

24 lutego 2010

Aktualizacja raportu


**Media**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>23,85 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>24,20 PLN</b>
Kapitalizacja	1215 mln PLN
Free float	660 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,27 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

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

**Strategia dotycząca sektora**

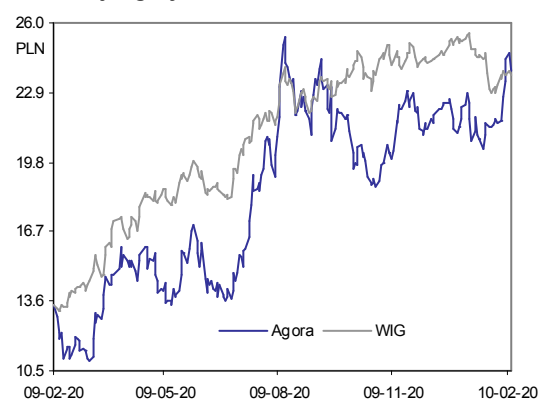
Reklama jest branżą późnocykliczną powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych w długim okresie, które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

12.04 raport za 2009 rok

**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

## Trzymaj

(Obniżona)

### Rynek reklamy powoli ożywa

**Wyniki 4Q2009 w Agorze ponownie zaprezentowały duży potencjał spółki do redukcji kosztów działalności. Symptomy poprawy sytuacji widać również po stronie przychodowej, gdzie negatywna dynamika przychodów reklamowych została zredukowana do -16,6% wobec -20,1% w skali całego roku. Ścieżka poprawy sytuacji na rynku reklamowym powinna być kontynuowana w kolejnych kwartałach, a uwzględniając znaczne spadki jakie miały miejsce w 2Q2009 uważamy, że Agora jest w stanie osiągnąć w tym roku pozytywną dynamikę przychodów z reklamy. Jednocześnie w ciągu ostatniego miesiąca kurs akcji spółki wzrósł o 16,9% dyskontując scenariusz poprawy wyników. W związku z powyższym obniżamy naszą rekomendację z kupuj do trzymaj wyznaczając cenę docelową na poziomie 24,2 PLN (poprzednio 23,7 PLN).**

**Czwarty kwartał pozytywnie zaskakuje**

Wyniki czwartego kwartału oceniamy jako dobre. Agora ponownie zredukowała skalę ubytków przychodów reklamowych jednocześnie znacząco obniżając koszty działalności. Po stronie przychodowej negatywnym zaskoczeniem był ubytek wpływów z kolekcji wydawniczych o 8,0 mln PLN. Grupami kosztów, które uległy największemu ograniczeniu są wynagrodzenia (spadek o 13,7 mln PLN, r/r), reklama i reprezentacja (-17,3 mln PLN, r/r) i pozostałe koszty operacyjne (-14,4 mln PLN). Dzięki powyższym oszczędnościom spółce udało się osiągnąć bardzo dobry wynik 19,5 mln PLN zysku operacyjnego i 14,9 mln PLN zysku netto.

**Prognozy dla rynku reklamowego w 2010 roku**

Stopniowo podnoszone prognozy makroekonomiczne wskazują, że tegoroczny wzrost PKB sięgnie około 2-2,5%. Dodatkowo korzystniejszy powinien być jego skład z mniejszym udziałem eksportu netto i większym konsumpcji. Skłania nas to do podniesienia tegorocznych prognoz wzrostu rynku reklamowego do 3%. Uważamy, że w takim scenariuszu rynkowym przychody reklamowe Agory wzrosną o 0,5%, mimo że spółka posiada dużą ekspozycję na segmenty, które z opóźnieniem odczują poprawę sytuacji. Spodziewamy się wzrostu przychodów reklamowych segmentu internetowego (+16%) i reklamy zewnętrznej (+3%). Spadki przychodów będą naszym zdaniem kontynuowane w segmencie prasy (-3%), magazynów (-2%) i radia (-4%).

