

Agora

kupuj

media, rozrywka

Cena: 6,94

Cena docelowa: 20,20

Oby do wiosny

Agora została mocno doświadczona przez ograniczenia związane z epidemią. Jednak wysiłek włożony wcześniej w cyfrową transformację, zdolność generowania nadwyżek gotówki, niskie zadłużenie, a do tego szybkie cięcie kosztów, przełożyły się na brak zagrożenia dla stabilności spółki. Jej biznes kinowy znalazł się w szczególnie trudnym położeniu, ale pozostałe, zwłaszcza prasa i internet radzą sobie nadzwyczaj dobrze. Owocuje tym samym budowa pięciu silnych i dość niezależnych nóg biznesowych, nawet jeżeli wszystkie posiadają ekspozycję na rynek reklamy.

Kina powrócą

Do wiosny powinna wyjaśnić się przyszłość kin, a konkretnie od kiedy będą mogły funkcjonować bez limitów w ilości sprzedawanych biletów. Wraz z początkiem dystrybucji szczepionek jest nadzieja na koniec epidemii, ale za wcześnie na pełen optymizm. O przyszłorocznych wynikach segmentu zdecyduje skuteczność szczepionek i sprawność ich dystrybucji oraz poziom zaszczepienia populacji. Sukces oznaczać będzie szybki powrót do funkcjonowania bez limitów w sprzedaży biletów, może nawet już w kwietniu. Natomiast w razie porażki kina czeka kontynuacja obostrzeń i w konsekwencji nieuchronne okrajanie biznesu. Do wiosny pojawiać się też będą zapowiedzi odnośnie terminów odłożonych premier filmowych, których jest już około 50, licząc te bardziej wyczekiwane. W odniesieniu do kwestii powrotu widzów do kin, zarząd Heliosa zwraca uwagę na miesiące sierpień – październik, kiedy to mimo powtórkowego repertuaru szybko powracały wysokie poziomy frekwencji. Jeżeli w drugie półrocze 2022r. spółka wejdzie z brakiem administracyjnych ograniczeń, a na ekrany spłynie szeroka fala zaległych i bieżących premier, to wyniki w takim scenariuszu mogą przekroczyć obecne prognozy.

Coraz silniejszy Segment Prasa

Wyniki Segmentu Prasa w 3Q20 zostały wzmocnione dwoma czynnikami o niepowtarzalnym charakterze, a mianowicie dotacjami do utrzymania miejsc pracy oraz czasowym obniżeniem wynagrodzeń. Jednak nawet po ich wyłączeniu widać wyraźną tendencję wzrostową wyników. Co więcej, powinna być ona kontynuowana wraz z ciągłym procesem konwersji na model cyfrowy - subskrypcyjny. W naszym modelu wyceny Grupy Agora utrzymywaliśmy konserwatywne podejście do możliwych efektów wspomnianej transformacji. Jednak wyniki kolejnych kwartałów, a zwłaszcza 3Q20 wskazują, że należy podnieść oczekiwania co do możliwych do osiągnięcia przychodów i poziomów marżowości segmentu.

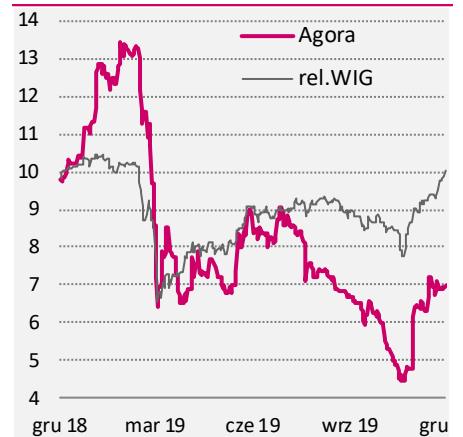
Rekomendacja

Gwałtowne pogorszenie warunków rynkowych, będące konsekwencją epidemii i zamrożenia znacznej części gospodarki, znalazło odzwierciedlenie w naszej ocenie perspektyw Grupy Agora w postaci obniżenia prognoz w raporcie z czerwca 2020r. Zaprezentowane w kolejnych miesiącach przez spółkę wyniki za 2Q i 3Q pokazały jednak, że jest ona zdolna do większych cięć kosztów niż zakładaliśmy, a cyfryzacja segmentu Prasa pozwala wypracowywać, mimo drastycznego spadku przychodów reklamowych, wyniki lepsze niż we wcześniejszych latach. W cieniu trudnych okoliczności, z punktu widzenia bieżącego biznesu Agory, wyłania się zatem obraz sprawniejszej organizacji we wszystkich częściach poza kinami. Te ostatnie z kolei mogą przynieść sporą pozytywną niespodziankę w przyszłym roku. Skłania nas to do podniesienia prognoz na kolejne lata i w ślad za tym wyceny spółki. Tym samym pozostajemy przy rekomendacji Kupuj.

Adam Zajler

22 598 26 88

adam.zajler@millenniumdm.pl



Max/min 52 tygodnie (PLN)	9.0 / 13.5
Liczba akcji (mln)	46,6
Kapitalizacja (mln PLN)	326
EV (mln PLN)	350
Free float (mln PLN)	163
Średni obrót (mln PLN)	0,3
Główny akcjonariusz	Agora-Holding sp. z o.o.
% akcji, % głosów	11.6%, 35.36%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	14,4% 4,2% -21,3%
Zmiana rel. WIG	2,4% -8,0% -32,3%

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2018	1141,2	34,5	122,1	55,3	5,1	0,11	1,99	20,9	64,1	0,3	7,1%	10,1	2,9	0,5%
2019	1249,7	34,9	114,6	19,6	3,5	0,08	1,79	20,0	92,2	0,4	7,1%	10,0	3,0	0,4%
2020p	838,4	-92,2	15,7	-133,4	-96,9	-2,08	-0,25	18,0	-3,4	0,4	0,0%	-3,8	22,2	-10,4%
2021p	1016,8	25,3	100,2	12,2	8,9	0,19	1,80	18,5	36,7	0,4	0,0%	13,8	3,5	1,1%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, r1n PLN

Wycena

Wycenę spółki Agora przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek działających w obszarach prasowym, kinowym, radiowym i wydawniczym. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1281 mln PLN, czyli 27,5 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 599 mln PLN (12,9 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 940 mln PLN, czyli 20,2 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Agora.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1281	27,5
Wycena porównawcza	599	12,9
Wycena spółki Agora	940	20,2

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

(mIn PLN)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	>2029
Przychody	838,4	1016,8	1370,8	1448,3	1546,5	1591,7	1689,5	1737,7	1843,5	1902,7	
Stopa podatkowa (T)	0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	-78,6	23,0	69,3	96,1	101,6	102,7	102,6	104,6	109,7	114,3	
Amortyzacja (non MSSF 16)	85,2	74,9	71,5	87,1	89,5	90,8	91,8	92,2	93,0	93,7	
Zmiana w kapitale pracującym	41,3	-33,1	-45,3	-9,3	-10,8	-10,0	-10,3	-4,2	-5,9	-6,4	
CAPEX	-19,0	-35,0	-269,0	-97,0	-92,3	-91,9	-88,6	-93,3	-94,0	-95,7	
FCF	28,9	29,8	-173,5	76,8	88,1	91,6	95,5	99,2	102,8	106,0	
zmiana FCF	-	-	-	-	15%	4%	4%	4%	4%	3%	1,2%
Dług/Kapitał	17,0%	16,7%	28,0%	24,9%	22,9%	21,7%	20,5%	19,3%	18,1%	17,0%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	0,0%	0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,8%	1,0%	1,1%	1,2%	2,6%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2
Koszt długu	2,0%	2,1%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,8%	3,0%	3,1%	3,2%	4,6%
Koszt kapitału	5,9%	5,7%	6,3%	6,3%	6,4%	6,5%	6,7%	6,8%	6,8%	6,9%	8,4%
WACC	5,2%	5,1%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	7,5%
PV (FCF)	27,5	26,9	-149,5	62,9	68,4	67,4	66,5	65,2	63,7	61,8	997,3
Wartość DCF (mIn PLN)	1358	w tym wartość rezidualna				997					
(Dług) Gotówka netto	-23,4										
Wartość udz. mniejsz.	53,7										
Wycena DCF (mIn PLN)	1281,0										
Liczba akcji (mIn)	46,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	27,5										

Źródło: MillenniumDM

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Agora na lata 2020 – 2029.
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,6%.
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ❑ Współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1.0.
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028 na poziomie 1.2%.
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%.

Wartość przypadającą dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Agora oszacowaliśmy na 53,7 mln PLN (na podstawie wyceny porównawczej).

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny Grupy Agora na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	2,0%
Stopa RF rezydualna	1,5%	29,9	30,9	31,9	33,5	36,8
	2,0%	28,0	28,8	29,7	31,1	33,8
	2,6%	26,1	26,7	27,4	28,5	30,7
	3,0%	25,1	25,6	26,3	27,3	29,2
	3,5%	23,8	24,4	24,9	25,8	27,5
Beta nielewarowana	0,8	32,1	33,1	34,1	35,8	39,2
	1,0	26,1	26,8	27,5	28,7	30,8
	1,2	21,7	22,2	22,7	23,5	25,0

Źródło: MillenniumDM

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
AXEL SPRINGER SE	SPR	GERMANY	31 062	68,3	51,2	0,0	16,2	14,7	0,0
SCHIBSTED ASA-CL A	SCH	NORWAY	34 115	129,4	75,7	59,6	40,8	31,6	32,3
SANOMA OYJ	SAA	FINLAND	9 031	24,9	21,7	16,9	6,3	5,3	6,7
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	DMG	BRITAIN	8 307	22,2	42,0	28,0	18,1	12,7	10,9
LAGARDERE SCA	MMB	FRANCE	11 679	13,0			5,9		20,6
WOLTERS KLUWER	WKL	NETHERLANDS	82 372	26,3	23,4	22,6	14,1	15,1	14,7
STROEER SE & CO KGAA	SAX	GERMANY	19 644	36,8	40,3	24,3	10,7	13,0	10,8
CINEWORLD GROUP PLC	CIN	BRITAIN	4 354	22,2			8,0		11,4
CINEMARK HOLDINGS INC	CNK	UNITED STATES	7 108	16,1			7,2		22,0
Mediana				24,9	41,1	23,5	10,7	13,8	11,4
Agora zysk netto (mln PLN)				6,0	-105,7	9,9			
Agora EBITDA (non MSSF 16) (mln PLN)							114,6	15,7	100,2
Dług netto							111,3	23,4	-78,4
Zysk netto mniejszości				2,5	-10,8	1,0			
Wagi do wyceny mniejszości							80%	0%	20%
Wartość udziałów mniejszościowych							61		23
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				149		232	1176	195	1246
Wycena							599		
Wycena na 1 akcję							12,9		

Źródło: Bloomberg, MillenniumDM

Czynniki ryzyka

Makroekonomiczne:

- ❑ Blisko połowa przychodów Grupy Agora pochodzi z rynku reklamy, którego zmiany wartości silnie reagują na wahania koniunktury gospodarczej. Ryzyko to szczególnie dotkliwie zrealizowało się w bieżącym roku.

Akwizycje

- ❑ Agora w przyjętej strategii deklaruje dokonywanie przejęć podmiotów zarówno w dobrze znanych sobie obszarach, jak i nowych. Działania takie zawsze związane są z dużym ryzykiem niepowodzenia i nieuzyskaniem efektów współmiernych do zainwestowanych środków.
- ❑ Agora podtrzymuje zamiar przejęcia spółki Eurozet, co wiązać się będzie ze wzrostem zadłużenia i w konsekwencji wyższym ryzykiem finansowym.

Obszar kinowy:

- ❑ Podstawowym ryzykiem, które pojawiło się wraz z wybuchem epidemii, jest możliwość wydłużenia w czasie lub nawet pozostawienia na stałe norm sanitarnych podnoszących koszty, a nawet wymuszających zmiany w funkcjonowaniu kin. Mogłoby to trwale obniżyć rentowność tego biznesu lub spowodować konieczność dodatkowych znacznych nakładów, przeznaczonych na dostosowanie kin do nowych warunków.
- ❑ Duży udział spółki w rynku kin w Polsce oraz rosnący stopień jego nasycenia stwarza ryzyko dla utrzymania tempa wzrostu. Nasilenie się konkurencji może też skutkować pojawianiem się obiektów konkurencyjnych, które poprzez obniżenie frekwencji w posiadanych obiektach, zagrażałyby obecnemu poziomowi rentowności.
- ❑ Produkcje filmowe, w których spółka występuje w roli producenta lub współproducenta, związane są z ryzykiem niepowodzenia jednorazowych znacznych projektów. Działalność na tym rynku z racji jego charakterystyki (nieregularność premier) zwiększają zmienność zysków, co utrudnia ocenę sytuacji finansowej spółki.

Obszar prasy:

- ❑ Podstawowy tytuł wydawany przez Agorę to Gazeta Wyborcza. Profil dziennika jest oceniany jako opozycyjny wobec rządzącej w Polsce opcji politycznej, co znajduje swoje odzwierciedlenie w jej relacjach z instytucjami podległymi władzom. Przełożyło się to na wstrzymanie zakupu powierzchni reklamowych w Gazecie Wyborczej przez spółki Skarbu Państwa, a także zakaz prenumeraty ze strony administracji państwowej.
- ❑ Rynek prasy pozostaje od wielu lat pod presją spadającego czytelnictwa. Spółka stara się temu przeciwstawić zmieniając model na cyfrową dystrybucję treści premium. Gospodarka cyfrowa podlega jednak dynamicznym przemianom, w związku z czym istnieje ryzyko rozminięcia się strategii rozwoju Agory z kierunkiem w jakim podążą technologie i preferencje klientów.

Obszar radiowy:

- ❑ Działalność radiowa jest koncesjonowana, z czym wiąże się ryzyko jej nieprzedłużenia.
- ❑ Spółka zakupiła pakiet 40% udziałów w spółce Eurozet, która jest właścicielem Radia Zet, czyli drugiej pod względem słuchalności stacji w Polsce. Na pozostałe 60% spółka posiada opcję zakupu. Obecny, mniejszościowy poziom zaangażowania nie wymagał konieczności uzyskania zgody zarówno UOKiK (koncentracja), jak i KRRiT (koncesja), ale wykonanie opcji już wymaga. We wrześniu 2019r. spółka wystąpiła o rozpoczęcie procedury uzyskania akceptacji urzędu na dokończenie transakcji i ta obecnie jest w toku.

Obszar internetowy

- ❑ Dyrektywa unijna ACTA 2 wprowadza większą ochronę treści w Internecie, nakładając m.in. obowiązek weryfikowania czy dana treść nie jest piracka. Grupa Agora, jako dostawca treści, jest przede wszystkim beneficjentem tych przepisów, jednak w części biznesu jakim są portale internetowe nałożone zostaną na nią nowe obowiązki i pojawi się związane z tym ryzyko kar. Ponadto Grupa Agora rozwija narzędzia B2B dla podmiotów operujących na rynku, który może ulec zmianom pod wpływem nowych przepisów, a których efekty na razie trudno przewidzieć. Dyrektywę przegłosowano w Parlamencie Europejskim w marcu 2019r. i państwa członkowskie mają dwa lata na dostosowanie przepisów krajowych. W praktyce efekty dyrektywy spółka zacznie odczuwać w połowie 2021 roku.

Wyniki za 3 kwartał 2020r. oraz sytuacja bieżąca

Wyniki Agory za 3Q20 w ujęciu bezwzględny nie są dobre, ale biorąc pod uwagę wpływ jaki wywiera epidemia na działalność kinową oraz na rynek reklamowy, zasługują jednak na pozytywną ocenę. Determinacja w ograniczaniu kosztów, które na poziomie operacyjnym w samym 3Q były niższe o 90 mln PLN r/r, sprawia że kryzys jak dotąd nie zagraża stabilności finansowej Grupy. Przepływy operacyjne za 3Q20, mimo że niższe o 72,% r/r, to jednak nadal pozostają dodatnie, a w ujęciu za ostatnie 12 miesięcy są bliskie rekordowych w historii spółki. Natomiast jeżeli z pozycji zadłużenia wyłączymy wirtualne zobowiązania wynikające ze stosowania MSSF16, to prawdziwe zadłużenia bankowe i leasingowe, pomniejszone o gotówkę na rachunkach, wynosi 35,6 mln PLN. Oznacza to, że mimo bardzo słabego wyniku, dług netto stanowi zaledwie 40% czterokrotności EBITDA (pozbawionego wpływu MSSF16) z samego 3Q20. Co więcej wspomniane ograniczenie kosztów pozwoliło na poprawienie wyniku operacyjnego w trzech segmentach: Prasie, Internecie i Radio. Najsłabszy wynik Grupa Agora odnotowała w segmencie Film i książka, w ramach którego funkcjonują kina Helios. Strata na poziomie operacyjnym tego segmentu wyniosła -17,0 mln PLN i był to efekt zarówno administracyjnego ograniczenia liczby widzów, jak i braku atrakcyjnych premier kinowych. Drugim segmentem, co do skali pogorszenia wyniku, był Outdoor, który jednak odnotował zysk na poziomie operacyjnym. Ponieważ kurs EUR/PLN na początku i końcu kwartału były na zbliżonych poziomach, w pozycjach finansowych nie było znaczących kwot przeszacowań zobowiązania wynikającego z MSSF16. Za to zaskoczeniem może być 5,3 mln PLN udziału w zyskach netto jednostek rozliczanych metodą praw własności. Zarząd potwierdził, że jest to udział w zysku Eurozet, który w obliczu epidemii okazał się wręcz spektakularny. Pozycja ta spowodowała, że strata netto, która wyniosła -7,1 mln PLN, była mniejsza niż się spodziewaliśmy.

Skonsolidowane wyniki Grupy Agora

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	r/r
Przychody	258,9	346,0	308,4	269,8	293,3	378,2	289,6	129,5	193,0	-34%
EBITDA skor. nonMSSF16	17,0	51,4	40,8	31,2	47,1	72,9	39,3	1,5	22,1	-53%
EBITDA raportow ana	17,0	37,4	36,9	24,9	47,4	67,3	23,2	-11,9	33,4	-29%
EBIT skor. non MSSF16	-4,1	28,6	4,9	-8,1	8,0	30,7	-3,4	-39,9	-15,7	-
Prasa	-2,9	3,7	-4,6	-3,4	-0,7	6,6	0,6	4,0	12,6	-
Film i książka	7,2	19,4	24,3	-9,9	12,2	16,4	11,8	-20,6	-17,0	-
Reklama zew nętrzna	2,1	11,0	1,1	12,0	5,4	12,3	-2,5	-13,1	2,1	-61%
Internet	4,2	10,4	1,4	4,9	3,6	11,8	2,2	10,0	9,1	153%
Radio	1,8	7,3	1,1	3,6	2,6	7,1	1,4	-1,1	5,1	96%
Koszty ogólne	-14,3	-18,6	-18,4	-15,3	-15,1	-23,5	-10,2	-15,1	-14,4	-5%
Wpływ MSSF16 na EBIT	0,0	0,0	1,2	-1,1	0,3	1,8	-1,4	-8,5	-1,9	-
EBIT raportow any	-4,1	14,6	0,5	-9,2	8,3	25,1	-19,5	-53,3	-4,4	-
marża EBIT skor.	-1,6%	4,2%	0,2%	-3,4%	2,8%	6,6%	-6,7%	-41,2%	-2,3%	-
Zysk netto raportow any	-3,7	0,3	-5,0	-6,2	-2,9	24,2	-42,7	-38,6	-7,1	-
marża zn	-1,4%	0,1%	-1,6%	-2,3%	-1,0%	6,4%	-14,8%	-29,8%	-3,7%	-
CF Operacyjny	20,0	37,4	54,4	34,4	43,4	73,3	58,7	57,1	12,1	-72%
CF Inw est	-19,3	-13,3	-111,8	-0,4	7,9	3,7	3,9	-14,5	1,7	-78%
CF Finansowy	-17,4	-17,2	54,7	-22,3	-56,9	-52,4	-24,8	-8,3	-7,3	-87%

Źródło: Agora, Millennium DM; 3Q20p - prognoza Millennium DM

- **Rynek reklamy.** Rynek w 3Q20 znacząco odbił w porównaniu z 2Q, do dynamiki rocznej na poziomie -3% (z -29% r/r w 2Q). W najgorszej sytuacji był segment reklamy kinowej z dynamiką -88% r/r, a wydatki na reklamę w dziennikach i na reklamę zewnętrzną spadły w obu przypadkach o -26,5% r/r, na reklamę telewizyjną o -2%. Jedynym segmentem rynku, którego wartość wzrosła i to o +9% r/r była reklama internetowa. Według zarządu Agory dynamika rynku reklamy za cały 2020r. wyniesie -8/-12% r/r.
- **Segment Film i książka.** Po otwarciu 3 lipca kina funkcjonowały przez cały kwartał z ograniczeniem 50% frekwencji. Mimo, że bazowały głównie na powtórkach, gdyż premiery zostały poprzekładane, frekwencja szybko poprawiała się z miesiąca na miesiąc. Mimo to w całym omawianym okresie liczba sprzedanych biletów spadła o 73% r/r, co przełożyło się na spadek przychodów ze sprzedaży biletów o 74%. Powiązane z tym sprzedaż barowa i przychody z reklamy kinowej spadły odpowiednio o 72% i 76%. W 3Q20 teoretycznie sytuacja była lepsza niż w 2Q, w którym kina były całkowicie zamknięte, to jednak wynik operacyjny jest tylko o 3,6 mln PLN lepszy. Podstawowym powodem były czynsze, które obowiązywały w 3Q, a w

2Q przez dwa miesiące tej pozycji nie było w kosztach. Z tego powodu również obecna sytuacja ogłoszonego lock-down dla kin jest dla spółki korzystniejsza niż funkcjonowanie z limitem 25% frekwencji. Zaraportowany wynik operacyjny, niższy o 5 mln od naszej prognozy, wynika z innego niż się spodziewaliśmy alokowania pomocy publicznej na utrzymanie miejsc pracy. Zakładaliśmy, że z zapowiadanych 13,2 mln pomocy klika mln PLN przypadnie na Helios, tym czasem było to w 3Q20 zaledwie 0,4 mln PLN. Wzrosły natomiast o 22% przychody z działalności gastronomicznej, co wynikało z rozwoju (do 9 restauracji) sieci Step Inside pod marką Pasibus. W spadku przychodów segmentu o 75,1 mln PLN r/r, 46,7 mln PLN to mniejsze wpływy ze sprzedaży biletów, a 20,4 mln PLN to ubytek w sprzedaży barowej. Koszty operacyjne udało się natomiast ograniczyć o 47,5 mln PLN, w czym 24,8 mln PLN to mniejsze wydatki na usługi obce, w czym zawarte są opłaty dystrybucyjne, których spółka płaciła mniej, nie sprzedając biletów. Podstawową pozycją kosztową, którą można ograniczyć w niewielkim stopniu jest amortyzacja, która spadła jedynie o 11%, ale należy pamiętać o jej nietętkowym charakterze.

- ❑ **Segment Prasa.** Segment odnotował przychody niższe o 24% r/r, ale zysk operacyjny wyniósł plus 12,6 mln PLN w porównaniu do straty -0,7 mln PLN we 3Q19. Jest to efekt kontynuowanej konwersji sprzedaży do formatu cyfrowego oraz ograniczenia działalności wydawniczej, która nie była rentowna. Liczba płatnych subskrypcji cyfrowych wzrosła na koniec 3Q20 do 240,7 tys., czyli o 20% r/r. Wynik dodatkowo poprawiła subwencja do utrzymania miejsc pracy, z której na segment przypadło 4,9 mln PLN. Większe znaczenie w poprawie wyników miało istotne ograniczenie kosztów. Wspomniana mniejsza sprzedaż w formie papierowej obniżyła koszty o 8,8 mln PLN r/r, a wydatki reklamowe w 3Q20 były niższe o 7,4 mln PLN niż przed rokiem. Poza tym na wynagrodzenia spółka wydała o 6,0 mln PLN mniej, czyli o 24,1%, co z jednej strony było efektem zamknięcia w 1Q dwóch drukarni i zwolnienia ich załogi oraz z drugiej czasowego ograniczenia czasu pracy o 20% w okresie 15kwi.-15paź. Pierwszy z wymienionych czynników pracowniczych będzie miał zatem efekt trwały, a drugi tymczasowy. Podobnie również można spodziewać się w przyszłym roku powrotu kosztów reklamy, choć prawdopodobnie nie do wysokości z 2019 roku. Za to powinien utrzymany zostać trend ograniczania kosztów materiałowych.
- ❑ **Segment Outdoor.** Przychody segmentu w 3Q20 były niższe w ujęciu r/r o 21% (w 2Q było to -74%), co oznacza przychody mniejsze o 8,7 mln PLN. Koszty udało się obniżyć o 5,3 mln PLN i było to przede wszystkim ograniczenie kosztów utrzymania systemu o 2,7 mln PLN i niższe wynagrodzenia, łącznie o 1,2 mln PLN. Obniżenie kosztów systemu to głównie obniżenie czynszów, a także kosztów dzierżawy oraz bieżącego utrzymania i remontów nośników reklamowych. W efekcie zysk operacyjny obniżył się do 2,0 mln PLN (nasza prognoza 1,0 mln PLN), w porównaniu do 5,4 mln PLN przed rokiem. Segment skorzystał z pomocy publicznej w 3Q w kwocie 0,4 mln PLN.
- ❑ **Segment Internet.** Przychody segmentu spadły 6,4%, czego główną przyczyną była sprzedaż Domiporta oraz ograniczenia działalności GoldenLine. Wyższe przychody odnotował za to portal Wyborcza.pl. Koszty ograniczone zostały jednak w większym stopniu, gdyż o 19,3%, co wynikało po pierwsze z faktu, że Domiporta i GoldenLine były nierentowne, po drugie w YieldBird ograniczono wydatki na dzierżawę powierzchni reklamowej w innych serwisach, a po trzecie wprowadzono czasowe ograniczenia czasu pracy o 20%. W efekcie EBIT wyniósł 9,1 mln PLN (nasza prognoza 10,1 mln PLN) vs 3,6 mln PLN w 3Q19. Pomoc publiczna w 3Q20 dla segmentu Internet wyniosła 1,6 mln PLN.
- ❑ **Segment Radio.** Przychody segmentu spadły o 14%, podczas gdy rynek reklamy radiowej spadł o 5,5%, wynika z przesuwania w kryzysie radiowych budżetów reklamowych do liderów rynku i słabszej kondycji lokalnych reklamodawców w porównaniu do dużych korporacji skupiających się na stacjach ogólnokrajowych. Potwierdza to bardzo dobry wynik Eurozet, którego 40% część ujawnia w swoim sprawozdaniu Agora w pozycjach finansowych. Duże cięcia kosztów w głównych kategoriach, czyli wynagrodzeniach, usługach obcych i reklamie, przełożyły się na wzrost EBIT segmentu o 100% r/r do 5,2 mln PLN. Jest to rezultat lepszy niż nasza prognoza, która wynosiła 2,5 mln PLN. Segment Radio w 3Q20 skorzystał z pomocy publicznej w wysokości 1,4 mln PLN.

