



Agora - Komentarz do wyników za 1Q'18

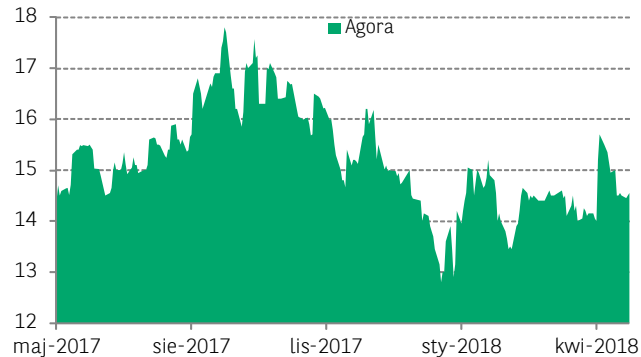
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-05-16

Podstawowe dane o spółce

Cena	14,55
Kapitalizacja (mln zł)	693,5
Free float	73,0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,6
P/E	-
EV/EBITDA	5,09



Wyniki 1Q18

mln PLN	1Q'18	1Q'18	r/r	4Q'17	kons.	vkons
Przychody	278,0	301,0	-7,6%	278,0	278,9	-0,3%
- Film i Książka	115,1	126,9	-9,3%			
- Prasa	49,7	52,6	-5,5%			
- Reklama Zewnętrzna	35,9	35,3	1,7%			
- Internet	40,2	38,3	5,0%			
- Radio	26,0	25,8	0,8%			
- Druk	17,4	29,7	-41,4%			
EBITDA	36,4	28,9	26,0%	36,4	36,2	0,5%
<i>marża EBITDA</i>	13,1%	9,6%		13,1%	13,0%	
- Film i Książka	24,5	28,8	-14,9%			
<i>marża EBITDA</i>	21,3%	22,7%				
- Prasa	-4,3	-0,5	760,0%			
<i>marża EBITDA</i>	-8,7%	-1,0%				
- Reklama Zewnętrzna	8,2	10,0	-18,0%			
<i>marża EBITDA</i>	22,8%	28,3%				
- Internet	3,8	1,5	153,3%			
<i>marża EBITDA</i>	9,5%	3,9%				
- Radio	3,3	1,2	175,0%			
<i>marża EBITDA</i>	12,7%	4,7%				
- Druk	0,2	2,9	-93,1%			
<i>marża EBITDA</i>	1,1%	9,8%				
EBIT	13,1	3,6	266,8%	13,1	11,6	12,6%
<i>marża EBIT</i>	4,7%	1,2%		4,7%	4,2%	
Zysk netto	8,2	-8,2	-200,0%	8,2	7,0	16,8%
<i>marża netto</i>	2,9%	-2,7%		2,9%	2,5%	
Cash flow operacyjny	27,1	30,8	-12,0%			

Wyniki operacyjne Agory oceniamy neutralnie, były zgodne z rynkowymi oczekiwaniami. Rozminięcie się konsensusu z wynikami na linii EBIT oraz netto było prawdopodobnie rezultatem rozpoznania niższej amortyzacji (2 mln r/r różnicy). Spadek cash flow operacyjnego wynika z większej spłaty zobowiązań, przy mniejszym wzroście salda należności. Z uwagi na niekorzystną pogodę, możliwy jest spadek frekwencji i wyników w segmencie Kina w 2Q'18. Podtrzymujemy jednak pozytywną opinię o Spółce biorąc pod uwagę niską wycenę (EV/EBITDA'18=6,2x), ogłoszoną dywidendę (0,50 PLN na akcję, DY=3,4%) oraz nadchodzącą datę prezentacji nowej strategii (połowa czerwca).

Wyniki oceniamy neutralnie, ale podtrzymujemy pozytywną ocenę spółki



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%
1Q'18	8,0%	9,5%	10,5%	8,0%	2,5%	-4,5%	-7,0%	3,0%

Bardzo silny wzrost rynku reklamy w 1Q'18

STRATEGIA

- Spółka planuje jej ogłoszenie w połowie czerwca br.

FILM I KSIĄŻKA

- niższe przychody z uwagi na: wysoką bazę z ubiegłego roku w działalności filmowej (Agora wydawała filmy: *Sztuka kochania – historia Michaliny Wisłockiej*, *Pokot* oraz *Po prostu przyjaźń*) oraz spadek przychodów z reklam (mniej kampanii realizowanych w formie barteru). Przychody ze sprzedaży biletów wzrosły o 2,6% r/r z uwagi na wyższą średnią cenę (-2,9% r/r wolumen z uwagi na mniejszą działalność promocyjną). O 8,6% r/r wzrosła natomiast sprzedaż barowa w kinach.

