



**Media**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>10,66 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>15,30 PLN</b>
Kapitalizacja	543 mln PLN
Free float	397,6 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,58 mln PLN

#### Struktura akcjonariatu

Agora-Holding Sp. z o.o.	11,18%
BZ WBK AIB AM	15,59%
Pozostali	73,23%

#### Strategia dotycząca sektora

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 w długim okresie, które w Polsce w relacji do PKB i *per capita* są istotnie niższe niż w UE15.

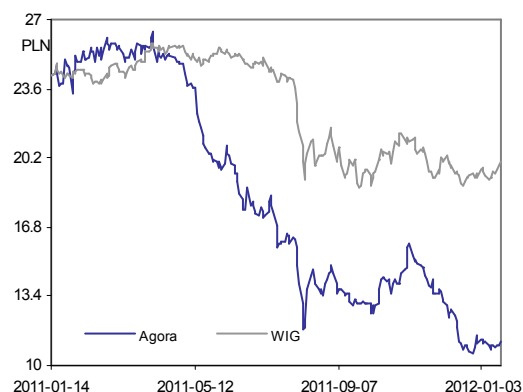
#### Profil spółki

Agora to jedna z największych grup mediowych w Polsce. Swoim działaniem obejmuje segment prasy codziennej, 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. 45%) oraz reklamy zewnętrznej (ok. 27%). Do spółki należy też jeden z największych portali internetowych w Polsce: gazeta.pl oraz trzeci co do wielkości operator kin w Polsce: Helios.

#### Ważne daty

27.02.12—raport 4Q2011

#### Kurs akcji Agory na tle WIG



#### Piotr Grzybowski

(48 22) 697 47 17

piotr.grzybowski@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Agora

AGO PW; AGOD.WA

## Kupuj

(Niezmieniona)

### Rynek trudny, ale wycena atrakcyjna

Rynek reklamy spowolnił w 3Q do zaledwie 2,0% wzrostu r/r. Widoczna jest koncentracja reklamodawców na kampaniach nastawionych na krótkoterminową sprzedaż kosztem kampanii budujących wizerunek marki, co również może wskazywać na duży sceptycyzm reklamodawców i ostrożność w podejściu do przyszłego popytu konsumpcyjnego. Powyższe czynniki skłoniły nas do dalszego zrewidowania oczekiwań w stosunku do przyszłego tempa wzrostu rynku reklamy. Po wprowadzeniu do naszego modelu wyceny bardziej konserwatywnego scenariusza obniżyliśmy naszą cenę docelową dla akcji Agory do 15,3 PLN (poprzednio 19,0 PLN). Obecna wycena rynkowa wciąż wydaje się uwzględniać negatywny scenariusz niewspółmierny do rozgrywanego na pozostałych spółkach mediowych. Wartość przedsiębiorstwa (EV) Agory to około 450 mln PLN. Tymczasem w kategoriach EV sam segment kinowy kosztował w 2010 roku 200 mln PLN. Wyniki osiągnięte przez Heliosa potwierdzają jego wartość. W tym roku osiągnie on według naszych szacunków około 32,5 mln PLN EBITDA, co implikuje 6,1xEV/EBITDA (3% poniżej mediany spółek porównywalnych z krajów rozwiniętych). Uwzględniając dodatkowo, że spółka operująca na naszym rynku kinowym powinna cieszyć się premią z uwagi na mniejsze nasycenie rynku, cenę 200 mln PLN cały czas można uznać za wartość godziwą tych aktywów. Agora nie jest wbrew opinii części inwestorów schyłkowym biznesem. Planowany rozwój w segmencie kinowym (na ten rok planowane co najmniej trzy otwarcia: Grudziądz, Bydgoszcz, Nowy Sącz) oraz rozwijający się w 15% tempie, internet zwiększają ekspozycję Agory na wzrostowe segmenty i przekształcają spółkę w nowoczesny holding medialny. Utożsamiana z Gazetą Wyborczą Agora obecnie czerpie z segmentu prasy 53% swojej EBITDA. Rozwój pozostałych segmentów spowoduje do 2015 roku spadek tego udziału do 31%. Uwzględniając 40% potencjał wzrostowy spółki **podtrzymujemy rekomendację kupuj.**

#### Korekta prognoz

3Q2011 przyniósł kolejne sygnały osłabienia koniunktury na rynku reklamowym i większego konserwatyzmu reklamodawców w budowie i sposobie wykorzystania swoich budżetów. Stanowi to bardzo zły prognostyk na obecny rok i oznacza, że mimo organizacji EURO 2012 polski rynek reklamowy wcale nie przyspieszy wzrostu. W naszym modelu obniżyliśmy oczekiwania w stosunku do wzrostu wydatków reklamowych w Polsce w najbliższych latach z 5,0% w 2011 roku i 7% w 2012 roku do odpowiednio 3,0% i 3,0%. W największym stopniu nasza korekta obejmuje kluczowe dla Agory segmenty prasy i magazynów, gdzie oczekiwane w 2012 roku dynamiki zostały obniżone odpowiednio z -3,2% r/r do -6,7% r/r oraz z +4,0% r/r do -5,0% r/r.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	1 110,1	1 116,7	1 225,5	1 220,3	1 250,6
EBITDA	134,1	167,3	144,4	130,9	135,1
marża EBITDA	12,1%	15,0%	11,8%	10,7%	10,8%
EBIT	52,9	84,9	52,8	40,8	43,6
Zysk netto	38,3	71,9	37,6	30,3	33,6
DPS	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	14,2	7,6	14,5	17,9	16,2
P/CE	4,5	3,5	4,2	4,5	4,3
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,7	2,8	3,1	3,2	3,0
DYield	0,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

# Niepokojące sygnały z rynku reklamy

## Sytuacja finansowa

### Korekty w prognozie Zarządu dla rynku reklamy

Jednocześnie z publikacją wyników 3Q2011 Agora zdecydowała się na obniżenie swoich szacunków w odniesieniu do rynku reklamowego (z 3-5% wzrostu do 2-4% wzrostu), segmentu prasowego (z 7-9% spadku do 9-12% spadku) oraz segmentu czasopism (z 1-3% spadku do 4-6% spadku), przy czym prognozy dla pozostałych segmentów pozostały bez zmian.

### Prognozy Zarządu Agory dla rynku reklamowego

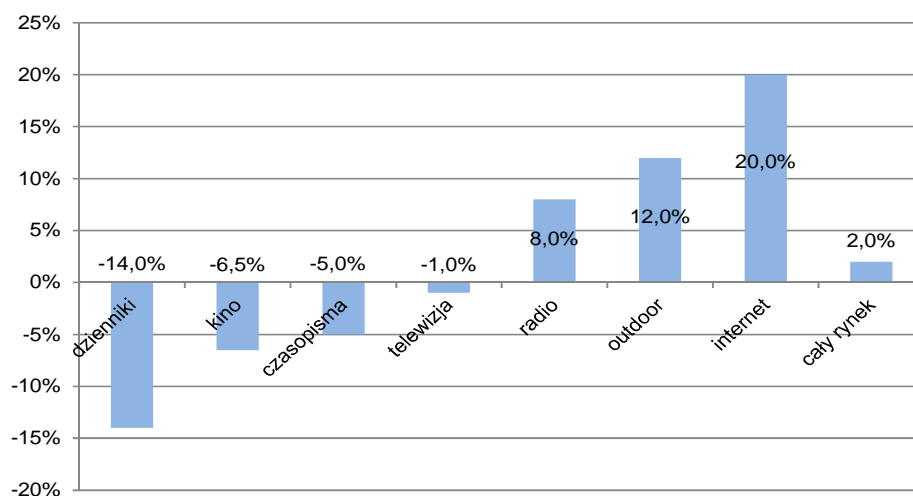
	luty 2011	maj 2011	sierpień 2011	listopad 2011
telewizja	6-8%	3-5%	3-5%	3-5%
internet	13-15%	13-15%	13-17%	13-17%
czasopisma	0-2%	(-3%)-(-1%)	(-3%)-(-1%)	(-6%)-(-4%)
dzienniki	(-5%)-(-3%)	(-9%)-(-7%)	(-9%)-(-7%)	(-12%)-(-9%)
outdoor	5-6%	2-4%	2-4%	2-4%
radio	3-5%	3-5%	7-9%	7-9%
kino	11-13%	6-8%	6-8%	6-8%
cały rynek	6-7%	3-5%	3-5%	2-4%

