



## Agora - Komentarz do wyników za 4Q'17

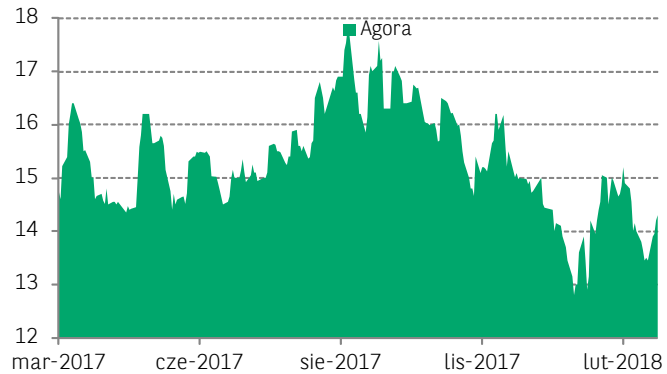
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, [michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl](mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl)

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-03-08

### Podstawowe dane o spółce

Cena	14,30
Kapitalizacja (mln zł)	681,6
Free float	73,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,1
P/E	-
EV/EBITDA	5,33



### Wyniki 4Q17

mln PLN	4Q'17	4Q'16	r/r	4Q'17	kons.	vkons	2017	2016	r/r
<b>Przychody</b>	<b>330,4</b>	<b>340,3</b>	-2,9%	<b>330,4</b>	<b>330,4</b>	0,0%	<b>1165,5</b>	<b>1198,4</b>	-2,7%
- Film i Książka	122,7	111,5	10,0%				416,2	364,0	14,3%
- Prasa	61,9	68,5	-9,6%				235,5	267,9	-12,1%
- Reklama Zewnętrzna	48,3	48,4	-0,2%				163,0	168,0	-3,0%
- Internet	52,6	49,5	6,3%				168,6	167,9	0,4%
- Radio	36,1	37,2	-3,0%				114,0	113,4	0,5%
- Druk	18,7	37,0	-49,5%				101,7	155,5	-34,6%
<b>EBITDA oczyszczona</b>	<b>43,1</b>	<b>49,8</b>	-13,5%	<b>43,1</b>	<b>41,9</b>	2,9%	<b>118,9</b>	<b>116,0</b>	2,5%
marża EBITDA	13,0%	14,6%		13,0%	12,7%		10,2%	9,7%	
- Film i Książka	18,6	18,8	-1,1%				64,4	57,3	12,4%
marża EBITDA	15,2%	16,9%					15,5%	15,7%	
- Prasa	5,5	-1,4	-492,9%				14,9	-0,9	-1755,6%
marża EBITDA	8,9%	-2,0%					6,3%	-0,3%	
- Reklama Zewnętrzna	15,4	11,5	33,9%				47,7	41,8	14,1%
marża EBITDA	31,9%	23,8%					29,3%	24,9%	
- Internet	10,8	9,4	14,9%				23,9	27,9	-14,3%
marża EBITDA	20,5%	19,0%					14,2%	16,6%	
- Radio	9,8	8,6	14,0%				20,1	15,9	26,4%
marża EBITDA	27,1%	23,1%					17,6%	14,0%	
- Druk	0,5	2,8	-82,1%				8,9	15,1	-41,1%
marża EBITDA	2,7%	7,6%					8,8%	9,7%	
<b>EBITDA raportowana</b>	<b>-45,8</b>	<b>49,1</b>	-193,3%				<b>30,0</b>	<b>114,9</b>	-73,9%
marża EBITDA	-13,9%	14,4%					2,6%	9,6%	
<b>EBIT</b>	<b>-74,3</b>	<b>24,7</b>	-400,7%	<b>-74,3</b>	<b>-66,1</b>	12,4%	<b>-73,0</b>	<b>16,7</b>	-537,8%
marża EBIT	-22,5%	7,3%		-22,5%	-20,0%		-6,3%	1,4%	
<b>Zysk netto</b>	<b>-72,6</b>	<b>13,1</b>	-653,1%	<b>-72,6</b>	<b>-66,4</b>	9,3%	<b>-74,6</b>	<b>-11,7</b>	536,5%
marża netto	-22,0%	3,9%		-22,0%	-20,1%		-6,4%	-1,0%	
<b>Zysk netto oczyszczony</b>	<b>16,6</b>	<b>12,4</b>	33,9%				<b>9,6</b>	<b>-12,1</b>	-179,3%
marża netto	46,0%	33,3%					8,4%	-10,7%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>33,0</b>	<b>60,9</b>	-45,9%				<b>77,3</b>	<b>97,0</b>	-20,3%