Ostatnie wydarzenia

Rynek reklamy

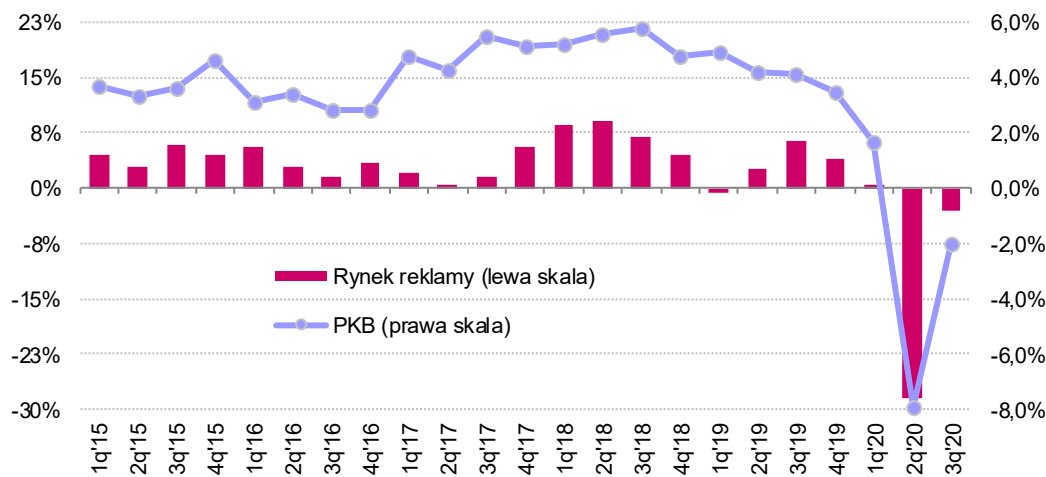
Kondycja rynku reklamy dla Grupy Agora pozostaje istotna, gdyż przychody reklamowe stanowią standardowo blisko połowę jej sprzedaży. Mimo dużych spadków na tym rynku w bieżącym roku, udział ten nawet osiągnie w skali roku 53%. Jest to skutek jeszcze większego spadku przychodów ze sprzedaży biletów kinowych, które największy udział w przychodach innych niż reklamowe Grupy Agora.

Według danych cennikowych netto firmy Kantar na reklamę w mediach (bez promocji w internecie i bez uwzględnienia rabatów) od początku roku do końca września wydano 23,9 mld zł netto. O ile w 2Q20, kiedy obowiązywał lock-down, wpływy reklamowe spadły we wszystkich ujmowanych w badaniach mediach, to sytuacja uległa poprawie w trzecim kwartale. W lipcu zwiększono wydatki na reklamę telewizyjną, radiową i w dziennikach, w sierpniu na plusie były wyłącznie radio i telewizja, a we wrześniu telewizja, radio i reklama zewnętrzna w metrze.

W 3Q20 wydatki na reklamę w internecie były jedynym segmentem rynku, który odnotował wzrost w ujęciu r/r i to o 9%. Pozostałe segmenty odnotowały spadki, począwszy od TV z -2,0%, aż do -88% w przypadku reklamy w kinach. Reklama internetowa i TV miały równy udział w całości rynku po 42%.

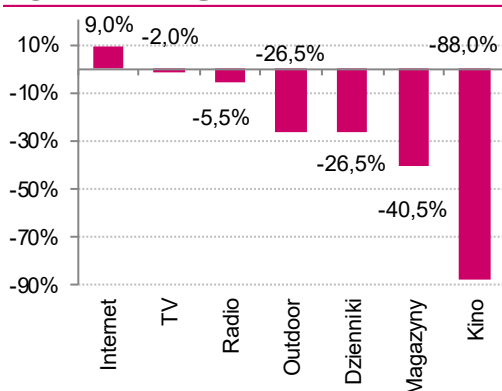
Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na sytuację, która miała miejsce w 2Q20, kiedy to wydatki na reklamę w internecie wzrosły o 11% r/r, podczas gdy cały rynek reklamy spadał o 28,5% r/r. Jednocześnie segment internetowy miał największy udział w całym rynku, gdyż 47%, przed reklamą TV z udziałem 41%.

Dynamika rynku reklamy vs PKB w Polsce

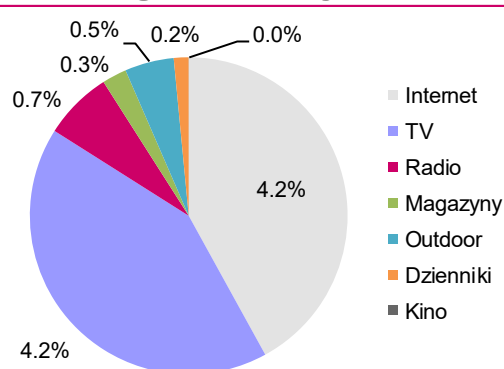


Źródło: Agora, Kantar Media, Starcom, GUS, Millennium DM

Dynamika segmentów w 3Q20



Udział segmentów w rynku w 3Q20



Źródło: Starcom, Millennium DM

Rynek kinowy

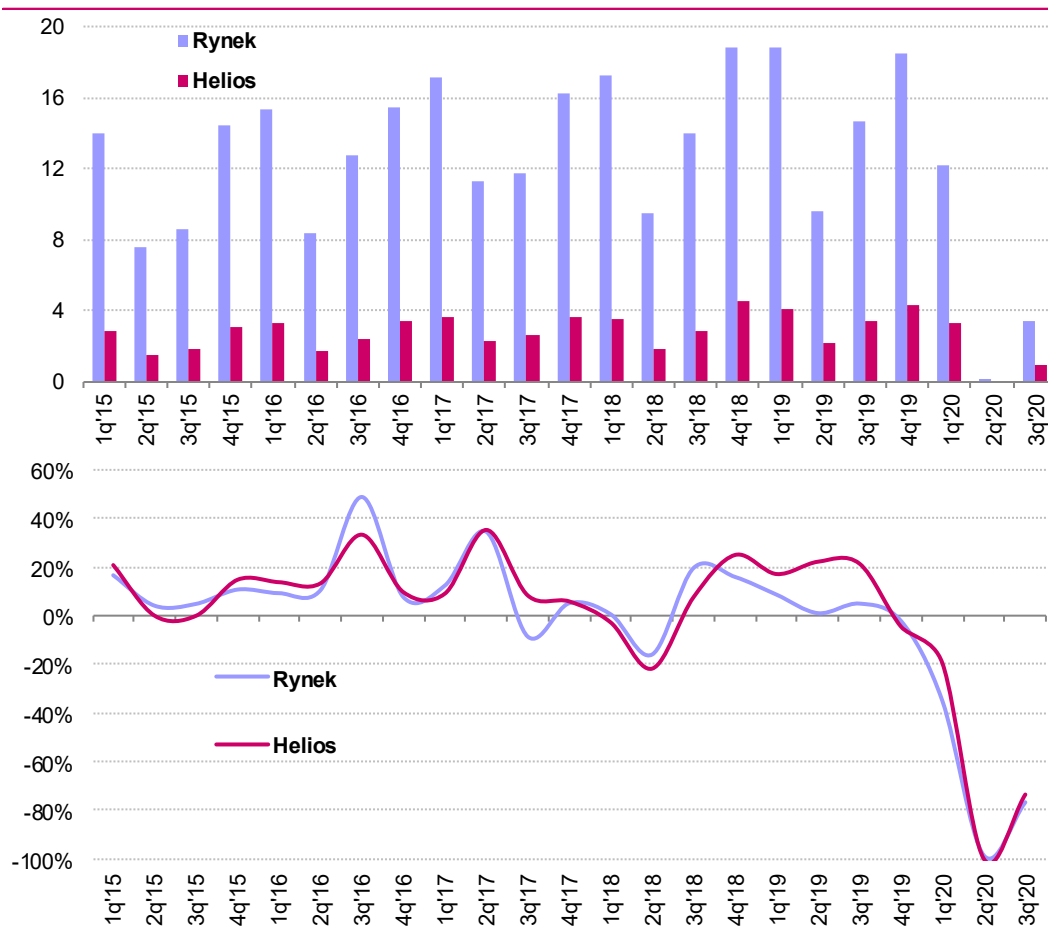
Działalność kin, po zamknięciu przez cały 2Q20, w trakcie 3Q20 nadal podlegała ograniczeniom. Teoretycznie od początku lipca mogły funkcjonować, ale z ograniczeniem możliwości sprzedaży jedynie 50% miejsc na seans filmowy. Nie było to jednak dotkliwe ograniczenie, gdyż i tak kina skazane były na wyświetlanie powtórek. Dystrybutorzy dużych produkcji filmowych nie zdecydowali się bowiem na ich wprowadzanie, nawet tych odwlekanych od wiosny i w zdecydowanej większości przenieśli ich premiery na przyszły rok, nawet na jego drugą połowę. Zarząd Heliosa liczbę dużych premier przesuniętych z powodu epidemii szacują na około 50.

W efekcie na całym rynku sprzedano w 3Q20 3,4 mln biletów, podczas gdy przed rokiem było to 14,7 mln (-76,7% r/r). Sam Helios sprzedał 0,9 mln biletów vs 3,4 mln w 3Q19, czyli o 73,5% mniej.

W 4Q20 ponownie zaostrożono warunki działania kin, gdyż od 10 października wprowadzono tzw. „czerwone strefy”, w których frekwencję ograniczono do 25%. Od 24 października limit 25% obowiązywał już w całym kraju, a 6 listopada kina zamknięto całkowicie.

Administracyjny zakaz funkcjonowania dla kin jest jednak z punktu finansowego w obecnych uregulowaniach korzystniejszy niż działanie z limitem 25%. Chodzi o czynsze, które na mocy przepisów związanych z epidemią zostały zawieszane. Ogranicza to w dużym stopniu koszty i co za tym idzie wielkość ponoszonych strat operatorów kinowych. Jednocześnie problem zawieszenia czynszów dla właścicieli galerii handlowych nie jest obecnie tak bolesny, gdyż funkcjonuje większość sklepów, czyli ryzyko ich bankructw z tego powodu jest znikome.

Frekwencja kinowa (mln osób) i jej dynamika (%) na rynku oraz w kinach Helios



Źródło: Agora, Millennium DM

Prognozy przyszłych wyników segmentu kinowego nadal są obarczone wysoką niepewnością, ale fakt wprowadzania szczepień daje dużą nadzieję na powrót do normalności już na wiosnę. Jest też szansa na pojawienie się odwlekanych premier w połowie roku, a to że nastąpi ich wysyp po przyszłych wakacjach jest jeszcze bardziej prawdopodobne. Jeżeli chodzi o wpływ epidemii na zwyczajnie konsumentów, to obserwowany szybki powrót widzów do kin w sierpniu i wrześniu, mimo powtórkowego repertuaru, oznacza że kina pozostaną jedną z ulubionych rozrywek. Dodatkowo niepowodzeniem zakończyły się próby wprowadzanie filmów do dystrybucji poprzez streaming. Z tego powodu studia filmowe wolą poczekać na uruchomienie kin i nie ryzykować braku zwrotu środków wyłożonych na produkcję.

W naszych prognozach zakładamy, że obostrzenia sanitarne obowiązywać będą do wiosny 2021 roku, a część jeszcze przez kilka kolejnych miesięcy. Zakładamy też, że jakaś część społeczeństwa jeszcze przez dłuższy czas będzie się wykazywała awersją do przebywania w bliskiej odległości z obcymi ludźmi i z tego powodu frekwencja w kinach osiągnie poziom z 2019r. dopiero w 2023r.

