

# Agora

kupuj

media, rozrywka

Cena: 8.1

Cena docelowa: 13.2

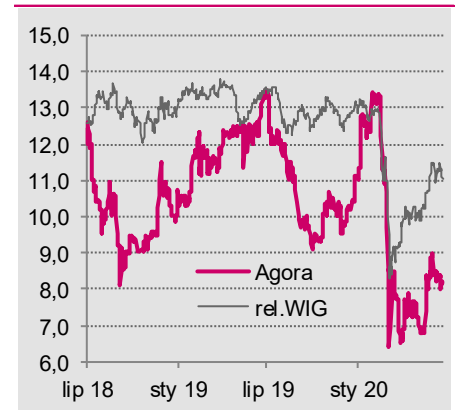
## Piłka wciąż w grze

Wywołany epidemią kryzys zaskoczył Agorę w momencie, w którym właśnie zaczynały być widoczne efekty prowadzonych jednocześnie restrukturyzacji (Prasa), transformacji cyfrowej (Prasa i Outdoor) i ekspansji (Internet, Kina, Gastronomia). W tej chwili największa niepewność związana jest z funkcjonowaniem kin, ale zwracamy uwagę, że nie zakończyły ich historii najpierw kasety VHS, później DVD, kino domowe i ostatnio streaming. Jesteśmy więc przekonani, że widzowie wrócą do kin, na rynku reklamy kryzys minie po kilku kwartałach, natomiast Agora powróci do wzrostu zysków.

Agora podała słabe wyniki za 1Q'20, co nie było zaskoczeniem z uwagi na znaczenie w jej rezultatach działalności kinowej oraz na ekspozycję na rynek reklamy. Co prawda pierwsze dwa miesiące roku i połowa marca zapowiadały jeszcze udany rok, to jednak administracyjne zamknięcie kin z dnia na dzień i błyskawiczne zawieszenie kampanii reklamowych mocno obciążały wyniki spółki. Dodatkowo zdecydowała się ona na odpisy obciążające wynik łącznie na 21,7 mln PLN, ale jednocześnie rozpoznała zysk ze sprzedaży nieruchomości w kwocie 6,7 mln PLN. Wciąż za to pozytywnie ocenić należy wysokie przepływy operacyjne.

Sytuacja kryzysowa, będąca konsekwencją epidemii, dotyka przede wszystkim działalności kinowej. Gwałtowny spadek rynku reklamy dotknie natomiast najsilniej segmentu Reklama zewnętrzna. Segment Prasa za to w coraz większym stopniu staje się cyfrowy i w dodatku nastawiony na model subskrypcyjny. Maleje przez to jego ekspozycja na rynek reklamy. Najmniej spowolnienie odczuje segment Internet, który od lat utrzymuje się w trendzie przejmowania pozostałych segmentów rynku reklamy. Podstawowy negatywny wpływ na wyniki Agory będzie konsekwencją zamrożenia na ponad 3 miesiące działalności kinowej oraz wstrzymanie kampanii reklamowych. Uważamy jednak, że relatywnie małe zadłużenie, stabilny strumień przepływów operacyjnych i sprawność w redukcji kosztów, przekłada się na znikome zagrożenie dla stabilności finansowej spółki. Największa niepewność związana jest z warunkami funkcjonowania kin. W negatywnym scenariuszu Helios stałby się nierentowny na wiele kwartałów. My zakładamy, że rozmaite obostrzenia dotyczące kin potrwają do wiosny przyszłego roku, a po tym czasie nastąpi stopniowy powrót do normalności.

Gwałtowne pogorszenie warunków rynkowych znajduje odzwierciedlenie w obniżeniu prognoz finansowych dla spółki. Dotyka to głównie bieżącego i przyszłego roku, ale również kolejnych lat. Z drugiej strony obniżeniu uległy stopy procentowe, co pozytywnie wpływa na wycenę spółki. Wypadkowa tych dwóch czynników przełożyła się na obniżenie wyceny metodą DCF z 23,9 PLN na 18,1 PLN. Ponieważ obniżenie prognoz finansowych dotyczy najmocniej krótkiego okresu, w jeszcze większym stopniu spadła wycena porównawcza, gdyż z 20,1 PLN na 8,2 PLN. Ponieważ uśredniona wycena wspomnianymi metodami wynosi 13,2 PLN, czyli 62% powyżej aktualnego kursu rynkowego, pozostajemy przy rekomendacji kupna akcji spółki Agora.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	6.4 / 13.5		
Liczba akcji (mln)	46,6		
Kapitalizacja (mln PLN)	379		
EV (mln PLN)	456		
Free float (mln PLN)	189		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Agora-Holding sp. z o.o.		
% akcji, % głosów	11,6%, 35,36%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	-1,9%	5,2%	-22,1%
Zmiana rel. WIG	-5,7%	-17,1%	-8,4%

