

wtorek, 27 listopada 2018 | aktualizacja raportu

## Agora: kupuj (podtrzymana)

AGO PW; AGO.WA | Media, Polska

### Duża poprawa w kinach widoczna w wynikach

Od momentu wydania naszej wrześniowej rekomendacji notowania Agory umocniły się o 12,0% i były lepsze od indeksu WIG o 13,8 p.p. Nasza główna teza inwestycyjna, tj. znaczna poprawa sytuacji w kinach Helios została poparta odczytami za 3Q'18: po istotnym spadku przychodów w 2Q'18 (-14,2% R/R), segment Film i Książka zanotował wzrost obrotów o 8,7% R/R. Sądzymy, że wzrosty będą kontynuowane w 4Q'18. Głośna produkcja *Kler* notuje rekordową sprzedaż (po 7 tygodniach wyświetlania >5,0 mln widzów, pobijając *Quo Vadis* produkcja zajmuje trzecie miejsce w top hitach kinowych po 1989 r.). Dzięki temu liczba sprzedanych wejściówek do kin jest na rynku >20% wyższa R/R w okresie paź'18-poł. lis'18. Tym samym baza w 4Q'17 (16,0 mln biletów) zostanie naszym zdaniem pobita, a Agora zaraportuje rekordowe wyniki segmentu kinowego. Ze względu na dobrą koniunkturę w kinach podnosimy prognozy wyniku EBITDA'18/'19 o odpowiednio 13%/8%. Agora jest notowana na EV/EBITDA'18/'19 = 4,8x/4,3x, tj. z 44% dyskontem do spółek porównywalnych, i charakteryzuje się wysokim DivYield rzędu 5,3%, pomimo realizacji ambitnego planu inwestycyjnego. Stąd uznajemy akcje spółki jako niedowartościowane. Podnosimy naszą cenę docelową do 16,00 PLN na akcję, co implikuje blisko 70% potencjał wzrostu. Jednocześnie podkreślamy, że w naszym scenariuszu bazowym Agora przeprowadza cięcia zatrudnienia w segmencie Prasa w najbliższych latach na poziomie 20%. Redukcja jest dla nas nieuchronna, patrząc na spadki rozpowszechniania dzienników i subrynek reklamy prasowej w słabej formie. Segment przy obecnej strukturze kosztów nie jest w stanie generować pozytywnych wyników od 2019 r., Zarząd powinien naszym zdaniem podjąć bardziej radykalne środki oszczędnościowe.

### Rekordowy 4Q'18 w kinach

Pomimo powrotu do wzrostów w sieci kin Helios w 3Q'18 R/R, inwestorzy zastanawiają się czy możliwe pobicie zeszłorocznej bazy z 4Q (z rekordową sprzedażą biletów na *Listy do M 3* (>3,0 mln wejściówek) i rekordowym otwarciem w 2017 r. zanotowanym przez *Gwiezdne Wojny: Ostatni Jedi* (przez pierwszy tydzień 781 tys. sprzedanych wejściówek). Naszym zdaniem pobicie wysokiej bazy jest bardzo prawdopodobne. Wskazujemy na sukcesy produkcji *Kler* (>4 mln sprzedanych biletów w ramach 4Q'18), filmu animowanego *Hotel Transylwania 3* (blisko 1,3 mln biletów oraz komedii *Planeta Singli 2* (> 1 mln biletów przez dwa tygodnie wyświetlania od 9 listopada 2018).

### Wysoka dywidenda pomimo istotnych inwestycji

Agora przewiduje wydatki inwestycyjne do 930 mln PLN w okresie 2018-2022. Wysokie nakłady będą poniesione w obszary z największym potencjałem wzrostu, tj. głównie w kina i outdoor oraz marketing B2B, a przez zaciągnięcie długu, co postrzegamy pozytywnie zwłaszcza że spółka poprawi strukturę finansowania (obecnie dług netto/EBITDA to ok. 0,0x). Co najważniejsze, sytuacja finansowa Agory pozwala na wypłatę wysokiej dywidendy 0,50 PLN (DivYield = 5,3%) przez okres trwania inwestycji.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 198,4	1 165,4	1 137,2	1 168,4	1 212,9
EBITDA	114,9	30,0	86,7	104,0	117,2
marża EBITDA	9,6%	2,6%	7,6%	8,9%	9,7%
EBIT	16,7	-73,0	4,3	23,6	38,7
Zysk netto	-16,6	-83,5	18,0	14,0	26,4
P/E	-	-	24,5	31,5	16,8
P/CE	5,4	5,3	4,4	4,7	4,2
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	4,2	4,2	5,1*	4,3	4,0
DPS/skup na akcję	0,75	0,47	0,50	0,50	0,50
DYield	7,9%	5,0%	5,3%	5,3%	5,3%

\*z wyłączeniem zdarzeń jednorazowych 4,8x

Cena bieżąca	9,50 PLN
Cena docelowa	16,00 PLN
Kapitalizacja	443 mln PLN
Free float	320 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,28 mln PLN

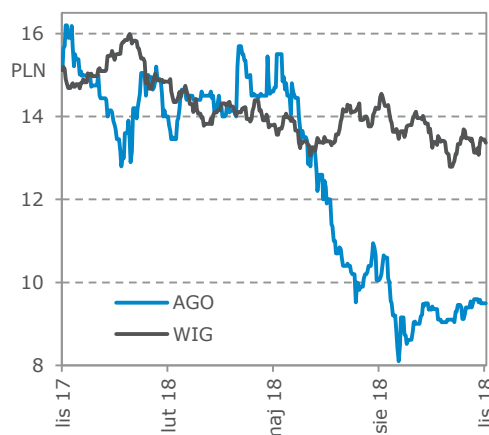
### Struktura akcjonariatu

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		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Agora	16,00	15,40	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Agora	9,50	16,00

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	+2,5%	1,6%	+1,1%
EBITDA	+12,5%	+8,1%	+2,4%
Zysk netto	+94,0%	+89,5%	+13,3%

### Analitik:

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@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 księgową  
**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 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

**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:

**KUPIJ** – 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 między 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 27 listopada 2018 o godzinie 8:45. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 listopada 2018 o godzinie 8:45.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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
data wydania	2018-09-14	2018-04-06	2018-01-26
cena docelowa (PLN)	15,40	18,40	18,90
kurs z dnia rekomendacji	8,48	14,50	13,15

**Dom Maklerski mBanku**

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

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliscz@mbank.pl](mailto:kamil.kliscz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Aleksandra Szklarczyk**  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Mikołaj Lemańczyk**  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)