28 lutego 2011

Komentarz specjalny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Media

Polska

Agora

AGOD. WA; AGO PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Pozytywne zaskoczenie

Obecna cena: 26,10 PLN; Cena docelowa: 28,90 PLN

Wyniki czwartego kwartału 2010 pokazały, że Agora dzięki wzrostom w takich segmentach jak Internet i reklama zewnętrzna oraz charakterystycznej dla nich dużej dźwigni operacyjnej jest w stanie z nawiązką rekompensować spadki przychodów i pogarszanie się wyników w segmencie prasowym. Przedstawiona przez Zarząd prognoza wzrostu poszczególnych segmentów rynku reklamowego przekłada się na 1,7-4,7% wzrostu wpływów reklamowych. Daje to naszym zdaniem podstawy do zrekompensowania na poziomie wyniku operacyjnego oczekiwanego wzrostu kosztów wynagrodzeń i materiałów i energii (w szczególności papieru) jak również spadającej sprzedaży wydawnictw. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Pozytywne zaskoczenie

Agora opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe czwartego kwartału 2010 roku. Odnotowana poprawa częściowo wynika z konsolidacji Heliosa, jednak nawet przy wyłączeniu wyników segmentu kinowego Agorze udało się poprawić rezultaty. Głównymi źródłami dobrych wyników są segment reklamy zewnętrznej, radio i internet, które dzięki dynamicznym wzrostom przychodów reklamowych zanotowały znaczną poprawę generowanej EBITDA. Słabiej od naszych oczekiwań spisał się natomiast segment kinowy, gdzie doszło do spadku przychodów biletowych aż o 17,2% (wolumenowo sprzedaż spadła o 8,9%).

Przychody reklamowe wyniosły 202,9 mln PLN i były o 2,5 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań (wzrost o 2,3% r/r vs. prognozowane +0,5%). Nieco mocniejsze od oczekiwań były przy tym spadki wpływów reklamowych w prasie codziennej (-9,2% vs. -8,1% prognozy). Przychody z reklamy segmentu online wzrosły o 19,0% do 28,8 mln PLN (oczekiwaliśmy wzrostu o 19,5%). Nieco niższe okazały się też wpływy reklamowe Heliosa (2,4 mln PLN vs. 2,9 mln PLN prognozy). W pozostałych segmentach w odniesieniu do przychodów reklamowych pojawiły się pozytywne zaskoczenia. Największe zaskoczenie ma miejsce w przypadku radia, gdzie spółka powiększyła wartościową sprzedaż czasu reklamowego o 18,7%. W outdoorze wpływy z reklamy wzrosły o 5,5% do 47,8 mln PLN (vs. oczekiwane +4,0%), a czasopisma zanotowały mniejszy od prognoz spadek w wysokości 5,9% (-12,5%).

Wyższe niż się spodziewaliśmy okazały się przychody z projektów specjalnych. Po długim okresie spadku wartości w czwartym kwartale Agora powiększyła ich sprzedaż z 15,2 mln PLN do 20,6 mln PLN w ujęciu r/r. Przełożyło się to na wzrost sprzedaży wydawnictw o 14,9% do 55,4 mln PLN (zakładaliśmy w prognozach płaską dynamikę tej Grupy przychodów). Jak już wspomnieliśmy wysokością przychodów rozczarował Helios, który poza dużym ubytkiem (w relacji do naszej prognozy) przychodów z biletów i reklam zanotował też niższe wpływy z działalności barowej (10,0 mln PLN, przy 11,2 mln PLN naszych szacunków).

Wskaźniki finansowe Agory w 4Q2010 vs. prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	4Q2010	4Q2009	zmiana	4Q2010P	różnica	konsensus	różnica	2010	2009	zmiana
Przychody	340,7	291,1	17,0%	333,0	2,3%	332,0	2,6%	1 116,7	1 110,1	0,6%
EBITDA	52,8	39,5	33,7%	45,5	16,0%	49,5	6,7%	167,3	134,1	24,8%
marża	*15,5%*	*13,6%*	-	*13,7%*	-	*14,9%*	-	*14,6%*	*15,0%*	-
EBIT	30,3	19,5	55,4%	21,5	40,9%	26,0	16,5%	84,9	52,9	60,5%
Zysk brutto	29,1	20,3	43,3%	21,3	36,6%	-	-	87,9	54,4	61,6%
Zysk netto	18,0	14,9	20,8%	16,6	8,4%	19,5	-7,7%	71,9	38,3	87,7%