Źródło: Agora

### Dalsze ochłodzenie na rynku reklamy

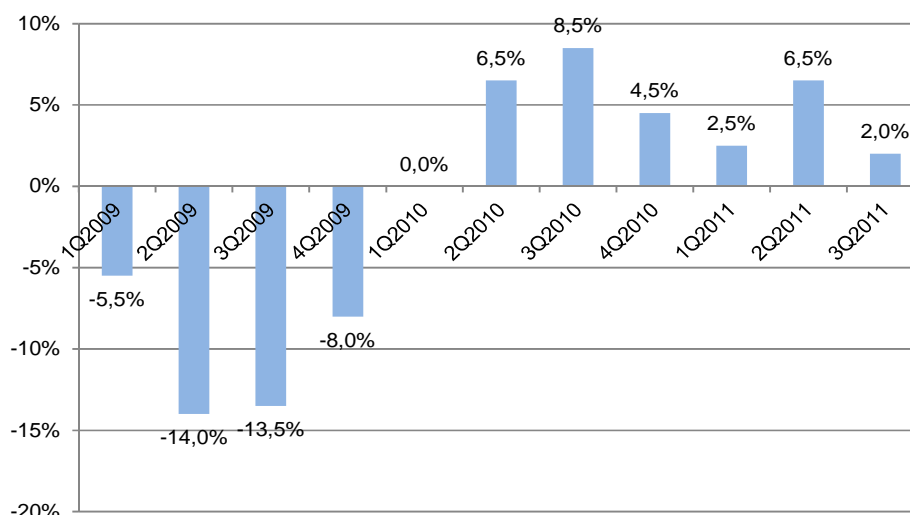
Po nieco lepszym drugim kwartale 3Q2011 przyniósł dla rynku reklamowego ponowne osłabienie dynamiki wzrostu. Wartość wydatków reklamowych wzrosła w tym okresie o 2,0% (szacunki Agory) wobec 2,7% i 6,5% o jakie według danych Starlinka rynek urósł w trakcie odpowiednio pierwszego i drugiego kwartału. Pogorszenie koniunktury było co prawda częściowo spowodowane efektami bazy (3Q2010 wciąż był okresem nadrabiania przez rynek przerwy spowodowanej żałobą narodową z kwietnia), jednak nie wyjaśniają one w pełni dużego spadku dynamiki. Dodatkowo wszyscy uczestnicy rynku zgodnie potwierdzają, że czwarty kwartał nie stanowi dla branży przełomu, co potwierdza, że słabość trzeciego kwartału tylko w niewielkim zakresie wynika z czynników bazowych. W rozbiciu segmentowym widoczna jest kontynuacja umacniania pozycji internetu w budżetach reklamowych. Dzięki 20% dynamice w 3Q2011 jego udział w rynku osiągnął poziom aż 17,0% (+2,5p.p. r/r). Pozytywną dynamikę odnotowały też segmenty reklamy zewnętrznej (+12,0% r/r) i radia (+8,0% r/r). dzięki temu zwiększyły swój udział w rynku reklamy do odpowiednio 9,5% (+1,0p.p.) i 8,5% (+0,5p.p.). Pozostałe segmenty zanotowały spadki wartości. Segment telewizyjny skurczył się o 1,0% r/r zmniejszając swój udział w rynku reklamowym z 45,0% do 43,5%. Wydatki na reklamę w kinie spadły o 6,5%, w czasopismach o około 5,0%, a w prasie o 14,0%. Udział w rynku tego ostatniego spadł z 10,0% do 8,5%.

### Dynamika rynku reklamowego w 3Q2011 w podziale na segmenty



Źródło: Agora, Starlink, Kantar Media, IGR

## Kwartałna dynamika rynku reklamowego



Źródło: Agora, GUS

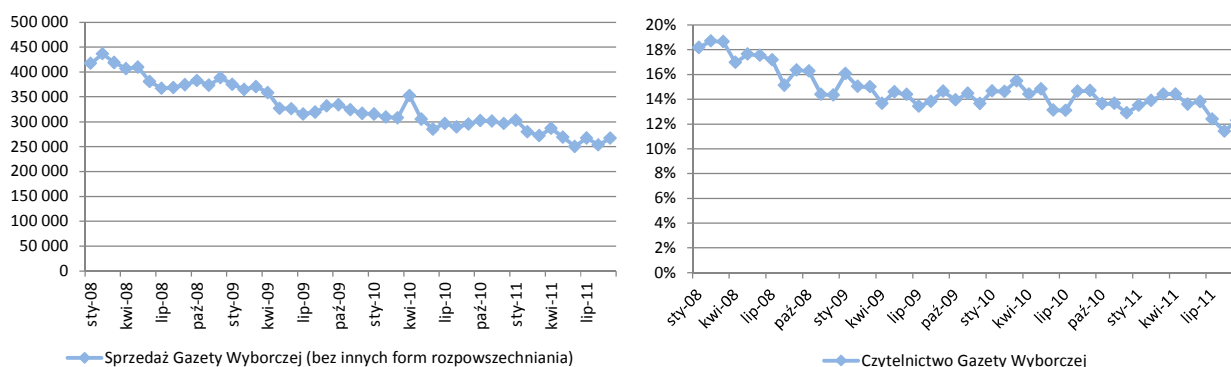
## Perspektywy na przyszłość

### Sprzedaż Gazety Wyborczej i czytelnictwo

Trzeci kwartał przyniósł nieznaczne złagodzenie dynamiki spadku rozpowszechniania płatnego *Gazety Wyborczej* oraz wyraźne pogorszenie wskaźników jej czytelnictwa. Średni spadek rozpowszechniania w ciągu 3Q2011 sięgnął 8,1% r/r wobec 8,8% odnotowanych w pierwszym półroczu. Zmniejszenie tempa spadków nastąpiło przy utrzymującej się dynamice innych form rozpowszechniania (+16,2% r/r w 3Q2011 wobec +16,8% r/r w 1H2011), przez co nieznacznie poprawia się też jakość wyników sprzedażowych.

Negatywny trend pojawił się z kolei we wskaźnikach czytelnictwa. Do tej pory *Gazeta Wyborcza* utrzymywała stosunkowo wysokie wskaźniki mimo spadającej sprzedaży egzemplarzowej. W pierwszym półroczu czytelnictwo utrzymywało się na średnim poziomie 13,9%, przy 14,5% w analogicznym okresie minionego roku. Tymczasem w okresie trzeciego kwartału średnie czytelnictwo obniżyło się do zaledwie 12,0% (vs. 14,1% w 2Q2010). Spadek czytelnictwa stanowi negatywny trend, który może wymóc na spółce większe inwestycje w reprezentację i reklamę, by przywrócić wyższy poziomy wskaźnika. Ponadto może być on dla reklamodawców argumentem za zmniejszeniem alokacji budżetów do *Gazety*.

### Sprzedaż egzemplarzowa (lewy wykres) i czytelnictwo *Gazety Wyborczej* (prawy)



Źródło: ZKPD

### Zmiana w modelowych założeniach DI BRE

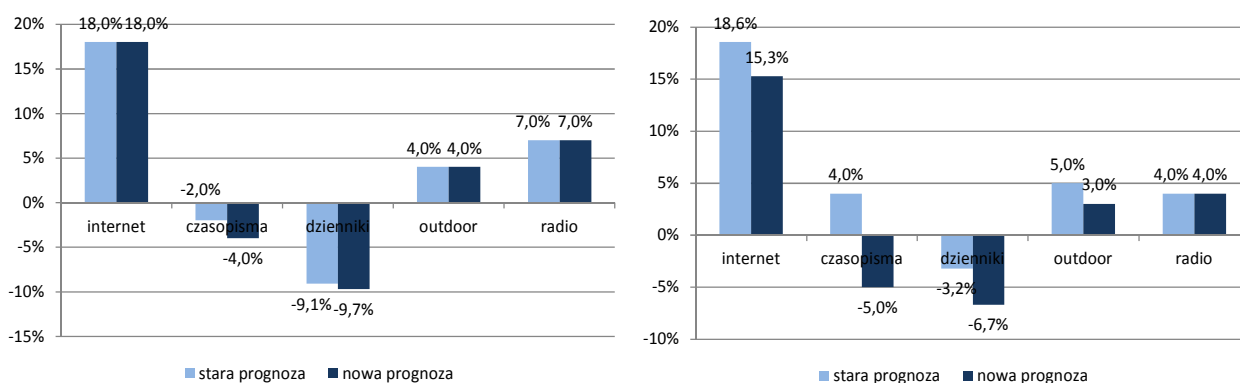
W poprzednim raporcie zwracaliśmy uwagę, że udział reklamy w strukturze PKB obniżył się w wyniku ostatniego spowolnienia z maksymalnego poziomu 0,61% osiągniętego w 2008 roku do poziomu z 2004 roku (0,5%), znosząc większość wzrostu udziału osiągniętego w czasach hossy na rynku reklamowym. Tymczasem analogiczna proporcja na rynku niemieckim kształtuje się na poziomie 0,9% PKB. Argumentowaliśmy, że wskazuje to na większy stopień zrównoważenia budżetów reklamowych w chwili obecnej niż w przededniu poprzedniego ochłodzenia koniunktury i że scenariusz tak dużego rozdźwięku między dynamiką PKB i

dynamiką reklamy jak w 2009 roku (1,7% wzrostu PKB i -12,0% r/r dynamiki dla rynku reklamowego) jest mało prawdopodobny.

Chociaż powyższa teza wydaje nam się wciąż słuszną to jednak sygnały płynące z rynku w trzecim kwartale świadczą niestety, że rynek reklamowy może wchodzić w fazę głębszego niż wcześniej oczekiwaliśmy spowolnienia. Widoczne jest wyraźne ograniczenie budżetów reklamowych i przesuwanie ich z kampanii służących budowie wizerunku w kierunku mediów i kampanii służących wsparciu krótkoterminowych wyników sprzedażowych. Dodatkowy negatywny impuls dla rynku płynie ze strony rządu. Chociaż przedstawione w exposé plany cięć wydatków przedstawione przez nowy rząd skonstruowane zostały w ten sposób by w jak najmniejszy sposób wpływać na konsumenta, to jednak np. podniesienie składki rentowej może mieć przełożenie na poziom zatrudnienia i przez to wpłynąć na wydatki konsumpcyjne. Nie można też wykluczyć, że cięcia budżetowe będą stanowiły mentalny sygnał do zaciskania pasa również przez gospodarstwa domowe.

Z uwagi na słabsze tempo wzrostu wydatków reklamowych w trzecim kwartale obniżamy nasze prognozy tegorocznego wzrostu z 5,0% do 3,0%. W odniesieniu od 2012 roku w powszechnym przekonaniu rynek reklamowy powinien przyspieszyć tempo wzrostu mimo słabszego otoczenia makroekonomicznego i wolniejszego wzrostu PKB dzięki organizacji EURO 2012. Naszym zdaniem zmiany w polityce reklamodawców, które zaszły w trzecim kwartale świadczą o dużym sceptycyzmie i ostrożności w podejściu do przyszłego popytu konsumpcyjnego. Dlatego też przyszłoroczny wzrost wydatków reklamowych może stanowić negatywną niespodziankę. Oczekujemy, że organizacja EURO 2012 pozwoli jedynie zrekompensować rynkowi reklamowemu oczekiwany spadek dynamiki PKB i ponownie urosnąć w tempie 3% (poprzednia prognoza przewidywała 7% wzrost rynku w przyszłym roku).

### Prognozy DI BRE dynamiki wpływów reklamowych Agory w 2011 (lewy wykres) i 2012 roku (prawy)



Źródło: szacunki DI BRE

Uwzględniając powyższe czynniki obniżamy nasze oczekiwania w odniesieniu do przyszłego roku z 7% do 2%. W odniesieniu do poszczególnych segmentów zmiana naszych prognoz i pogorszenie perspektyw przyszłego roku szczególnie mocno uderza w segmenty prasy i czasopism, które naszym zdaniem będą wrażliwe na koniunkturę zarówno z uwagi na poziom wydatków na reklamę jak i słabnącą sprzedaż egzemplarzową, która podnosząc koszt dotarcia spowoduje przesunięcie nakładów do innych segmentów – głównie internetu.

W prasie obniżamy nasze oczekiwania dotyczące dynamiki przychodów reklamowych *Gazety Wyborczej* w latach 2011-2012 z odpowiednio -10,0% i -4,0% do -11,0% i -8,0%. Przesuwamy też termin osiągnięcia nieujemnej dynamiki przez rynek z 2013 roku (obniżenie prognozy z 0% r/r do -4%) na 2014 rok. Dodatkowo obniżamy przyszłoroczną dynamikę rozpowszechniania płatnego *Gazety* z -6,0% do -9,0%.

W segmencie czasopism zakładane dynamiki przychodów reklamowych zostają obniżone w okresie 2011-2012 z odpowiednio -2,0% i 4,0% do -4,0% i -5,0%. Cięcia prognoz dotyczą również sprzedaży egzemplarzowej. Spodziewamy się w tym obszarze spadku przychodów o 9,0% rocznie (wobec -9,0% i -2,0% w latach 2011-2012 zakładanych w poprzednim modelu).

W segmencie reklamy zewnętrznej bez zmian pozostawiamy naszą prognozę dynamiki przychodów na 2011 (+4,0% r/r) obniżając jednocześnie szacunki tegoroczne (z 5,0% do 3,0%).

Bez zmian pozostają nasze prognozy dla radia. W segmencie internetu obniżamy prognozę tegorocznego wzrostu przychodów reklamowych z 18,6% do 15,3%.

## Wycena

### Podsumowanie wyceny Agory

	mln PLN	waga	cena za 9 m-cy
Wycena metodą DCF	739,7	50%	
Wycena porównawcza	697,6	50%	
w tym			
na bazie wskaźnika P/E	329,0	50%	
na bazie Wskaźnika EV/EBITDA	1 066,3	50%	
<b>Średnia</b>	<b>718,7</b>		<b>777,4</b>
na 1 akcję Agory			15,3

### Założenia modelu

1. Wycenę opieramy na prognozie wyników Agory w okresie od 2011 do 2020 roku.
2. W okresie prognozy oraz po okresie objętym prognozą zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,9% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
3. Po okresie prognozy przyjmujemy wzrost FCF na poziomie 2,0%, co stanowi obniżenie założenia z 3,0% stosowanych w poprzednich modelach wyceny.
4. W wycenie stosujemy dług netto spółki na koniec 2010 roku powiększony o wypłaconą w tym roku dywidendę.

### Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek medialnych na lata 2011-2013. Dla kolejnych lat przyjmujemy odpowiednio wagi 25%, 45% i 30%.

### Wskaźniki P/E i EV/EBITDA dla spółek medialnych

	Cena	EV/EBITDA			P/E		
		2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Promotora de information (Prisa)		8,7	7,6	7,2	7,7	6,5	3,8
Gruppo Editoriale L'Espresso		4,1	4,0	3,8	8,2	7,9	7,2
Axel Springer AG		6,4	6,3	6,2	10,7	10,6	10,3
Daily Mail		7,0	6,8	6,4	8,6	8,3	7,6
McClatchy Corp		5,1	5,7	-	2,4	3,6	13,4
New York Times Corp		4,4	4,4	4,5	11,4	10,7	11,2
Naspers Ltd		16,9	19,6	16,9	17,1	18,7	15,1
RCS Mediagroup		9,2	7,9	7,2	16,9	10,8	8,2
Arnoldo Mondadori Editore		5,2	5,2	4,8	6,6	6,7	5,7
Maksimum		16,9	19,6	16,9	17,1	18,7	15,1
Minimum		4,1	4,0	3,8	2,4	3,6	3,8
<b>Mediana</b>		<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>
Agora	10,7	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>14,5</b>	<b>17,9</b>	<b>16,2</b>
premia / dyskonto		-54,4%	-51,6%	-54,5%	41,8%	102,9%	95,6%

**Model DCF**

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 225,5</b>	<b>1 220,3</b>	<b>1 250,6</b>	<b>1 306,1</b>	<b>1 361,4</b>	<b>1 411,6</b>	<b>1 456,2</b>	<b>1 498,8</b>	<b>1 540,2</b>	<b>1 583,3</b>	
zmiana	9,7%	-0,4%	2,5%	4,4%	4,2%	3,7%	3,2%	2,9%	2,8%	2,8%	
<b>EBITDA</b>	<b>144,4</b>	<b>130,9</b>	<b>135,1</b>	<b>150,1</b>	<b>161,8</b>	<b>170,8</b>	<b>175,2</b>	<b>176,8</b>	<b>177,9</b>	<b>180,4</b>	
marża EBITDA	11,8%	10,7%	10,8%	11,5%	11,9%	12,1%	12,0%	11,8%	11,6%	11,4%	
Amortyzacja	91,7	90,1	91,5	92,9	94,3	95,6	96,9	98,2	99,5	100,9	
<b>EBIT</b>	<b>52,8</b>	<b>40,8</b>	<b>43,6</b>	<b>57,2</b>	<b>67,5</b>	<b>75,2</b>	<b>78,3</b>	<b>78,7</b>	<b>78,4</b>	<b>79,5</b>	
marża EBIT	4,3%	3,3%	3,5%	4,4%	5,0%	5,3%	5,4%	5,2%	5,1%	5,0%	
Opodatkowanie EBIT	10,0	7,7	8,3	10,9	12,8	14,3	14,9	14,9	14,9	15,1	
<b>NOPLAT</b>	<b>42,8</b>	<b>33,0</b>	<b>35,3</b>	<b>46,3</b>	<b>54,7</b>	<b>60,9</b>	<b>63,4</b>	<b>63,7</b>	<b>63,5</b>	<b>64,4</b>	
CAPEX	-79,0	-72,6	-74,4	-77,7	-81,0	-84,0	-86,6	-89,2	-91,6	-100,9	
Kapitał obrotowy	5,3	-0,1	-2,3	-3,4	-3,2	-3,1	-1,8	-1,5	-1,6	-1,9	
Pozostałe	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>75,0</b>	<b>50,4</b>	<b>50,1</b>	<b>58,1</b>	<b>64,8</b>	<b>69,4</b>	<b>71,9</b>	<b>71,2</b>	<b>69,8</b>	<b>62,5</b>	<b>63,8</b>
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	
współczynnik dyskonta	100,0%	90,2%	81,3%	73,3%	66,1%	59,6%	53,8%	48,5%	35,5%	39,4%	
PV FCF	75,0	45,5	40,8	42,6	42,8	41,4	38,6	34,5	282,4	24,6	

<b>WACC</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
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%	0,0%
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	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
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

2,0%

**Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)

716,6

**Wzrost FCF w nieskończoności**

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

282,4

**0,0%**   **1,0%**   **2,0%**   **3,0%**   **4,0%**

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

416,3

WACC +1,0pp   13,6   13,9   14,4   15,0   15,7

Wartość firmy (EV)

698,7

WACC +0,5pp   14,1   14,5   15,0   15,7   16,5

Dług netto

-56,5

 WACC   14,6   15,1   **15,7**   16,5   17,4

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

WACC -0,5pp   15,2   15,8   16,5   17,4   18,6

Udziałowcy mniejszościowi

15,5

WACC -1,0pp   15,9   16,5   17,4   18,4   19,8

Wartość firmy

739,7

Liczba akcji (mln)

50,9

**Wartość firmy na akcję (PLN)**
**14,5**

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

8,2%

**Cena docelowa**
**15,7**

EV/EBITDA(\*11) dla ceny docelowej

4,8

P/E(\*11) dla ceny docelowej

21,3

Udział TV w EV

40%

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 110,1</b>	<b>1 116,7</b>	<b>1 225,5</b>	<b>1 220,3</b>	<b>1 250,6</b>	<b>1 306,1</b>	<b>1 361,4</b>
<i>zmiana</i>	-13,1%	0,6%	9,7%	-0,4%	2,5%	4,4%	4,2%
Przychody reklamowe	732,2	715,7	711,5	714,8	739,9	789,8	838,9
Sprzedaż wydawnictw	193,4	208,9	165,8	151,1	146,1	141,3	137,0
Bilety kinowe	0,0	40,1	142,6	144,0	148,4	152,8	157,5
Kolekcje wydawnicze	79,8	0,0	58,7	60,2	61,7	63,2	64,8
Pozostała sprzedaż	104,7	152,0	146,8	150,2	154,6	158,9	163,3
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>1 057,2</b>	<b>1 031,8</b>	<b>1 172,7</b>	<b>1 179,5</b>	<b>1 207,0</b>	<b>1 248,8</b>	<b>1 293,9</b>
Materiały, energia, towary i materiały	222,8	203,3	275,1	273,4	275,9	280,6	286,0
Wynagrodzenia	268,1	283,2	303,9	318,9	327,1	339,1	352,4
Program motywacyjny	10,2	10,4	19,1	19,2	19,5	20,1	20,8
Amortyzacja	81,2	82,4	91,7	90,1	91,5	92,9	94,3
Reprezentacja i reklama	150,1	130,9	132,3	130,9	133,9	139,1	145,2
Wydarzenia jednorazowe	2,3	0,0	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	322,5	321,6	350,0	360,5	373,2	391,7	395,3
<b>EBIT</b>	<b>52,9</b>	<b>84,9</b>	<b>52,8</b>	<b>40,8</b>	<b>43,6</b>	<b>57,2</b>	<b>67,5</b>
<i>zmiana</i>	18,6%	60,5%	-37,8%	-22,8%	7,0%	31,1%	17,9%
<i>marża EBIT</i>	4,8%	7,6%	4,3%	3,3%	3,5%	4,4%	5,0%
Wynik na działalności finansowej	2,5	4,0	-4,9	-3,2	-1,7	0,1	2,4
Udział w wyniku jedn. stowarzyszonych	-1,0	-1,0	0,2	1,3	1,4	1,5	1,6
<b>Zysk brutto</b>	<b>54,4</b>	<b>87,9</b>	<b>48,1</b>	<b>38,9</b>	<b>43,3</b>	<b>58,8</b>	<b>71,6</b>
Podatek dochodowy	-17,1	-16,0	-9,1	-7,4	-8,2	-11,2	-13,6
Udziałowcy mniejszościowi	-1,0	0,0	1,4	1,2	1,5	1,7	1,8
<b>Zysk netto</b>	<b>38,3</b>	<b>71,9</b>	<b>37,6</b>	<b>30,3</b>	<b>33,6</b>	<b>45,9</b>	<b>56,1</b>
<i>zmiana</i>	63,6%	87,8%	-47,8%	-19,3%	10,8%	36,8%	22,2%
<i>marża</i>	3,5%	6,4%	3,1%	2,5%	2,7%	3,5%	4,1%
Amortyzacja	81,2	82,4	91,7	90,1	91,5	92,9	94,3
<b>EBITDA</b>	<b>134,1</b>	<b>167,3</b>	<b>144,4</b>	<b>130,9</b>	<b>135,1</b>	<b>150,1</b>	<b>161,8</b>
<i>zmiana</i>	4,4%	24,8%	-13,7%	-9,4%	3,2%	11,1%	7,8%
<i>marża EBITDA</i>	12,1%	15,0%	11,8%	10,7%	10,8%	11,5%	11,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
EPS	0,8	1,4	0,7	0,6	0,7	0,9	1,1
CEPS	2,3	3,0	2,5	2,4	2,5	2,7	3,0
ROAE	3,2%	5,9%	3,0%	2,4%	2,7%	3,6%	4,3%
ROAA	2,4%	4,3%	2,1%	1,6%	1,8%	2,4%	2,9%

**Segmentowe rozbitcie wyników Agory**

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
<b>Przychody</b>	<b>1 110,1</b>	<b>1 116,7</b>	<b>1 225,5</b>	<b>1 220,3</b>	<b>1 250,6</b>	<b>1 306,1</b>	<b>1 361,4</b>
Prasa	696,9	644,0	593,7	565,2	557,0	564,6	574,5
Czasopisma	92,3	83,6	78,2	73,0	73,2	73,8	74,4
Outdoor	168,0	164,1	170,7	175,8	184,5	199,1	212,9
Kino	0,0	56,0	197,0	203,3	209,7	216,0	222,4
Internet	84,9	101,8	119,0	136,3	156,6	179,9	202,5
Radio	75,1	77,6	83,3	86,6	90,0	93,6	96,4
Wyłączenia	-7,1	-10,4	-16,4	-20,0	-20,3	-20,9	-21,6
<b>EBITDA</b>	<b>134,1</b>	<b>167,3</b>	<b>144,5</b>	<b>130,9</b>	<b>135,1</b>	<b>150,1</b>	<b>161,8</b>
Prasa	167,1	173,1	117,9	85,2	76,3	74,3	72,0
Czasopisma	17,6	16,2	12,9	9,6	8,9	8,5	7,9
Outdoor	13,2	26,5	31,5	33,6	36,3	40,1	43,8
Kino	0,0	6,0	34,0	32,5	34,6	36,6	37,9
Internet	-3,4	11,4	15,5	24,4	34,9	48,0	59,4
Radio	4,1	6,4	8,9	9,3	9,8	10,3	10,5
Wyłączenia	-64,5	-72,3	-76,2	-63,8	-65,8	-67,7	-69,8

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>1 538,2</b>	<b>1 805,5</b>	<b>1 851,6</b>	<b>1 857,1</b>	<b>1 872,3</b>	<b>1 904,8</b>	<b>1 947,9</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 023,5</b>	<b>1 203,4</b>	<b>1 190,8</b>	<b>1 173,3</b>	<b>1 156,2</b>	<b>1 141,0</b>	<b>1 127,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	613,1	763,0	760,5	757,0	753,6	750,6	747,9
Wartości niematerialne	394,2	427,3	417,2	403,2	389,6	377,4	366,8
Długoterminowe aktywa finansowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Należności długoterminowe i RMK	8,5	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	6,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>514,7</b>	<b>602,1</b>	<b>660,8</b>	<b>683,9</b>	<b>716,1</b>	<b>763,7</b>	<b>820,2</b>
Zapasy	16,2	22,6	26,3	27,1	28,4	30,0	31,8
Należności handlowe i RMK	215,7	239,4	262,7	261,6	268,1	279,9	291,8
Należności z tytułu podatku dochodowego	4,1	3,0	3,3	3,2	3,3	3,5	3,6
Krótkoterminowe aktywa finansowe	154,4	154,8	154,8	154,8	154,8	154,8	154,8
Środki pieniężne	124,2	182,4	213,8	237,2	261,6	295,5	338,1
<b>(mln PLN)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 538,2</b>	<b>1 805,5</b>	<b>1 851,6</b>	<b>1 857,1</b>	<b>1 872,3</b>	<b>1 904,8</b>	<b>1 947,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 196,1</b>	<b>1 236,6</b>	<b>1 250,0</b>	<b>1 256,0</b>	<b>1 265,6</b>	<b>1 287,8</b>	<b>1 320,3</b>
Kapitał akcyjny	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
Kapitały rezerwowe	146,7	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1	147,1
Zyski zatrzymane	998,6	1 023,1	1 035,1	1 040,0	1 048,1	1 068,6	1 099,2
Kapitały mniejszości	-0,2	15,5	16,9	18,0	19,5	21,2	23,1
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>99,9</b>	<b>273,5</b>	<b>277,8</b>	<b>276,9</b>	<b>277,6</b>	<b>279,3</b>	<b>281,0</b>
Kredyty i pożyczki	52,4	188,8	188,8	188,8	188,8	188,8	188,8
Pozostałe zobowiązania finansowe	0,0	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1
Rezerwy	47,1	51,2	55,6	54,7	55,3	57,1	58,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>242,2</b>	<b>295,4</b>	<b>323,7</b>	<b>324,2</b>	<b>329,1</b>	<b>337,6</b>	<b>346,6</b>
Kredyty i pożyczki	42,4	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4
Zobowiązania handlowe	146,6	164,4	186,8	187,9	191,6	197,6	204,0
Inne zobowiązania	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Rezerwy	12,6	10,1	11,1	11,1	11,4	11,9	12,4
Rozliczenia międzyokresowe	40,5	53,5	58,4	57,8	58,8	60,8	62,8
Dług	94,8	255,2	255,2	255,2	255,2	255,2	255,2
Dług netto	-183,8	-82,0	-113,4	-136,8	-161,2	-195,1	-237,7
(Dług netto / Kapitał własny)	-15,4%	-6,6%	-9,1%	-10,9%	-12,7%	-15,1%	-18,0%
(Dług netto / EBITDA)	-1,4	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,5
BVPS	23,5	24,3	24,5	24,7	24,8	25,3	25,9

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>139,9</b>	<b>166,9</b>	<b>140,8</b>	<b>124,7</b>	<b>126,0</b>	<b>137,0</b>	<b>146,6</b>
Zysk brutto	54,4	87,9	48,1	38,9	43,3	58,8	71,6
Odsetki	-2,5	-4,0	4,9	3,2	1,7	-0,1	-2,4
Amortyzacja	81,2	82,4	91,7	90,1	91,5	92,9	94,3
Kapitał obrotowy	4,1	7,4	5,3	-0,1	-2,3	-3,4	-3,2
Podatek	-10,6	-16,0	-9,1	-7,4	-8,2	-11,2	-13,6
Pozostałe	13,3	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-200,1</b>	<b>-240,9</b>	<b>-57,1</b>	<b>-49,0</b>	<b>-49,3</b>	<b>-50,8</b>	<b>-51,7</b>
CAPEX	-52,6	-247,2	-79,0	-72,6	-74,4	-77,7	-81,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-147,5	6,3	21,9	23,6	25,1	26,9	29,2
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-79,4</b>	<b>132,2</b>	<b>-52,3</b>	<b>-52,3</b>	<b>-52,3</b>	<b>-52,3</b>	<b>-52,3</b>
Dług	-60,4	160,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	-19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	-25,5	-25,5	-25,5	-25,5	-25,5	-25,5
Odsetki	0,0	0,0	-26,8	-26,8	-26,8	-26,8	-26,8
Inne	0,0	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-139,6</b>	<b>58,2</b>	<b>31,4</b>	<b>23,4</b>	<b>24,4</b>	<b>33,9</b>	<b>42,6</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	124,2	182,4	213,8	237,2	261,6	295,5	338,1
DPS (PLN)	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF	66,7	0,9	-31,0	50,4	50,1	58,1	64,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	4,9%	5,4%	6,4%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%

**Wskaźniki rynkowe**

	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
P/E	14,2	7,6	14,5	17,9	16,2	11,8	9,7
P/CE	4,5	3,5	4,2	4,5	4,3	3,9	3,6
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	18,6%	0,2%	-6,9%	11,9%	12,5%	15,7%	19,7%
EV/EBITDA	2,7	2,8	3,1	3,2	3,0	2,5	2,0
EV/EBIT	6,8	5,6	8,5	10,4	9,2	6,5	4,9
EV/S	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
DYield	0,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>10,66</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9
MC (mln PLN)	543,0	543,0	543,0	543,0	543,0	543,0	543,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,2	15,5	16,9	18,0	19,5	21,2	23,1
EV (mln PLN)	358,9	476,5	446,5	424,3	401,4	369,1	328,3

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

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

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

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**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)

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)

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

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

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

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

**„Prywatny Makler”**

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

**KUPIUJ** - 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.

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 Nadzoru Finansowego.

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**

<b>rekomendacja</b>	Kupuj	Kupuj
<b>data wydania</b>	2011-06-03	2011-09-14
<b>kurs z dnia rekomendacji</b>	20,29	13,48
<b>WIG w dniu rekomendacji</b>	49824,93	37735,42