



30 marca 2010

Komentarz specjalny



Media

Polska

Piotr Grzybowski
(48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Agora

AGOD.WA; AGO.PW

Atrakcyjne przejęcie

Trzymaj

(Niezmieniona)

Obecna cena 25,38 PLN; Cena docelowa 24,20 PLN

Zakup 84% akcji operatora kinowego Helios stanowi długo oczekiwaną przez inwestorów inwestycję Agory. Zarówno pod względem operacyjnym jak i finansowym akwizycję tą oceniamy pozytywnie. Zakup Heliosa będzie wiązał się z dywersyfikacją przychodów i większym uniezależnieniem od rynku reklamowego. Z drugiej strony działalność Heliosa nie odbiega w tak znaczący sposób od podstawowej działalności Agory, by móc powodować obawy o zdolność do zarządzania nową linią biznesową. Nie sprawdziły się wywołane wcześniejszą akwizycją Trader.com obawy wielu inwestorów, że akwizycja jakiej może dokonać Agora będzie droga i nieopłacalna. Implikowana przez wynegocjowaną kwotę zakupu cena Heliosa generuje na wskaźnikach operacyjnych i finansowych (6,55 EV/EBITDA i 11,65 P/E) znaczne poziomy dyskonta do notowanego na warszawskim parkiecie konkurencyjnego Cinema City International. W naszej opinii powyższe przejęcie wykreowało wartość dla akcjonariuszy Agory na poziomie około 48 mln PLN (0,94 PLN na akcję).

Inwestycja w kina

Helios trzecim co do wielkości operatorem kinowym w Polsce posiadającym 26 kin rozmieszczonych głównie w południowej i zachodniej Polsce. Łączna liczba ekranów kinowych jaką dysponuje Helios to 140 ekranów, przy 31,2 tys. miejsc. Większość przychodów Helios czerpie ze sprzedaży biletów (około 74% w 2009 roku). Drugim ważnym źródłem przychodu są kinowe bary, które odpowiadały w minionym roku za 21% sprzedaży Grupy Helios.

Warunki transakcji

Łączna cena nabycia 84% akcji Helios wyniesie 25,0 mln EUR (97,5 mln PLN). Cena nabycia może zostać podwyższona, o kwotę nie wyższą niż 1,1 mln EUR (4,3 mln PLN), w zależności od rezultatu badania przez zewnętrznego eksperta stanu zobowiązań Helios. Przy założeniu dokonania powyższej dopłaty w przyszłości wynegocjowana kwota implikuje cenę zakupu całego Heliosa na poziomie około 115 mln PLN. Helios posiada około 100 mln PLN zadłużenia netto, co kreuje EV przedsiębiorstwa na poziomie 220 mln PLN.

Cel: dywersyfikacja przychodów?

Przejmując Heliosa Agora w większym stopniu uniezależnia się od przychodów reklamowych oraz kondycji rynku reklamowego. Segment reklamy kinowej stanowi zaledwie 1% wartości polskiego rynku reklamowego i mimo dynamicznego rozwoju ostatnich lat należy się spodziewać, że również w przyszłości jego znaczenie dla polskich reklamodawców pozostanie zdecydowanie mniejsze niż zainteresowanie telewizją, prasą, internetem czy reklamą zewnętrzną. W przypadku Heliosa uzależnienie od przychodów reklamowych jest jeszcze mniejsze niż u jego konkurentów. W CCI około 12% obrotów generuje reklama, w Heliosie poniżej 5%. Przy uwzględnieniu konsolidacji wyników Heliosa za 2009 rok udział wpływów z reklamy spada z 66,0% do 56,5%. Jednocześnie model biznesowy i otoczenie rynkowe Heliosa wydaje się nam na tyle znany Agorze, że spółka nie powinna mieć żadnych problemów z włączeniem nowej linii biznesowej do swojej działalności.

Atrakcyjna wycena

Wynegocjowana cena za pakiet 84% akcji Heliosa implikuje znaczne poziomy dyskonta do notowanego na warszawskim parkiecie Cinema City International na wszystkich wskaźnikach operacyjnych i finansowych nawet przy uwzględnieniu w wycenie CCI księgowej wartości projektów deweloperskich (około 75 mln EUR). Przy założeniu, że EV/EBITDA na poziomie 9,2 przy jakim po uwzględnieniu deweloperski notowane jest Cinema City jest właściwą wyceną tego rodzaju działalności, to cena zakupu Heliosa kreuje w skali przejmowanego 84% pakietu 75,5 mln PLN dodatkowej wartości dla Agory z tytułu przejęcia (1,48 PLN na akcję). Warto jednak pamiętać, że około 9,1 mln EUR z 46,4 mln EUR zarobione przez CCI na poziomie EBITDA zostało zrobione przez działalność deweloperską Cinema City. Po skorygowaniu wyniku EBITDA Cinema City o tę działalność, szacowana w powyższy sposób wartość dla Agory wykreowana z przejęcia rośnie do 139 mln PLN (2,73 PLN na akcję). Wysoka wycena Cinema City zawiera jednak według nas premię ze względu na dużą dynamikę rozwoju swojej sieci kinowej. Zagraniczni operatorzy kinowi notowani byli przy zeszłorocznych wynikach na średnim poziomie EV/EBITDA rzędu 7,5. Zakładając 10% premię dla rynku polskiego uwzględniającą wczesną fazę rozwoju i szybszy wzrost liczby sprzedanych biletów przyjmujemy, że wykreowana przez akwizycję wartość dla Agory to około 48 mln PLN (0,94 PLN na akcję).

Wskaźniki operacyjne i finansowe Heliosa na tle CCI

	Helios	CCI	poziom dyskonta
Implikowana kapitalizacja	120,7	1533,5	
Implikowane EV	220,7	1840,1	
Liczba ekranów kinowych	140	668	
Liczba sprzedanych biletów 2009 (mln)	7,7	27,5	
EBITDA	33,6	199,52	
Zysk netto	10,3	104,92	
EV/ekran	1,57	2,75	-43,0%
EV/mln sprzedanych biletów	28,57	66,91	-57,3%
EV/EBITDA	6,55	9,22	-29,0%
P/E	11,65	14,43	-19,3%

Źródło: Agora, CCI

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 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**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:

KUPUJ - 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 stanowił 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.

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.

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.

DI BRE Banku, 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 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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondí, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.