Wysoka baza przychodów z 1Q'17 wpływa na spadek wyników

- spadek marży EBITDA wynika z rosnących kosztów wynagrodzeń (+6,2% r/r), przy czym ich dynamika jest wolniejsza względem poprzednich kwartałów, a także ze wzrostu kosztów działalności Wydawnictwa (dodruki książek).

- Oczekiwania: Z uwagi na wysoką bazę, niekorzystną pogodę w drugim kwartale (bardzo ciepły kwiecień – spadek frekwencji na rynku o 20% r/r) i długi weekend majowy, frekwencja w kinach Helios może być wyraźnie słabsza w 2Q'18. Z uwagi na wpływ pogody trudno jest obecnie ocenić przełożenie zakazu handlu w niedzielę na frekwencje.

Niekorzystna (ciepła) pogoda w kwietniu pogarsza frekwencję w kinach

PRASA

- Obserwowany jest stopniowe spowolnienie dynamiki spadku przychodów w segmencie, przy czym korzystny wpływ ma rozwój prenumeraty cyfrowej Gazety Wyborczej, a negatywnie na przychody z reklamy wpływa zmniejszenie liczby tytułów wydawanych czasopism.

Wyższe rezerwy na należności źródłem wzrostu kosztów

- Tempo spadku kosztów było mniejsze z uwagi na wyższe rezerwy na należności.

- Oczekiwania: Agora kontynuuje zmiany w modelu dystrybucji (większa współpraca z segmentem Internet) i cały czas optymalizuje działania (od kwietnia odświeżenie wyglądu i układu niektórych czasopism).

REKLAMA ZEWNĘTRZNA

- Odnotowane tempo przychodów na poziomie rynku. Ubiegłoroczny wynik był podwyższony przez zysk ze sprzedaży systemu nośników w metrze warszawski po zakończeniu kontraktu. Negatywnie działał również szybszy wzrost wynagrodzeń (+10% r/r) jako efekt wyższych bonusów sprzedażowych.

Jednorazowy zysk z 1Q'17 stanowi o spadku wyników r/r

- Oczekiwania: bez zmian względem 4Q'17, czyli 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.



INTERNET

- Segment kontynuuje trend poprawy wyników r/r (niska baza z 1-3Q'17) – przychody rosły zarówno ze sprzedaży własnych powierzchni reklamowych, jak i w pośrednictwie (mocniej).
- Równocześnie źródłem wyższego EBIT było ograniczenie o ponad połowę wydatków na reklamę i promocję serwisów po zrealizowanej w 2017 r. dużej kampanii marketignowej. Silniejszy wzrost sprzedaży w pośrednictwie koreluje z wyższymi (+9,0% r/r) kosztami usług obcych, czyli dzierżawą powierzchni reklamowych.
- Oczekiwania: Mistrzostwa Świata w Piłce Nożnej mogą wspierać wyniki segmentu na przełomie II i III kwartału.

Kontynuacja
poprawy wyników
r/r

RADIO

- Stabilizacja przychodów, oszczędności kosztowe w obszarze reprezentacji, reklamy i marketingu pozwalają na wyraźną poprawę marży (wysoka baza z 1H'17 kiedy realizowane były kampanie marketignowe).
- Zarząd pozytywnie ocenia performance uruchomionego w marcu Radia Pogoda w Gdańsku.
- Oczekiwania: bez zmian względem 4Q'17, czyli dalszy, stabilny rozwój posiadanego portfela kanałów, utrzymanie dyscypliny kosztowej.

Oszczędności
kosztowe sprzyjają
poprawie wyników

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.
- Poniesienie w 1Q'18 kosztów zwolnień grupowych (1,4 mln PLN) było źródłem spadku EBITDA, niższa amortyzacja po dokonanych w ubiegłym roku odpisach ogranicza stratę operacyjną.
- Oczekiwania: kontynuowany ma być program oszczędnościowy – przeprowadzone zwolnienia grupowe mają przynieść ok. 2-2,5 mln PLN rocznie, Zarząd dalej będzie prowadził optymalizację w pozostałych obszarach (zakupy materiałów, IT, marketing, czynsze).

Koszty rezerw i
niższa
amortyzacja
wpływają na
wyniki



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

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

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

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

Autorzy: **Michał Krajczewski**
nr ewidencyjny: **KW/2018/05/16/AGO/02**
Data sporządzenia: **2018-05-16**