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 277,7	1 110,1	1 112,4	1 180,2	1 264,0
EBITDA	128,4	134,1	149,7	154,1	170,1
marża EBITDA	10,0%	12,1%	13,5%	13,1%	13,5%
EBIT	44,6	52,9	65,3	69,5	85,1
Zysk netto	23,4	38,3	59,4	66,1	82,6
DPS	0,0	0,4	0,6	0,6	0,8
P/E	56,0	31,7	20,5	18,4	14,7
P/CE	12,2	10,2	8,5	8,1	7,2
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	9,4	7,7	6,5	6,0	5,0
DYield	0,0%	1,6%	2,4%	2,7%	3,4%

# Rynek reklamy powoli ożywa

## Sytuacja finansowa

### Wyniki 4Q2009 – nieznacznie lepiej od oczekiwań

Wyniki za czwarty kwartał 2009 roku opublikowane przez Agorę są nieznacznie powyżej naszych prognoz. Główne źródło zaskoczenia na wynikach miało miejsce po stronie kosztowej. Znacząca redukcja kosztów reklamy i reprezentacji oraz innych kosztów operacyjnych przekroczyła nasze oczekiwania.

Spółka w sprawozdaniu skorygowała również porównywalne dane za 4Q2008 przenosząc odpis wartości Trader.com z salda działalności finansowej do działalności operacyjnej zgodnie z metodologią zastosowaną w rocznym sprawozdaniu finansowym za 2008 rok.

Przychody spółki wyniosły 291,1 mln PLN i były o 1,7% niższe od naszych szacunków. Źródłem odchylenia była przede wszystkim sprzedaż kolekcji wydawniczych, gdzie spółka zanotowała spadek obrotów w ujęciu r/r o 34,5 %, podczas gdy my zakładaliśmy ich obniżenie o 5,2%. Zbliżona do prognoz była wartość przychodów reklamowych (198,4 mln PLN vs. 198 mln PLN szacunków) i i wpływy ze sprzedaży wydawnictw (48,2 mln PLN vs. 49 mln PLN prognozy). O 2,3 mln PLN wyższe były natomiast przychody z pozostałej sprzedaży.

### Wyniki finansowe Agory w 4Q2009 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	4Q2009	4Q2008	zmiana	4Q2009P	różnica	konsensus	różnica	2009	2008	zmiana
Przychody	291,1	335,9	-13,3%	296,0	-1,7%	293,0	-0,6%	1110,1	1277,7	-13,1%
EBITDA	39,5	-2,7	n/a	35,1	12,4%	33,4	18,3%	134,1	128,4	4,4%
marża	13,6%	-0,8%	-	11,9%	-	11,4%	-	0,1	0,1	20,2%
EBIT	19,5	-25,4	n/a	13,2	47,2%	13,5	44,4%	52,9	44,6	18,6%
Zysk brutto	20,3	-25,1	n/a	13,5	49,9%	-	-	54,4	47,9	13,6%
Zysk netto	14,9	-30,7	n/a	11,4	30,2%	12,2	22,1%	38,3	23,3	64,4%

Źródło: Agora, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Niewielkie negatywne odchylenie na przychodach zostało zrekomensowane większymi od naszych szacunków cięciami kosztów. Bliskie naszym prognozom były wartości kosztów materiałów i energii, wynagrodzeń, programu motywacyjnego. Odchylenie od naszych prognoz na poziomie kosztów powstało przy kosztach reprezentacji i reklamy, które spadły do 40,5 mln PLN (o 29,9% r/r), przy 45,4 mln PLN naszych szacunków (-21,5% r/r). Pokazuje to, że nie miał miejsca w czwartym kwartale oczekiwany przez nas efekt walki o budżety reklamowe w 2010 roku i związane z nimi zwiększone nakłady na powiększenie wskaźników czytelności na koniec roku. Większe od naszych założeń były też cięcia pozostałych kosztów operacyjnych, które spadły z 100,0 mln PLN do 85,6 mln PLN (91,0 mln PLN naszej prognozy). W efekcie wynik operacyjny Agory wyniósł 19,5 mln PLN wobec 13,2 mln PLN naszych założeń.

Saldo finansowe zamknęło się kwotą 1,1 mln PLN, przy nieco wyższym od naszych oczekiwań podatku dochodowym. Wynik netto wyniósł w konsekwencji 14,9 mln PLN, przy 30,5 mln PLN straty przed rokiem i 11,4 mln PLN naszej prognozy.

### Wyniki finansowe Agory w 4Q2009 w podziale na segmenty

	4Q2009			4Q2008		
	przychody	EBITDA	marża	przychody	EBITDA	marża
prasa codzienna	178,0	46,6	26,2%	206,9	44,8	21,7%
internet	26,4	-0,9	-3,4%	23,8	-27,6	-116,0%
reklama zewnętrzna	45,8	3,8	8,3%	55,0	7,0	12,7%
czasopisma	22,3	4,1	18,4%	25,9	0,6	2,3%
radio	20,9	2,2	10,5%	25,9	2,1	8,1%

Źródło: Agora

W ujęciu segmentowym na wyróżnienie zasługuje segment prasy, który istotnie zredukował ujemną dynamikę wpływów reklamowych poprzednich kwartałów (-20,9% r/r, co było zgodne z naszą prognozą, którą postrzegaliśmy jako ambitną). Słabo choć i tak lepiej od oczekiwań radził sobie segment reklamy zewnętrznej (spadek wpływów z reklamy o 15,8%, wobec zakładanego przez nas 19% spadku). Nieco gorzej od naszych wcześniejszych założeń wypadł natomiast segment czasopism, którego przychody

reklamowe spadły o 18,5%, przy oczekiwanym przez nas 14% spadku. Warto zaznaczyć jednak, że mimo znacznego spadku przychodów reklamowych, a także spadku wpływów ze sprzedaży wydawnictw (-7,1% r/r) wynik operacyjny segmentu wzrósł z 0,5 mln PLN do 4,0 mln PLN, co wynika z dużej redukcji kosztów zatrudnienia oraz kosztów materiałów i energii.

## Agora w obliczu odbicia na rynku reklamowym

### Rynek reklamowy w 2010 roku

Po bardzo trudnym dla branży reklamowej 2009 roku wiele czynników wskazuje na to, że 2010 rok stanowić będzie okres wybicia dla rynku reklamowego.

Prognozy makroekonomiczne przewidują, że po wąłym wzroście w 2009 roku, który wyniósł około 1,7%, polska gospodarka przyspieszy w tym roku osiągając dynamikę na poziomie 2,0-2,5%. Dużo korzystniejszy dla rynku reklamowego ma być też skład produktu krajowego, w którym w większym stopniu ma partycypować konsumpcja, a w mniejszym eksport netto. Czynnikiem negatywnie wpływającym na dynamikę rynku może być niższa inflacja. Wpływ tego czynnika uznajemy jednak jako drugorzędny względem realnej dynamiki PKB i jego poszczególnych składowych.

Kolejnym argumentem, który naszym zdaniem może przekładać się pozytywnie na tegoroczny wzrost rynku reklamowego jest sytuacja jaka miała na nim miejsce w 2009 roku. Według danych Starlink wartość wydatków na reklamę spadła w tym okresie o 11,4% znacznie przereagowując według nas spadek dynamiki PKB (szacunki Agory mówią nawet o 13% spadku). Spadek wydatków reklamowych sięgnął poziomów osiągniętych w czasie kryzysu rynku reklamowego w latach 2001-02 (łącznie -11,8%), mimo że rynek pracy, a za jego pośrednictwem siła nabywczą konsumenta nie ucierpieli tak jak w czasie kryzysu reklamy z początku stulecia. Według nas skala ubiegłorocznych spadków budżetów reklamowych była objawem obaw o przyszłość gospodarki i miała w dużym stopniu charakter prewencyjny. Tym samym wartość tych budżetów powinna być łatwiejsza do odbudowania w przypadku, gdy reklamodawcy uzyskają pewność co do trwałości ożywienia. W powyższych warunkach uważamy, że bieżący rok zakończy się przynajmniej 3% wzrostem rynku reklamowego. Spodziewamy się przy tym, że w pierwszym kwartale ze względu na stosunkowo wysoką bazę wydatki reklamowe będą jeszcze spadać, a po raz pierwszy na plus rynek reklamy wyjdzie w 2Q2010 wypracowując do końca roku niewielki wzrost. W powyższym scenariuszu rynkowym uważamy, że przychody reklamowe Agory wzrosną już w 2010 roku.

