

piątek, 15 czerwca 2018 | komentarz specjalny

Agora – Strategia na lata 2018-22

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 18,40 PLN | cena bieżąca: 14,50 PLN

AGO PW; AGO.WA | TMT, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 22 438 24 06

Agora przedstawiła dzisiaj strategię na lata 2018-2022. Strategię można podzielić na dwa obszary: obecne biznesy i nowe przedsięwzięcia. W pierwszym obszarze strategia jest „ewolucyjna”, Agora stawia na swoje najmocniejsze segmenty i chce wydać do 430 mln PLN na inwestycje głównie w sieć kin Helios oraz AMS (blisko 2/3 na te dwa obszary z deklarowanych 430 mln PLN). Zaskakująco wygląda bardzo szybkie tempo wzrostu: 380 ekranów w 2022 r. To ambitne zadanie, stąd ryzyko spadku rentowności przy takiej skali rozwoju jest dość duże. Cel na 2022 r., tj. 81,7 mln PLN dla kin jest naszym zdaniem dość mało ambitny (poprawa wyniku o 36% vs. +56% wzrostu liczby ekranów). Z drugiej strony biznes kinowy jest wyceniany na poziomie 8,5-9,5x EBITDA, więc zwiększanie skali EBITDA tego obszaru powinno przełożyć się na wyższą wartość całej grupy. Z kolei w zakresie nowych biznesów, spodziewamy się akwizycji w nowym obszarze usług B2B dla e-commerce. Do pomysłu podchodzimy z rezerwą, Agora nie dostarczyła de facto danych do oceny projektu. Zakładamy, że spółka chce kupić działający już biznes, nie tracąc czasu na restrukturyzację. Nasze podejście będzie zależało od wyceny takiego biznesu i jego perspektyw wzrostu. Rozwój w ramach rozrywki i gastronomii to dobry kierunek, zwłaszcza w kontekście silnego konsumenta w Polsce. Zwracamy uwagę, że Agora będzie finansować do 930 mln nakładów w latach 2018-22 z środków i finansowania zewnętrznego (dług netto/EBITDA będzie oscylować wokół 2,5-3,0x, docelowo ok. 2,0x) - to dobra wiadomość dla inwestorów z/w na bardziej efektywne wykorzystanie dostępnych możliwości finansowania (Spółka nie jest dzisiaj zadłużona). Agora nie zrezygnuje w czasie intensywnego CAPEXu z dywidendy, co także zasługuje na pochwałę.

Kluczowe założenia strategiczne obejmują: (1) intensywną cyfryzację całej działalności Grupy, z naciskiem na rozwój sprzedaży dostępu do treści w modelu subskrypcyjnym, (2) rozwój dotychczasowych największych przedsięwzięć Grupy Agora, (3) poszerzenie działalności wybranych dotychczasowych biznesów o nowe usługi lub oferty premium, (4) rozpoczęcie działalności w nowych obszarach, jakimi są m.in.: usługi B2B dla e-commerce, innowacyjne narzędzia MarTech, a także rozrywka i gastronomia.

Strategia rozwoju Agory i jej grupy kapitałowej zakłada osiągnięcie w perspektywie 2022 roku: około 1,6 mld PLN przychodów (w tym ok. 290-320 mln PLN z nowych biznesów) i około 200 mln PLN wyniku EBITDA (w tym ok. 45-50 mln PLN z nowych biznesów).

Przyjęta Strategia Grupy Agora zakłada wzrost zarówno poprzez rozwój organiczny, jak i akwizycje. Łączne nakłady na inwestycje do 2022 r. wyniosą maksymalnie około 930 mln zł. Spółka planuje kontynuować przyjętą politykę dywidendową w wysokości 0,5 zł na jedną akcję.

Najważniejsze kwestie dot. obecnych biznesów:

- Agora stawia na rozwój modelu subskrypcyjnego, chce w 2022 r. osiągnąć 327 tys. aktywnych subskrypcji w ramach Gazety Wyborczej (vs. 107 tys. na koniec 2017 r.) oraz 30 tys. w ramach radia TOK FM (vs. 10 tys. na koniec 2017 r.)
- Spółka zamierza zmianę struktury przychodów Gazety Wyborczej: z 15% w 2017 r. przychody z prenumeraty cyfrowej mają wynieść 50%.
- Agora zamierza dodać 50% liczby powierzchni CityLight Premium do 2022 r., tak aby generować z nich 75% obrotu.
- Agora chce rozwinąć nowy produkt SaaS dla średnich i większych wydawców z kompetencjami programmatic, co ma zaowocować wzrostem bazy i wyższą rentownością. YieldBird jest oceniany jako jedno z najbardziej perspektywicznych aktywów Agory.
- Helios ma zwiększyć liczbę ekranów z 241 na koniec 2017 do 380 ekranów w 2022 r. Wprowadzone zostaną sale z miejscami premium (wygodniejsze fotele). EBITDA segmentu ma wynieść 81,7 mln PLN w 2022 r. vs. 60,0 mln PLN w 2017 r. (przychody odpowiednio 507,3 mln PLN vs. 352,4 mln PLN).
- Na działania rozwojowe obecnych biznesów Agora wyda max. 430 mln PLN: 18% w ramach AMS, 49% w Kinach i 33% na pozostałe działalności. CAPEX powinien być rozłożony równomiernie. Agora nie przewiduje dużych akwizycji w ramach obecnych biznesów. Połowa nakładów będzie dot. rozwoju, a połowa modernizacji.

Najważniejsze kwestie dot. nowych biznesów:

- Z kolei na rozwój nowych biznesów, Agora przeznaczy max. 500 mln PLN. Gotówka zostanie pozyskana z działalności generowanej przez obecny biznes oraz finansowanie kredytowe. Duża część kwoty będzie dotyczyć akwizycji.
- W ramach nowych działalności Agora chce rozwijać usługi B2B dla e-commerce oraz narzędzia MARTECH.
- Drugą inicjatywą w ramach nowych biznesów jest rozwój w ramach rozrywki i gastronomii. Agora chce rozwijać organicznie format fast-casual (w tym planowana jest budowa sieci kilkunastu lokali Papa Diego—restauracji meksykańskiej) oraz wejść na rynek kawiarni. Agora chce zostać liderem zmian modelu centrów rozrywki w Polsce (obok kin i restauracji to jeden z głównych powodów wyboru centrum handlowego przez rodziny z dziećmi).

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

PRZEWAGA (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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 od +5% do +15%

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

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

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

mBank 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 mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. 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 poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Varwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, PBKM, Robyg.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., 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 mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. 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 Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz**Kamil Kliszczyk**

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy****Piotr Gawron**

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży**Kamil Szymański**

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl