

27 maja 2010

Aktualizacja raportu


Media
Polska

Cena bieżąca	24,76 PLN
Cena docelowa	25,20 PLN
Kapitalizacja	1261 mln PLN
Free float	685 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	5,04 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.

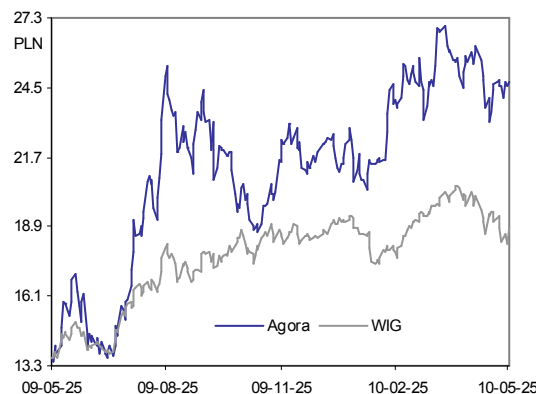
Profil spółki

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

12.08—publikacja raportu za 2Q2010
20.08—publikacja raportu za 1H2010

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

(Niezmieniona)

Ożywienia w reklamie ciąg dalszy

1Q2010 i obserwowane w nim słabnące spadki wpływów reklamowych i utrzymywane pod kontrolą koszty działalności stanowią potwierdzenie pozytywnych tendencji obserwowanych w Agorze w ostatnim roku. Oczekujemy, że również 2Q2010 mimo negatywnego wpływu żaloby narodowej pokaże dalszą poprawę sytuacji na rynku. Na 2010 rok spółka notowana jest z 82,3% premią do zagranicznych wydawców na wskaźniku P/E (efekt wysokiej amortyzacji) oraz 5,0% dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA. Jednocześnie spółka jest w trakcie finalizacji korzystnej transakcji zakupu udziałów w operatorze kinowym Helios. Nawet po sfinalizowaniu transakcji Agora wciąż będzie posiadała środki na dokonanie następnych budujących wartości przejęć. Uwzględniając wartość wykreowaną na przejęciu, a także w wyniku skorygowania założeń dotyczących 2011 roku podnosimy naszą cenę docelową do 25,2 PLN podtrzymując dotychczasową rekomendację trzymaj.

Dobry pierwszy kwartał

Wyniki pierwszego kwartału oceniamy jako dobre. Agorze nie tylko ponownie udało się zredukować skalę ubytku przychodów reklamowych, ale również podtrzymać znaczną redukcję kosztów, głównie w zakresie materiałów i energii (spadek o 10,2 mln PLN r/r) oraz kosztów reprezentacji i reklam (-12,3 mln PLN r/r). Ze względu na poprawę sytuacji w branży reklamowej oraz urealnienie celów dla pracowników działu sprzedaży, wyhamowaniu uległo tempo spadku kosztów wynagrodzeń (-3,5 mln PLN r/r). W rezultacie wynik operacyjny przekroczył oczekiwania rynkowe (13,0 mln PLN) i sięgnął 16,7 mln PLN. W wyniku zmian w strukturze organizacyjnej grupy nastąpiło odwrócenie naliczonego podatku, które przełożyło się na 3,0 mln PLN ujemnego podatku w pierwszym kwartale, co wpłynęło z kolei na osiągnięcie wysokiego zysku netto w wysokości 21,7 mln PLN.

Zakup Heliosa

Zakup 84% akcji operatora kinowego Helios stanowił długo oczekiwaną przez inwestorów inwestycję Agory. Zarówno pod względem operacyjnym jak i finansowym akwizycję tą oceniamy pozytywnie. Zakup Heliosa będzie wiązał się z dywersyfikacją przychodów i większym uniezależnieniem od rynku reklamy. Jednocześnie działalność Heliosa nie odbiega w tak znaczący sposób od podstawowej działalności Agory, by móc powodować obawy o zdolność do zarządzania nową linią biznesową, tym bardziej, że w spółce pozostanie dotychczasowy zarząd, który będzie jednocześnie mniejszościowym akcjonariuszem spółki. Nie sprawdziły się wywołane wcześniejszą akwizycją Trader.com obawy wielu inwestorów, że akwizycja jakiej może dokonać Agora będzie drogą i nieoptymalną. Implikowana przez wynegocjowaną kwotę zakupu cena Heliosa generuje na wskaźnikach znaczne poziomy dyskonta w stosunku do spółek prowadzących podobną działalność.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 277,7	1 110,1	1 087,8	1 134,0	1 214,3
EBITDA	128,4	134,1	149,8	148,9	164,3
marża EBITDA	10,0%	12,1%	13,8%	13,1%	13,5%
EBIT	44,6	52,9	65,4	64,2	79,3
Zysk netto	23,4	38,3	59,5	61,9	77,9
DPS	0,0	0,4	0,6	0,6	0,8
P/E	58,1	32,9	21,2	20,4	16,2
P/CE	12,7	10,6	8,8	8,6	7,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	9,8	8,0	6,8	6,5	5,5
DYield	0,0%	1,5%	2,4%	2,5%	3,1%

Ożywienie w reklamie

Sytuacja finansowa

Wyniki 1Q2010

Wyniki Agory w pierwszym kwartale 2010 roku ukształtowały się nieznacznie powyżej naszych oczekiwań na poziomie wyniku operacyjnego oraz okazały się zdecydowanie lepsze na poziomie wyniku netto. Wpływ na znaczące odchylenie zysku netto od naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego miało zaksięgowanie ujemnego podatku dochodowego w wysokości -3,0 mln PLN, wobec oczekiwanych przez nas +2,9 mln PLN, wynikających z przyjęcia efektywnej stawki podatkowej na poziomie 19%.

Przychody Agory spadły mniej niż oczekiwaliśmy (248,1 mln PLN vs. 244,4 mln PLN naszej prognozy) m.in. za sprawą mniejszego spadku przychodów reklamowych (ostatecznie spadły do 159,3 mln PLN przy oczekiwanych przez nas 156,9 mln PLN). Pozytywnie należy tu wyróżnić segment outdooru, który obniżył wpływy reklamowe zaledwie o 8,7%, co stanowi znaczne złagodzenie dynamiki spadków w porównaniu do ubiegłego kwartału kiedy ujemna dynamika przekraczała 15,0%. Nasze oczekiwania kształtowały się na poziomie -11,1% r/r. Do 14,5% ujemną dynamikę przychodów z reklamy zredukował też segment prasowy, co naszym zdaniem wyraźnie wskazuje na ożywienie w branży i stanowi dobry prognostyk przed kolejnymi kwartałami.

Mocniejszy od naszych oczekiwań spadek zanotowały natomiast wpływy z kolekcji wydawniczych (14,1 mln PLN vs. 22,9 mln PLN rok temu i 17,0 mln PLN naszej prognozy).

Wyniki finansowe Agory w 1Q2010 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	1Q2010	1Q2009	zmiana	1Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010P	2009	zmiana
Przychody	248,1	274,4	-9,6%	244,4	1,5%	244,0	1,7%	1112,4	1110,1	0,2%
EBITDA	36,5	25,8	41,5%	34,9	4,6%	33,0	10,6%	149,7	134,1	11,6%
marża	14,7%	9,4%	-	14,3%	-	13,5%	-	13,5%	12,1%	-
EBIT	16,7	5,7	193,0%	14,4	16,0%	13,0	28,5%	65,3	52,9	23,5%
Zysk brutto	18,8	6,3	198,4%	15,0	25,3%	-	-	73,6	54,4	35,2%
Zysk netto	21,7	1,1	1872,7%	12,2	78,6%	12,0	80,8%	59,6	38,3	55,6%

Źródło: Agora, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Po stronie kosztowej pozytywnym zaskoczeniem jest znaczący spadek kosztów materiałów i energii (-18,4% r/r). częściowo wpływ miała na to niższa sprzedaż egzemplarzowa, a także mniej sprzedanych kolekcji, częściowo spadek wynikał z mocniejszej polskiej waluty, a także niższych cen papieru. Kolejny raz spółce udało się również mocno zredukować koszty reprezentacji i reklamy, które spadły o 32,2% do 25,9 mln PLN (28,5 mln PLN naszej prognozy). Negatywne zaskoczenie stanowią natomiast naszym zdaniem koszty wynagrodzeń, które spadły r/r jedynie o 4,9%, mimo faktu, że 1Q2010 był pierwszym miesiącem, w którym w pełni powinien być widoczny efekt restrukturyzacji zatrudnienia. Mniejszy spadek kosztów wynagrodzeń wynika ze zrewidowanych targetów w odniesieniu do planów sprzedażowych, których przekroczenie wpłynęło na wypłatę wyższych wynagrodzeń dla pracowników pracujących na stanowiskach sprzedażowych.

