

środa, 30 października 2019 | aktualizacja raportu

Agora: kupuj (podtrzymana)

AGO PW; AGO.WA | Media, Polska

Znaczna poprawa wyników od 3Q'19

W ciągu ostatnich pięciu miesięcy notowania Agory spadły o blisko 18% (-20% vs. WIG). Sentyment do spółki ochłodziły słabe wyniki za 2Q'19. Uważamy jednak, że obecny pesymizm rynku jest przesadzony, a obecny poziom kursu tworzy okazję inwestycyjną. (1) Po pierwsze, spodziewamy się istotnej poprawy trendów wynikowych w 3Q'19. Zakładamy, że EBITDA bez MSSF16 wzrośnie o 41,8% (po -23,2% R/R w 2Q'19). (2) Po drugie głównym elementem pozytywnym w publikacji za 3Q'19 powinny być dobre wyniki grupy Helios. Spodziewamy się, że sieć kin Agory osiąga duże lepsze wyniki niż konkurencji dzięki elastycznej polityce cenowej i bogatej ofercie okolo repertuarowej. (3) Zakładamy też znaczną poprawę wyników Agory w 2020 r. EBITDA powinna być wyższa R/R o 19,1% (+12,6% po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe). (4) Tym samym spółka jest notowana na EV/EBITDA'19=6,4x, tj. z 35% dyskontem do grupy porównywalnej. Wzrost wyników w połączeniu z atrakcyjnym DivYield'20 (na poziomie 5,3%) powinien zachęcać rynek do inwestycji w walory spółki w krótkim terminie. Po aktualizacji prognoz finansowych, nowy poziom ceny docelowej wynosi 17,00 PLN, co implikuje ok. 80% potencjał wzrostu. Wzrost poziomu wyceny wynika z wyższej wyceny porównawczej (wskaźniki dla peer grupy oraz zastosowaliśmy MSSF16).

Poprawa sytuacji w kinach Helios, dobre wyniki za 3Q'19

Naszym zdaniem wyniki Agory za 3Q'19 powinny przynieść istotną poprawę. Szacujemy, że po spadku oczyszczonego wyniku EBITDA o 23,2% w 2Q'19, Agora wykaże wzrost wyniku w 3Q'18 o >40%. Głównym pozytywnym elementem publikacji wyników za 3Q'19 powinna być istotna poprawa wyników segmentu Film i Książka. Szacujemy, że segment wygeneruje 18,4 mln PLN zysku EBITDA, co implikuje poprawę o 23,5% R/R. Wysokie wyniki segmentu będą pochodną odbicia na rynku kinowym w 3Q'19. Dodatkowo zakładamy, że sieć Helios osiągnie w 3Q'19 istotnie lepsze wyniki na tle konkurentów, podobnie jak w 2Q'19. W pozostałych segmentach także spodziewamy się poprawy trendów względem 2Q'19. Wynik segmentu Internet będą wspierane przez szybko rosnący Yieldbird, a także przez konsolidację spółek MarTech i ROI Hunter. Niewielka poprawa koniunktury na rynku reklamy powinna wpłynąć także na segment Radio, gdzie spodziewamy się poprawy wyniku (po spadkach w 2Q'19 o 27% R/R).

Dobre perspektywy na 2020 r.

Szacujemy, że wynik EBITDA bez MSSF16 wyniesie w 2020 r. 116,0 mln PLN, co implikuje 12,6% wzrostu (wynik za 2019 r., tj. 97,4 mln PLN oczyszczamy o zdarzenia jednorazowe na 5,6 mln PLN z 1H'19). Głównym motorem napędowym wyników będzie Helios. Szacujemy, że segment Film i Książka zwiększy wynik EBITDA o 9,8 mln PLN. Prawie połowa wzrostu wynikać będzie z mniejszej straty na działalności gastronomicznej, której wyniki finansowe spółka uwzględni w wynikach segmentu. Poprawy oczekujemy także w biznesach reklamowych Agory. Zmiana wyniku segmenty Prasa będzie wynikać z dwóch kluczowych trendów: stabilizacji przychodów dzięki coraz większej masie płacących klientów za subskrypcje online Gazety Wyborczej oraz nieustannej redukcji etatów.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1165,4	1141,2	1223,8	1267,7	1328,7
EBITDA	30,0	84,4	167,6*	180,6*	194,3*
marża EBITDA	2,6%	7,4%	8,0%	9,2%	9,8%
EBIT	-73,0	0,4	11,9	28,9	40,8
Zysk netto	-83,5	4,6	9,8	18,3	27,7
P/E	-	96,7	45,3	24,2	16,0
P/CE	5,3	5,0	4,6	4,2	3,8
P/BV	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA*	4,1**	6,3**	6,4*	6,1*	5,7*
DPS/skup na akcję	-	0,50	0,50	0,50	0,50
DYield	-	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%

*w MSSF16, ** bez MSSF16

Cena bieżąca	9,50 PLN
Cena docelowa	17,00 PLN
Kapitalizacja	395 mln PLN
Free float	285 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,1 mln PLN

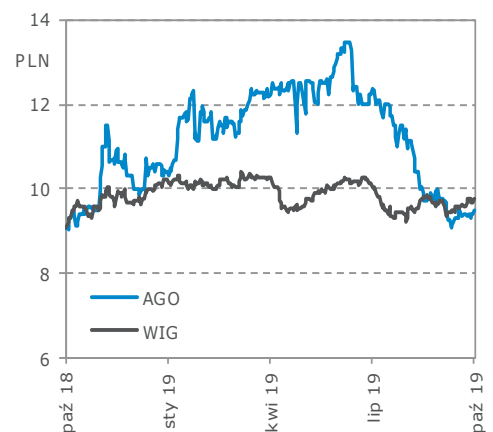
Struktura akcjonariatu

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	17,00	16,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Agora	9,50	17,00

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
	Przychody	+0,9%	-0,3%
EBITDA*	-11,7%**	-14,0%	-14,3%
Zysk netto	62,1%	56,3%	-51,4%

*bez wpływu MSSF16, ** oczyszczona EBITDA

Analitik:

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 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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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 30 października 2019 o godzinie 08:47. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 października 2019 o godzinie 08:47.

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

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.

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_rynek/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
data wydania	2018-11-27
cena docelowa (PLN)	16,00
urs z dnia rekomendacji	9,50

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@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