### Segment prasy

Segment prasy codziennej był głównym poszkodowanym recesji jaka miała miejsce na polskim rynku reklamowym w ubiegłym roku. Zgodnie z danymi Starlink wydatki na reklamę w tym segmencie spadły w 2009 roku o 18,1%. W jeszcze trudniejszej sytuacji znajdował się segment prasowy Agory, którego przychody obniżyły się w trakcie zeszłego roku o 28,3%, przy czym spadek wpływów *Gazety Wyborczej* sięgnął 29,4%. Przyczyną głębszego od konkurencji spadku przychodów Agory w tym segmencie była bardzo duża ekspozycja na mocno cierpiący rynek ogłoszeń o pracę. Z pominięciem tego typu ogłoszeń spadek przychodów *Gazety* był porównywalny do spadku całkowitych wydatków na reklamę w prasie.

Prasa zazwyczaj z opóźnieniem odczuwa ożywienie na rynku reklamowym. Dlatego też po tak znaczącym spadku wartości wydatków reklamowych, prasie trudno będzie wyjść na pozytywną roczną dynamikę już w tym roku. Niemniej duże spadki jakie miały miejsce zaczynając od drugiego kwartału zdecydowanie obniżają bazę odniesienia, a w miarę jak dane makroekonomiczne będą potwierdzały przyspieszenie dynamiki wzrostu PKB, powinno wrócić większe zaufanie reklamodawców, którzy ostro zareagowali na zagrożenie światowym kryzysem na początku 2009 roku. Z tego względu uważamy, że w drugim półroczu bieżącego roku mogą pojawić się niewielkie wzrosty wydatków w segmencie. Zakładamy, że ostatecznie tegoroczna dynamika segmentu prasowego wyniesie 0%. W odniesieniu do Agory wydaje nam się, że duża ekspozycja na ogłoszenia o pracę (które mogą jeszcze ucierpieć wraz ze wzrostem bezrobocia) może powodować, że w 2010 roku spółka ponownie zanotuje słabszą dynamikę od konkurencji. Oczekujemy, że wpływy reklamowe segmentu prasowego w ramach Agory spadną o 3% w porównaniu do ubiegłego roku.

### Segment Internet

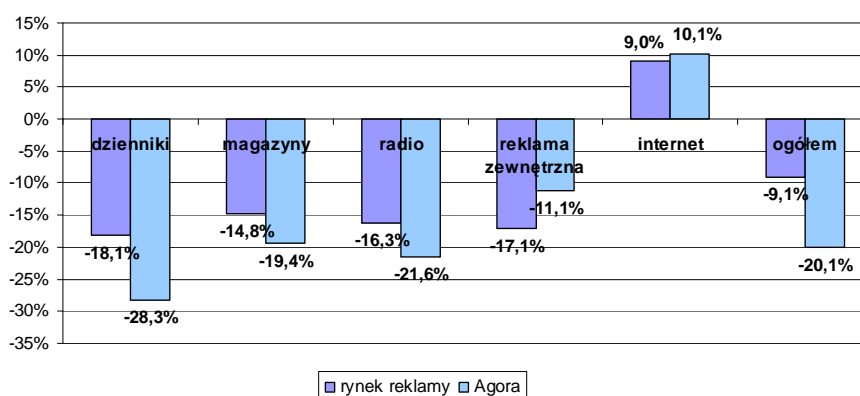
Internet był obok kina jedynym segmentem rynku reklamy, który oparł się recesji. Przychody segmentu według danych Starlink wzrosły w ubiegłym roku o 9%. Jeszcze lepszą dynamikę wzrostu zanotował segment internetowy Agory, którego obroty wzrosły w porównaniu do 2008 roku o 10,1%. W ubiegłym roku portale Agory znacząco powiększyły

zasięg i 2010 rok będzie naszym zdaniem okresem, w którym spółka w większym stopniu zacznie monetizować ten sukces. W rezultacie wzrost wpływów reklamowych Agory w Internecie powinien nadal przekraczać dynamikę części graficznej segmentu. Oczekujemy, że wartość segmentu wzrośnie w tym roku o 16% w dużym stopniu będąc jednak generowana przez wyszukiwarki internetowe. Wzrost części graficznej, w której operuje Agora wyniesie najprawdopodobniej 9-10%. W odniesieniu do Agory spodziewamy się 16% wzrostu przychodów w segmencie.

### Segment reklamy zewnętrznej

Wartość segmentu reklamy zewnętrznej spadła w ubiegłym roku aż o 17,1%. W odróżnieniu od innych segmentów, gdzie gwałtowny spadek wydatków reklamowych pojawił się w drugim kwartale 2009 roku, znaczne zaostrzenie kryzysu w outdoorze nastąpiło dopiero w drugim półroczu 2010 roku. Jako segment procykliczny w ramach rynku reklamy outdoor, stosunkowo wcześniej powinien odczuć poprawę koniunktury. Pozytywnie na wydatki w segmencie będzie też naszym zdaniem wpływać jesienno-zimowa kampania prezydencka. Dlatego też mimo opóźnienia z jakim reklama zewnętrzna weszła w spowolnienie oraz gwałtownego spadku wartości segmentu w ostatnim półroczu oczekujemy, że outdoor zanotuje w 2010 roku 3% wzrost przychodów. W podobnym tempie wzrosnąć powinna sprzedaż tego segmentu w Agorze.

### Zmiana przychodów segmentów rynku reklamowego i Agory w 2009 roku



Źródło: Agora, Starlink

### Segment czasopism

Czasopisma podobnie jak prasa odczuły mocny spadek przychodów reklamowych. Segment stracił w ubiegłym roku 14,8% swojej wartości. W jeszcze większym stopniu uszczupliły się przychody Agory z tego segmentu obniżając się o 19,4%. Naszym zdaniem podobnie jak w przypadku prasy, magazyny z pewnym opóźnieniem odczuwają poprawę sytuacji na rynku. Spodziewamy się, że cały 2010 rok zakończy się dla tego segmentu płaską dynamiką wzrostu. Dla segmentu czasopism Agory zakładamy 2% spadek przychodów reklamowych. Niższa dynamika w stosunku do segmentu będzie według nas wynikać z pozycjonowania Agory przede wszystkim w miesięcznikach, które najmocniej odczuwały spowolnienie.

### Segment radia

Według nas radio będzie medium najpóźniej wychodzącym z recesji. W całym 2009 roku wartość segmentu spadła o 16,3%, a zatem wolniej niż przychody prasy, reklamy zewnętrznej czy magazynów. O ile jednak w pozostałych z wyżej wymienionych widać stopniową poprawę sytuacji i łagodzenie kwartalnych spadków wartości to w radio widoczna jest nadal tendencja do pogłębiania ujemnych dynamik. Zakładamy, że segment radia straci w tym roku na wartości 4%. Podobnego spadku oczekujemy po segmencie radiowym Agory.

### Korekta prognoz

W związku ze słabszą sprzedażą kolekcji wydawniczych zdecydowaliśmy się obniżyć nasze prognozy przychodów generowanych przez ten segment działalności (z 88,5 mln PLN do 81,3 mln PLN w 2010 roku). Jednocześnie uwzględniając większą od wcześniej przez nas zakładanej skali poczynionych oszczędności korygujemy nieznacznie w dół wydatki na wynagrodzenia. Obniżamy też prognozę innych kosztów operacyjnych (z 335,7 mln PLN do 312,6 mln PLN w 2010 roku) i kosztów reprezentacji i reklamy (z 149,2 mln PLN do 147,7 mln PLN w 2010 roku).

## Wycena

### Podsumowanie wyceny Agory

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	1193,5	50%	
Wycena porównawcza	1085,2	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	756,4	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	1413,9	50%	
<b>Średnia</b>	<b>1139,3</b>		<b>1235,0</b>
na 1 akcję Agory			24,2

### 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 6,2% (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.

### 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)		9,3	8,3	8,4	7,5	4,8	3,7
Gruppo Editoriale L'Espresso		7,3	6,2	5,4	17,5	13,1	10,8
Axel Springer AG		7,3	6,5	6,1	11,8	10,4	9,3
Daily Mail		7,9	7,3	6,9	10,9	9,5	8,8
McClatchy Corp		6,6	6,3	-	7,1	-	-
New York Times Corp		7,3	6,7	-	18,4	15,5	-
Naspers Ltd		13,2	10,8	9,0	20,0	15,2	12,3
RCS Mediagroup		11,1	9,3	7,9	26,8	14,5	12,5
Arnoldo Mondadori Editore		7,8	6,8	6,6	11,5	9,4	7,9
Maksimum		13,2	10,8	9,0	26,8	15,5	12,5
Minimum		6,6	6,2	5,4	7,1	4,8	3,7
<b>Mediana</b>		<b>7,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>11,8</b>	<b>11,7</b>	<b>9,3</b>
Agora	23,9	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>20,5</b>	<b>18,4</b>	<b>14,7</b>
premia / dyskonto		-16,1%	-11,9%	-27,1%	72,9%	56,5%	57,4%