Źródło: Agora, PAP, szacunki DI BRE Banku SA

Strona kosztowa okazała się zbliżona do naszych oczekiwań (suma kosztów operacyjnych na poziomie 310,4 mln PLN wobec prognozowane 311,5 mln PLN). Wyższe niż się spodziewaliśmy były koszty wynagrodzeń, materiałów i energii, przy niższej grupie pozostałe koszty. Odchylenia są jednak najprawdopodobniej spowodowane brakiem porównywalnych danych Heliosa i problemem z klasyfikacją jego kosztów do poszczególnych grup. Można jednak z dużym prawdopodobieństwem założyć, że zarówno w wynagrodzeniach jak i kosztach materiałów i energii całkowicie wygasł już impuls oszczędnościowy, który był głównym motorem poprawy wyników Agory w 2009 roku i na początku roku 2010. W czwartym kwartale spółce udało się jeszcze zgodnie z prognozami wygenerować niewielką oszczędność na poziomie kosztów reprezentacji i reklamy, jednak spodziewamy się, że wyniki 2011 roku przyniosą wzrost również tej grupy kosztów.
Wynik netto zaraportowany przez spółkę został mocno obniżony przez bardzo wysoki podatek dochodowy sięgający 10,8 mln PLN), co przekłada się na efektywną stawkę podatkową wynoszącą 37,1%. W bilansie widoczne jest natomiast zmniejszenie aktywa podatkowego w porównaniu do końca trzeciego kwartału o 5,0 mln PLN i jest zgodnie z wypowiedzią Zarządu, że jest głównym czynnikiem wpływającym na tak wysoką wartość podatku.

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

Prognozy Zarządu dla rynku reklamowego w 2011 roku

Wraz z publikacją sprawozdania Zarząd Agory podał swoje szacunki dotyczące dynamiki rynku reklamowego oraz jego poszczególnych segmentów w 2011 roku. Zgodnie z przedstawionymi prognozami cały rynek reklamowy ma wzrosnąć o 6-7%. Najszybciej rozwijającym się segmentem ma być nadal segment internetu, którego wartość ma wzrosnąć o 13-15%. Niewiele wolniej ma rozwijać się rynek kinowy (11-13%). Segment telewizyjny ma zyskać na wartości 6-8%, reklamy zewnętrznej 5-6%, radio 3-5%, czasopism 0-2%. Jedynym nadal kurczącym się segmentem będzie według prognoz Agory segment prasowy, który straci na wartości 3-5%. Część inwestorów odbiera powyższe prognozy jako konserwatywne i przekładające się na negatywne perspektywy dla spółki na 2011 rok. Istotnie, prognoza ogólnorynkowa jest nieco poniżej naszych własnych szacunków tegorocznego wzrostu (+7,5% przy nieco inaczej rozłożonych akcentach pomiędzy poszczególnymi segmentami). Zwracamy jednak uwagę, że przełożenie powyższych dynamik na wpływy reklamowe Agory z 2010 roku przekładać się będzie na wzrost przychodów reklamowych Grupy o 1,7-4,7% (roboczo zakładamy tu przychody reklamowe Heliosa w 2010 roku na poziomie 9,6 mln PLN), co z kolei wyznacza przedział wpływów reklamowych spółki w 2011 roku wynoszący 728,1 –749,4 mln PLN. Są to zatem wartości tylko w niewielkim stopniu odchylające się od naszej prognozy zakładającej osiągnięcie przez Agorę 742,3 mln PLN przychodów z reklamy. Naszym zdaniem ten poziom wzrostu wraz z brakiem negatywnych zdarzeń jednorazowych, które obciążyły rezultaty 2010 roku (7,7 mln PLN odpisu nakładów poniesionych na system informatyczny, 2,5 mln PLN kosztów przejęcia Heliosa) będzie w stanie zrekompensować oczekiwany przez nas wzrost kosztów wynagrodzeń, materiałów i energii oraz reprezentacji i reklamy.

Prognozy Agory i DI BRE dla polskiego rynku reklamowego na 2011 rok

	prognoza Agory	prognoza DI BRE
internet	13-15%	20%
telewizja	6-8%	8%
kino	11-13%	12%
outdoor	5-6%	4%
radio	3-5%	3%
prasa	-5- -3%	-2%
czasopisma	0-2%	-2%
Ogółem	6-7%	7,5%

Źródło: Agora, szacunki DI BRE Banku SA

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

Departament Analiz:

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

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

Michał Rożmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkowicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkowicz@dibre.com.pl

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

„Prywatny Makler"

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 księgowa*
WNDB - *wynik na działalności bankowej*
P/CE *- cena do zysku wraz z amortyzacją*
MC/S *- wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży*
EBIT/EV- *zysk operacyjny do wartości ekonomicznej*
P/E *- (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję*
ROE - *(Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych*
P/BV *- (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję*
Dług netto *- kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent*
Marża EBITDA *- EBITDA / Przychody ze sprzedaży*

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.
Rekomendacja jest ważna w okresie 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.
Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.
DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .
Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.
DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.
DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.
Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.