W efekcie powyższych czynników wynik operacyjny wyniósł 16,7 mln PLN przy 14,4 mln PLN naszej prognozy i 13,0 mln PLN konsensusu rynkowego.

Wyższe niż się spodziewaliśmy było saldo na działalności finansowej. Spółka zainwestowała środki w bezpieczne papiery wartościowe, co pozwoliło na wypracowanie nadwyżki z działalności finansowej w wysokości 2,4 mln PLN. W wyniku zmian w strukturze kapitałowej Grupy (sprzedaż udziałów w spółce Inforadio sp. z o.o. Grupie Radiowej Agory sp. z o.o.) Agora miała możliwość zaksięgowania ujemnego podatku w wysokości 3,0 mln PLN. W rezultacie wynik netto raportowanego okresu sięgnął aż 21,7 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas 12,2 mln PLN.

W podziale segmentowym na pozytywne wyróżnienie zasługuje segment Internetu, który poza wysoką dynamiką przychodów zanotował również pierwszy od 2Q2008 pozytywny wynik na poziomie EBITDA oraz niewielką stratę operacyjną w wysokości -0,1 mln PLN.

Pozytywnie odbieramy też wynik segmentu prasowego, który mimo wciąż znacznego spadku przychodów wynikającego z niższych wpływów reklamowych, jak również spadającej sprzedaży egzemplarzowej oraz malejącej sprzedaży kolekcji wydawniczych dzięki znacznemu ścięciu kosztów osiągnął bardzo dobry wynik 45,7 mln PLN zysku na

poziomie EBITDA (w ostatnich latach lepszy kwartalny wynik segment miał jedynie w 1Q2008 i 4Q2009).

Mimo znacznie zmniejszonej ujemnej dynamiki przychodów słabiej wypadł natomiast segment outdooru, gdzie Agora zanotowała 5,0 mln PLN operacyjnej straty.

Wyniki finansowe Agory w 1Q2010 w podziale na segmenty

	1Q2010			1Q2009		
	Przychody	EBITDA	marża	Przychody	EBITDA	marża
Prasa codzienna	156,3	45,7	29,2%	156,3	39,1	25,0%
Internet	21,2	1,7	8,0%	19,5	-0,7	-3,6%
Reklama zewnętrzna	35,0	0,6	1,7%	38,5	2,9	7,5%
Czasopisma	20,5	3,7	18,0%	23,4	2,9	12,4%
Radio	16,0	1,7	10,6%	18,6	1,4	7,5%

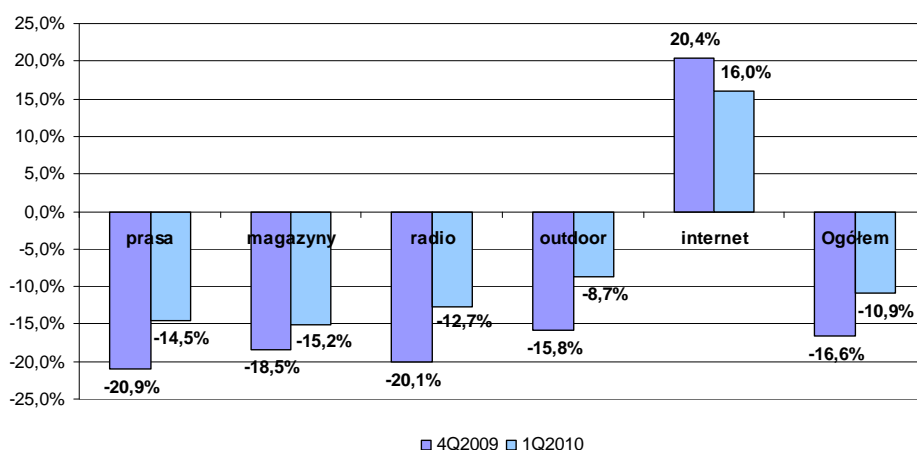
Źródło: Agora

Perspektywy na przyszłość

Widoczne ożywienie w reklamie

Pierwszy kwartał przyniósł w Agorze poprawę dynamik przychodów reklamowych r/r w niemal wszystkich segmentach działalności Grupy. Wyjątkiem był jedynie segment internetowy, który jednak jako jedyny pozostawał w czasie kryzysu na wzrostowej ścieżce. Oczekujemy, że drugi kwartał mimo negatywnego wpływu żałoby narodowej na niektóre segmenty powinien również zakończyć się poprawą dynamik w większości segmentów. Spodziewamy się, że w najmniejszym stopniu skutki żałoby odczuł segment outdooru, gdzie większość rozpoczętych kampanii była kontynuowana. W prasie codziennej i czasopismach skutki dziewięciu dni żałoby były dużo bardziej odczuwalne jednak są to media, w których przerzucenie budżetów reklamowych na inny termin jest stosunkowo proste (kwestia dodrukowania stron w majowych i czerwcowych wydaniach). W internecie dużo będzie zależało od elastyczności reklamodawców w kwestii wyboru miejsc umieszczenia banerów reklamowych (np. główna strona gazety.pl może mieć problemy z wchłonięciem odroczonego przez żałobę zapotrzebowania na powierzchnię reklamową). Najtrudniejsza sytuacja w związku z żałobą będzie miała najprawdopodobniej miejsce w radiu, gdzie ograniczenia ustawowe oraz stosunkowo słaba pozycja segmentu będzie się zapewne wiązać z dużymi trudnościami w odzyskaniu utraconych przychodów.

Dynamika r/r wpływów reklamowych segmentów Agory w 1Q2010 i 4Q2009



Źródło: Agora

2011 rok wciąż budzi niepewność

Obecny rozwój sytuacji na rynku reklamowym zapewnia według nas osiągnięcie naszej prognozy wzrostu rynku o 3%. Ważnym czynnikiem ryzyka pozostaje jednak według nas koniunktura w reklamie w 2011 roku. Inkorporując ostrożne podejście do rynku reklamowego w przyszłym roku zdecydowaliśmy się obniżyć nasze oczekiwania w stosunku do odbicia wpływów reklamowych Grupy w tym okresie z 8,8% do 5,9%.

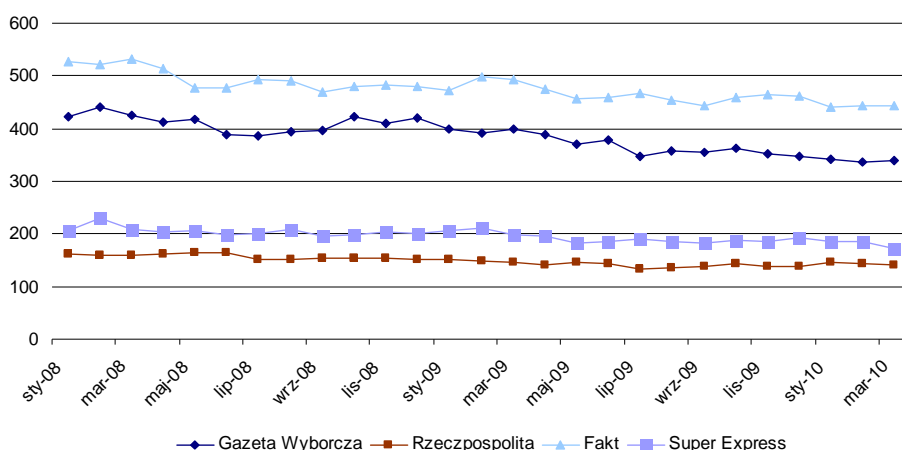
Słabe wyniki sprzedaży *Gazety Wyborczej*

W grudniu zarysowała się obecna również w pierwszym kwartale tendencja załamania

sprzedaży *Gazety Wyborczej*. Sprzedaż kioskowa dziennika spadała w pierwszych trzech miesiący roku w tempie 17,2%, a sprzedaż ogółem (z pominięciem innych form rozpowszechniania) malała w tempie 16,0%. W tym samym czasie *Rzeczpospolita*, główny konkurent wśród dzienników opiniotwórczych, utrzymywała pozytywną dynamikę sprzedaży kioskowej na poziomie 10,7%, a sprzedaż ogółem malała w tempie 8,0%. Dane *Dziennika Gazety Prawnej* nie są jeszcze porównywalne ze względu na przeprowadzoną we wrześniu ubiegłego roku fuzję tytułów. Zaostrzenie spadków sprzedaży *Gazety* jest o tyle zaskakujące, że pojawiło się w okresie, kiedy baza porównawcza zawierała już jedną podwyżkę ceny egzemplarzowej. Relatywną słabość w stosunku do *Rzeczpospolitej* tylko częściowo tłumaczy słaba postawa konkurenta przed rokiem (-25,5% r/r w sprzedaży kioskowej 1Q2009/1Q2008 przy -13,1% *Gazety*). Uważamy, że drugi kwartał może przynieść złagodzenie obserwowanych spadków zarówno ze względu na wejście do bazy odniesienia drugiej podwyżki ceny egzemplarzowej, jak i ze względu na toczącą się kampanię prezydencką oraz startujący w czerwcu mundial. Z uwagi na słaby pierwszy kwartał obniżamy naszą prognozę średniego rozpowszechniania płatnego *Gazety* w tym roku do 320 tys. egzemplarzy.

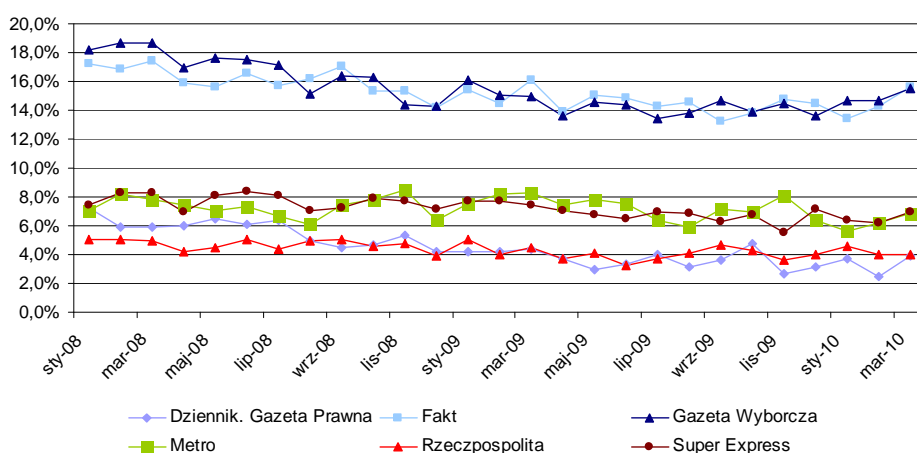
Zwracamy jednocześnie uwagę, że mimo obserwowanego spadku sprzedaży *Gazety* stabilnie zachowują się jej wskaźniki czytelnictwa, które są kluczowe z punktu widzenia reklamodawców. Malejąca sprzedaż egzemplarzowa nie powinna zatem wpływać na spadek alokacji budżetów reklamowych do tytułu.

Średnia miesięczna sprzedaż ogólnopolskich dzienników



Źródło: ZKPD

Wskaźniki czytelnictwa ogólnopolskich dzienników



Źródło: ZKPD

Inwestycja w Heliosa

Helios trzecim co do wielkości operatorem kinowym w Polsce posiadającym 26 kin rozmieszczonych głównie w południowej i zachodniej Polsce. Łączna liczba ekranów kinowych jaką dysponuje Helios to 140, przy 31,2 tys. miejsc. Większość przychodów



Helios czerpie ze sprzedaży biletów (około 74% w 2009 roku). Drugim ważnym źródłem przychodu są kinowe bary, które odpowiadały w minionym roku za 21% sprzedaży Grupy Helios.

Łączna cena nabycia 84% akcji Helios wyniesie 25,0 mln EUR (102,7 mln PLN). Cena nabycia może zostać podwyższona, o kwotę nie wyższą niż 1,1 mln EUR (4,5 mln PLN), w zależności od rezultatu badania przez zewnętrznego eksperta stanu zobowiązań Helios. Przy założeniu dokonania powyższej dopłaty w przyszłości wynegocjowana kwota implikuje cenę zakupu całego Heliosa na poziomie około 127 mln PLN. Helios posiada około 100 mln PLN zadłużenia netto, co kreuje EV przedsiębiorstwa na poziomie 227 mln PLN.

Przejmując Heliosa Agora w większym stopniu uniezależnia się od przychodów reklamowych oraz kondycji rynku reklamowego. Segment reklamy kinowej stanowi zaledwie 1% wartości polskiego rynku reklamowego i mimo dynamicznego rozwoju ostatnich lat należy się spodziewać, że również w przyszłości jego znaczenie dla polskich reklamodawców pozostanie zdecydowanie mniejsze niż zainteresowanie telewizją, prasą, internetem czy reklamą zewnętrzną. W przypadku Heliosa uzależnienie od przychodów reklamowych jest jeszcze mniejsze niż u jego konkurentów. W CCI około 12% obrotów generuje reklama, w Heliosie poniżej 5%. Przy uwzględnieniu konsolidacji wyników Heliosa za 2009 rok udział wpływów z reklamy spada z 66,0% do 56,5%. Jednocześnie model biznesowy i otoczenie rynkowe Heliosa wydaje się nam na tyle znane Agorze, że spółka nie powinna mieć żadnych problemów z włączeniem nowej linii biznesowej do swojej działalności.

Wycena

Podsumowanie wyceny Agory

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	1231,3	50%	
Wycena porównawcza	994,5	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	658,8	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	1330,1	50%	
Wartość wykreowana na przejęciu Heliosa	74,8		
Średnia	1187,7		1284,7
na 1 akcję Agory			25,2

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 5,9% (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.
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)		8,8	8,0	8,0	5,3	4,0	2,8
Gruppo Editoriale L'Espresso		6,3	5,4	4,6	13,6	10,3	8,2
Axel Springer AG		7,2	6,2	5,8	11,6	9,8	9,0
Daily Mail		8,3	7,6	7,0	11,5	9,9	9,0
McClatchy Corp		5,8	5,9	-	7,9	8,4	-
New York Times Corp		5,1	5,2	-	12,8	12,6	-
Naspers Ltd		13,2	10,8	9,0	21,0	15,9	12,4
RCS Mediagroup		10,9	9,0	8,3	26,7	14,5	9,9
Arnoldo Mondadori Editore		6,7	5,8	5,6	10,2	8,0	7,0
Maksimum		13,2	10,8	9,0	26,7	15,9	12,4
Minimum		5,1	5,2	4,6	5,3	4,0	2,8
Mediana		7,2	6,2	7,0	11,6	9,9	9,0
Agora	24,8	6,8	6,5	5,5	21,2	20,4	16,2
premia / dyskonto		-5,0%	5,0%	-21,9%	82,3%	105,5%	80,4%



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
Mediana	7,7	22,0
Helios	6,2	10,4
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+
Przychody ze sprzedaży	1 087,8	1 134,0	1 214,3	1 296,7	1 371,1	1 436,0	1 489,1	1 534,5	1 575,0	1 617,4	
zmiana	-2,0%	4,2%	7,1%	6,8%	5,7%	4,7%	3,7%	3,0%	2,6%	0,0%	
EBITDA	149,8	148,9	164,3	178,0	187,3	196,1	203,8	209,4	212,6	216,8	
marża EBITDA	13,8%	13,1%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	
Amortyzacja	84,4	84,7	85,0	85,3	85,7	86,0	86,4	86,7	87,1	87,5	
EBIT	65,4	64,2	79,3	92,7	101,7	110,1	117,4	122,6	125,5	129,2	
marża EBIT	6,0%	5,7%	6,5%	7,1%	7,4%	7,7%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	
Opodatkowanie EBIT	12,4	12,2	15,1	17,6	19,3	20,9	22,3	23,3	23,8	24,5	
NOPLAT	53,0	52,0	64,3	75,1	82,4	89,2	95,1	99,3	101,6	104,7	
CAPEX	-59,3	-60,5	-63,5	-66,5	-68,9	-70,7	-71,9	-72,6	-73,0	-87,5	
Kapitał obrotowy	-12,6	-1,1	-3,1	-3,9	-3,7	-3,9	-4,0	-2,8	-2,6	-2,8	
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	65,5	75,0	82,6	90,0	95,4	100,6	105,6	110,7	113,1	101,8	104,9
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	
współczynnik dyskonta	94,1%	84,9%	76,5%	69,0%	62,2%	56,1%	50,6%	45,6%	41,1%	33,5%	
PV FCF	61,7	63,7	63,2	62,1	59,4	56,4	53,5	50,5	46,5	492,5	
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
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	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
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)	1 327,5	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	492,5	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	554,9	WACC +1,0pp	22,2	21,6	21,1	20,9	21,0				
Wartość firmy (EV)	1 047,4	WACC +0,5pp	23,1	23,9	24,9	26,1	27,8				
Dług netto	-183,8	WACC	24,0	25,0	26,1	27,7	29,7				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	25,1	26,2	27,6	29,4	31,9				
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -1,0pp	26,3	27,6	29,3	31,5	34,6				
Wartość firmy	1 231,3										
Liczba akcji (mln.)	50,9										
Wartość firmy na akcję (PLN)	24,2										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	26,1										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	7,0										
P/E('09) dla ceny docelowej	22,4										
Udział TV w EV	47%										

Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	1 277,7	1 110,1	1 087,8	1 134,0	1 214,3	1 296,7	1 371,1
<i>zmiana</i>	<i>0,4%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>4,2%</i>	<i>7,1%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,7%</i>
Przychody reklamowe	916,1	732,2	735,0	778,0	855,2	934,3	1 005,1
Sprzedaż wydawnictw	200,2	193,4	185,0	183,3	181,6	180,1	178,6
Kolekcje wydawnicze	63,2	79,8	70,1	71,1	72,9	74,7	76,6
Pozostała sprzedaż	98,2	104,7	97,7	101,5	104,5	107,6	110,8
Koszty operacyjne	1 233,1	1 057,2	1 022,4	1 069,7	1 134,9	1 204,0	1 269,4
Materiały, energia, towary i materiały	211,2	222,8	201,0	206,8	216,7	228,7	239,1
Wynagrodzenia	298,7	268,1	262,5	268,6	285,7	302,8	319,7
Program motywacyjny	27,2	10,2	13,9	29,5	32,7	34,6	36,0
Amortyzacja	83,8	81,2	84,4	84,7	85,0	85,3	85,7
Reprezentacja i reklama	218,2	150,1	141,4	148,0	160,1	172,9	185,8
Wydarzenia jednorazowe	41,7	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	352,3	322,5	307,0	319,5	341,1	365,2	387,8
EBIT	44,6	52,9	65,4	64,2	79,3	92,7	101,7
<i>zmiana</i>	<i>-62,9%</i>	<i>18,6%</i>	<i>23,6%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>23,5%</i>	<i>16,9%</i>	<i>9,7%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,4%</i>
Wynik na działalności finansowej	4,9	2,5	9,0	12,3	16,1	20,3	24,6
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	-1,6	-1,0	-0,7	0,2	1,3	1,4	1,5
Zysk brutto	47,9	54,4	73,7	76,8	96,7	114,4	127,8
Podatek dochodowy	-24,6	-17,1	-14,0	-14,6	-18,4	-21,7	-24,3
Udziałowcy mniejszościowi	-0,1	-1,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7
Zysk netto	23,4	38,3	59,5	61,9	77,9	92,1	102,8
<i>zmiana</i>	<i>-76,7%</i>	<i>63,6%</i>	<i>55,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>25,9%</i>	<i>18,2%</i>	<i>11,6%</i>
<i>marża</i>	<i>1,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>
Amortyzacja	83,8	81,2	84,4	84,7	85,0	85,3	85,7
EBITDA	128,4	134,1	149,8	148,9	164,3	178,0	187,3
<i>zmiana</i>	<i>-35,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>11,7%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>10,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>5,2%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,8%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,5%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,7%</i>
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	1,2	1,5	1,8	2,0
CEPS	2,0	2,3	2,8	2,9	3,2	3,5	3,7
ROAE	2,0%	3,2%	4,9%	4,9%	6,0%	6,9%	7,4%
ROAA	1,5%	2,4%	3,8%	3,9%	4,7%	5,4%	5,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	1 598,6	1 538,2	1 568,2	1 610,3	1 672,7	1 741,1	1 811,8
Majątek trwały	1 065,8	1 023,5	998,4	974,3	952,8	934,0	917,2
Rzeczowe aktywa trwałe	650,7	613,1	608,1	603,2	598,9	595,2	591,8
Wartości niematerialne	397,0	394,2	374,1	354,8	337,6	322,6	309,1
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
Majątek obrotowy	532,7	514,7	569,8	636,0	719,9	807,1	894,6
Zapasy	18,9	16,2	16,2	17,5	19,2	21,0	22,9
Należności handlowe i RMK	244,9	215,7	217,4	226,6	242,7	259,2	274,0
Należności z tytułu podatku dochodowego	5,3	4,1	4,5	4,7	5,0	5,3	5,7
Krótkoterminowe aktywa finansowe	0,0	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4
Środki pieniężne	263,7	124,2	177,3	232,7	298,5	367,1	437,5
(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
PASYWA	1 598,6	1 538,2	1 568,2	1 610,3	1 672,7	1 741,1	1 811,8
Kapitał własny	1 167,1	1 196,1	1 236,6	1 269,0	1 316,4	1 370,1	1 427,5
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	1 039,0	1 071,1	1 118,1	1 171,3	1 228,0
Kapitały mniejszości	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,7	1,2	1,8
Zobowiązania długoterminowe	138,5	99,9	98,0	99,3	101,9	104,5	106,7
Kredyty i pożyczki	95,5	52,4	52,4	52,4	52,4	52,4	52,4
Rezerwy	43,0	47,1	45,2	46,5	49,1	51,7	53,9
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania krótkoterminowe	292,9	242,2	233,7	242,0	254,4	266,5	277,6
Kredyty i pożyczki	59,7	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4
Zobowiązania handlowe	167,6	146,6	139,0	145,4	154,3	163,0	171,2
Inne zobowiązania	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rezerwy	15,0	12,6	12,7	13,3	14,2	15,2	16,1
Rozliczenia międzyokresowe	50,5	40,5	39,4	40,8	43,4	45,8	47,8
Dług	155,2	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8
Dług netto	-108,5	-183,8	-236,9	-292,4	-358,1	-426,7	-497,2
(Dług netto / Kapitał własny)	-9,3%	-15,4%	-19,2%	-23,0%	-27,2%	-31,1%	-34,8%
(Dług netto / EBITDA)	-0,8	-1,4	-1,6	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7
BVPS	21,2	23,5	24,3	24,9	25,8	26,9	28,0

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy operacyjne	183,5	139,9	122,5	133,4	144,2	153,8	160,9
Zysk brutto	47,9	54,4	73,7	76,8	96,7	114,4	127,8
Odsetki	-4,9	-2,5	-9,0	-12,3	-16,1	-20,3	-24,6
Amortyzacja	83,8	81,2	84,4	84,7	85,0	85,3	85,7
Kapitał obrotowy	30,2	4,1	-12,6	-1,1	-3,1	-3,9	-3,7
Podatek	-32,1	-10,6	-14,0	-14,6	-18,4	-21,7	-24,3
Pozostałe	58,7	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy inwestycyjne	-153,0	-200,1	-40,3	-38,3	-37,5	-36,3	-34,4
CAPEX	-114,6	-52,6	-59,3	-60,5	-63,5	-66,5	-68,9
Inwestycje kapitałowe	-120,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	81,6	-147,5	18,9	22,3	26,0	30,2	34,5
Przepływy finansowe	-104,5	-79,4	-29,1	-39,7	-40,9	-48,9	-56,0
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	-30,9	-39,0	-46,1
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
Zmiana stanu środków pieniężnych	-74,0	-139,6	53,1	55,4	65,8	68,6	70,5
Środki pieniężne na koniec okresu	263,7	124,2	177,3	232,7	298,5	367,1	437,5
DPS (PLN)	0,0	0,4	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0
FCF	19,7	66,7	65,5	75,0	82,6	90,0	95,4
(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	58,1	32,9	21,2	20,4	16,2	13,7	12,3
P/CE	12,7	10,6	8,8	8,6	7,7	7,1	6,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/S	1,1	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
FCF/EV	1,6%	6,2%	6,4%	7,7%	9,1%	10,8%	12,5%
EV/EBITDA	9,8	8,0	6,8	6,5	5,5	4,7	4,1
EV/EBIT	28,1	20,4	15,7	15,1	11,4	9,0	7,5
EV/S	1,0	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6
DYield	0,0%	1,5%	2,4%	2,5%	3,1%	3,7%	4,1%

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)	1361,2	1261,2	1261,2	1261,2	1261,2	1261,2	1261,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,7	1,2	1,8
EV (mln PLN)	1 252,6	1 077,2	1 024,3	969,1	903,8	835,7	765,9



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.iezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
micchal.jakubowski@dibre.com.pl

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

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

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
micchal.rozmiej@dibre.com.pl

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

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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepaniak tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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:

KUPIJ - 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	Akumuluj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-11-13	2010-02-24
kurs z dnia rekomendacji	21,88	19,75	23,85
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	40229,36	38533,89