**Model DCF**

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 112,4</b>	<b>1 180,2</b>	<b>1 264,0</b>	<b>1 347,4</b>	<b>1 424,6</b>	<b>1 491,9</b>	<b>1 547,0</b>	<b>1 589,8</b>	<b>1 631,7</b>	<b>1 675,6</b>	
zmiana	0,2%	6,1%	7,1%	6,6%	5,7%	4,7%	3,7%	2,8%	2,6%	0,0%	
<b>EBITDA</b>	<b>149,7</b>	<b>154,1</b>	<b>170,1</b>	<b>183,4</b>	<b>192,5</b>	<b>201,1</b>	<b>208,8</b>	<b>214,6</b>	<b>217,9</b>	<b>222,2</b>	
marża EBITDA	13,5%	13,1%	13,5%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	
Amortyzacja	84,4	84,7	85,0	85,4	85,7	86,1	86,5	86,8	87,2	87,7	
<b>EBIT</b>	<b>65,3</b>	<b>69,5</b>	<b>85,1</b>	<b>98,0</b>	<b>106,8</b>	<b>115,0</b>	<b>122,4</b>	<b>127,7</b>	<b>130,6</b>	<b>134,5</b>	
marża EBIT	5,9%	5,9%	6,7%	7,3%	7,5%	7,7%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	
Opodatkowanie EBIT	12,4	13,2	16,2	18,6	20,3	21,9	23,3	24,3	24,8	25,6	
<b>NOPLAT</b>	<b>52,9</b>	<b>56,3</b>	<b>68,9</b>	<b>79,4</b>	<b>86,5</b>	<b>93,2</b>	<b>99,1</b>	<b>103,4</b>	<b>105,8</b>	<b>108,9</b>	
CAPEX	-60,6	-63,0	-66,1	-69,1	-71,6	-73,5	-74,7	-75,2	-75,6	-87,7	
Kapitał obrotowy	-12,4	-1,7	-3,2	-4,0	-3,8	-4,0	-4,1	-2,9	-2,7	-2,9	
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>64,3</b>	<b>76,2</b>	<b>84,6</b>	<b>91,7</b>	<b>96,8</b>	<b>101,8</b>	<b>106,8</b>	<b>112,2</b>	<b>114,7</b>	<b>106,0</b>	<b>109,2</b>
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
współczynnik dyskonta	91,5%	82,3%	74,0%	66,6%	59,9%	53,8%	48,4%	43,5%	39,2%	31,7%	
PV FCF	58,8	62,8	62,6	61,1	58,0	54,8	51,7	48,9	44,9	468,8	

<b>WACC</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,2%</b>
Koszt długu	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
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	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
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%

**Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)

1 331,6

**Wzrost FCF w nieskończoności**

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

468,8

	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC +1,0pp	21,6	21,0	20,5	20,2	20,2
WACC +0,5pp	22,5	23,2	24,2	25,3	26,9
WACC	23,4	24,3	<b>25,4</b>	26,8	28,6
WACC -0,5pp	24,5	25,5	26,8	28,4	30,7
WACC -1,0pp	25,7	26,9	28,4	30,4	33,1

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

540,8

Wartość firmy (EV)

1 009,7

Dług netto

-183,8

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

Udziałowcy mniejszościowi

0,0

Wartość firmy

1 193,5

Liczba akcji (mln.)

50,9

**Wartość firmy na akcję (PLN)**
**23,4**

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,4%

**Cena docelowa**
**25,4**

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej

6,7

P/E('09) dla ceny docelowej

21,8

Udział TV w EV

46%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 277,7</b>	<b>1 110,1</b>	<b>1 112,4</b>	<b>1 180,2</b>	<b>1 264,0</b>	<b>1 347,4</b>	<b>1 424,6</b>
zmiana	0,4%	-13,1%	0,2%	6,1%	7,1%	6,6%	5,7%
Przychody reklamowe	916,1	732,2	735,9	800,4	880,8	960,4	1 033,7
Sprzedaż wydawnictw	200,2	193,4	195,7	194,0	192,3	190,7	189,3
Kolekcje wydawnicze	63,2	79,8	81,3	82,5	84,6	86,7	88,9
Pozostała sprzedaż	98,2	104,7	99,5	103,3	106,4	109,5	112,8
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>1 233,1</b>	<b>1 057,2</b>	<b>1 047,1</b>	<b>1 110,8</b>	<b>1 179,0</b>	<b>1 249,3</b>	<b>1 317,8</b>
Materiały, energia, towary i materiały	211,2	222,8	216,9	226,2	237,2	249,9	261,4
Wynagrodzenia	298,7	268,1	259,2	267,8	285,0	301,7	318,6
Program motywacyjny	27,2	10,2	13,9	29,5	32,8	34,6	36,0
Amortyzacja	83,8	81,2	84,4	84,7	85,0	85,4	85,7
Reprezentacja i reklama	218,2	150,1	147,7	158,2	170,7	183,9	197,8
Wydarzenia jednorazowe	41,7	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	352,3	322,5	312,6	331,2	354,2	378,9	402,5
<b>EBIT</b>	<b>44,6</b>	<b>52,9</b>	<b>65,3</b>	<b>69,5</b>	<b>85,1</b>	<b>98,0</b>	<b>106,8</b>
zmiana	-62,9%	18,6%	23,5%	6,3%	22,5%	15,2%	8,9%
marża EBIT	3,5%	4,8%	5,9%	5,9%	6,7%	7,3%	7,5%
Wynik na działalności finansowej	4,9	2,5	8,9	12,3	16,1	20,2	24,5
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>73,6</b>	<b>81,9</b>	<b>102,4</b>	<b>119,7</b>	<b>132,8</b>
Podatek dochodowy	-24,6	-17,1	-14,0	-15,6	-19,5	-22,7	-25,2
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>59,4</b>	<b>66,1</b>	<b>82,6</b>	<b>96,4</b>	<b>106,9</b>
zmiana	-76,7%	63,6%	55,1%	11,3%	25,0%	16,7%	10,9%
marża	1,8%	3,5%	5,3%	5,6%	6,5%	7,2%	7,5%
Amortyzacja	83,8	81,2	84,4	84,7	85,0	85,4	85,7
<b>EBITDA</b>	<b>128,4</b>	<b>134,1</b>	<b>149,7</b>	<b>154,1</b>	<b>170,1</b>	<b>183,4</b>	<b>192,5</b>
zmiana	-35,3%	4,4%	11,6%	3,0%	10,3%	7,8%	5,0%
marża EBITDA	10,0%	12,1%	13,5%	13,1%	13,5%	13,6%	13,5%
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	1,2	1,3	1,6	1,9	2,1
CEPS	2,0	2,3	2,8	3,0	3,3	3,6	3,8
ROAE	2,0%	3,2%	4,9%	5,3%	6,4%	7,1%	7,6%
ROAA	1,5%	2,4%	3,8%	4,1%	5,0%	5,6%	5,9%

**Bilans**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 598,6</b>	<b>1 538,2</b>	<b>1 573,7</b>	<b>1 624,1</b>	<b>1 689,7</b>	<b>1 760,3</b>	<b>1 833,5</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 065,8</b>	<b>1 023,5</b>	<b>999,7</b>	<b>978,1</b>	<b>959,2</b>	<b>942,9</b>	<b>928,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	650,7	613,1	608,3	604,0	600,2	597,0	594,1
Wartości niematerialne	397,0	394,2	375,2	357,8	342,7	329,7	318,4
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>574,0</b>	<b>646,1</b>	<b>730,6</b>	<b>817,4</b>	<b>904,7</b>
Zapasy	18,9	16,2	16,6	18,2	20,0	21,8	23,8
Należności handlowe i RMK	244,9	215,7	222,3	235,9	252,6	269,3	284,7
Należności z tytułu podatku dochodowego	5,3	4,1	4,6	4,9	5,2	5,6	5,9
Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,0	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4
Środki pieniężne	263,7	124,2	176,0	232,7	298,3	366,2	435,9