Założenia te przekładają się na prognozę spadku przychodów ze sprzedaży biletów w bieżącym roku o 70% i odbicie ich w 2021r. o 100% (prognozowane przychody z tego tytułu w 2021r. stanowiąc będą jednak 66% przychodów z 2019r.). Poza przychodami ze sprzedaży biletów na skalę wzrostu przychodów w 2021r. wpływ będą miały wpływy z dystrybucji filmów. W 2019r. z tego tytułu pochodziło 42 mln PLN, a w 2020r. prognozujemy 34,7 mln PLN. Na przyszły rok zakładamy, że będzie to 25 mln PLN. W rzeczywistości będzie to zależało od decyzji o terminach premier po powrocie kin do normalnego funkcjonowania. Spora elastyczność kosztowa w kinach, według naszych wyliczeń, przełoży się, mimo spadku przychodów o 288 mln PLN, na stratę operacyjną za cały 2020r. w segmencie Film i książka w wysokości 52,8 mln PLN. W 2021r. przy naszych założeniach powinno się spółce udać w tym segmencie wypracować 13,1 mln PLN zysku operacyjnego.

Wyniki segmentu Film i książka

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	364,0	416,2	419,1	521,5	233,4	339,3	468,2	477,8
bilety	195,1	222,4	236,6	258,1	83,7	167,4	236,0	259,6
bar	72,3	83,1	90,2	111,0	36,6	73,2	103,2	113,5
reklama kinowa	30,2	35,1	30,2	35,6	9,7	19,5	27,5	30,2
filmy	8,5	28,1	12,0	42,0	34,7	25,0	50,0	25,5
wydawnictwa	45,6	36,5	40,7	48,3	45,2	42,2	39,5	36,9
pozostałe	12,3	11,0	9,4	26,5	23,5	12,0	12,0	12,0
Koszty	337,0	386,7	385,7	478,5	286,2	324,7	430,2	436,4
Wynagrodzenia	39,2	51,6	56,6	74,4	41,7	50,0	57,5	57,5
Usługi obce	158,8	191,9	191,8	180,9	76,7	95,9	167,8	170,3
Materiały i energia	31,8	34,9	36,0	49,9	27,9	35,8	52,9	52,9
Reklama	26,7	26,5	21,2	30,8	7,7	9,2	13,4	13,4
Operacyjne w wydawnictwa	45,7	35,5	39,9	46,4	41,8	45,9	50,5	52,0
Amortyzacja	29,6	34,0	29,6	84,7	85,4	80,5	77,8	79,7
Pozostałe	5,2	12,3	10,6	11,4	5,1	7,4	10,2	10,4
EBIT adj	27,0	29,5	33,4	43,0	-52,8	13,1	36,1	41,5
EBITDA adj	56,6	63,5	63,0	127,7	39,0	93,6	114,0	121,2
EBITDA adj non MSSF16	56,6	63,5	63,0	127,7	-7,4	42,1	62,5	69,7
marża EBITDA (non MSSF16)	15,5%	15,3%	15,0%	24,5%	-3,2%	12,4%	13,3%	14,6%

Źródło: Agora, Millennium DM

Internet

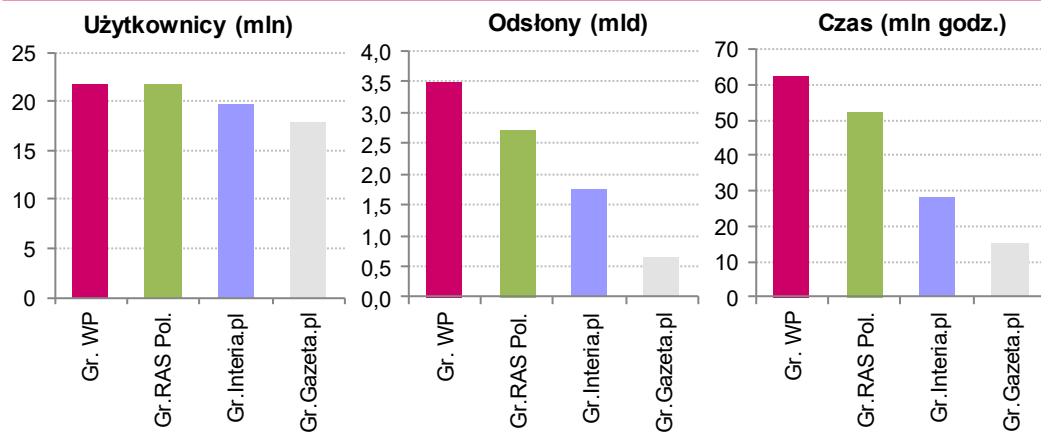
Portale Grupy Agora pozostają na czwartej pozycji w Polsce, pod względem liczby użytkowników, liczby odsłon oraz czasu spędzanego na nich. W trzeciej z przytoczonych statystyk zaszła jednak znacząca zmiana wraz z wprowadzeniem nowego badania - Mediapanel. Podstawowym celem zmiany jest uchwycenie wielu zjawisk związanych z odbiorem mediów sieciowych, które dotychczas były pomijane. Jednym z podstawowych jest zjawisko współoglądania. Chodzi przykładowo o sytuację, kiedy użytkownik komputera otwiera kilka kolejnych zakładek i teoretycznie odbiera treści jednocześnie z każdej z nich. W efekcie, w nowym badaniu niemal o połowę zmniejszyła się ilość czasu spędzanego przez użytkowników na stronach grupy WP oraz Polsat-Interii. Nie zmieniło to kolejności popularności serwisów, ale zmniejszyło dystans je dzielący.

Zmiana metodologii badań nie wpłynęła w tak dużym stopniu na liczby realnych użytkowników, choć w przypadku grupy portali Gazeta.pl nastąpił wzrost o 39% na koniec października vs koniec września.

W Grupie Agora segment Internet to zarówno serwisy związane z Gazetą.pl, ale w dużej mierze też biznes reklamy programatycznej. Spółka nie podaje szczegółów dotyczących kwartalnego rozdziału w ramach segmentu, niemniej oba związane są rynkiem reklamy. Portale internetowe czerpią przychody głównie z wyświetlania reklam, natomiast spółki zajmujące się reklamą programatyczną realizują kampanie marketingowe w internecie. Oba rodzaje działalności należą jednak do tej części rynku reklamy, która od lat radzi sobie najlepiej, niezależnie od koniunktury. Również i w 3Q20 była to jedyna część rynku reklamy, która odnotowała wzrost r/r.

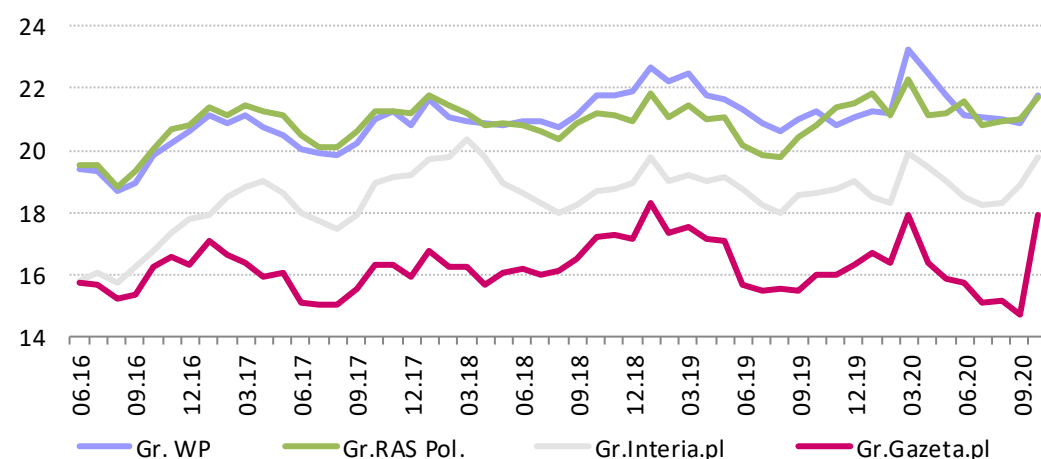
Agora również i w tej części swojej działalności, w obliczu kryzysu, wdrożyła szereg oszczędności oraz skorzystała z subwencji na utrzymanie miejsc pracy. W efekcie segment wypracował w 3Q20 najlepszy w jego historii wynik na poziomie operacyjnym. W kolejnych latach zakładamy, że dalszy wzrost przychodów pozwoli na jego podwyższanie, mimo że część kosztów będzie musiała powrócić na wyższe poziomy.

Główne parametry największych grup portali w Polsce w maju 2020r.



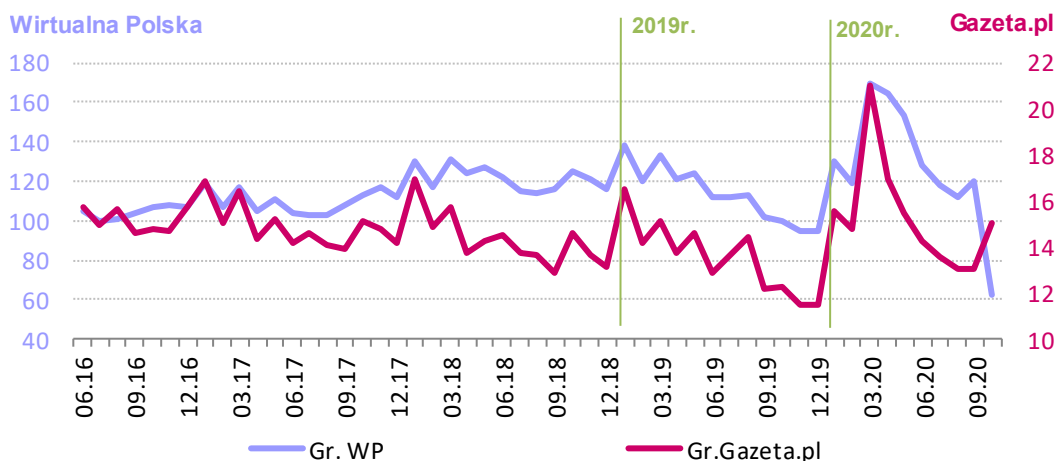
Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

Liczba realnych użytkowników największych grup portali w Polsce



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

Łączny czas spędzony na portalu przez użytkowników (mln godz.)



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

Wyniki segmentu Internet

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	167,9	172,1	177,8	209,0	207,1	223,6	246,0	270,6
Koszty	144,9	175,6	162,2	194,7	204,2	197,0	215,1	237,5
Wynagrodzenia	52,4	55,4	54,3	50,0	49,5	53,5	58,9	64,7
Usługi obce	64,0	70,4	76,3	113,1	115,3	120,6	131,8	146,3
Reklama	15,5	17,9	13,5	11,1	11,0	11,9	13,1	14,4
Amortyzacja	4,9	4,8	5,3	7,2	8,4	4,8	4,5	4,5
Odpisy i rezerwy	0,4	21,8	7,5	7,4	14,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	7,7	5,3	5,3	5,9	5,8	6,3	6,9	7,6
EBIT adj	23,4	18,3	23,1	21,7	17,0	24,2	29,0	31,9
EBITDA adj	28,3	23,1	28,4	28,9	39,8	29,0	33,5	36,4
EBITDA adj non MSSF16	28,3	23,1	28,4	28,9	39,8	29,0	33,5	36,4
marża EBITDA (non MSSF16)	16,9%	13,4%	16,0%	13,8%	19,2%	12,9%	13,6%	13,4%

Źródło: Agora, Millennium DM

Prasa

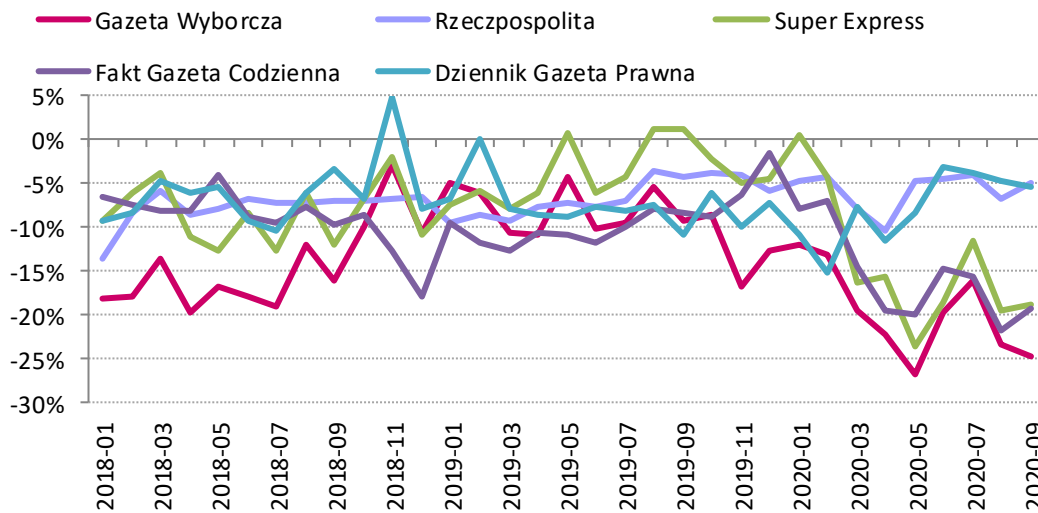
W odniesieniu do tradycyjnej dystrybucji prasy utrzymuje się wieloletni trend spadku liczby rozpozsechnianych egzemplarzy. Dotyczy on wszystkich dużych dzienników, przy czym Gazeta Wyborcza od roku pozostaje liderem spadków. Wynika to w dużej mierze z sukcesu jakim jest projekt transformacji cyfrowej, gdyż jeżeli uwzględnimy łączną liczbę sprzedawanych egzemplarzy Gazety Wyborczej, jej cyfrowego wydania oraz płatnych subskrypcji gazety, to roczna dynamika jest dodatnia i wyniosła na koniec kwartału +7,1%. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że ta ostatnia statystyka, po osiągnięciu swojego szczytu w 1Q20 na poziomie 16,2%, uległa obniżeniu. Przyczyną jest zarówno przyspieszenie spadków liczby tradycyjnie sprzedawanych gazet, ale też spowolnienie tempa przyrostu płatnych subskrypcji. Dotyczy to przede wszystkim 3Q20, gdyż na początku kwartału wynosiła 243 tys., a na jego koniec 240,7 tys. Jest to spadek zaledwie -0,9%, ale za to wystąpił po raz pierwszy. W naszej opinii może to być efekt skokowego przyrostu liczby subskrypcji w 1Q20 (o 18,5 tys. q/q), co mogło być związane z wiosennym lock-down. Po przywróceniu w dużym stopniu mobilności w połowie roku część czytelników nowych subskrybentów zrezygnowała. W takim wypadku trend wzrostu liczby subskrypcji powinien zostać utrzymany w dłuższym terminie, a spadek z 3Q20 będzie jedynie wahnięciem.

Niezależnie od statystyk egzemplarzowych Agora w czasie kryzysu związanego z epidemią pokazała po raz kolejny, jak dużą elastycznością kosztową potrafi się wykazać. Ubytek w przychodach segmentu Prasa w 3Q20 wobec 3Q19 wyniósł 15,3 mln PLN. Tym czasem koszty zostały obniżone o 28,6 mln PLN. Największą pozycją w oszczędnościach są materiały i energia, na czym spółka zaoszczędziła 8,8 mln PLN w ujęciu r/r (w skali kwartału). Oszczędność ta związana jest w dużej mierze z omawianą wcześniej transformacją cyfrową i zamknięciem na początku roku dwóch drukarni. Drugą, co do znaczenia pozycją w oszczędnościach jest reprezentacja i reklama,

na czy Agora zaoszczędziła 7,4 mln PLN. Trzecią na liście pozycją są wynagrodzenia, na czym zaoszczędzono 6 mln PLN. Ta jednak pozycja w dużej mierze była tymczasowa, gdyż w spółce obowiązywało czasowe ograniczenie płac o 20%, które wygasło w trakcie 4Q20.

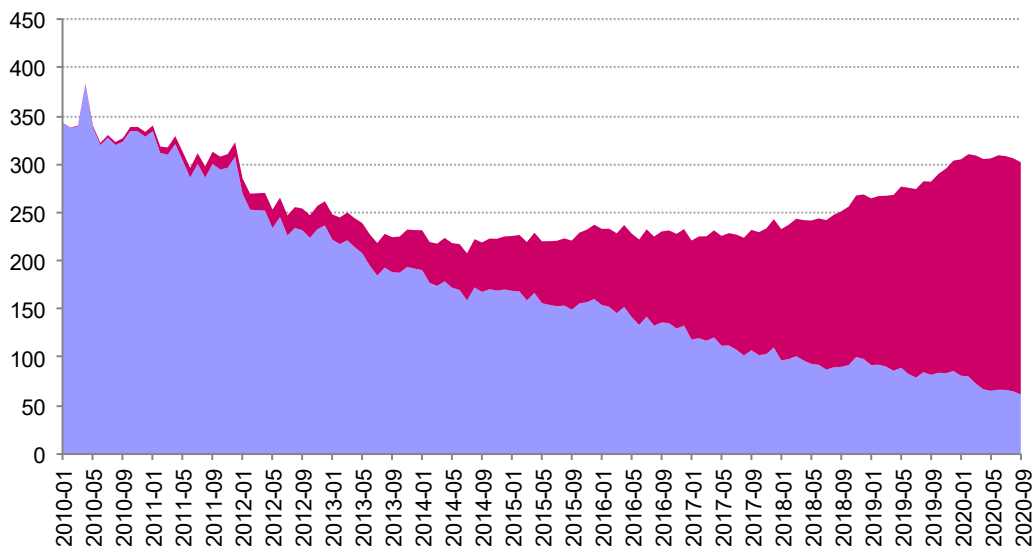
Niższe koszty pozwoliły na wypracowanie najlepszego od lat kwartalnego wyniku operacyjnego i to po odjęciu do niego 4,9 mln PLN państwowej subwencji na utrzymanie miejsc pracy.

Dynamika liczby rozpowszechnianych odpłatnych egzemplarzy gazet



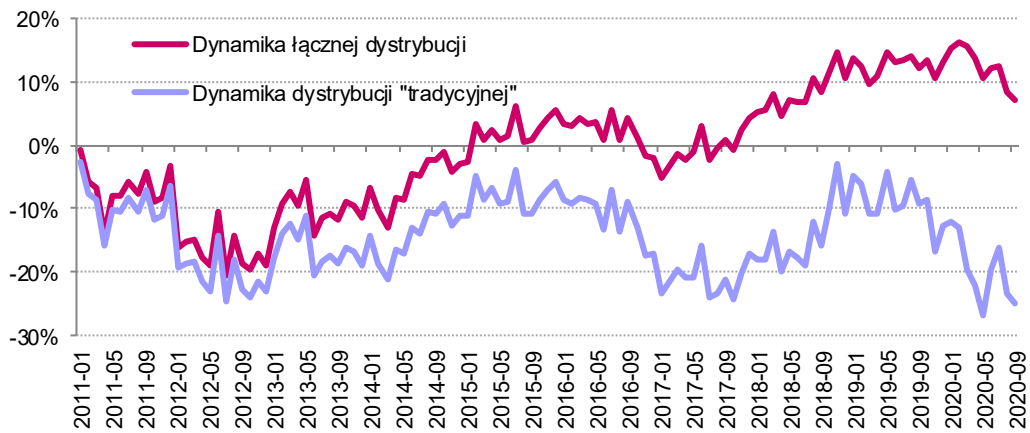
Źródło: Agora, Millennium DM

Liczba rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej oraz liczba subskrypcji cyfrowych*



Źródło: Agora, Millennium DM

Dynamika łącznej liczby rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej plus subskrypcji cyfrowych



Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki segmentu Prasa

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	267,9	231,5	232,5	254,7	197,0	221,0	234,3	244,5
Gazety	122,8	112,3	106,8	109,7	106,3	113,9	119,8	126,0
Gazeta Wyborcza	102,1	92,9	92,3	98,3	100,2	104,2	109,4	114,8
inne gazety	14,3	11,3	10,3	8,3	2,1	5,3	5,8	6,4
reszta gazet	6,4	8,1	4,2	3,1	4,0	4,4	4,6	4,8
Reklamy	138,0	114,5	101,7	84,8	56,9	73,4	80,7	84,7
w Gazecie Wyb.	82,4	84,8	81,1	71,5	50,6	65,8	72,3	75,9
w innych gazetach	24,6	20,5	17,6	9,9	3,5	4,1	4,6	4,8
w reszcie gazet	38,4	18,4	6,0	6,8	5,8	7,0	7,7	8,0
Pozostałe	7,1	4,7	5,6	13,0	4,7	4,7	4,7	4,7
Koszty	270,7	238,0	259,1	260,0	175,8	204,0	211,7	218,6
Wynagrodzenia	110,3	103,2	102,8	104,7	79,8	88,4	91,0	94,7
Materiały i energia	67,1	57,8	67,7	82,0	44,2	58,9	60,6	60,0
Reklama	45,1	29,5	28,2	21,4	10,9	14,2	15,6	17,3
Usługi obce	40,0	35,0	30,0	30,0	22,8	23,9	25,4	27,2
Amortyzacja	8,9	1,5	2,8	7,5	6,5	6,1	5,8	5,6
Odpisy i rezerwy	5,8	13,2	24,7	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-6,5	-2,2	2,9	14,4	11,1	12,5	13,2	13,8
EBIT adj	3,0	6,7	-1,9	-5,3	21,7	17,0	22,5	25,9
EBITDA adj	11,9	8,2	0,9	2,2	28,6	23,1	28,3	31,5
EBITDA adj non MSSF16	11,9	8,2	0,9	2,2	28,5	23,1	28,3	31,5
marża EBITDA (non MSSF16)	4,4%	3,5%	0,4%	0,9%	14,5%	10,5%	12,1%	12,9%

Źródło: Agora, Millennium DM

Radio

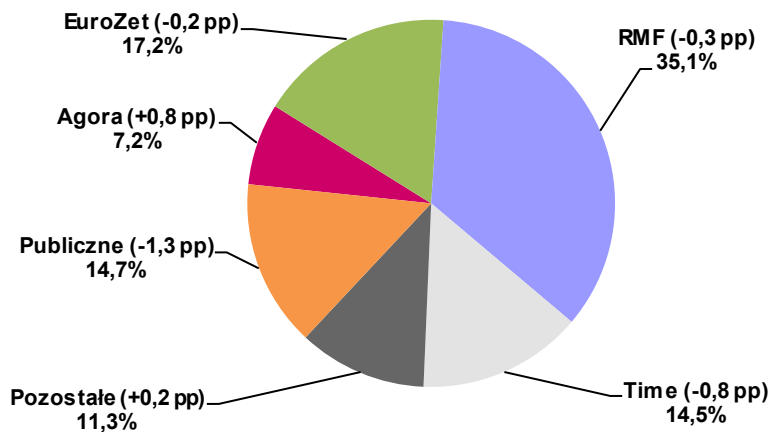
Według raportu Krajowej Rady Radiofonii i Telewizji słuchalność radia w Polsce w 3Q20 wyniosła 69,3% (odsetek mieszkańców słuchających radio w wieku 15-75 lat). Oznacza to spadek z 71,4% w 3Q19, ale wzrost z 67,9% w 2Q20. Poluzowanie restrykcji w 3Q, przywrócenie większej mobilności i powrót Polaków do pracy był widoczny w danych o słuchalności radia. Odsetek osób słuchających radia w samochodzie wzrósł w stosunku do 2Q20 o 5 pp., a odsetek słuchających w pracy o 1,4 pp. Jednocześnie zmalała liczba osób słuchających radia w domu. Radia słuchano przeciętnie przez 4 godziny i 24 minuty w ciągu doby.

Największy udział w słuchalności nadal mają największe stacje ogólnopolskie, czyli RMF, Radio Zet i programy Polskiego Radia. Niemniej utrzymuje się trend spadku udziału programów ogólnopolskich. Największy spadek w porównaniu do 4Q19 odnotowało Polskie Radio, gdyż o 1,3 pp., Grupa Time (Eska, Wawa, VOX, Plus) o -0,8 pp. i RMF o -0,3 pp. Obok Polskiego Radia, a konkretnie jego Trzeciego Programu (spadek słuchalności z 12,4% w 2018r. do 3,3% w 3Q20) najszybciej tracących słuchaczy radiem w Polsce jest Radio Maryja, które na poniższym wykresie zaliczone jest do Pozostałych. Jego udział w słuchalności w 3Q20 wyniósł zaledwie 1,1%, podczas gdy w 2018 roku wyniósł 1,9%.

Wspomniany powyżej długoterminowy trend spadku udziału słuchalności stacji ogólnopolskich, w krótkim okresie obecnego kryzysu związanego z epidemią, nie ma przełożenia na udziały poszczególnych stacji w rynku reklamy. Gwałtowne załamanie rynku w 2Q20 (rynek reklamy radiowej spadł o 35,5% r/r) wynikało głównie ze wstrzymania kampanii reklamowych. Cięcia te w pierwszej kolejności stacji lokalnych, a dopiero w drugiej ogólnokrajowych. Co więcej lokalni reklamodawcy, zlecający w lokalnych stacjach, w kryzysie radzą sobie gorzej niż duże korporacje, korzystające głównie z dużych nadawców.

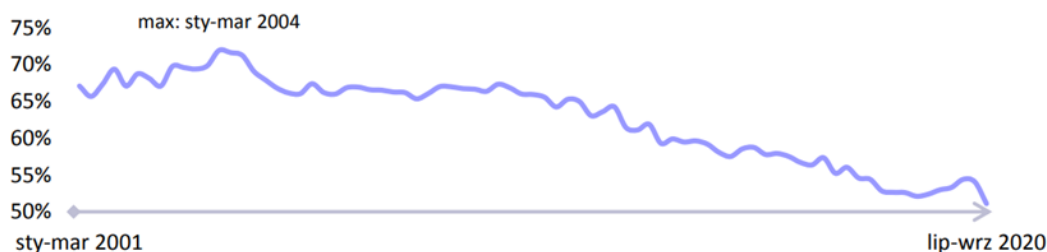
Odbicie rynku reklamy radiowej w 3Q20 do poziomu dynamiki w ujęciu r/r -5,5% również przełożyło się na relatywną poprawę sytuacji dużych nadawców.

