

# Agora

9 kwietnia 2010

(tłumaczenie)

Media

Kurs

25,96 PLN \*

**Trzymaj**

Wycena

24,10 PLN

(podwyższenie)

Stopa zwrotu	1M	3M	12M
Absolutna	5%	22%	75%
Relatywna do WIG20	1%	18%	21%
Max/ min. (12-mies.)	26,95/ 13,45 PLN		

Reuters	AGOD.WA
Bloomberg	AGO.PW
Kapitalizacja (mln EUR)	343
Następne wydarzenie w spółce:	
13 maja - publikacja wyników za I kwartał 2010	
PLN /EUR	3,85

FY/e 31.12 (mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P
Sprzedaż	1 110,1	1 152,0	1 346,7	1 432,5
EBITDA	134,1	160,3	221,0	239,0
EBIT	52,9	71,8	121,2	136,2
Zysk netto	38,3	51,3	92,0	106,5
EPS (PLN)	0,75	1,01	1,81	2,09
C/Z (x)	34,5	25,8	14,4	12,4
Dywid. na akcję (PLN)	0,00	0,00	0,50	1,35
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	1,9%	5,2%
EV/EBITDA (x)	8,5	8,0	5,5	5,0

Źródło: KBC Securities

\* kurs zamknięcia z 08/04/2010

Pozytywnie oceniamy przejęcie przez Agorę spółki Helios, trzeciej największej sieci kin w Polsce. Postrzegamy tę transakcję jako kreującą wartość dla akcjonariuszy Agory. Nasza wycena obecnej działalności spółki wzrosła po podwyższeniu naszych prognoz zysków i znaczącego obniżenia naszych prognoz wydatków inwestycyjnych. Podwyższyliśmy prognozy zysku netto na 2010/2011/2012 rok o 7,8%/23,0%/23,1% do 51,3 mln zł (+33,9% r/r)/92,0 mln zł (+79,2% r/r)/106,5 mln zł (+15,9% r/r). Nasza wycena wzrosła o 27% do 24,10 zł na akcję, co implikuje 7% potencjału spadkowego. Podwyższamy rekomendację do Trzymaj.

## Rekomendacja podwyższona do Trzymaj

- Wartość dodana przejęcia.** Wyceniamy spółkę Helios na 191 mln zł, co implikuje, że cena zapłacona przez Agorę, którą zakładamy na 102 mln zł, zwiększa wartość Agory o 1,75 zł na akcję. Nasza wycena Heliosa implikuje 7,8x EV/EBITDA na 2010P, co przekłada się na 12% dyskonto w stosunku do naszej wyceny Cinema City i 11% premię w stosunku do zagranicznych porównywalnych spółek. Uważamy, że dyskonto w stosunku do Cinema City jest uzasadnione lepszymi długoterminowymi perspektywami wzrostu tej spółki, które są związane z jej działalnością na wielu rynkach Europy Środkowo-Wschodniej.
- Dywersyfikacja, ale bez synergii.** Oczekujemy, że transakcja przyniesie niewiele synergii, chociaż zmniejszy zależność Agory od zmiennego rynku reklamy. Prognozy pro-forma na 2010 rok sugerują, że po przejęciu Heliosa udział przychodów z reklamy w łącznych przychodach może spaść z 66% do 57%.
- EBITDA Heliosa wzrośnie.** Prognozujemy 13% składaną roczną stopę wzrostu EBITDA Heliosa w latach 2009-2012P, głównie ze względu na dalszą ekspansję sieci kinowej (choć w tempie wolniejszym niż poprzednio), wyższe ceny biletów (większa popularność filmów 3D), oraz aprecjację PLN w stosunku do EUR. Ten ostatni czynnik uważamy za kluczowy dla oczekiwanego 25% wzrostu EBITDA w br. (przy powrocie marży EBITDA na poziom powyżej 20%).
- Ciężkie czasy przed biznesem prasowym.** Prognozujemy w br. 4,0% zmniejszenie tempa wzrostu tradycyjnego biznesu Agory z uwagi na oczekiwany 2,4% spadek przychodów z reklamy, prawie 6% spadek przychodów ze sprzedaży dzienników i czasopism oraz niższe przychody z projektów specjalnych. Jednakże rentowność powinna się poprawić po wprowadzeniu w ubiegłym roku cięć kosztów, co powinno umożliwić 6,5% wzrost EBITDA w br.
- Właściwa wycena.** W ciągu ostatnich 3 miesięcy kurs akcji Agory wzrósł o 22%, dając zwrot wyższy o 18% niż indeks WIG20, pod wpływem przejęcia Heliosa i oczekiwań na ożywienie na rynku reklamy. Notowana przy 5,5x EV/EBITDA na 2011P Agora ma 25% dyskonto do zachodnich konkurentów, ale przy 14,4x C/Z na 2011P ma 26% premię (niższą niż poprzednio), która, naszym zdaniem, jest uzasadniona.

### Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

**EBITDA** = EBIT + amortyzacja  
**EPS** = zysk netto/ liczba akcji  
**DPS** = dywidenda na akcję  
**BVPS** = wartość księgowa/ liczba akcji  
**Marża EBITDA** = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży  
**Marża zysku operacyjnego** = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży  
**CFPS** = Cash flow/ liczba akcji  
**Dług netto** = zadłużenie odsetkowe – gotówka  
**ROE** = zysk netto/ średni kapitał własny  
**EV** = kapitalizacja rynkowa + Dług netto  
**P/E** = kurs rynkowy/ EPS  
**P/CF** = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)  
**P/BV** = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa  
**P/S** = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży  
**Stopa dywidendy** = DPS/ kurs rynkowy \*100%

### Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

### System rekomendacji

**Kupuj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,  
**Trzymaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,  
**Sprzedaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

### Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje 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 wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

### Rekomendacje dla spółki Agora wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
Agora	12,00	14,30	Sprzedaj	7 kwietnia 2009
Agora	13,20	13,95	Trzymaj	19 maja 2009
Agora	13,24	15,88	Sprzedaj	3 czerwca 2009
Agora	17,00	19,69	Sprzedaj	17 sierpnia 2009
Agora	17,70	20,59	Sprzedaj	28 października 2009
Agora	19,00	21,60	Sprzedaj	11 lutego 2010
Agora	24,10	25,96	Trzymaj	9 kwietnia 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacji inwestycyjnych:

21 Kupuj	48%
15 Trzymaj	34%
8 Sprzedaj	18%

## Lista kontaktów

### Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	Marta Czajkowska-Baldyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
<b>Telekomunikacja, Media,</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
<b>IT</b>	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości</b>	Lucian Albuлесcu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

### Makroekonomia

Zsolt Papp	+44 20 7614 6667	<i>zsolt.papp@kbcfp.com</i>
------------	------------------	-----------------------------

### Departament Sprzedaży Detalicznej

Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.