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>PASYWA</b>	<b>1 598,6</b>	<b>1 538,2</b>	<b>1 573,7</b>	<b>1 624,1</b>	<b>1 689,7</b>	<b>1 760,3</b>	<b>1 833,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 167,1</b>	<b>1 196,1</b>	<b>1 236,5</b>	<b>1 273,2</b>	<b>1 323,1</b>	<b>1 378,8</b>	<b>1 438,1</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	1 038,9	1 075,3	1 124,8	1 179,9	1 238,6
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>99,0</b>	<b>101,2</b>	<b>103,9</b>	<b>106,5</b>	<b>108,8</b>
Kredyty i pożyczki	95,5	52,4	52,4	52,4	52,4	52,4	52,4
Rezerwy	43,0	47,1	46,2	48,3	51,1	53,7	56,0
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>238,2</b>	<b>249,8</b>	<b>262,7</b>	<b>275,0</b>	<b>286,6</b>
Kredyty i pożyczki	59,7	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4
Zobowiązania handlowe	167,6	146,6	142,3	151,0	160,3	169,1	177,7
Inne zobowiązania	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rezerwy	15,0	12,6	13,0	13,8	14,8	15,8	16,7
Rozliczenia międzyokresowe	50,5	40,5	40,3	42,5	45,1	47,6	49,7
Dług	155,2	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8
Dług netto	-108,5	-183,8	-235,6	-292,3	-357,9	-425,9	-495,5
(Dług netto / Kapitał własny)	-9,3%	-15,4%	-19,1%	-23,0%	-27,1%	-30,9%	-34,5%
(Dług netto / EBITDA)	-0,8	-1,4	-1,6	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6
BVPS	21,2	23,5	24,3	25,0	26,0	27,1	28,2

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>183,5</b>	<b>139,9</b>	<b>122,6</b>	<b>137,1</b>	<b>148,7</b>	<b>158,1</b>	<b>165,0</b>
Zysk brutto	47,9	54,4	73,6	81,9	102,4	119,7	132,8
Odsetki	-4,9	-2,5	-8,9	-12,3	-16,1	-20,2	-24,5
Amortyzacja	83,8	81,2	84,4	84,7	85,0	85,4	85,7
Kapitał obrotowy	30,2	4,1	-12,4	-1,7	-3,2	-4,0	-3,8
Podatek	-32,1	-10,6	-14,0	-15,6	-19,5	-22,7	-25,2
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>-41,7</b>	<b>-40,8</b>	<b>-40,1</b>	<b>-38,9</b>	<b>-37,1</b>
CAPEX	-114,6	-52,6	-60,6	-63,0	-66,1	-69,1	-71,6
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	34,4
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-104,5</b>	<b>-79,4</b>	<b>-29,1</b>	<b>-39,6</b>	<b>-43,0</b>	<b>-51,2</b>	<b>-58,2</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	-19,1	-29,7	-33,0	-41,3	-48,2
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>51,8</b>	<b>56,7</b>	<b>65,6</b>	<b>67,9</b>	<b>69,7</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	263,7	124,2	176,0	232,7	298,3	366,2	435,9
DPS (PLN)	0,0	0,4	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0
FCF	19,7	66,7	64,3	76,2	84,6	91,7	96,8
(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	56,0	31,7	20,5	18,4	14,7	12,6	11,4
P/CE	12,2	10,2	8,5	8,1	7,2	6,7	6,3
P/BV	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
FCF/EV	1,6%	6,5%	6,6%	8,3%	9,9%	11,6%	13,4%
EV/EBITDA	9,4	7,7	6,5	6,0	5,0	4,3	3,7
EV/EBIT	27,0	19,5	15,0	13,3	10,1	8,1	6,8
EV/S	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
DYield	0,0%	1,6%	2,4%	2,7%	3,4%	4,0%	4,4%

**Cena (PLN)**

Liczba akcji na koniec roku (mln)	55,0	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
MC (mln PLN)	1311,2	1214,9	1214,9	1214,9	1214,9	1214,9	1214,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,7	1,2	1,8
EV (mln PLN)	1 202,6	1 030,8	979,2	922,8	857,6	790,2	721,2



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:**

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@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

#### **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)

#### **„Prywatny Makler”**

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@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**

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-07-24	2009-08-25	2009-09-04	2009-11-13
kurs z dnia rekomendacji	15,85	25,00	21,88	19,75
WIG w dniu rekomendacji	33529,50	38744,26	36009,43	40229,36