Udziały grup radiowych w słuchalności w 3Q2020 i zmiana vs 4Q2019



Źródło: KRRiT na podstawie Kantar Polska, Agora, Millennium DM

Udział programów ogólnopolskich w czasie słuchania



Źródło: KRRiT na podstawie Kantar Polska, Agora, Millennium DM

Spadki przychodów dotknęły segment Radio Grupy Agora w większym stopniu niż cały rynek. Jednocześnie spółka zareagowała cięciem kosztów, co wraz z dotacją 1,4 mln PLN do utrzymania miejsc pracy, pozwoliło na wpracowanie zysku operacyjnego (bez wpływu MSSF16) i to dwukrotnie wyższego niż w 3Q19.

Szczególnym zaskoczeniem był nadzwyczajnie dobry wynik spółki Eurozet, którego 40% Agora ujmuje w pozycjach finansowych. Z tego tytułu Agora odnotowała zysk w wysokości 5,2 mln PLN, co oznacza, że Eurozet wypracował w 3Q20 aż około 13 mln PLN zysku netto. Tymczasem w całym 2019r. zysk Eurozet wyniósł 23,5 mln PLN i w 2018r. 23,1 mln PLN.

Wysoka dyscyplina kosztowa oraz dynamiczne odbicie rynku reklamy radiowej w 3Q przełożyły się na lepsze niż wcześniej spodziewaliśmy się wyniki segmentu na poziomie finansowym. To z kolei przełożyło się na podniesienie przez nas prognozy wyniku całorocznego.

Wyniki segmentu Radio

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	113,4	114,0	116,0	113,1	92,4	110,9	291,9	306,5
Koszty	100,6	97,3	98,8	98,7	83,1	97,9	252,4	264,9
Wynagrodzenia	31,8	31,5	33,0	34,6	29,2	34,7	44,9	47,2
Usługi obce	44,0	42,4	42,7	36,1	29,5	35,4	170,5	170,5
Reklama	14,6	13,3	12,1	14,1	11,5	13,8	11,1	11,6
Amortyzacja	3,1	3,4	4,1	7,0	7,2	7,3	8,1	16,9
Pozostałe	7,1	6,7	6,9	6,9	5,6	6,8	17,8	18,7
EBIT adj	12,8	16,7	17,2	14,4	9,3	12,9	39,6	41,6
EBITDA adj	15,9	20,1	21,3	21,4	16,4	20,2	47,8	58,6
EBITDA adj non MSSF16	15,9	20,1	21,3	21,4	13,7	17,5	45,1	55,9
marża EBITDA (non MSSF16)	14,0%	17,6%	18,4%	18,9%	14,8%	15,8%	15,4%	18,2%

Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki finansowe spółki Eurozet

	2018	2019	zmiana r/r
Przychody	200,7	206,1	2,7%
Koszty operacyjne	-169,0	-172,2	1,9%
Wynagrodzenia	-14,1	-15,7	11,4%
Materiały i energia	-0,7	-0,8	9,0%
Usługi obce	-29,1	-29,2	0,4%
Reprezentacja i reklama	-25,6	-26,0	1,5%
Amortyzacja	-3,5	-5,0	41,1%
Pozostałe	-95,9	-95,4	-0,4%
Pozostałe przychody	0,4	-1,4	
Pozostałe koszty	-1,5	-1,8	
EBIT	30,7	30,6	-0,3%
EBITDA	34,2	35,6	4,0%
Finansowe netto	0,3	0,4	56,9%
Zysk brutto	30,3	31,1	2,3%
Podatek	7,2	1,7	-76,5%
Zysk netto	23,1	23,4	1,1%
marża EBIT	15,3%	14,9%	
marża EBITDA	17,1%	17,3%	
stopa podatkowa	23,9%	5,5%	
CFO	36,8	27,4	-25,6%
Dług i leasing	17,5	13,7	-21,9%
Gotówka	20,4	27,7	36,2%
Aktywa	182,1	193,9	6,5%

Źródło: www.wirtualnemedi.pl, KRS, Millennium DM

Reklama zewnętrzna

Jak zwraca uwagę w swoim raporcie za 3Q20 Izba Gospodarcza Reklamy Zewnętrznej reklama OOH jest nierozdzielnie związana z ruchem miejskim i ogólnie w przestrzeni publicznej. W wyniku ograniczeń związanych z epidemią zarówno ruch samochodowy, jak i pieszy znacząco spadł w największych aglomeracjach. Jednak już w drugiej połowie czerwca wrócił do normy i utrzymywał się na zwykłym poziomie do końca 3Q20. Wyjątek stanowiła jedynie liczba przewożonych pasażerów w środkach komunikacji miejskiej, co związane było z ogólnymi ograniczeniami możliwej liczby przewożonych osób.

Otwarcie życia gospodarczego i społecznego, wakacje i większa aktywność, spowodowały, że duża część zawieszonych kampanii promocyjnych i reklamowych zaczęła być ponownie realizowana. Jednakże ze względu na niewielkie odbicie gospodarcze kampanii reklamowych było mniej, aniżeli byłoby to w normalnych warunkach. Z tego powodu osiągnięty w Q3 wynik sprzedaży reklam na całym rynku był niższy, aniżeli wcześniej oczekiwany.

W rezultacie szacowana wielkość sprzedaży na rynku reklamy zewnętrznej w Polsce w trzech segmentach rynku reklamy zewnętrznej: Klasycznego OOH, City Transport i Reklamy DOOH zamknęła się kwotą w wysokości ponad 102 mln PLN i była dla tej samej bazy firm niższa aniżeli w trzecim kwartale 2019 roku o 26,7%.

Wspomniane dane przełożyły się na obniżenie przez nas prognoz przychodów i marż dla segmentu na bieżący i przyszły rok.

Wyniki segmentu Reklama zewnętrzna

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	168,0	163,0	171,9	184,3	123,1	153,9	184,6	203,1
Koszty	143,1	134,7	144,9	153,5	148,7	140,9	160,3	168,7
Wynagrodzenia	22,5	21,5	23,2	26,3	23,9	23,9	27,5	28,6
Usługi obce	84,7	78,7	81,6	70,5	64,2	62,4	74,9	74,9
Amortyzacja	15,9	17,8	19,7	31,4	35,9	33,5	33,0	38,4
Operacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reklama	4,3	4,4	5,4	6,9	5,7	5,7	6,6	6,6
Odpisy i rezerwy	0,0	1,6	0,0	0,1	6,7	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	15,7	10,7	15,0	18,3	12,2	15,3	18,3	20,2
EBIT adj	24,9	29,9	27,0	30,9	-18,9	12,1	23,6	34,0
EBITDA adj	40,8	47,7	46,7	62,3	23,5	45,7	56,6	72,4
EBITDA adj non MSSF16	40,8	47,7	46,7	62,3	9,0	33,8	44,7	60,5
marża EBITDA (non MSSF16)	24,3%	29,3%	27,2%	33,8%	7,3%	21,9%	24,2%	29,8%

Źródło: Agora, Millennium DM

Odpisy i rezerwy

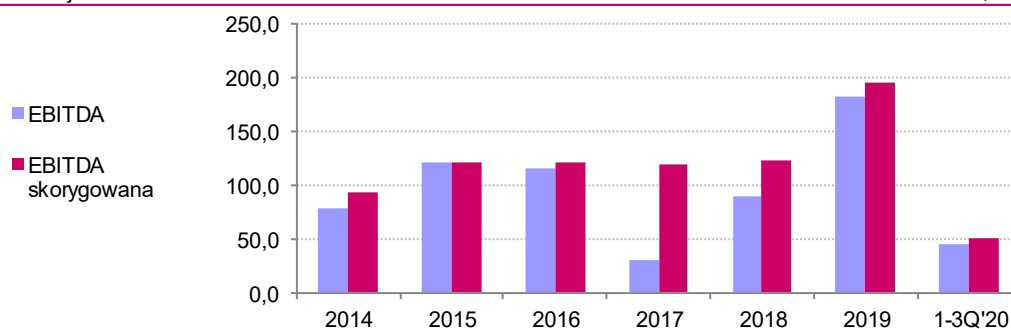
Na przestrzeni ostatnich sześciu lat Agora zdecydowała się na dokonanie odpisów i zawiązanie rezerw na łączną kwotę niemal 180 mln PLN. Zaraportowana EBITDA w tym okresie wyniosła w sumie 363,5 mln PLN, czyli po skorygowaniu do wartości 815,7 mln PLN jest wyższa o 28%. Dla porównania suma wyniku netto przypadającego na akcjonariuszy jednostki dominującej za ten sam okres wynosi minus 91 mln PLN, czyli po skorygowaniu wynik zmieniłby znak na dodatni. Warto jednocześnie pamiętać, że w tym samym okresie spółka przeznaczyła łącznie na dywidendy i skupy akcji własnych 143,4 mln PLN.

W ubiegłym roku spółka zawiązała rezerwy na koszty związane z likwidacją dwóch drukarni w kwocie 5,6 mln PLN oraz odpisała wartość aktywów GoldenLine, który miał ujemny wpływ na zysk operacyjny w wysokości 7,5 mln PLN. Również w 1Q'20 spółka dokonała kolejnych odpisów, które kolejny raz dotknęły segment internetowy. Dokonano dalszego odpisania wartości dawnego Trader.com, czyli obecnie Domiporta, której wartość pomniejszono o 12,7 mln PLN. Wybuch epidemii i administracyjne zamknięcie lokali gastronomicznych w błyskawicznym tempie doprowadziły do bankructwa należącą do Heliosa spółkę Foodio. Ponieważ Agora postanowiła w tej sytuacji skupić się na lepiej rokującej sieci Pasibus, wartość Foodio została odpisana w kwocie 8,7 mln PLN.

Dotychczasowy potencjał do dalszych odpisów został już mocno wyczerpany, zwłaszcza po ostatnich odpisach GoldenLine i Domiporta (Trader.com). Niestety duża niepewność związana jest teraz z działalnością kinową, gdyż w negatywnym scenariuszu możliwe byłoby utrzymanie restrykcji sanitarnych w długim okresie, co mogłoby się wiązać z koniecznością restrukturyzacji spółki Helios i w ślad za tym odpisami i rezerwami. Piszemy o tym również w części poświęconym ryzykom.

Grupa Agora - zdarzenia jednorazowe w latach 2013-2020

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1-3Q'20
Odpisy i koszty restrukturyzacji	-15,1		-6,9	-88,9	-33,8	-13,1	-30,3
Prasa	-15,1		-5,8	-13,2	-24,7		-0,5
Film i książka							-9,0
Reklama zew. nętrzna				-1,6			-6,7
Internet			-0,4	-21,8	-7,5	-7,4	-14,1
Radio							
Druk			-0,2	-51,8	-1,4	-4,9	
Dodatnie jednorazowe							23,9



Źródło: Agora, Millennium DM

Potencjał do dalszych odpisów został już mocno wyczerpany, zwłaszcza po ostatnich odpisach GoldenLine i Domiporta (Trader.com). Niestety duża niepewność związana jest teraz z działalnością kinową, gdyż w negatywnym scenariuszu możliwe byłoby utrzymanie restrykcji sanitarnych w długim okresie, co mogłoby się wiązać z koniecznością restrukturyzacji spółki Helios i w ślad za tym odpisami i rezerwami. Piszemy o tym również w części poświęconym ryzykom.

Aktualizacja prognoz

Prognozy sporządzone przez nas na potrzeby modelu Grupy Agora i jej wyceny na skutek wybuchu epidemii i kryzysu uległy znacznym zmianom. W naszym raporcie wydanym 30 czerwca 2020r., czyli zawierającym dane opublikowane za 1Q20, ale w którym opieramy się na wiedzy na temat gospodarki już w czasie zaawansowanej epidemii, mocno obniżyliśmy prognozy na cały 2020 rok. Opublikowane od tego czasu dane za 2Q20 i za 3Q20 potwierdzają nasze przewidywania w odniesieniu do przychodów, ale okazały się lepsze w części działalności w zakresie rentowności. Spodziewaliśmy się, że w Grupie Agora po latach cięć kosztów dalsze obniżki będą trudniejszym zadaniem. Tym czasem spora część kosztów, które tradycyjnie uważane są za sztywne jeżeli o możliwości ich szybkiego dostosowywania, okazała się elastyczna. Przykładem są koszty wynagrodzeń, które z dnia na dzień ograniczono na podstawie porozumienia z załogą, która zgodziła się na kilkumiesięczne obniżenie płac o 20%.

