Pełne raporty dostępne są wyłącznie dla osób posiadających rachunki w Domu Maklerskim mBanku
Zaloguj się do serwisu informacyjnego lub załóż rachunek na www.mDM.pl

mBank Dom Maklerski

mBank.pl

piątek, 14 września 2018 | aktualizacja raportu

Agora: kupuj (podtrzymana)

AGO PW; AGO.WA | Media, Polska

Poprawa w Kinach, cięcia w Prasie i dywidenda

W ciągu ostatnich trzech miesięcy notowania Agory spadły o >39% (-37% vs. WIG). To reakcja na bardzo słaby zestaw wyników sieci Helios w 2Q'18 oraz ryzyka związane z upadłością Ruchu dla segmentu Prasa. Uważamy jednak, że dzisiejszy poziom pesymizmu jest przesadzony, a obecny poziom kursu tworzy okazję inwestycyjną. (1) Po pierwsze, spodziewamy się poprawy sytuacji finansowej kluczowego aktywa Grupy, czyli kin sieci Helios w 3Q'18. Sądzimy, że liczba sprzedanych biletów do kin w 3Q'18 ustabilizuje się R/R, po spadkach o 21,0% R/R w 2Q'18. Nasza prognoza jest poparta dobrym box office w okresie lip-sie'18 (+5% R/R). (2) Po drugie, patrząc na wyniki segmentu Prasa, problemy sieci Ruch i nieuchronne spadki w rozpowszechnianiu dzienników, uważamy że ogłoszenie dalszych cięć kosztów segmentu jest nieuniknione i zostanie ogłoszone przez Zarząd w najbliższych miesiącach. Po dwóch kluczowych argumentach wskazujemy także na: (3) wysoki DivYield rzędu 5,9%, pomimo jednoczesnej realizacji ambitnego planu inwestycyjnego oraz (4) bardzo atrakcyjną wycenę wskaźnikową. Spółka jest notowana na EV/EBITDA'19 = 4,4x, z 46% dyskontem do grupy porównawczej. (5) De facto sądzimy, że wartość sieci Helios jest porównywalna z obecną kapitalizacją całej Grupy. Po aktualizacji prognoz finansowych, nowy poziom ceny docelowej wynosi 15,40 PLN, co implikuje > 80% potencjał wzrostu.

Poprawa sytuacji w kinach Helios

Liczymy na istotną poprawę wyników sieci Helios w 3Q'18 vs. 2Q'18. Przychody wyniosą 86,0 mln PLN i będą już tylko 1,9% niższe R/R (po spadkach o 14,2% R/R w 2Q'18). Poprawa rozwieje obawy inwestorów o przedłużającą się słabość biznesu kinowego. Podkreślamy, że okres 3Q'18 ciągle jest obarczony negatywnymi czynnikami: dwie wolne od handlu niedziele, dość dobra pogoda w lipcu i sierpniu 2018 oraz rozgrywki mundialowe przez pierwsze tygodnie lipca. Pomimo tego, w okresie lipiec-sierpnień'18 na rynku sprzedano 8 mln biletów (vs. 7,6 mln rok wcześniej).

Cięcia kosztów w Prasie wkrótce

Spadki rozpowszechniania dzienników (-10,1% R/R w okresie sty-lip'18), brak perspektyw na istotne wzrosty przychodów oraz słabe wyniki finansowe segmentu Prasa (strata na linii EBITDA po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe -0,2 mln PLN) to trzy argumenty za cięciami kosztów operacyjnych w Prasie. Segment przy obecnej strukturze kosztów nie jest w stanie generować pozytywnych wyników od 2019 r., co podważa ekonomiczny sens jego prowadzenia. Cięcia kosztów są nieuniknione.

Inwestycje i dywidenda jednocześnie

Agora zapowiedziała CAPEX do 930 mln PLN w okresie 2018-2022. Zgadzamy się, że CAPEX jest wysoki, jednak spółka inwestuje w obszary z największym potencjałem wzrostu, tj. głównie w kina i outdoor oraz marketing B2B, a przez zaciągnięcie długu, zwiększy efektywność struktury finansowania (obecnie dług netto/EBITDA to ok. 0,0x). Co najważniejsze, sytuacja finansowa Agory pozwala na wypłatę dywidendy w wys. 0,50 PLN (DivYield = 5,9%) , co dla spółki w fazie dużego CAPEXu jest niespotykane.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198,4	1 165,4	1 109,8	1 150,2	1 199,3
EBITDA	114,9	30,0	77,0	96,2	114,5
marża EBITDA	9,6%	2,6%	6,9%	8,4%	9,6%
EBIT	16,7	-73,0	-5,0	15,5	35,1
Zysk netto	-16,6	-83,5	9,3	7,4	23,3
P/E	-	-	42,6	53,1	17,0
P/CE	4,7	4,6	4,3	4,5	3,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,7	3,7	4,9*	4,4	3,8
DPS/skup na akcję	0,75	-	0,50	0,50	0,50
DYield	9,0%	-	6,0%	6,0%	6,0%

*z wyłączeniem zdarzeń jednorazowych 5,1x

Cena bieżąca	8,48 PLN
Cena docelowa	15,40 PLN
Kapitalizacja	395 mln PLN
Free float	285 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,54 mln PLN

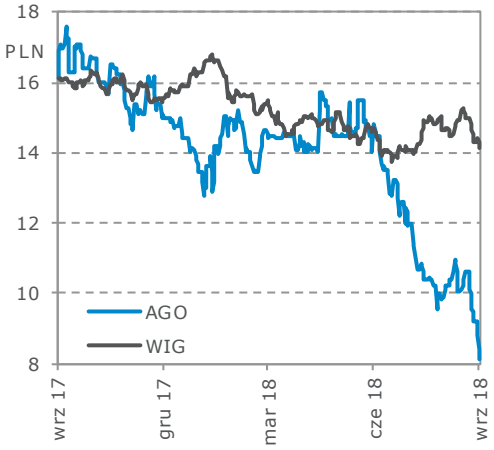
Struktura akcjonariatu

PTE PZU	16,3%
Agora Holding	11,6%
Media Development Investment Fund	11,5%
Nationale-Nederlanden OFE	9,7%
Pozostali akcjonariusze	50,9%

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 w dziennikach wynosi ok. 42%, w reklamie zewnętrznej ok. 30%, w radiu ok. 13%. Do Spółki należy też jeden z największych portali internetowych w Polsce – *gazeta.pl* oraz trzeci co do wielkości operator kin w Polsce – Helios.

Kurs akcji AGO na tle WIG



Spółka	Cena docelowa nowa	Cena docelowa stara	Rekomendacja nowa	Rekomendacja stara
Agora	15,40	18,40	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Agora	8,48	15,40	+81,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-6,8%	-6,3%	-4,2%
EBITDA	-40,8%	-20,5%	-6,1%
Zysk netto	-62,9%	-67,7%	-6,8%

Analityk:

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

PRZEWAŻENIE (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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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.

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.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 14 września 2018 o godzinie 08:37.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 września 2018 o godzinie 08:37.

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., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, 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.

Rekomendacje dotyczące spółki Agora wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-01-26	2017-11-23	2017-10-02
cena docelowa (PLN)	18,40	18,90	18,00	18,80
kurs z dnia rekomendacji	14,50	13,15	15,20	17,10

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+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 46
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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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