warszawa, 17.02.04

Zapowiada się kolejny trudny rok

Rok 2004 zapowiada się dla Agory jako okres, w którym Gazeta Wyborcza walczy z Faktem o utrzymanie pozycji rynkowej jako czołowego dziennika ogólnokrajowego, jak również z innymi tytułami o zachowanie dominującej pozycji na rynku warszawskim. Ze wstępnych szacunków Zarządu rynek reklamy w segmencie dzienniki wzrośnie w br. o 1-2%, co jest wielkością zdecydowanie niższą niż można było oczekiwać, biorąc pod uwagę prognozowany wzrost gospodarczy (+4,5%). Przy takim wzroście rynku, uwzględniając rosnącą konkurencję można oczekiwać kilkuprocentowego spadku przychodów reklamowych Gazety (ok. -6%). W takim otoczeniu, aby chronić długoterminową wartość spółki Zarząd podjął decyzję o grupowych zwolnieniach (12% zatrudnionych w Grupie) oraz zmianach redakcyjnych w Gazecie. Reasumując rok 2004 zapowiada się jako okres zwiększonych kosztów reklamy i promocji Gazety oraz kosztów restrukturyzacji przy (w najlepszym wypadku) przychodach na poziomie roku 2003. Dodatkowo spółka odczuwa zwiększone koszty zakupu papieru, związane z osłabieniem złotego w stosunku do Euro.

W roku 2004 należy oczekiwać poprawy wyników w przypadku AMS, Czasopism oraz segmentu radiowego. Wg Zarządu segmenty te w większym stopniu odczują poprawę sytuacji na rynku reklamowym (szacowany wzrost odpowiednio o: +6%, +6% oraz +8%). Szczególnie ambitnym celem wydaje się założone przez Zarząd osiągnięcie pozytywnego wyniku EBITDA przez rozgłoszenie radiowe Agory, które muszą konkurować z dominującymi na krajowym rynku rozgłościami ogólnokrajowymi. W br. negatywnie na skonsolidowane wyniki Agory (ok. -5 mln PLN) będzie wpływał nowy magazyn dla kobiet, który spółka zamierza wprowadzić na rynek w kwietniu. Break even na poziomie EBITDA dla nowego tytułu przewidziany jest po trzech latach.

Mając na uwadze wymienione czynniki obniżamy nasze prognozy wyników spółki w roku 2004 i lata kolejne. Jednocześnie obniżamy cenę docelową dla akcji spółki do 42 PLN. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.



Rekomendacja **REDUKUJ**

Cena 46,50
Cena docelowa 42,00

Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.) 56 758
 Free float 64%
 Kapitalizacja (mln. zł) 2 639

Struktura akcjonariatu

Agora-Holding Sp. z o.o. 25,7%
 Cox Poland Investments, Inc. 10,3%
 Deutsche Bank Trust Co. Amer. 9,3%
 Pozostali 54,7%

Analizy

Michał Marczak

tel (4822) 697 47 38
 fax (4822) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
 ul. Wspólna 47/49
 00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaz	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBDIT
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2001	777,1	118,9	180,1	266,1	46,5	3,2	14,7	18	2,6	4,7	9,9	12,0
2002	785,3	74,3	53,1	169,0	46,5	0,9	49,7	19	2,5	3,0	15,6	14,3
2003	853,5	17,3	2,1	138,2	46,5	0,0	1 246,1	19	2,5	2,4	19,1	17,5
2004P	882,7	19,7	1,4	125,4	46,5	0,0	1 927,5	19	2,5	2,2	21,0	16,3
2005P	963,0	57,2	38,7	158,9	46,5	0,7	68,3	20	2,4	2,8	16,6	12,7

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.



Rachunek wyników

(mln PLN)	1998	1999	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
Przychody	549,9	689,7	810,7	777,1	785,3	853,5	882,7	963,0
Koszty	279,1	330,3	390,1	432,0	461,1	561,6	585,0	617,2
Zysk brutto na sprzedaży	270,8	359,4	420,7	345,1	324,1	291,9	297,6	345,7
Koszty sprzedaży	39,7	54,1	79,4	92,2	120,0	157,9	162,6	165,9
Koszty zarządu	66,4	98,0	106,4	102,6	123,5	113,1	115,4	117,7
Zysk na sprzedaży	164,7	207,3	234,9	150,3	80,7	20,9	19,7	62,2
Wynik na pozostałej dz. operacyjnej	-41,5	-13,5	-25,4	-31,4	-6,3	-3,6	0,0	-5,0
EBIT	123,2	193,8	209,6	118,9	74,3	17,3	19,7	57,2
<i>marża EBIT</i>	<i>22,4%</i>	<i>28,1%</i>	<i>25,8%</i>	<i>15,3%</i>	<i>9,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,2%</i>	<i>5,9%</i>
Amortyzacja	46,1	42,0	48,4	80,8	103,1	123,2	124,1	120,2
EBITDA	169,3	235,8	258,0	199,6	177,4	140,5	143,7	177,4
<i>marża EBITDA</i>	<i>30,8%</i>	<i>34,2%</i>	<i>31,8%</i>	<i>25,7%</i>	<i>22,6%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,3%</i>	<i>18,4%</i>
Wynik na działalności finansowej	-24,0	1,0	19,8	92,6	9,3	-9,8	-1,9	6,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odpis wartości firmy z konsolidacji	28,1	0,0	0,0	0,0	-5,2	-12,9	-12,9	-12,9
Zysk brutto	71,1	194,8	229,4	211,6	78,4	-5,0	4,9	51,0
Podatek dochodowy	42,4	62,2	55,3	31,5	22,1	-9,6	0,9	9,7
Udział w zyskach/stratach	-36,1	0,0	0,0	0,0	2,3	1,7	1,8	1,8
Akcjonariusze mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Zysk netto	-7,4	132,6	174,1	180,1	53,1	2,1	1,4	38,7



Bilans

(mln PLN)	1998	1999	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
AKTYWA	416,7	839,7	1 047,4	1 157,9	1 431,9	1 362,3	1 284,2	1 276,3
Majątek trwały	312,4	491,4	729,7	846,2	1 207,3	1 119,0	1 007,1	904,1
Wartości niematerialne i prawne	25,4	22,2	19,8	32,1	111,0	104,7	102,6	100,6
Wartość firmy jed. podporządkow.	0,0	0,0	0,0	0,0	178,2	176,9	164,0	151,2
Rzeczowe aktywa trwałe	252,6	429,8	654,6	752,5	889,0	805,6	708,7	620,6
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Inwestycje długoterminowe	31,5	38,3	53,9	60,2	27,8	30,6	30,6	30,6
Długoterminowe RMK	2,9	1,0	1,3	1,4	1,3	0,9	1,0	1,0
Majątek obrotowy	104,3	348,4	317,8	311,8	224,6	243,3	277,2	372,3
Zapasy	16,9	18,5	25,7	15,7	14,7	15,2	15,5	15,8
Należności krótkoterminowe	68,9	84,3	102,7	106,6	147,0	123,1	125,2	130,9
Inwestycje krótkoterminowe	18,5	245,6	189,4	189,6	58,5	98,6	129,8	218,7
Krótkoterminowe RMK	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	6,5	6,7	6,9

(mln PLN)	1998	1999	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
PASYWA	416,7	839,7	1 047,4	1 157,9	1 431,9	1 362,3	1 284,2	1 276,3
Kapitał własny	166,1	665,0	839,2	1 019,3	1 063,7	1 065,2	1 076,7	1 115,4
Kapitał akcyjny	44,1	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8
Kapitał zapasowy	128,4	474,8	607,7	781,8	963,6	1 016,0	1 018,1	1 019,5
Kapitał z aktualizacji wyceny	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Zysk/strata z lat ubiegłych	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,3	-10,1	0,0	0,0
Zysk netto	-7,4	132,6	174,1	180,1	53,1	2,1	1,4	38,7
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,3	1,3	1,3
Ujemna wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania i rezerwy	250,7	174,8	208,3	138,7	366,6	295,8	206,3	159,7
Rezerwy	6,9	4,3	5,1	32,1	55,0	38,5	38,9	40,1
Zobowiązania krótkoterminowe	63,1	79,1	91,2	0,0	140,1	139,6	50,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	169,3	78,5	93,8	89,1	137,5	82,3	82,3	84,6
Rozliczenia międzyokresowe	11,3	12,8	18,3	17,5	33,9	35,4	35,0	35,0

	1998	1999	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
P/E		19,9	15,2	14,7	49,7	1 246,1	1 927,5	68,3
P/BV		4,0	3,1	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4
P/CE		15,1	11,9	9,9	15,6	19,1	19,1	15,4
MC/S		3,8	3,3	3,4	3,4	3,1	3,0	2,7
EV/EBITDA		10,5	9,8	12,0	14,3	17,5	16,3	12,7
EV/EBIT		12,8	12,1	20,6	36,6	154,6	130,1	42,3
EV/S		3,6	3,1	3,2	3,5	3,1	2,9	2,5

	1998	1999	2000	2001	2002P	2003P	2004P	2005P
Przepływy operacyjne		190,0	225,9	286,0	210,3	101,2	158,7	181,8
CAPEX i inwestycje kapitałowe		222,9	286,4	202,5	480,9	61,1	37,9	42,9
Dług		-101,1	4,3	-83,4	139,5	0,1	-89,6	-50,0
Emisja akcji		361,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu gotówki		227,1	-56,2	0,1	-131,1	40,1	31,2	88,9



Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Agory S.A.

Rekomendacja	Redukuj
data wydania	2003-08-08
kurs z dnia rekomendacji	53.60
WIG w dniu rekomendacji	18372.55



Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Z-ca dyrektora
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl
Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl
Grzegorz Stepień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl
Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82
Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Doradca Inwestycyjny
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Makler Pap. Wart.
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl
Asystent analityka, analiza techniczna

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 księgowa

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 księgowa) - 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 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi jej wcześniejsza zmiana.

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

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.

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.

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.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych 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.