Pozytywne zaskoczenia wynikami za 2Q i 3Q zwłaszcza w segmencie Prasa i Internet, ale też na poziomie rentowności w segmentach Radio i Outdoor, przełożyły się na ponowne podniesienie naszych prognoz. Dotyczą one w największym stopniu bieżącego i przyszłego roku, jednak zmian bazy przekłada się na zmiany w całym okresie prognozy.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
przychody netto, w tym:	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 249,7	838,4	1 016,8	1 370,8	1 448,3	1 546,5
Prasa	267,9	231,5	232,5	254,7	197,0	221,0	234,3	244,5	253,0
Film i książka	364,0	416,2	419,1	521,5	233,4	339,3	468,2	477,8	521,1
Reklama zew nętrzna	168,0	163,0	171,9	184,3	123,1	153,9	184,6	203,1	213,2
Internet	167,9	172,1	177,8	209,0	207,1	223,6	246,0	270,6	297,7
Radio	113,4	114,0	116,0	113,1	92,4	110,9	291,9	306,5	315,7
Druk	155,5	109,0	71,5	0,0					
Wyłączenia	-38,3	-40,3	-29,1	-32,8	-14,5	-31,9	-54,2	-54,2	-54,2
koszty operacyjne	-1 175,4	-1 150,1	-1 125,2	-1 214,9	-916,9	-991,4	-1 289,5	-1 333,8	-1 424,4
Wynagrodzenia	-323,2	-327,6	-328,7	-336,2	-257,3	-286,3	-316,7	-330,3	-352,8
Amortyzacja	-98,2	-103,0	-87,6	-158,0	-157,3	-147,0	-143,6	-159,2	-161,6
Zużycie mater. i energii oraz koszt mater.	-221,1	-170,9	-153,1	-153,0	-78,1	-102,6	-125,6	-125,0	-130,3
Reprezentacja i reklama	-83,5	-74,7	-67,5	-77,5	-43,9	-52,9	-57,7	-61,3	-68,3
Usługi	-424,1	-430,8	-438,7	-447,7	-316,4	-347,7	-581,7	-602,8	-655,4
Odpisy i koszty restrukturyzacji	-6,9	-88,9	-33,8	-13,1	-6,4				
Pozostałe	-24,7	-42,6	-30,9	-39,5	-63,9	-51,9	-61,3	-55,1	-57,5
EBITDA adj, w tym:	121,3	118,4	122,1	192,9	88,0	172,3	224,9	273,7	283,6
Prasa	11,9	8,2	0,9	2,2	28,6	23,1	28,3	31,5	32,2
Film i książka	56,6	63,5	63,0	127,7	39,0	93,6	114,0	121,2	123,0
Reklama zew nętrzna	40,8	47,7	46,7	62,3	23,5	45,7	56,6	72,4	73,4
Internet	28,3	23,1	28,4	28,9	39,8	29,0	33,5	36,4	43,0
Radio	15,9	20,1	21,3	21,4	16,4	20,2	47,8	58,6	59,9
Druk	8,3	9,0	0,8	6,6					
Koszty na poziomie centrali	-40,5	-53,2	-39,0	-56,2	-59,3	-39,2	-55,3	-46,4	-47,9
EBITDA non MSSF16:	121,3	118,4	122,1	114,6	15,7	100,2	152,8	201,6	211,5
EBIT	23,1	15,4	34,5	34,9	-92,2	25,3	81,3	114,6	122,1
saldo finansowe	-15,0	2,5	20,8	-15,3	-41,2	-13,2	-17,9	-17,1	-14,5
zysk przed opodatkowaniem	8,1	17,9	55,3	19,6	-133,4	12,2	63,4	97,5	107,5
podatek dochodowy	-13,4	-4,1	-11,5	-8,1	13,7	-2,3	-12,1	-18,5	-20,4
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	4,0	0,0	0,0	0,0
(Zyski) straty mniejszości	3,5	4,2	4,3	2,5	-10,8	1,0	2,6	2,4	2,6
Zysk netto akcj. jedn. domin.	-16,6	-83,5	5,1	3,5	-96,9	8,9	48,8	76,6	84,5
EPS	-0,4	-1,8	0,1	0,1	-2,1	0,2	1,0	1,6	1,8

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

Bilans (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
aktywa trwałe	1 139,5	991,3	981,3	1 664,5	1 526,2	1 414,3	1 539,6	1 477,5	1 408,2
rzeczowe aktywa trwałe	627,5	514,0	519,5	458,6	392,3	352,5	550,0	559,9	562,7
wartości niematerialne i prawne	462,8	437,9	420,7	441,0	441,0	441,0	441,0	441,0	441,0
inwestycje długoterminowe	35,7	22,8	25,9	156,7	156,7	156,7	156,7	156,7	156,7
prawa do użytkowania aktywów pozostałe	13,5	16,6	15,3	608,3	171,6	171,6	171,6	171,6	171,6
aktywa obrotowe	419,2	400,6	418,5	327,9	351,6	496,1	607,4	718,0	824,4
zapasy	33,8	34,8	35,8	21,3	14,9	18,1	24,4	25,8	27,5
należności	254,4	253,6	226,8	230,1	172,3	211,7	262,9	281,7	305,1
inwestycje krótkoterminowe	80,0	92,8	122,5	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
gotówka i ekwiwalenty	51,0	19,4	33,5	66,8	154,8	256,6	310,4	400,9	482,2
aktywa do zbycia	10,7	13,7							
aktywa razem	1 569,4	1 405,7	1 399,8	1 992,4	1 877,8	1 910,3	2 147,0	2 195,5	2 232,6
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	1 097,1	995,6	975,0	931,2	839,6	862,5	907,0	974,7	1 017,4
kapitał mniejszości	20,2	19,1	21,1	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9
zobowiązania	452,1	391,0	403,7	1 040,3	1 017,3	1 026,9	1 219,0	1 199,9	1 194,3
zobowiązania długoterminowe	128,4	106,4	115,0	628,3	628,3	628,3	808,3	778,3	758,3
w tym dług odsetkowy	96,6	86,7	97,8	121,9	121,9	121,9	301,9	271,9	251,9
zobowiązania krótkoterminowe	323,7	284,6	288,7	412,0	389,1	398,6	410,8	421,7	436,0
w tym dług odsetkowy	48,8	29,2	34,8	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5
pasywa razem	1 569,4	1 405,7	1 399,8	1 992,4	1 877,8	1 910,3	2 147,0	2 195,5	2 232,6
BVPS	23,55	21,37	20,93	19,99	18,02	18,52	19,47	20,92	21,84

Cash flow (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
wynik netto w raz zyskami mniejszości	-16,6	-83,5	5,1	3,5	-96,9	8,9	48,8	76,6	84,5
amortyzacja bez leasingu MSSF16	98,2	103,0	87,6	79,8	85,2	74,9	71,5	87,1	89,5
zmiana kapitału obrotowego	10,0	-16,9	5,4	33,3	41,3	-33,1	-45,3	-9,3	-10,8
gotówka z działalności operacyjnej	97,0	77,3	81,1	205,5	106,9	136,8	162,8	241,9	251,0
inwestycje (capex)	-83,8	-57,0	-85,1	-21,2	-19,0	-35,0	-269,0	-97,0	-92,3
gotówka z działalności inwestycyjnej	-28,7	-41,2	-19,8	-100,5	-19,0	-35,0	-269,0	-97,0	-92,3
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-35,7	0,0	-23,3	-23,3	0,0	0,0	-20,0	-24,4	-57,4
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	16,9	-29,6	16,8	39,8	0,0	0,0	180,0	-30,0	-20,0
gotówka z działalności finansowej	-49,3	-67,0	-47,5	-76,9	0,0	0,0	160,0	-54,4	-77,4
zmiana gotówki netto	19,0	-31,0	13,8	28,1	87,9	101,8	53,8	90,5	81,3
DPS	0,75	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00	0,43	0,52	1,23
CEPS	1,75	0,42	1,99	1,79	-0,25	1,80	2,58	3,51	3,73
FCFPS	0,80	0,94	-0,42	1,39	0,00	0,88	-2,89	2,83	3,16

Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
zmiana sprzedaży	0,8%	-2,7%	-2,1%	9,5%	-32,9%	21,3%	34,8%	5,7%	6,8%
zmiana EBITDA (non MSSF16)	-15,3%	-2,4%	3,2%	-6,1%	-86,3%	536,7%	52,5%	31,9%	4,9%
zmiana EBIT	-44,0%	-33,4%	124,4%	1,2%	-364,4%	-127,5%	221,0%	40,9%	6,5%
zmiana zysku netto	-	-	-	-	-	-	-	-	10,3%
marża EBITDA adj.	10,1%	10,2%	10,7%	15,4%	10,5%	16,9%	16,4%	18,9%	18,3%
marża EBIT	1,9%	1,3%	3,0%	2,8%	-11,0%	2,5%	5,9%	7,9%	7,9%
marża netto	-1,4%	-7,2%	0,4%	0,3%	-11,6%	0,9%	3,6%	5,3%	5,5%
sprzedaż/aktyw a (x)	0,8	0,8	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7
dług / kapitał (x)	9,3%	8,2%	9,5%	8,7%	9,2%	9,0%	16,4%	14,7%	13,5%
odsetki / EBIT	23,2%	29,4%	13,6%	13,4%	-5,7%	20,9%	9,9%	9,0%	7,9%
stopa podatkowa	165,9%	22,8%	20,8%	41,3%	10,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	-	-	0,5%	0,4%	-10,4%	1,1%	5,7%	8,4%	8,7%
ROA	-	-	0,4%	0,3%	-4,9%	0,5%	2,6%	3,6%	3,8%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	95,2	96,7	100,6	111,3	23,4	-78,4	47,8	-72,7	-174,0

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

Analiza płynności

Wskaźniki płynności dla Grupy Agora na koniec 2019r. uległy znacznemu obniżeniu, w porównaniu do lat wcześniejszych. Jest to efektem posiadania przez długi czas nadwyżek finansowych, gromadzonych w celu potencjalnej akwizycji. Okazją do akwizycji interesującego podmiotu okazało się kupno spółki Eurozet, czyli właściciela Radia Zet. Przed transakcją wspomniane środki ulokowane były w jednostkach funduszy inwestycyjnych. Dokonanie zapłaty 130 mln PLN za pakiet 40% w bilansie skonsolidowanym znalazło odzwierciedlenie w spadku wielkości aktywów obrotowych, a w zamian adekwatnym wzrostem wartości pozycji Inwestycje w spółki stowarzyszone w ramach aktywów trwałych.

Mimo sytuacji kryzysowej na rynku reklamy i kinowym, prognozujemy poprawę wskaźników. Grupa Agora w trakcie 9 miesięcy 2020r. wygenerowała 127,8 mln PLN dodatnich przepływów operacyjnych, w porównaniu do 132,2 mln PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. Ponadto spółka mocno ograniczyła wydatki inwestycyjne oraz nie wypłaciła dywidendy.

Wskaźniki płynności Grupy Agora

	2017	2018	2019	2020p
Aktyw a obrotow e	400,6	418,5	327,9	351,6
Zapasy	34,8	35,8	21,3	14,9
Gotów ka	19,2	33,0	61,1	149,0
Zobow iązania bieżące (non MSSF16)	284,6	288,7	334,8	311,9
Wskaźniki płynności bieżacej (aktyw a obrotow e / zobow iązania bieżące)	1,4	1,4	1,0	1,1
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktyw a obrotow e - zapasy) / zobow iązania bieżące)	1,3	1,3	0,9	1,1
Wskaźniki płynności natychmiastow ej (środki pieniężne / zobow iązania bieżące)	6,7%	11,4%	18,2%	47,8%

Źródło: Agora, Millennium DM

Analiza zadłużenia

Na koniec września 2020 r. zadłużenie Grupy z tytułu kredytów i leasingu wyniosło formalnie 773,6 mln PLN, co jednak jest mylące z uwagi na obowiązywanie standardu MSSF16. W kwocie tej bowiem aż 598,2 mln PLN stanowią zobowiązania z tytułu leasingu prawa do długoterminowego użytkowania aktywów, co jest wirtualną koncepcją wynikającą ze wspomnianego standardu. Leasing ten jest pozycją teoretyczną, gdyż w rzeczywistości spółka ma zawarte umowy najmu powierzchni i płaci z tego tytułu czynsze. Zdecydowana większość wartości tej pozycji, gdyż około 80%, ulokowana jest w spółce Helios i wynika z umów najmu powierzchni na potrzeby funkcjonowania kin. Ponadto spółki zależne zajmujące się gastronomią zawierają umowy najmu lokali, co odpowiada za dalsze 17% wirtualnego długu.

Uwzględniając jedynie rzeczywiste zadłużenie, wynosiło ono na koniec 3Q'20 175,4 mln PLN, z czego 61% stanowi zadłużenie długoterminowe, a 39% krótkoterminowe. Jednocześnie zadłużenie krótkoterminowe, w którym 48,6 mln PLN to kredyty i pożyczki, a 19,6 mln PLN to rzeczywisty leasing finansowy, jest mniejsze niż posiadane na ten sam moment środki pieniężne, które wyniosły 139,8 mln PLN.