### Komentarz do wyników

Wyniki operacyjne Agory okazały się być minimalnie powyżej rynkowych prognoz na poziomie EBITDA. Wyniki oceniamy umiarkowanie pozytywnie – odbijający rynek reklamy w 4Q'17 (+5% r/r) wraz z świetną koniunkturą konsumencką (+8,8% r/r frekwencja w kinach) pozytywnie przekłada się na wyniki operacyjne. Rozminięcie się konsensusu z wynikami na linii EBIT oraz netto było rezultatem rozpoznania nieco wyższego poziomu odpisów (88,9 mln PLN) względem wartości przyjętych w konsensusie (ok. 80 mln PLN), przy czym były one zgodne z przedziałem podanym wcześniej przez Spółkę (70-90 mln PLN odpisów). Agora dokonała odpisów związanych z wartością nieruchomości w segmencie Druk (51,6 mln PLN), wartością spółki Trader.com w segmencie Internet (21,8 mln PLN), wartością tytułów prasowych, głównie „Cztery Kąty” (13,2 mln PLN). Spółka skorygowała również

Wyniki pod wpływem licznych zdarzeń jednorazowych



okres użytkowania wybranych aktywów w segmencie Kino i Film, co skutkowało wyższą o 4,8 mln PLN amortyzacją w tym obszarze.

## Wyniki i perspektywy poszczególnych segmentów

### RYNEK REKLAMY

Co kwartał Agora tradycyjnie podaje wyniki rynku reklamy oraz swoje oczekiwania odnośnie następnego roku.

	Rynek	Telewizja	Internet	Radio	Reklama zewnętrzna	Magazyny	Dzienniki	Kina
2018p.	2-4%	1-3%	7-10%	1-3%	1-3%	-9-7%	-12-10%	4-6%
2017	2,0%	1,5%	8,0%	0%	1,5%	-9,0%	-14,5%	4,5%

Oczekiwany szybszy wzrost rynku reklamowego w 2018 r.

### STRATEGIA

- Spółka planuje w połowie 2018 r. przedstawić nową perspektywę rozwoju na kolejne lata.
- Inwestycja w gastronomię: Zarząd dostrzega duży potencjał rynku HoReCa (prognozy wzrostu na 2018 r. rzędu +6-9% r/r), w ciągu 4 lat planowane osiągnięcie 45 lokali – nie wykluczone są w tym celu akwizycje i rozwój masterfranczyzy. Pierwsze otwarcie ma być w II półroczu'18.
- Sprzedaż Stopklatki: Spółka dostrzega rosnącą konsolidację i brak wzrostu oglądalności, co utrudniać będzie dalszy rozwój tego projektu przez Agorę, która nie posiada odpowiedniego know-how i skali na rynku telewizyjnym.

W połowie 2018 r. Agora przedstawi nową, długoterminową strategię

### FILM I KSIĄŻKA

- kontynuacja wysokiej dynamiki przychodów wspieranej rekordową frekwencją rynkową (+5,0% r/r), co istotne tempo poprawy przychodów z biletów, usług barowych i reklam powyżej wolumenu sprzedaży biletów w Heliosie (+8% r/r), co oznacza wzrost średniej ceny.
- spadek marży EBITDA wynika z rosnących kosztów wynagrodzeń (+15,6% r/r), przy czym ich dynamika jest wolniejsza względem poprzednich kwartałów
- Oczekiwania: Zarząd określa plan premier na 1H'18 jako bardzo obiecujący, choć z uwagi na wysoką bazę wzrost frekwencji na rynku może spowolnić. Spółka ma jednak w planach otwarcie 5 kin (większość w II półroczu), co zwiększy o 9% r/r liczbę miejsc. Oczekiwany jest wolniejszy wzrost wynagrodzeń, niż w 2017 r. (wpływ -10 mln PLN na wynik).

Koniunktura i plany wydawnicze wspierają segment Kin, przy czym wysoka baza może już spowalniać dynamikę wzrostu wyników

### PRASA

- Pomimo niekorzystnych trendów rynkowych i spadku sprzedaży gazet oraz czasopism, dokonana w poprzednich kwartałach optymalizacja (zwolnienia grupowe, likwidacja dziennika Metro, oszczędności kosztowe, niższe nakłady na marketing) znacząco poprawiają rentowność segmentu.
- Oczekiwania: Spółka stawia od 2017 r. na rentowność dystrybucji cyfrowej, a pomimo tych działań obserwuje szybszy (133 tys.) od oczekiwań (110 tys.) wzrost liczby prenumerat cyfrowych, co może być pozytywnym sygnałem odnośnie rozwoju tego segmentu w przyszłości. Agora kontynuuje zmiany w modelu dystrybucji (większa współpraca z segmentem Internet) i cały czas optymalizuje działania (zaprzestanie wydawania kolejnych czasopism).

Pomimo spadku sprzedaży prasy, restrukturyzacja przynosi efekt na wynikach



## REKLAMA ZEWNĘTRZNA

- Odnotowane płaskie przychody ze względu na brak kontraktu z warszawskim Metrem, pozostała część biznesu rośnie zgodnie z rynkiem. Równocześnie zmiana struktury portfela i znaczący wzrost udziału nośników premium pozwalają na wygenerowanie wyższej marży.
- Oczekiwania: kontynuacja dotychczasowego tempa wzrostu powierzchni reklamowych (+4,1% w 2017 r.) i nacisk na nośniki premium. Wybory samorządowe mogą być źródłem wyższego popytu na reklamę w tym formacie.

Kontynuacja stabilnego wzrostu i wzrostu udziału wyżej marżowych nośników premium

## INTERNET

- Dostrzegamy odwrócenie trendu i odbicie r/r wyników EBITDA wspierane przez wyższą dynamikę całego rynku, jak i ograniczeniem działalności spółki Trader.com
- Oczekiwania: Zarząd chciałby kontynuować trend poprawy EBITDA z IV kwartału, przy czym ciągle dostrzega strukturalne zmiany na rynku reklamy internetowej i rosnący udział Facebooka i Googla. Agora chce się silniej rozwijać na najszybciej rosnącym rynku reklamy programatycznej (o wyświetlaniu danej reklamy danemu internaucie decydują zautomatyzowane platformy). Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej mogą wspierać wyniki segmentu na przełomie II i III kwartału.

Odbicie wyników w 4Q'17, oczekiwane utrzymanie pozytywnego trendu w 2018 r.

## RADIO

- Pomimo spadku przychodów, oszczędności kosztowe w obszarze reprezentacji, reklamy i marketingu pozwalają na wyraźną poprawę marży.
- Oczekiwania: dalszy, stabilny rozwój posiadanego portfela kanałów, otwarcie radia Pogoda w Gdańsku, utrzymanie dyscypliny kosztowej.

Stabilny rozwój zgodnie z rynkiem, optymalizacja kosztów poprawia marżę

## DRUK

- Spółka cały czas jest pod wpływem zmian rynkowych, czyli niższego wolumenu druku prasy, zmiany technologii coldset na heatset, większego udziału druku na własnym papierze klientów.
- Oczekiwania: kontynuowany ma być program oszczędnościowy – ogłoszone zwolnienia grupowe mają przynieść ok. 2-2,5 mln PLN rocznie, nie planowane są kolejne redukcje etatów w 2018 r., natomiast Zarząd dostrzega w dalszym ciągu znaczny potencjał oszczędności w pozostałych obszarach (zakupy materiałów, IT, marketing, czynsze).

Utrzymujące się trudne warunki rynkowe, kontynuacja restrukturyzacji segmentu powinna przynieść efekty w 2018 r.



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

**SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)

P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



#### Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Michał Krajczewski**  
nr ewidencyjny: **KW/2018/03/08/AGO/01**  
Data sporządzenia: **2018-03-08**