

4 sierpnia 2006

Aktualizacja raportu


**Media**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>31,0 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>34,2 PLN</b>
Kapitalizacja	1,98 mld PLN
Free float	1,56 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	8,6 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Agora-Holding Sp. z o.o.	18,01%
Niemczycki Piotr	2,98%
Rapaczynski Wanda	2,39%
Pozostali	76,62%

**Strategia dotycząca sektora**

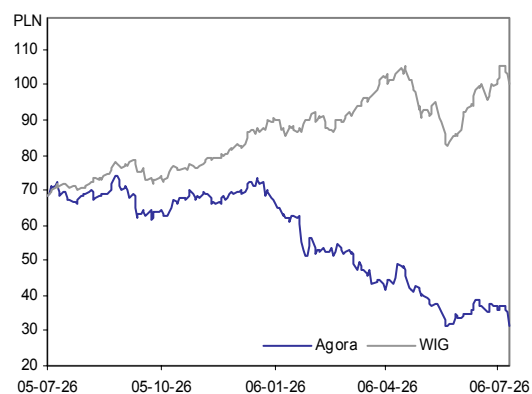
**Pozytywna:** Reklama jest branżą późnocykliczną, powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych (+12% w br.), 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. W przeciwieństwie do innych czołowych podmiotów branży, Agora jest silniej zdywersyfikowana. 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. 50%) oraz reklamy zewnętrznej (ok. 27%).

**Ważne daty**

03.11 - raport za IIIQ 2006

**Kurs akcji Agory na tle WIG**

**Michał Marczak**

(48 22) 697 47 38

michal.marczak@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Agora

AGOD.WA; AGO.PW

## Akumuluj

(Podtrzymana)

### Kumulacja złych informacji

Wyniki Agory za 2Q są bardzo słabe. Spółka ponosi wysokie koszty obrony rynku *Gazety*, na co nałożył się odpływ budżetów reklamowych do telewizji, która m.in. dzięki mistrzostwom świata zwiększyła wpływy r/r o 26%. Naszym zdaniem, 2Q kumuluje negatywne informacje, które nie powinny z takim nasileniem wystąpić w najbliższej przyszłości. W kolejnych kwartałach reklamodawcy powrócą do prasy, która jednocześnie będzie miała niższą bazę porównawczą (2Q2005 po wzroście o 16% r/r). Po pierwszych miesiącach od wejścia *Dziennika* na rynek, wydatki reklamowe konkurenta powinny zmaleć, co pozwoli również Agorze na obniżenie kosztów w tym zakresie. W czerwcu sprzedaż *Dziennika* spadła do 214 tys. egz. (ewentualne potwierdzenie w kolejnym miesiącu będzie bardzo pozytywną informacją). Po korekcie wyników finansowych obniżamy cenę docelową do 34,2 PLN i podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

**Wyniki za 2Q**

Słaby wynik *Gazety*, którego nie był w stanie zamortyzować dynamiczny wzrost sprzedaży AMS spowodował, że w II kwartale skonsolidowane przychody grupy spadły o 9,6% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku, były również niższe niż w sezonowo słabszym I kwartale br. Skonsolidowana EBITDA, po wyłączeniu niegotówkowego kosztu akcji pracowniczych, wyniosła 28,7 mln PLN (-64%). Blisko połowę EBITDA wygenerował segment reklamy zewnętrznej. Wynik netto zamknął się kwotą 8,7 mln PLN w stosunku do 48,4 mln PLN przed rokiem. Pozytywny wpływ na wynik netto miało obniżenie poziomu amortyzacji w grupie z 23,7 mln PLN przed rokiem do 19 mln PLN.

**Słaba sprzedaż *Dziennika* w czerwcu**

Pomimo obniżenia ceny wydania, w czerwcu sprzedaż *Gazety Wyborczej* obniżyła się o 9% (r/r) i o 5% w porównaniu z majem br. Częściowo słaby wynik tłumaczy wysoka baza 2005 (dodatek encyklopedia, dodatki o papierze), a częściowo wynika ze słabej sprzedaży dzienników ogółem. Na szczególną uwagę zasługuje jednak bardzo słaby wynik *Dziennika*, który zanotował średnią dzienną sprzedaż na poziomie 214 tys. egzemplarzy w porównaniu z 259 tys. w poprzednim miesiącu.

**Obniżenie prognozy wyników**

Po 2Q spółka zweryfikowała założenia wzrostu segmentów rynku reklamy. Cały rynek wzrośnie o 11% (jak wcześniej), reklama TV o 15%, zewnętrzna o 13%, radiowa o 12%, a w dziennikach jedynie o 4% (wcześniej: 7%). Aktualizujemy nasze prognozy. Istotnej zmianie ulega jedynie obniżenie dynamiki wzrostu tegorocznych i przyszłorocznych przychodów reklamowych *Gazety* do odpowiednio 3,3% i 1,0% (poprzednio 8,7% i 4,7%). W efekcie zmniejszamy zysk netto spółki w roku 2006 do 25 mln PLN, a w roku kolejnym do 43 mln PLN (poprzednio odpowiednio: 59 mln PLN i 79 mln PLN).

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	1001,1	1202,1	1132,0	1158,1	1229,2
EBITDA	206,6	252,1	143,0	166,7	176,3
marża EBITDA	20,6%	21,0%	12,6%	14,4%	14,3%
EBIT	95,7	157,9	66,6	91,4	101,5
Zysk netto	66,3	125,0	24,7	43,0	52,1
DPS	0,1	2,7	0,5	0,4	0,8
P/E	27,0	13,8	70,1	40,3	33,3
P/CE	9,4	7,9	17,1	14,6	13,7
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	8,2	6,5	11,0	9,3	8,7
DYield	0,3%	8,6%	1,6%	1,4%	2,5%

## Wyniki za II kwartał

### Wyniki Agory w rozbiciu na segmenty

Dzienniki i Internet	IQ'06	IQ'05	zm.	IIQ'06	IIQ'05	zm.	IH'06	IH'05	zm.
Przychody	239,4	231,7	3,3%	213,2	253,9	-16,0%	452,6	485,6	-6,8%
w tym książki	51,7	63,0	-17,9%	28,1	49,0	-42,7%	79,8	112,0	-28,8%
w tym reklama	121,5	104,3	16,5%	136,1	138,7	-1,9%	257,6	243,0	6,0%
w tym nakład	46,0	45,7	0,7%	28,0	51,8	-45,9%	74,0	97,5	-24,1%
w tym pozostałe	20,2	18,7	8,0%	21,0	14,4	45,8%	41,2	33,1	24,5%
EBITDA*	31,2	68,6	-54,5%	22,7	71,0	-68,0%	53,9	139,6	-61,4%
marża	13,0%	29,6%		10,6%	28,0%		11,9%	28,7%	
EBIT Nowego Dnia	-21,5								
AMS	IQ'06	IQ'05	zm.	IIQ'06	IIQ'05	zm.	IH'06	IH'05	zm.
Przychody	27,7	30,4	-8,9%	45,1	37,9	19,0%	72,8	68,3	6,6%
EBITDA*	5,2	6,2	-16,1%	13,8	10,2	35,3%	19	16,4	15,9%
marża	18,8%	20,4%		30,6%	26,9%		26,1%	24,0%	
Czasopisma	IQ'06	IQ'05	zm.	IIQ'06	IIQ'05	zm.	IH'06	IH'05	zm.
Przychody	21,3	20,6	3,4%	25,8	25,1	2,8%	47,1	45,7	3,1%
EBITDA*	0,3	0,6	-	3,3	1	-	3,6	1,8	-
marża	1,4%	2,9%		12,8%	4,0%		7,6%	3,9%	
Radio	IQ'06	IQ'05	zm.	IIQ'06	IIQ'05	zm.	IH'06	IH'05	zm.
Przychody	14,2	12,6	12,7%	17,2	13,8	24,6%	31,4	26,4	18,9%
EBITDA*	-2,2	0,6	-	0,2	-0,9	-	-2	-0,3	-
marża	-15,5%	4,8%		1,2%	-6,5%		-6,4%	-1,1%	
GRUPA (po wyłączeniach)	IQ'06	IQ'05	zm.	IIQ'06	IIQ'05	zm.	IH'06	IH'05	zm.
Przychody	295,1	290,6	1,5%	294	325,3	-9,6%	589,1	615,9	-4,4%
EBITDA*	32,9	75,9	-56,7%	28,7	79,2	-63,8%	72	154,8	-53,5%
marża	11,1%	26,1%		9,8%	24,3%		12,2%	25,1%	
Wynik netto	0,5	43,4	-98,8%	8,7	48,4	-82,0%	9,2	91,8	-90,0%

\* z wyłączeniem kosztów akcji pracowniczych  
 Źródło: Agora

## Rynek reklamy – nowe prognozy wzrostu

Według szacunków Agory, w 2Q rynek reklamy wzrósł r/r o 17%, z czego stacje telewizyjne zwiększyły wpływy aż o 26%. W drugiej kolejności największą dynamikę osiągnął segment reklamy zewnętrznej, która często wspiera reklamę telewizyjną. Wydatki w stacjach radiowych zwiększyły się o 15%, z czego w radiostacjach lokalnych o 23%, a radiostacjach ogólnopolskich o 10%. Zdecydowanie poniżej oczekiwań wypadły dzienniki, w których nie zanotowano wzrostu wydatków reklamowych w stosunku do danych sprzed roku.

Po 2Q spółka zweryfikowała swoje dotychczasowe założenia dotyczące tegorocznego wzrostu poszczególnych segmentów rynku reklamowego. Wg nowych szacunków, cały rynek wzrośnie o 11% (jak wcześniej), reklama telewizyjna o 15%, zewnętrzna o 13%, radiowa o 12%, a reklama w dziennikach jedynie o 4% (wcześniej: 7%).

## Wyniki poszczególnych segmentów

### Prasa codzienna i internet

Zdecydowanie poniżej oczekiwań wypadły wyniki segmentu prasowego, a przede wszystkim *Gazety*. Może nie dziwi 46% spadek przychodów z rozpowszechniania tytułu – po tym jak została obniżona cena dziennika, czy 43% spadek przychodów z wydawnictw książkowych, gdyż spółka nie miała tu tak atrakcyjnej oferty jak przed rokiem (encyklopedia). Całkowitym zaskoczeniem jest spadek przychodów ze sprzedaży reklam *Gazety* (-1,6%) w stosunku do naszej prognozy 5%. Wcześniejsze dane Export-Monitora wskazywały, że przychody reklamowe brutto gazety wzrosły r/r o ponad 15%. Z zestawienia danych z raportu kwartalnego najprawdopodobniej wynika to, że *Gazeta* broniąc się przed *Dziennikiem* wprowadziła do oferty wysokie rabaty (chce utrzymać wolumen kosztem ceny). Spółka nie potwierdza jednak takiej tezy i wskazuje na słaby rynek reklamowy segmentu ogółem. Przy 16% spadku przychodów segmentu i rosnących kosztach:

- promocji i reklamy (+69%, 48,5 mln PLN vs. 28,7 mln PLN) – obrona rynku przed *Dziennikiem*,

- wynagrodzeń (+16%, 51,4 mln PLN vs. 44,3 mln PLN) – wzrost płac wymuszony konkurencją na rynku, obniżenie poziomu zatrudnienia w stosunku do 1Q o 72 osoby po zamknięciu Nowego Dnia,
- spółka odnotowała wynik EBITDA na poziomie 14 mln PLN w stosunku do 71 mln PLN przed rokiem. Jest to wynik równy wynikowi wypracowanemu przez AMS. Po wyeliminowaniu wpływu niegotówkowego wpływu kosztów związanych z akcjami pracowniczymi (8,7 mln PLN) EBITDA operacyjna rośnie do 22,7 mln PLN.

Przy omówieniu segmentu, który determinuje wyniki całej grupy, zwracamy uwagę na kilka czynników. Po pierwsze wyniki za III kwartał są nieprzewidywalne. Z jednej strony uważamy, że reklamodawcy powrócą do prasy, a 2Q był szczególny ze względu na mistrzostwa świata w piłce nożnej. Baza porównawcza do przychodów za III kwartał jest znacząco niższa niż w II kwartale, który był wyjątkowy (16% wzrost wpływów reklamowych prasy ze względu na tygodniowy brak reklam w TV). Argumenty te przemawiają na korzyść spółki. Z drugiej strony wyniki mogą być słabe na poziomie EBITDA, jeżeli nie obniży się presja konkurencyjna ze strony *Dziennika* na wydatki na promocję. 3Q, ze względu na sezon wakacyjny, jest pod względem wydatków reklamowych najsłabszy w roku. Jeżeli Axel Springer będzie prowadził kosztowne kampanie reklamowe, *Gazeta* będzie musiała odpowiedzieć tym samym, co przy spadku przychodów segmentu do ok. 190-200 mln PLN, może oznaczać stratę nawet na poziomie EBITDA. W tym względzie trudno przewidzieć dalsze zachowanie Axela. W czerwcu wyraźnie spadł nakład sprzedany *Dziennika*, co z jednej strony może oznaczać konieczność zwiększenia wspomagającej akcji promocyjnej, a z drugiej odpuszczenie i przeczekanie z promocją do okresu powakacyjnego, kiedy wzrastają wydatki reklamowe i czytelnictwo dzienników opiniotwórczych.

Wprawdzie w czerwcu sprzedaż *Gazety* (426,5 tys. eg.) była o 9% niższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku i o 5% w porównaniu z majem br., to czerwcową sprzedaż *Dziennika* obniżyła się z 259 tys. (maj) do 214 tys. egzemplarzy (-17%). Wprawdzie dane dotyczą tylko jednego miesiąca, ale (hipotetyczne) utrzymanie się tego poziomu w kolejnych miesiącach znacząco poprawia pozycję *Gazety* przed negocjacją przyszłorocznych budżetów.

Po drugie, jak szacuje Agora, w okresie od kwietnia do czerwca Axel Springer wydał na reklamę *Dziennika*, który dopiero wchodził na rynek, ok. 40 mln PLN. Wydatki promocyjne w segmencie dzienników i Internetu Agory wyniosły 48 mln PLN. Rodzi się pytanie, czy działania Agory w tym zakresie nie są przesadzone w relacji do osiągniętych efektów?

Po trzecie, w 3Q można spodziewać się wyższych niż przed rokiem przychodów z wydawnictw książkowych. Baza 3Q2005 to zaledwie 15 mln PLN.

### Przychody ze sprzedaży kolekcji wydawniczych

(mln PLN)	IQ'05	IIQ'05	IIIQ'05	IVQ'05	IQ'06	IIQ'06
Sprzedaż kolekcji wydawniczych	63,0	49,0	15,2	53,6	51,7	28,1

Źródło: Agora

### Reklama zewnętrzna

Po słabym 1Q, zgodnie z oczekiwaniami, AMS dynamicznie zwiększał przychody (+19%) i EBITDA (+35,3%). Spółka skorzystała na przesunięciu dużych kampanii reklamowych z I na II kwartał (m.in. wsparcie kampanii reklamowych prowadzonych w telewizji), co przy wysokiej dźwigni operacyjnej skutkowało znaczącą poprawą wyników. Jak wielokrotnie pisaliśmy, reklama zewnętrzna oferuje najniższy koszt dotarcia do odbiorcy spośród wszystkich mediów, co w kolejnych kwartałach powinno skutkować utrzymaniem się pozytywnych tendencji. Spółka podjęła decyzję o rozszerzeniu swojej oferty o wielkoformatowe nośniki typu frontlight o powierzchni 50 i 100 mkw.

Pomimo bardzo dobrego II kwartału, spółka nie odrobiła jeszcze w pełni „zaległości” z pierwszych trzech miesięcy. Po I półroczu wzrost przychodów AMS wynosi 6,6%. W tym czasie łączne wydatki w reklamie zewnętrznej zwiększyły się o ponad 10%.