Suma kredytów i pożyczek oraz rzeczywistego leasingu finansowego, pomniejszonego o środki pieniężne wynosiła na koniec 3Q'20 35,6 mln PLN. Zysk operacyjny powiększony o amortyzację (bez uwzględnienia wynikającej z MSSF16, czyli liczonej od długoterminowego prawa do użytkowania przedmiotu leasingu) i skorygowanego o odpisy i rezerwy wyniósł w 2019r. 114,6 mln PLN. Oznacza to relację wynoszącą 0,3, czyli określaną jako bardzo bezpieczna. Zarazem całe zadłużenie stanowi 20,3% wartości kapitałów własnych oraz 41,7% wartości rzeczowych aktywów trwałych.

Tegoroczny kryzys, według naszych prognoz, sprowadzi EBITDA (bez MSSF16) do poziomu 15,7 mln PLN, co przełoży się na wzrost wskaźnika dług netto / EBITDA do 2,3, czyli do poziomu bliskiego uważanego za ryzykowny. Przyszły rok powinien przynieść jednak już znaczące odbicie wyniku i spadek wskaźnika do 0,3.

Struktura zadłużenia Grupy Agora na koniec 3Q'20

	Grupa Agora	Agora	Helios	Pozostałe spółki
Długoterm. zobowiązania finansowe	631,6	71,2	489,0	71,4
bez wpływu MSSF16	107,2			
Dł. kredyty i pożyczki	59,3	49,9	9,4	0,0
Dł. obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0
Dł. leasing	572,3	21,3	479,6	71,4
w tym wynikający z MSSF16	524,4			
Krótkoterm. zobowiązania finansowe	142,0	38,4	83,9	19,7
bez wpływu MSSF16	68,2			
Kr. kredyty i pożyczki	48,6	35,5	13,1	0,0
Kr. obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0
Kr. leasing	93,4	2,9	70,8	19,7
w tym wynikający z MSSF16	73,8			
Całkowite zadłużenie bez wpływu MSSF16	175,4			
Środki pieniężne	139,8			
Dług odsetkowy netto	35,6			
Kapitały własne - 2020r.	864,8	Zadłużenie / KW		20,3%
Rzeczowe aktywa trwałe - 2020r.	420,8	Zadłużenie / RzAT		41,7%
EBITDA bez MSSF16 - 2019r.	114,6	Net debt / EBITDA '19		0,3
EBITDA bez MSSF16 - 2020r.	15,7	Net debt / EBITDA '20p		2,3
EBITDA bez MSSF16 - 2021r.	100,2	Net debt / EBITDA '21p		0,4

Źródło: Agora, Millennium DM

Zasady odpowiedzialnego inwestowania, odnoszące się do czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego - ESG (Environmental, Social, and Governance)

Agora jako koncern medialny świadczy przede wszystkim usługi. Z tego powodu zasady odpowiedzialności korporacyjnej nakierowane są w głównej mierze na aspekty ludzkie.

Sprawy pracownicze w 2019r.

Kobiety stanowiły 56,6% osób zatrudnionych.

Osoby w wieku 30-50 lat stanowiły 71,7% ogółu zatrudnionych, a osoby powyżej 50 roku życia 12,8%.

89,5% było zatrudnionych na umowach na czas nieokreślony, przy czym 95,5% na pełen etat.

W pięcioosobowym zarządzie spółki zasiadają dwie kobiety.

W 2019r. wzrósł wskaźnik rotacji do 21,7% (odsetek odejść), co związane było przede wszystkim z likwidacją dwóch z trzech drukarni. W okresie zwolnień grupowych w marcu i kwietniu 2019r. objęto nimi 147 osób, co stanowiło 56% osób zatrudnionych w tym obszarze działalności.

W Grupie Agora funkcjonuje Polityka antydyskryminacyjna i antymobbingowa. W jej ramach w 2019r. 88 osób odbyło szkolenia z zakresu przeciwdziałania dyskryminacji i mobbingowi. W trakcie roku zgłoszono i rozpatrzono 7 spraw z tego zakresu.

Agora oferuje pracownikom szereg programów dodatkowych do wynagrodzenia. Należą do nich: MyBenefit (92% korzystających pracowników), zniżki na produkty z oferty Grupy Agora, dodatkowe dni urlopu, dofinansowywanie aktywności fizycznej. Ponadto realizowane jest szereg programów szkoleniowych, które łącznie w 2019r. zajęły 25,5 dnia szkoleniowego.

Relacje z otoczeniem

Do głównych zasad deklarowanych przez Agorę należą:

- ❑ rozwijanie współpracy z podmiotami, które przestrzegają prawa oraz zachowują należytą staranność w przestrzeganiu standardów branżowych oraz praw człowieka,
- ❑ rozwijanie i prowadzenie działalności w oparciu o standardy odpowiedzialnego biznesu,
- ❑ skuteczne przeciwdziałanie dyskryminacji i prowadzenie polityki równego traktowania we wszystkich aspektach zatrudnienia, bez względu na: płeć, wiek, niepełnosprawność, stan zdrowia, rasę, narodowość, pochodzenie etniczne, religię, wyznanie, bezwyznaniowość, przekonania polityczne, przynależność związkową, orientację psychoseksualną, tożsamość płciową, status rodzinny, styl życia, formę, zakres i podstawę zatrudnienia, inny typ współpracy oraz inne przesłanki narażone na zachowania dyskryminacyjne.

W ramach Grupy Agora funkcjonuje największa w Polsce sieć kin – Helios, w ramach praktyki „Helios bez barier” organizuje specjalne pokazy filmów dla osób niesłyszących. Ponadto z myślą o znacznej liczbie osób posługujących się jedynie językiem ukraińskim wyświetla seanse z dubbingiem w tym języku. Z myślą o tej społeczności wydaje również darmową gazetę Pryvit. Spółka przeprowadziła ponadto wiele innych akcji społecznych, z których można wymienić Helios przyjazny weteranom, czy Bilet dla powstańca. W ramach integracji osób niedosłyszących spółka oferuje transkrypcje audycji i podcastów Radia TOK FM.

W ramach walki z fałszywymi informacjami i zwalczania działalności bootów i trolli internetowych serwisy Gazeta.pl i inne z grupy Wyborcza.pl podpęły narzędzie ABT Shield. Narzędzie to pozwala na identyfikację i eliminację sztucznego ruchu. Natomiast w celu ograniczenia lub wyeliminowania reklam uważanych za natarczywe i irytujące z perspektywy konsumentów, spółka stosuje standardy wprowadzone przez Coalition for Better Ads.

W rankingu Top Marka 2019 „Gazeta Wyborcza” zajęła pierwsze miejsce w zestawieniu 500 najsilniejszych medialnie marek w Polsce. „Gazeta Wyborcza” jest też liderem brandów w kategorii Prasa - publikowane przez nią informacje są cytowane najchętniej spośród tytułów prasowych.

Gazeta Wyborcza, wydawana przez Grupę Agora jest dziennikiem w dużym stopniu o charakterze politycznym, co przekłada się na zaangażowanie w wiele aspektów społecznych. W ubiegłym roku wśród nich znalazły się: uruchomienie platformy „Europe Talks”, obrona opozycyjnego wobec rządu rosyjskiego dziennikarza Iwana Gołunowa, udział w międzynarodowym projekcie medialnym „Sonar Europe”, zachęcanie do udziału w wyborach do Parlamentu Europejskiego i do Sejmu.

Wpływ na środowisko

Grupa Agora ma swoje siedziby w kilku lokalizacjach. Główna mieści się w budynku będącym własnością Agory w Warszawie. Siedziba główna Heliosa już pomieści się w Łodzi. Oddziały Agory oraz spółek zależnych znajdują się w 19 miastach. Głównymi założeniami zarządzania wpływem środowiskowym w Grupie Agora w zakresie administracji budynkami są:

- ❑ ograniczenie zużycia energii elektrycznej,
- ❑ ograniczenie poboru wody,
- ❑ ograniczenie zużycia ścieków.

W 2019 r. wdrożono zalecenia wynikające z przygotowanego audytu efektywności energetycznej. Dzięki zrealizowanym inwestycjom: 1) wymianie oświetlenia na LED, 2) ustawieniu czasu pracy instalacji, 3) wymianie pomp i silników w instalacji wentylacyjnej oraz w instalacji wody lodowej (klimatyzacji) udało się zaoszczędzić energię elektryczną na poziomie 20%.

Flota samochodowa Grupy Agory liczy 112 samochodów osobowych oraz 1 samochód ciężarowy. Większość samochodów to auta na benzynę, ale we flocie są również modele hybrydowe. Samochody te w 2019r. przejechały łącznie 2,5 mln km.

Spółki Grupy Agora w odniesieniu do 100% wytwarzanych przez siebie odpadów zawarły umowy zobowiązujące odbiorców do poddania tych odpadów odzyskowi lub unieszkodliwieniu. We wszystkich spółkach i drukarni odpady komunalne są segregowane i podlegają selektywnej zbiórce, zgodnie z lokalnym systemem gospodarowania odpadami komunalnymi. W związku z tym waga tych odpadów nie jest monitorowana. Odpady niebezpieczne i inne niż niebezpieczne przekazywane są odpowiednim podmiotom zewnętrznym zajmującym się utylizacją. Ponadto w 2019 r. Helios S.A. oraz spółki gastronomiczne z jego grupy zostały zarejestrowane w Bazie Danych Odpadowych. Natomiast Step Inside podpisało umowę z firmą zewnętrzną i w ten sposób wywiązuje się z realizacji obowiązku odzysku i recyklingu odpadów opakowaniowych. Również od 2020r. sieć kin Helios realizuje ten obowiązek. W 2019 r. Helios wprowadził w sieci gastronomicznej wymianę jednorazowego asortymentu plastikowego na asortyment papierowy i drewniany, który podlega recyklingowi. Szereg inicjatyw ograniczających energię oraz pobór wody i zużycie ścieków zwiększył efektywność, dzięki czemu przy wzroście frekwencji w kinach o 23% w ciągu roku, zużycie energii wzrosło znacznie mniej, gdyż 5,2%, a pobór wody o 5,1%.

W segmencie reklamy zewnętrznej dzięki stopniowemu zastępowaniu oświetlenia jarzeniowego źródłami LED udało się zmniejszyć zużycie energii elektrycznej o 16%, przy zmniejszeniu powierzchni reklamy o 9,6%. Ponadto w planach jest stosowanie wiat przystankowych z zasilaniem fotowoltaicznym.

W działalności poligraficznej Agorze nie udało się zrealizować wzrostu efektywności środowiskowej. Spadł udział materiałów pochodzących z recyklingu w procesie druku z 56,3% w 2018 roku, do 51,9% w 2019r. Podstawowe przyczyną jest malejąca liczba dostawców papieru i co za tym mniejsze możliwości ich wyboru. Należy się spodziewać, że w 2020r. nastąpi dalsze pogorszenie tego wskaźnika, gdyż kluczowy dostawca papieru zrezygnował z produkcji papieru gazetowego (100% recykling).

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 82 marcin.materna@millenniumdm.pl	Dyrektor banki, ubezpieczenia
Adam Zajler +48 22 598 26 88 adam.zajler@millenniumdm.pl	Analityk przemysł, technologie, media
Sebastian Siemiątkowski +48 22 598 26 05 sebastian.siemiątkowski@millenniumdm.pl	Analityk fundusze inwestycyjne gry
Artur Topczewski Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 59 artur.topczewski@millenniumdm.pl	Analityk fundusze inwestycyjne deweloperzy
Marcin Palenik, CFA +48 22 598 26 71 marcin.palenik@millenniumdm.pl	Analityk handel detaliczny

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki +48 22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	Dyrektor
Arkadiusz Szumilak +48 22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
Jarosław Oldakowski +48 22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl	
Leszek Iwaniec +48 22 598 26 90 leszek.iwaniec@millenniumdm.pl	
Marek Pszczółkowski +48 22 598 26 60 marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl	
Marcin Czerwonka +48 22 598 26 70 marcin.czerwonka@millenniumdm.pl	

Millennium Dom Maklerski S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszym raporcie wiąże się z szeregiem ryzyk, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że sytuacja na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść raportu dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych informacji faktograficznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządzili analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług w zakresie bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport. Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepszej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający wagi wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zameł Industry, Gremi Media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Wielton, Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zameł Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A.
Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Dom Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Dom Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.
Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.
Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 10 grudnia 2020 roku o godzinie 15.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 10 grudnia 2020 roku godzina 16.00.

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	20 gru 19	10,30	22,00	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	27 maj 20	18,00	21,30	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	30 cze 20	8,10	13,20	Adam Zajler
Korporacja KGL	Kupuj	1 wrz 20	17,40	23,40	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17,25	27,20	Marcin Palenik
Korporacja KGL	Kupuj	7 gru 20	15,50	26,60	Marcin Palenik

Źródło: Millennium DM S.A., rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	5	83%
Akumuluj	1	17%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej*

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora