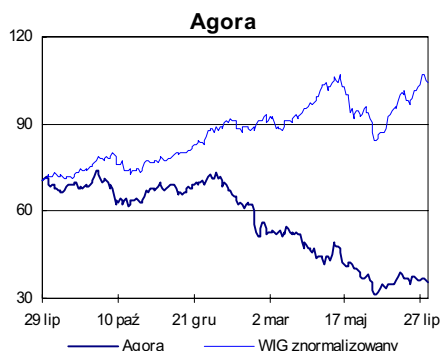




Agora

Redukuj

28,00 zł



Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)	31,50
kurs docelowy (zł)	28,00
wycena DCF (zł)	27,24
min 52 tyg (zł)	31,50
max 52 tyg (zł)	73,90
kapitalizacja (mln zł)	1 787,86
EV (mln zł)	1 816,86
liczba akcji (mln szt.)	56,76
free float	79%
free float (mln zł)	1 409,91
śr. obrót/msc (mln zł)	216,97

Zmiana kursu

	Agora	WIG
1 miesiąc	-1,1%	8,8%
3 miesiące	-21,5%	-0,1%
6 miesięcy	-43,3%	17,6%
12 miesięcy	-50,0%	46,9%

Akcyonariat

	% akcji i głosów
Agora-Holding Sp. z o.o.	18%
Agora SA	3%

Poprzednie rekom.

	data	kurs
Kupuj	24.07.06	37,0
Akumuluj	24.04.06	44,5
Neutralnie	23.01.06	69,5

Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A.

ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22) 521-80-00

Analitik:

Dorota Puchlew

tel. (0-22) 521-87-23

e-mail: dorota.puchlew@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy BDM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania

Wyniki II kw. i perspektywy na kolejne kwartały

Wyniki II kw. okazały się dużym rozczarowaniem i kurs akcji poszybował w dół. Największym zaskoczeniem okazały się dla nas przychody ze sprzedaży reklam w dziennikach, które spadły o 2% r/r. Notowania Agory obniżyły się w ostatnim czasie ze względu na przewidywania dotyczące wpływu Dziennika. Tymczasem już w II kw. Agora rozczarowała wynikami, podczas gdy jest jeszcze za wcześnie, by to Dziennik aż tak ujemnie na nią wpłynął. Na podstawie danych dotyczących sprzedaży i czytelnictwa Dziennika z zaledwie dwóch miesięcy budżety reklamowe nie mogły jeszcze podejmować na większą skalę decyzji dotyczących przenoszenia budżetów reklamowych. Jeśli Agora już teraz notuje tak słabe wyniki, to zaczynamy mieć obawy co do tego, co będzie dalej. Spółka zapowiada, że będzie kontynuować wspieranie GW wysokimi nakładami reklamowymi, podczas gdy nie mamy pewności, że odniosą one skutek. Nadal uważamy, że Dziennik nie jest wystarczająco silny, by odebrać Agorze pozycję lidera i spowodować załamanie jej przychodów z reklam, jednak obawiamy się, że Agora jest sama dla siebie zagrożeniem. Wydatki reklamowe spółki na promocję GW, która ma ugruntowaną pozycję rynkową i bardzo wysoką rozpoznawalność są prawie równe z wydatkami Axela Springera na Dziennik, czyli gazetę nową i nieznaną jeszcze rzeszom Polaków, dopiero wyrabiającą sobie styl i opinię. Uważamy, że wyniki Agory będą słabe w tym roku i prawdopodobnie nie poprawią się znacznie w kolejnym ze względu na wciąż wysokie nakłady obronne. Wypowiedzi zarządu sugerują, że nie interesują go bieżące wyniki, tylko długoterminowe zabezpieczenie pozycji GW. Spółka deklaruje, że po okresie wojny obronnej nastąpi faza poprawiania efektywności, ale nie przekonuje nas argumentami, na czym ta poprawa efektywności miałaby polegać. Samo obcięcie nakładów na GW nie pomoże bowiem w powrocie wyników do dawnych poziomów.

Aktualizacja prognoz

Słabe wyniki II kw., w którym siła konkurencyjna Dziennika nie była jeszcze tak duża, jak może się stać w II połowie roku, skłoniły nas do rewizji tegorocznych prognoz. Po spadku nakładu GW w I półr. o 7% oczekujemy 10% spadku w całym 2006 r. Spodziewamy się także 7% spadku przychodów reklamowych GW i 4% wzrostu przychodów reklamowych w pozostałych dziennikach, zgodnie z oczekiwaniami Agory dotyczącymi całego rynku. Spodziewamy się ponadto spadku przychodów z kolekcji wydawniczych o 3% - mimo wzrostu liczby kolekcji przychody i rentowność na nich będą niższe niż przed rokiem. W pozostałych segmentach oczekujemy wzrostu przychodów na poziomie rynku: outdoor 13%, czasopisma 5% i radio 12%. W 2007 r. zakładamy spadek nakładu GW o 4%, a następnie utrzymanie się jego poziomu i wzrosty przychodów z reklam na poziomie PKB.

Wycena i rekomendacja

Zaktualizowany model DCF daje wynik 28 zł na koniec 2006 r. Mimo znacznego spadku kursu po ogłoszeniu wyników za II kw. uważamy, że potencjał spadkowy jeszcze nie został wyczerpany i oczekujemy dalszego osłabiania się notowań Agory.

Skonsolidowane dane finansowe

mln zł	2004	2005	2006p	2007p	2008p
Sprzedaż	1 001,09	1 202,14	1 145,77	1 160,35	1 197,08
EBITDA	187,04	246,12	127,16	170,23	195,75
EBIT	82,29	150,81	38,70	75,63	94,85
Zysk netto	67,32	126,71	30,97	63,13	77,37
EPS (zł)	1,19	2,23	0,55	1,11	1,36
DPS (zł)	0,00	0,50	0,33	0,55	0,60
CEPS (zł)	3,03	3,91	2,10	2,78	3,14
P/E	26,56	14,11	57,73	28,32	23,11
P/BV	1,57	1,62	1,59	1,53	1,47
EV/EBITDA	9,71	7,38	14,29	10,67	9,28

p - prognoza BDM PKO BP S.A.

Dane finansowe i model DCF

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	IIQ05	I-IIQ05	IIQ06	I-IIQ06
Przychody netto ze sprzedaży	853,51	1 001,09	1 202,14	1 145,77	1 160,35	1 197,08	325,39	615,95	293,98	589,12
zmiana		17,3%	20,1%	-4,7%	1,3%	3,2%			-9,7%	-4,4%
EBITDA	140,53	187,04	246,12	127,16	170,23	195,75	79,48	155,16	27,64	49,40
zmiana		33,1%	31,6%	-48,3%	33,9%	15,0%			-65,2%	-68,2%
EBIT	17,34	82,29	150,81	38,70	75,63	94,85	55,95	107,93	9,82	13,10
zmiana		374,6%	83,3%	-74,3%	95,4%	25,4%			-82,4%	-87,9%
Zysk netto	2,12	67,32	126,71	30,97	63,13	77,37	48,43	91,99	8,68	9,18
zmiana		3078,3%	88,2%	-75,6%	103,9%	22,6%			-82,1%	-90,0%
Marża EBITDA	16,5%	18,7%	20,5%	11,1%	14,7%	16,4%	24,4%	25,2%	9,4%	8,4%
Marża EBIT	2,0%	8,2%	12,5%	3,4%	6,5%	7,9%	17,2%	17,5%	3,3%	2,2%
Rentowność netto	0,2%	6,7%	10,5%	2,7%	5,4%	6,5%	14,9%	14,9%	3,0%	1,6%

Źródło: Spółka, BDM PKO BP S.A.

Wybrane pozycje bilansu i CF (mln zł)	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Aktywa ogółem	1 376,88	1 456,78	1 503,96	1 518,86	1 564,65	1 615,08
Aktywa trwałe	1 133,55	1 049,74	1 001,19	963,31	926,36	890,55
Aktywa obrotowe	243,33	407,04	502,77	555,55	638,29	724,54
Kapitał własny	1 065,25	1 138,55	1 106,91	1 127,98	1 172,17	1 218,59
Zobowiązania i rezerwy ogółem	310,36	318,23	397,05	390,89	392,48	396,49
Dług netto	90,26	-34,47	28,94	-37,86	-130,26	-223,44
Kapitał obrotowy	161,03	365,30	455,67	508,45	591,18	677,43
Kapitał zaangażowany	1 155,51	1 104,08	1 135,85	1 090,12	1 041,91	995,15
Środki pieniężne z działalności operacyjnej	132,89	191,98	230,37	135,17	152,26	166,19
Środki pieniężne z działalności inwestycyjnej	-98,02	-44,55	-111,09	-40,00	-40,92	-42,07
Środki pieniężne z działalności finansowej	-35,05	-10,57	-157,03	-28,38	-18,94	-30,95
Środki pieniężne na koniec okresu	49,30	227,41	189,66	256,45	348,85	442,03
Dług netto/EBITDA	0,64	-0,18	0,12	-0,30	-0,77	-1,14
ROE	0,2%	6,1%	11,3%	2,8%	5,5%	6,5%
ROACE	1,2%	5,9%	10,9%	2,8%	5,7%	7,5%

Źródło: Spółka, BDM PKO BP S.A.

Wycena DCF (mln zł)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Prognozy										
EBIT	39	76	95	103	106	110	113	117	121	125
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	31	61	77	83	86	89	92	95	98	101
Amortyzacja	88	95	101	107	114	121	126	127	129	130
Nakłady inwestycyjne	40	41	42	43	45	46	47	49	50	52
Zmiana kapitału obrotowego	-10	3	6	6	6	6	6	6	7	7
FCF	90	112	129	142	150	158	164	167	170	173

Kalkulacja WACC

Dług/(Dług+Kapitał)	26%	25%	25%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	22%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia rynkowa	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
Koszt długu po opodatkowaniu	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Koszt kapitału	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%

Wycena	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DFCF	82,4	95,0	100,4	101,1	98,0	95,0	90,8	84,7	79,1	73,8
Suma DFCF	900									
Zdyskontowana wartość rezydualna	596									
Dług netto	29									
Wartość spółki	1 467									
Liczba akcji (mln sztuk)	56,758									
Wartość 1 akcji 01.01.06 (zł)	25,90									
Wartość 1 akcji 03.08.06 (zł)	27,24									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Wycena porównawcza	Kraj notow.	Ticker	Kapitał. (mln)		P/E			EV/EBITDA		
			EUR	USD	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Axel Springer	Niemcy	SPR GR	3 944	4 980	17,44	20,13	18,89	7,99	8,75	8,44
Class Editori	Włochy	CLE IM	123	156	224,49	26,90	24,69	14,63	14,55	13,74
Daily Mail & General Trust	UK	DMGO LN	27 762	35 053	19,18	9,95	15,48	6,43	5,18	4,75
Dow Jones & Company	USA	DJ US	1 775	2 241	37,10	22,96	16,64	12,86	10,96	8,85
Edipresse	Szwajcaria	EDI SW	301	380	11,75	11,09	10,07	7,88	6,67	6,23
Independent News & Media	Irlandia	INWS ID	1 737	2 194	11,45	13,23	11,85	9,94	9,42	8,90
Lee Enterprises	USA	LEE US	753	951	12,38	10,28	9,36	14,28	8,54	8,18
New York Times	USA	NYT US	2 499	3 156	12,15	13,97	13,46	10,03	8,29	8,00
Poligrafici Editoriale	Włochy	POL IM	187	236	14,77	54,29	45,15	8,12	11,26	9,65
Rural Press Limited	Australia	RUP AU	743	938	11,06	11,22	10,60	9,00	8,36	7,93
Telegraaf Media Groep NV	Holandia	TEAC NA	1 089	1 375	16,65	27,84	21,14	12,78	13,43	10,41
The Washington Post Company	USA	WPO US	4 765	6 017	19,14	16,29	15,50	8,63	7,35	7,07
Wegener NV	Holandia	WEGA NA	490	619	15,95	15,92	11,85	6,60	6,28	5,36
West Australian Newspapers	Australia	WAN AU	1 087	1 373	18,58	18,06	17,08	12,77	12,75	11,77
Mediana					15,95	15,92	15,48	9,47	8,64	8,31
Agora	Polska	AGO PW	656	828	20,16	82,48	40,46	10,49	20,31	15,17
Premia/(dyskonto) w wycenie rynkowej spółki					26,4%	418,0%	161,4%	10,8%	135,0%	82,6%
Implikowana wartość 1 akcji (zł)					35,60	8,70	17,20	40,60	18,90	24,40

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Telefony kontaktowe**Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego**doradca inwestycyjny
banki i finanseAndrzej Powierża
(022) 521 79 41
andrzej.powierza@pkobp.pltelekomunikacja, media, hotelarstwo,
przemysł spożywczyDorota Puchlew
(022) 521 87 23
dorota.puchlew@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler
(022) 521 79 13
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papirniczy, oponiarski, lekki
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora
(022) 521 79 43
hanna.kedziora@pkobp.plmakler papierów wartościowych
przemysł paliwowy, chemia, AGD, energetykaAndrzej Pasławski
(022) 521 79 17
andrzej.paslowski@pkobp.pl

analiza techniczna

Przemysław Smoliński
(022) 521 79 10
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl**Zespół Klientów Instytucjonalnych**Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Blachnio (0-22) 521 91 33
artur.blachnio@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 16
artur.szymecki@pkobp.plDariusz Andrzejak (0-22) 521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.pl**Objaśnienie używanej terminologii fachowej**min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez BDM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

BDM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następnych dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad BDM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.