### Czasopisma i radio

Dwa segmenty, które nadal mają mało znaczący wpływ na wyniki skonsolidowane. Wprawdzie pozycja rynkowa i przychody najlepszych tytułów segmentu czasopism poprawia się, co widać w rosnących przychodach reklamowych (+18,8%, r/r), to jednak zamknięcie nierentownych (Wysokie Obroty) skutkuje nadal niewielką dynamiką wzrostu przychodów całego segmentu (+2,8%, spadek przychodów ze sprzedaży nakładu, który obniżył się o 1,7%, wyniósł -13,9%). „Zejście” nierentownych tytułów pozytywnie odbija się na marży EBITDA segmentu, która wzrosła do 12,8% w stosunku do 4% przed rokiem. 2Q można uznać za udany dla czasopism Agory.

Gorzej wygląda sytuacja rozgłośni radiowych, które pomimo blisko 25% wzrostu przychodów (włącznie do konsolidacji kolejnych rozgłośni) nadal balansuje na granicy *break even* na poziomie EBITDA 0,2 mln PLN).

**Model DCF**

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 132</b>	<b>1 158</b>	<b>1 229</b>	<b>1 309</b>	<b>1 398</b>	<b>1 489</b>	<b>1 588</b>	<b>1 695</b>	<b>1 809</b>	<b>1 932</b>	<b>2 064</b>
<i>zmiana</i>	-5,8%	2,3%	6,1%	6,5%	6,8%	6,5%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%
<b>EBITDA</b>	<b>143,0</b>	<b>166,7</b>	<b>176,3</b>	<b>199,4</b>	<b>223,8</b>	<b>195,3</b>	<b>216,1</b>	<b>237,9</b>	<b>258,0</b>	<b>279,7</b>	<b>303,3</b>
<i>marża EBITDA</i>	12,6%	14,4%	14,3%	15,2%	16,0%	13,1%	13,6%	14,0%	14,3%	14,5%	14,7%
Amortyzacja	76,5	75,3	74,8	73,1	71,9	71,1	70,7	70,6	70,8	71,3	72,0
<b>EBIT</b>	<b>66,6</b>	<b>91,4</b>	<b>101,5</b>	<b>126,3</b>	<b>151,9</b>	<b>124,2</b>	<b>145,4</b>	<b>167,4</b>	<b>187,2</b>	<b>208,5</b>	<b>231,2</b>
<i>marża EBIT</i>	5,9%	7,9%	8,3%	9,6%	10,9%	8,3%	9,2%	9,9%	10,3%	10,8%	11,2%
Opodatkowanie EBIT	12,6	12,6	17,4	19,3	24,0	28,9	23,6	27,6	31,8	35,6	39,6
<b>NOPLAT</b>	<b>53,9</b>	<b>53,9</b>	<b>74,0</b>	<b>82,2</b>	<b>102,3</b>	<b>123,0</b>	<b>100,6</b>	<b>117,8</b>	<b>135,6</b>	<b>151,6</b>	<b>168,9</b>
CAPEX	-44,6	-58,0	-64,6	-51,2	-55,0	-59,0	-63,4	-67,1	-71,1	-75,3	-79,8
Kapitał obrotowy	18,1	-6,2	-5,7	-9,5	-10,2	1,8	-9,9	-10,6	-10,7	-11,7	-12,7
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>103,9</b>	<b>85,0</b>	<b>86,7</b>	<b>114,7</b>	<b>129,8</b>	<b>114,5</b>	<b>115,1</b>	<b>128,4</b>	<b>140,6</b>	<b>153,1</b>	<b>166,8</b>
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
<i>współczynnik dyskonta</i>	91,4%	83,6%	76,5%	69,9%	64,0%	58,5%	53,5%	48,9%	44,7%	40,9%	37,4%
PV FCF	94,2	69,8	64,5	77,3	79,3	63,4	57,8	58,4	57,9	57,2	
<b>WACC</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>
Koszt długu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
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%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	4,0%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	2 626,6	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	889,0	<b>1,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	679,8	WACC +1,0pp	25,8	26,9	29,8	34,9	39,2
Wartość firmy (EV)	1 568,8	WACC +0,5pp	27,1	28,4	31,8	38,2	43,8
Dług netto	-175,1	WACC	28,6	30,0	34,2	42,2	49,8
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	30,2	31,9	37,0	47,3	57,9
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	WACC -01,0pp	32,0	34,0	40,3	53,9	69,4
Wartość firmy	1 743,9						
Liczba akcji (mln.)	55,0						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>31,7</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%						
<b>Cena docelowa</b>	<b>34,2</b>						
EV/EBITDA('06) dla ceny docelowej	12,0						
P/E('06) dla ceny docelowej	76,0						
Udział TV w EV	57%						

## Zmiana prognoz i wyceny

W związku z wynikami za 2Q i obniżeniem przez spółkę prognoz dotyczących wzrostu wydatków reklamowych segmentu prasowego dostosowujemy nasze założenia przyjęte w modelu. Istotnej zmianie ulega jedynie obniżenie dynamiki wzrostu tegorocznych i przyszłorocznych przychodów reklamowych Gazety do odpowiednio 3,3% i 1,0% (poprzednio 8,7% i 4,7%). W efekcie zmniejszamy zysk netto spółki w roku 2006 do 25 mln PLN, a w roku kolejnym do 43 mln PLN (poprzednio odpowiednio: 59 mln PLN i 79 mln PLN). W kolejnych latach zakładamy, że wojna na rynku dzienników skończy się i spółka będzie rosła zgodnie ze wzrostem wydatków reklamowych całego rynku, co pozytywnie przełoży się na marżę EBITDA. W efekcie wprowadzonych zmian, obniżamy cenę docelową dla akcji spółki z 41 PLN do 34,2 PLN i przy obecnej cenie zalecamy akumulowanie jej akcji.

### Rachunek wyników

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 001,1</b>	<b>1 202,1</b>	<b>1 132,0</b>	<b>1 158,1</b>	<b>1 229,2</b>	<b>1 309,1</b>	<b>1 398,0</b>
<i>zmiana</i>	17,3%	20,1%	-5,8%	2,3%	6,1%	6,5%	6,8%
Koszt własny sprzedaży	598,3	677,4	752,1	751,3	790,2	820,0	854,5
Zysk brutto na sprzedaży	402,7	524,8	379,9	406,8	439,1	489,1	543,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	40,2%	43,7%	33,6%	35,1%	35,7%	37,4%	38,9%
Koszty sprzedaży	183,9	250,3	195,9	202,7	221,4	242,9	267,7
Koszty ogólnego zarządu	108,4	120,1	107,4	108,7	112,0	115,6	119,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-14,7	3,5	-10,0	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4
<b>EBIT</b>	<b>95,7</b>	<b>157,9</b>	<b>66,6</b>	<b>91,4</b>	<b>101,5</b>	<b>126,3</b>	<b>151,9</b>
<i>zmiana</i>	452,0%	65,0%	-57,8%	37,2%	11,1%	24,4%	20,3%
<i>marża EBIT</i>	9,6%	13,1%	5,9%	7,9%	8,3%	9,6%	10,9%
Wynik na działalności finansowej	-4,0	3,1	4,1	1,9	3,0	4,1	5,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Pozostałe	-13,4	-7,1	-40,0	-40,0	-40,0	-40,0	-40,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>78,3</b>	<b>153,8</b>	<b>30,6</b>	<b>53,2</b>	<b>64,4</b>	<b>90,4</b>	<b>117,5</b>
Podatek dochodowy	9,5	28,5	5,8	10,1	12,2	17,2	22,3
Udziałowcy mniejszościowi	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<b>Zysk netto</b>	<b>66,3</b>	<b>125,0</b>	<b>24,7</b>	<b>43,0</b>	<b>52,1</b>	<b>73,0</b>	<b>95,0</b>
<i>zmiana</i>	3031,1%	88,6%	-80,2%	73,9%	21,1%	40,3%	30,1%
<i>marża</i>	6,6%	10,4%	2,2%	3,7%	4,2%	5,6%	6,8%
Amortyzacja	124,3	94,2	76,5	75,3	74,8	73,1	71,9
<b>EBITDA</b>	<b>206,6</b>	<b>252,1</b>	<b>143,0</b>	<b>166,7</b>	<b>176,3</b>	<b>199,4</b>	<b>223,8</b>
<i>zmiana</i>	47,0%	22,1%	-43,3%	16,5%	5,8%	13,1%	12,2%
<i>marża EBITDA</i>	20,6%	21,0%	12,6%	14,4%	14,3%	15,2%	16,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	56,8	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0
EPS	1,2	2,3	0,4	0,8	0,9	1,3	1,7
CEPS	3,4	4,0	1,8	2,2	2,3	2,7	3,0
ROAE	6,0%	11,1%	2,2%	3,9%	4,6%	6,4%	8,2%
ROAA	4,7%	8,4%	1,6%	2,8%	3,3%	4,6%	5,9%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006P</b>	<b>2007P</b>	<b>2008P</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 456,9</b>	<b>1 504,0</b>	<b>1 526,8</b>	<b>1 545,0</b>	<b>1 567,8</b>	<b>1 599,4</b>	<b>1 633,7</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 049,8</b>	<b>1 001,2</b>	<b>970,4</b>	<b>954,2</b>	<b>945,2</b>	<b>924,5</b>	<b>908,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	742,6	680,1	648,3	631,0	620,8	599,0	582,1
Wartości niematerialne i prawne	253,4	273,4	273,4	273,4	273,4	273,4	273,4
Inwestycje długoterminowe	25,9	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Pozostałe	27,9	35,6	36,7	37,8	38,9	40,1	41,3
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>407,0</b>	<b>502,8</b>	<b>556,4</b>	<b>590,8</b>	<b>622,6</b>	<b>674,9</b>	<b>724,9</b>
Zapasy	18,6	18,8	20,8	20,8	21,9	22,7	23,6
Należności krótkoterminowe	158,0	218,8	217,1	222,1	235,7	251,1	268,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	230,5	265,2	318,5	347,9	365,0	401,2	433,1
<b>(mln PLN)</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006P</b>	<b>2007P</b>	<b>2008P</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 456,8</b>	<b>1 504,0</b>	<b>1 526,8</b>	<b>1 545,0</b>	<b>1 567,8</b>	<b>1 599,4</b>	<b>1 633,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 138,6</b>	<b>1 106,9</b>	<b>1 104,1</b>	<b>1 122,4</b>	<b>1 131,5</b>	<b>1 152,5</b>	<b>1 174,4</b>
Kapitał akcyjny	56,8	56,8	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0
Pozostałe kapitały własne	1 081,8	1 050,2	1 049,2	1 067,4	1 076,5	1 097,5	1 119,4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>158,1</b>	<b>218,6</b>	<b>224,9</b>	<b>224,9</b>	<b>228,3</b>	<b>231,0</b>	<b>234,1</b>
Pożyczki i kredyty	104,7	158,7	158,7	158,7	158,7	158,7	158,7
Rezerwy	50,5	57,8	64,3	64,2	67,5	70,1	73,0
Pozostałe	2,9	2,0	1,9	2,0	2,1	2,2	2,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>160,2</b>	<b>178,5</b>	<b>197,8</b>	<b>197,7</b>	<b>207,9</b>	<b>215,9</b>	<b>225,1</b>
Pożyczki i kredyty	34,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	2,6	4,6	4,3	4,4	4,7	5,0	5,3
Zobowiązania handlowe	83,5	131,3	146,3	146,1	153,7	159,5	166,2
Pozostałe	39,2	42,6	47,2	47,1	49,6	51,4	53,6
Dług	139,6	159,7	158,7	158,7	158,7	158,7	158,7
Dług netto	-90,9	-105,4	-159,8	-189,1	-206,2	-242,4	-274,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-8,0%	-9,5%	-14,5%	-16,9%	-18,2%	-21,0%	-23,4%
(Dług netto / EBITDA)	-0,4	-0,4	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
BVPS	20,1	20,1	20,1	20,4	20,6	21,0	21,4

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>176,3</b>	<b>198,1</b>	<b>121,4</b>	<b>110,2</b>	<b>121,7</b>	<b>135,4</b>	<b>154,3</b>
Zysk netto	66,3	125,0	24,7	43,0	52,1	73,0	95,0
Amortyzacja	124,3	94,2	76,5	75,3	74,8	73,1	71,9
Kapitał obrotowy	-50,8	-18,4	18,1	-6,2	-5,7	-9,5	-10,2
Rezerwy	14,5	9,3	6,2	0,0	3,6	2,9	3,3
Pozostałe	22,0	-12,1	-4,1	-1,9	-3,0	-4,1	-5,7
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-34,9</b>	<b>-37,4</b>	<b>-44,6</b>	<b>-58,0</b>	<b>-64,6</b>	<b>-51,2</b>	<b>-55,0</b>
CAPEX	-34,9	-37,4	-44,6	-58,0	-64,6	-51,2	-55,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-9,3</b>	<b>-126,2</b>	<b>-23,4</b>	<b>-22,8</b>	<b>-40,0</b>	<b>-47,9</b>	<b>-67,4</b>
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,5	19,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-4,7	-148,4	-27,5	-24,7	-43,0	-52,1	-73,0
Pozostałe	-4,0	3,1	4,1	1,9	3,0	4,1	5,7
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>132,1</b>	<b>34,5</b>	<b>53,4</b>	<b>29,3</b>	<b>17,1</b>	<b>36,2</b>	<b>32,0</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	230,7	265,0	318,6	347,9	365,0	401,2	433,1
DPS (PLN)	0,1	2,7	0,5	0,4	0,8	0,9	1,3
FCF	122,7	167,1	103,9	85,0	86,7	114,7	129,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	3,5%	3,1%	3,9%	5,0%	5,3%	3,9%	3,9%

**Wskaźniki**

	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	27,0	13,8	70,1	40,3	33,3	23,7	18,2
P/CE	9,4	7,9	17,1	14,6	13,7	11,8	10,4
P/BV	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
P/S	1,8	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
FCF/EV	7,2%	10,3%	6,6%	5,5%	5,7%	7,7%	8,9%
EV/EBITDA	8,2	6,5	11,0	9,3	8,7	7,5	6,5
EV/EBIT	17,7	10,3	23,6	16,9	15,0	11,8	9,6
EV/S	1,7	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
DYield	0,3%	8,6%	1,6%	1,4%	2,5%	3,0%	4,2%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>31,5</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	56,8	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0
MC (mln PLN)	1787,9	1731,8	1731,8	1731,8	1731,8	1731,8	1731,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 697,0	1 626,4	1 572,0	1 542,6	1 525,6	1 489,3	1 457,4



### Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Wicedyrektor  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

### Analitycy:

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

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42  
[andrzej.lis@dibre.com.pl](mailto:andrzej.lis@dibre.com.pl)  
IT

Michał Mierzwa tel. (+48 22) 697 47 41  
[michal.mierzwa@dibre.com.pl](mailto:michal.mierzwa@dibre.com.pl)  
Chemia, ropa naftowa i gaz

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01  
[krzysztof.radojewski@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.radojewski@dibre.com.pl)  
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

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

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88  
[jacek.borawski@dibre.com.pl](mailto:jacek.borawski@dibre.com.pl)  
Analiza techniczna

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03  
Wicedyrektor  
[grzegorz.domagala@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.domagala@dibre.com.pl)

### Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68  
[michal.skowronski@dibre.com.pl](mailto:michal.skowronski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31  
[krzysztof.solus@dibre.com.pl](mailto:krzysztof.solus@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)

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54  
[joanna.niedziela@dibre.com.pl](mailto:joanna.niedziela@dibre.com.pl)

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69  
[aleksander.mazur@dibre.com.pl](mailto:aleksander.mazur@dibre.com.pl)

Michał Świtakowski tel. (+48 22) 697 48 16  
[michal.switakowski@dibre.com.pl](mailto:michal.switakowski@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.

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 Papierów Wartościowych i Giełd.

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 S.A.**

rekomendacja	Redukuj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2006-02-01	2006-02-17	2006-05-12	2006-06-07	2006-06-13	2006-07-06
kurs z dnia rekomendacji	63.70	55.50	47.30	37.80	38.10	35.90
WIG w dniu rekomendacji	37854.95	37599.64	45894.55	40352.53	40226.29	41132.03