

10 listopada 2009

Komentarz specjalny


**Media**  
Polska

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

# Agora

AGOD. WA; AGO.PW

# Akumuluj

(Niezmieniona)

## Wyniki 3Q 2009

**Obecna cena 19,0 PLN, Cena docelowa 24,1 PLN**

Wyniki 3Q2009 w Agorze pozytywnie zaskakują nas skalą poczynionych oszczędności. Strona przychodowa pozostaje wciąż pod silnym wpływem dekonunktury na rynku reklamowym, jednak również tutaj widać pierwsze symptomy poprawy sytuacji, gdyż większość segmentów zanotowała złagodzenie tempa spadku przychodów reklamowych. W efekcie wynik operacyjny spółki wyniósł aż 12,8 mln PLN przy 4,2 mln PLN naszej prognozy i 2,5 mln PLN konsensusu rynkowego. Choć nie sądzimy by trzeci kwartał mógł być wyznacznikiem skali redukcji kosztów jaka może mieć miejsce w Agorze (uważamy, że w części odpowiadają za niego „jednorazowe” oszczędności) to jednak zarysowujące się zarówno na przychodach jak i kosztach tendencje potwierdzają zakładany przez nas scenariusz znaczącej poprawy wyników finansowych Agory w kolejnych kwartałach.

### Wyniki 3Q 2009

Przychody spółki spadły o 13,3% do 246,8 mln PLN, za co odpowiada przede wszystkim trudna sytuacja na rynku reklamy. Przychody reklamowe obniżyły się bowiem o 21,4% do 160,9 mln PLN. Mimo tak bolesnego spadku spółka odnotowała poprawę sytuacji w porównaniu do ubiegłego kwartału, kiedy to wpływy reklamowe spadły w ujęciu r/r aż o 25,2%. W odniesieniu do wpływów ze sprzedaży wydawnictw pozytywnie na wynikach odbiło się dwukrotne podniesienie ceny egzemplarzowej *Gazety Wyborczej* dzięki czemu udało się znacząco zredukować tempo spadku tego źródła przychodu. Także tutaj widać poprawę w zestawieniu z drugim kwartałem, na co wpływ ma większa liczba prenumerat, która odnawiana była już po podniesionych cenach. Zgodnie z oczekiwaniami nie powtórzył się tak słaby kwartał sprzedaży kolekcji wydawniczych i wpływy z tego tytułu wzrosły w porównaniu do rekordowo pod tym względem słabego 3Q2008 o 86,6% do 12,5 mln PLN.

### Wyniki finansowe Agory w 3Q2009 vs prognozy DI BRE i konsensus rynkowy

(mln PLN)	3Q2009	3Q2008	zmiana	3Q2009P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	246,8	284,7	-13,3%	245,7	0,4%	245,0	0,7%
EBITDA	33,4	38,1	-12,3%	24,7	35,0%	23,1	44,6%
marża	13,5%	13,4%	-	10,1%		9,4%	
EBIT	12,8	17,2	-25,6%	4,2	201,6%	2,5	414,1%
Zysk brutto	13,1	18,1	-27,6%	4,0	223,9%		
Zysk netto	10,2	13,8	-26,1%	3,3	205,0%	2,2	370,0%

Źródło: Agora, szacunki DI BRE Banku SA, PAP

Po stronie kosztów jedyną poza amortyzacją rosnącą grupą były koszty materiałów i energii. Wpływ na to mają z jednej strony wprowadzone kilka miesięcy temu podwyżki cen prądu, z drugiej większa liczba uruchomionych projektów wydawniczych. W pozostałych obszarach spółka zanotowała spadek kosztów, przy czym szczególnie zaskoczyła nas tak znacząca obniżka kosztów wynagrodzeń (o 16,6% do 61,6 mln PLN) oraz grupy inne (spadek z 85,7 mln PLN do 74,6 mln PLN). Podejrzewamy, że w części na tak dużą obniżkę tych wartości mogły mieć wpływ jednorazowe wydarzenia. W spodziewanym przez nas tempie spadały koszty reprezentacji i reklamy (o 29,2% do 30,3 mln PLN). W efekcie wynik operacyjny spółki wyniósł aż 12,8 mln PLN przy 4,2 mln PLN naszej prognozy i 2,5 mln PLN konsensusu rynkowego. Przy pozytywnym saldzie na działalności finansowej na poziomie +0,5 mln PLN oraz efektywnej stawce podatku na poziomie 26% pozwoliło to Agorze osiągnąć zysk netto w kwocie 10,2 mln PLN.

W podziale segmentowym pozytywnie należy wyróżnić segmenty prasy, Internetu i radia, które poprawiły rezultaty w porównaniu do ubiegłego kwartału, choć sezonowo 3Q powinien być najtrudniejszym okresem. Zwłaszcza przypadek radia jest godny odnotowania, gdyż poprawa EBITDA zarówno q/q jak i r/r została osiągnięta mimo bardzo dużego spadku przychodów reklamowych (-24,4 r/r). Negatywnie odznaczył się segment outdooru, który był najlepiej zachowującym się segmentem Agory w zeszłym kwartale. Wydaje nam się, że słabość segmentu reklamy zewnętrznej jest spowodowany czynnikami sezonowymi i w kolejnych kwartałach spółka powinna odczuć poprawę sytuacji w tym segmencie.

**Przychody i EBITDA Agory w podziale na segmenty**

	3Q2009		3Q2008	
	przychody	EBITDA	przychody	EBITDA
prasa codzienna	156,4	41,1	178,3	48,8
internet	19,9	-0,3	19,4	-1,1
reklama zewnętrzna	35,8	-1,4	41,2	2,6
czasopisma	22,4	4,9	27,1	5,3
radio	13,8	0,9	18,3	0,8

Źródło: DI BRE Banku SA

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

**Departament Analiz:**

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

**Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Handel

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

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

**Maklerzy:**

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

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

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

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

**„Prywatny Makler”**

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. 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.