Adam Zajler

22 598 26 88

adam.zajler@millenniumdm.pl

	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	74,5	0,4	6,1%	13,2	3,7	0,5%
2019	1249,7	37,1	116,8	21,8	3,5	0,08	1,79	20,0	107,2	0,4	6,1%	12,3	3,9	0,4%
2020p	938,4	-66,1	23,3	-90,1	-81,1	-1,74	0,18	18,3	-4,7	0,4	0,0%	-6,9	19,6	-8,7%
2021p	1106,6	6,0	87,8	-15,6	-11,4	-0,24	1,51	18,3	-33,3	0,4	0,0%	75,5	5,2	-1,3%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, mln 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 842 mln PLN, czyli 18,1 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 382 mln PLN (13,2 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 612 mln PLN, czyli 13.2 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	842	18,1
Wycena porównawcza	382	8,2
<b>Wycena spółki Agora</b>	<b>612</b>	<b>13,2</b>

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

## Wycena DCF

### Wycena spółki metodą DCF

(mIn PLN)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	>2028
Przychody	938,4	1106,6	1355,6	1413,3	1453,5	1511,8	1553,5	1617,0	1668,1	1741,9	
Stopa podatkowa (T)	0%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	-66,1	9,0	31,7	56,0	63,9	67,9	68,9	73,4	77,4	82,8	
Amortyzacja (non MSSF16)	89,5	81,7	83,3	93,3	95,2	95,6	96,0	96,5	97,0	96,2	
Zmiana w kapitale pracującym	-15,3	-15,6	-22,7	-1,7	-1,2	-1,8	-1,3	-1,9	-1,5	-2,2	
CAPEX	-41,0	-85,2	-290,4	-105,6	-96,4	-97,3	-98,1	-99,0	-89,9	-90,8	
FCF	-33,0	-10,1	-198,1	41,9	61,4	64,4	65,6	69,0	82,9	86,0	
zmiana FCF	-	-	-	-	46%	5%	2%	5%	20%	4%	1,2%
Dług/Kapitał	16,8%	16,8%	29,4%	27,2%	25,5%	24,5%	23,7%	22,7%	21,8%	20,9%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	0,4%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,9%
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	1,2	1,2	1,2
Koszt długu	2,4%	2,6%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,9%
Koszt kapitału	6,3%	6,2%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,7%
WACC	5,6%	5,5%	5,5%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%	6,8%
PV (FCF)	-31,2	-9,1	-168,4	33,7	46,7	46,2	44,3	43,9	49,7	48,4	875,5
Wartość DCF (mIn PLN)	980	w tym wartość rezidualna				875					
(Dług) Gotówka netto	-76,9										
Wartość udz. mniejsz.	61,3										
Wycena DCF (mIn PLN)	841,6										
Liczba akcji (mIn)	46,6										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>18,1</b>										

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 (od czasu naszej ostatniej aktualizacji wyceny z grudnia 2019r. doszło do znaczącego obniżenia stóp procentowych na całej długości krzywej rentowności).
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 1.9%, (w wycenie w raporcie z 20 grudnia 2019r. było to 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 61,3 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	1,0%	19,7	20,6	21,6	23,1	26,3
	1,5%	18,0	18,7	19,5	20,8	23,3
	1,9%	16,8	17,4	18,1	19,2	21,4
	2,5%	15,2	15,8	16,3	17,3	19,0
	3,5%	13,2	13,6	14,0	14,7	16,0
Beta nielewarowana	0,8	22,2	23,2	24,2	26,0	29,6
	1,0	16,8	17,4	18,1	19,2	21,4
	1,2	12,9	13,3	13,8	14,6	16,0

Źródło: MillenniumDM

**Wycena porównawcza**

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
AXEL SPRINGER SE	SPR	GERMANY	30 271	68,3	29,6	26,1	16,2	14,0	12,8
SCHIBSTED ASA-CL A	SCH	NORWAY	23 944	66,3	82,9	35,6	20,1	22,7	15,6
SANOMA OYJ	SAA	FINLAND	6 432	24,9	16,7	13,2	6,3	8,0	7,0
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	DMG	BRITAIN	7 774	22,2	48,9	23,3	18,1	13,1	9,3
LAGARDERE SCA	MMB	FRANCE	7 393	13,0	0,0	12,9	5,9	29,4	12,9
WOLTERS KLUWER	WKL	NETHERLANDS	84 062	26,3	23,0	21,7	14,1	15,1	14,3
GEDI GRUPPO EDITORIALE SPA	GED	ITALY	1 042			15,5	9,5	6,2	7,1
STROEER SE & CO KGAA	SAX	GERMANY	15 571	36,8	37,7	18,4	10,7	12,2	9,2
CINEWORLD GROUP PLC	CIN	BRITAIN	5 212	22,2	11,7	3,4	8,0	10,6	7,5
CINEMARK HOLDINGS INC	CNK	UNITED STATES	6 570	16,1	0,0	22,4	7,2	0,0	9,1
Mediana				24,9	23,0	20,0	10,1	12,6	9,3
Agora zysk netto (mln PLN)				6,0	-90,1	-12,6			
Agora EBITDA (non MSSF 16) (mln PLN)							116,8	23,3	87,8
Dług netto							111,3	76,9	17,3
Zysk netto mniejszości				2,5	-9,0	-1,3			
Wagi do wyceny mniejszości							100%	0%	0%
Wartość udziałów mniejszościowych							61	0	0
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				149	0	0	1128	218	796
<b>Wycena</b>							<b>382</b>		
<b>Wycena na 1 akcję</b>							<b>8,2</b>		

Źródło: Bloomberg, MillenniumDM

## Czynniki ryzyka

### Makroekonomiczne:

- Blisko połowa przychodów Grupy Agora pochodzi z rynku reklamy, którego zmiany wartości silnie reagują na wahania koniunktury gospodarczej. Oznacza to, że w przypadku jej osłabienia wyniki Grupy Agora mogą ulec znacznemu pogorszeniu.

### 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.
- 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 br. i państwa członkowskie mają dwa lata na dostosowanie przepisów krajowych. W praktyce efekty dyrektywy spółka zacznie odczuwać w połowie 2021 roku.

## Wyniki za 1 kwartał 2020r. oraz sytuacja bieżąca

Agora podała słabe wyniki za 1Q'20, co nie było zaskoczeniem z uwagi na znaczenie w jej rezultatach działalności kinowej oraz na ekspozycję na rynek reklamy. Co prawda pierwsze dwa miesiące roku i połowa marca zapowiadały jeszcze udany rok, to jednak administracyjne zamknięcie kin z dnia na dzień i błyskawiczne zawieszenie kampanii reklamowych mocno obciążały wyniki spółki. Dodatkowo zdecydowała się ona na odpisanie aktywów związanych z gastronomicznym Foodio Concepts w kwocie ok. 9 mln PLN, a które złożyło w kwietniu wnioszek o upadłość, oraz dokonała odpisu wartości aktywów związanych z działalnością Domiporta w kwocie 12,7 mln zł. Jednocześnie wykazała zysk ze sprzedaży nieruchomości w kwocie 6,7 mln PLN. Jeżeli pominiemy te zdarzenia jednorazowe, to przy spadku przychodów w 1Q'20 o 6,1%, EBITDA spadła o 9,8%, a w miejsce 6,1 mln PLN zysku operacyjnego przed rokiem, wystąpiła strata -4,8 mln PLN. Największy ubytek kwoty zysku operacyjnego wystąpił w segmencie kinowym, gdyż spółka wykazała +13,1 mln PLN skorygowanego wyniku, wobec +24,3 mln PLN w 1Q'19. Drugim segmentem, co do skali dotknięcia epidemią, był segment reklamy zewnętrznej. Agora na tej działalności wykazała stratę -2,7 mln PLN wobec zysku +1,1 mln PLN przed rokiem. Segment prasowy mniej ucierpiał z uwagi na coraz większe znaczenie dystrybucji cyfrowej, co epidemia wręcz przyspieszyła. Pozytywnie wypadł segment internetowy, mimo że 87% jego przychodów pochodzi ze sprzedaży reklam. Był to jednak jedyny segment rynku reklamy, który wzrósł w 1Q'20. Perspektywy na 2Q'20 i kolejne są niestety nie najlepsze. Zarząd przedstawił swoją prognozę rynku reklamy w następujący sposób: reklama prasowa, zewnętrzna i kinowa spadki 25/35%, reklama internetowa spadek kilkunastoprocentowy. Do tego kina Helios będą zamknięte przez cały 2Q, a po ich otwarciu administracyjne ograniczenia liczby widzów mogą mocno negatywnie wpłynąć na rentowność. Najjaśniejszym punktem podanych wyników są natomiast wygenerowane przepływy operacyjne. Po bardzo dobrym pod tym względem 4Q'19, w minionym kwartale Grupa Agora wypracowała 58,7 mln PLN pozytywnego przepływu operacyjnego, o 4,3 mln PLN więcej niż przed rokiem.

### Skonsolidowane wyniki Grupy Agora w ujęciu kwartalnym

	1Q18	2Q18	2Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	r/r
Przychody	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4	269,8	293,3	378,2	289,6	-6,1%
EBITDA skorygow any	38,3	15,4	17,0	51,4	42,0	30,1	47,4	74,7	37,9	-9,8%
EBIT skorygow any	15,0	-5,1	-4,1	28,6	6,1	-9,2	8,3	32,5	-4,8	-
Prasa	-4,0	1,3	-2,9	3,7	-4,6	-3,4	1,1	6,6	0,6	-
Film i książka	16,6	-9,8	7,2	19,4	24,3	-9,9	10,6	15,0	13,1	-
Reklama zewnętrzna	3,3	10,6	2,1	11,0	1,1	12,0	5,0	11,9	-2,7	-
Internet	2,6	5,9	4,2	10,4	1,4	4,9	3,6	11,8	2,2	-
Radio	2,3	5,8	1,8	7,3	1,1	3,6	2,5	7,1	1,7	54,5%
Druk	-0,4	-0,4	-2,2	-4,6						
Pozostałe	-5,4	-18,5	-14,3	-18,6	-17,2	-16,4	-14,5	-19,9	-19,7	-
EBIT raportow any	13,1	-22,8	-4,1	14,6	0,5	-9,2	8,3	25,1	-19,5	-
marża EBIT skor.	4,7%	-8,8%	-1,6%	4,2%	0,2%	-3,4%	2,8%	6,6%	-6,7%	
Zysk netto raportow any	8,2	0,3	-3,7	0,3	-5,0	-6,2	-2,9	24,2	-42,7	-
marża zn	2,9%	0,1%	-1,4%	0,1%	-1,6%	-2,3%	-1,0%	6,4%	-14,8%	801%
CF Operacyjny	27,1	-3,4	20,0	37,4	54,4	34,4	43,4	73,3	58,7	
CF Inwest	90,5	-77,7	-19,3	-13,3	-111,8	-0,4	7,9	3,7	3,9	
CF Finansowy	-8,8	-4,1	-17,4	-17,2	54,7	-22,3	-56,9	-52,4	-24,8	

Źródło: Agora, Millennium DM; 1Q20p - prognoza Millennium DM

- **Segment prasowy.** W ramach segmentu spadek przychodów dotknął tylko wpływy reklamowe. Przychody ze sprzedaży gazet były w 1Q'20 nawet nieznacznie wyższe r/r, co jest заслуżą stałego wzrostu znaczenia dystrybucji cyfrowej. Liczba płatnych subskrypcji cyfrowych zwiększyła się o 34% r/r do 236,5 tys. Przychody reklamowe spadły o 21% r/r, a usługi poligraficzne o 34,3% r/r (likwidacja 2 drukarni). Ograniczenie kosztów, głównie druku, promocji i wynagrodzeń, przełożyły się na wypracowanie przez segment zysku operacyjnego wyższego niż przed rokiem.

- ❑ **Segment kinowy.** Zamknięcie kin od 12 marca wpłynęło nie tylko na spadek przychodów ze sprzedaży biletów, ale też na sprzedaż barową oraz wpływy z reklamy kinowej. Dodatkowo w konsekwencji zamrożenia działalności podjęto decyzję o złożeniu wniosku o upadłość spółki Foodio Concepts, z czym związany jest odpis -8,7 mln PLN. Dotyczy to segmentu kinowego, gdyż działalność gastronomiczna rozwijana jest w ramach spółek zależnych od spółki Helios. Jeżeli wyłączy się go z wyniku operacyjnego, to wypracowane +13,1 mln PLN, oznaczające spadek o 46,1% r/r, co jest wynikiem lepszym niż prognozowaliśmy. Miesiące styczeń i luty były jeszcze udane pod względem frekwencji, a w ramach działalności filmowej udało się wprowadzić w tym czasie na ekrany dwa filmy: „365 dni” i „Jak zostałem gangsterem”, a oba były liderami frekwencji kinowej. W omawianym segmencie około 2/3 kosztów stanowią koszty stałe, jednak w warunkach epidemii znaczna ich część podlegała ograniczeniom, na czele z czynszami, kosztami płac i energii. Brak wyświetlanych filmów wyłączył również koszty opłat dystrybucyjnych. W efekcie pogorszenie wyników nie było tak znaczne, jak zakładaliśmy.
- ❑ **Segment reklamy zewnętrznej.** Przychody segmentu spadły o 11,1% r/r, jednak wysoki udział kosztów stałych pozwolił ograniczyć koszty operacyjne zaledwie o 1,1%, w efekcie czego powstała strata na poziomie EBIT w wysokości -2,7 mln PLN (non MSSF16) i jest to najwyższe ujemne odchylenie od naszej prognozy. W naszej prognozie spodziewaliśmy się lepszego wyniku spółki AMS i rzeczywiście spadek rynku reklamy zewnętrznej w 1Q'20 był mniejszy, gdyż wyniósł -3,5% r/r. Zarząd tłumaczy to negatywnym wpływem zawieszonych kampanii reklamowych w sektorach: media, podróże, gastronomia oraz higiena i pielęgnacja, których udział w przychodach reklamowych AMS w 2019 r. był istotnie wyższy od średniego dla całego rynku. Ponieważ jest to segment w Agorze o najwyższym udziale reklamy w przychodach (ponad 98%), najmocniej ucierpi na spadku rynku reklamy w pozostałej części roku.
- ❑ **Segment internetowy.** Przychody segmentu wzrosły w 1Q'20 o 26,1% r/r. Jest to jedyny segment, który za sprawą wzrostu znaczenia e-commerce i w ślad za tym reklamy internetowej, odnotował tak duży przyrost. Spółka wskazuje Yieldbird jako największego kontrybutora wzrostu i sprzedawane przez niego reklamy internetowe, gdyż wpływy z ich sprzedaży były wyższe o 25,6% r/r. Dodatkowo, segment odnotował wyższe dochody z ogłoszeń oraz pozostałych usług internetowych, co było rezultatem konsolidacji wyników spółki HRLink od września 2019r. Wynik segmentu został natomiast obciążony odpisem z tytułu utraty wartości aktywów Domiporty w wysokości -12,7 mln PLN. Jeżeli go pominąć, to EBIT segmentu wzrósł do +2,2 mln PLN z +1,4 mln PLN przed rokiem.
- ❑ **Segment radiowy.** W 1Q'20 segment nie został praktycznie dotknięty epidemią, gdyż przychody wzrosły o 6,3% r/r, a dzięki utrzymaniu kosztów pod kontrolą, EBIT wzrósł o 27,3%. Liczba subskrybentów Premium TOK FM w samym 1Q wzrosła o 15% do 23 tys. Wpływy reklamowe Grupy Radiowej Agory wzrosły o 6,8% r/r, podczas gdy rynek odnotował w tym czasie spadek o 2,0%. Niestety skala spodziewanego spadku całego rynku reklamy nie pozostawia nadziei na to by w kolejnych kwartałach udało się uniknąć spadku przychodów.
- ❑ **Pozycje finansowe i pozostałe przychody.** Wzrost kursu EUR/PLN o 7,2% w trakcie 1Q'20 przełożył się na rewaluację tzw. zobowiązania leasingowego MSSF16, w kwocie minus 27,7 mln PLN. Poza tym w 1Q'20 została zawarta transakcja sprzedaży budynku serwerowni w Warszawie, na czym odnotowano zysk w wysokości 6,7 mln zł. Jeżeli z skorygowalibyśmy wyniki o wszystkie zdarzenia jednorazowe oraz o wpływ MSSF16, to zysk netto za 1Q'20 wyniósłby około zera.



## Ostatnie wydarzenia

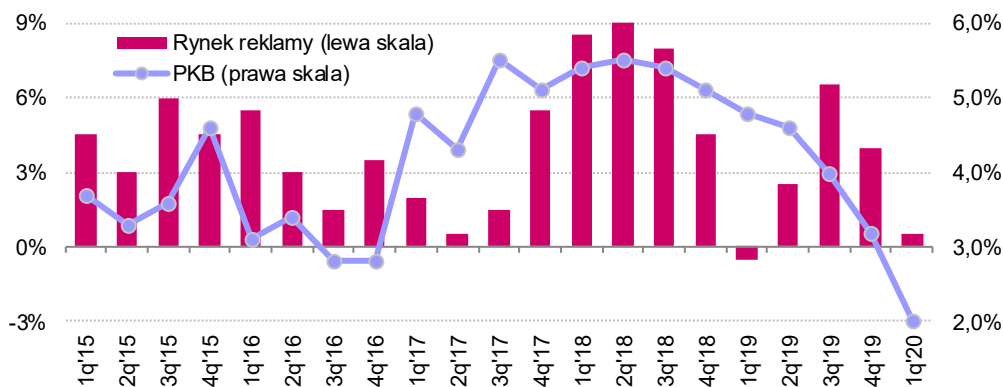
### Rynek reklamy

Na rynku reklamy już w 4Q'19 doszło do spowolnienia, co związane było z ogólnym spadkiem dynamiki PKB. Natomiast wstrzymanie funkcjonowania znacznej części gospodarki w połowie marca jeszcze ten proces pogłębiło. W konsekwencji dynamika rynku reklamowego w 1Q'20 spadła do +0,5% r/r, przy spadku dynamiki PKB do +2,0% r/r.

Jedynym segmentem synku reklamy, który w 1Q'20 utrzymał dodatnią dynamikę był Internet, którego wartość wzrosła o 7,5% r/r. Najsilniej spadła natomiast wartość segmentu reklamy kinowej, gdyż o 13,5%. Nieco mniejszą ujemną dynamikę odnotowano w przypadku reklamy w dziennikach (-11%), magazynach (-7,5%). Nieco mniejszy spadek dotknął ważny dla Grupy Agora segment reklamy zewnętrznej (-3,5%).

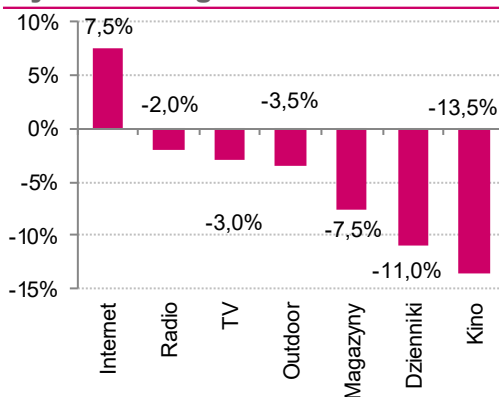
Negatywne scenariusze dla rynku przedstawia Zarząd Agory. Przewiduje on całoroczny spadek rynku przeciętnie o 20-25%. Najmocniej przy tym ucierpią segmenty reklamy prasowej, zewnętrznej i kinowej ze spadkami rzędu 25-35%, przy czym reklama kinowa może być bliżej dołu przedziału. Najmniej natomiast powinien ucierpieć, zgodnie z wieloletnim trendem, segment reklamy internetowej, dla którego zarząd spółki przewiduje spadek kilkunastoprocentowy.

### Dynamika rynku reklamy vs PKB w Polsce

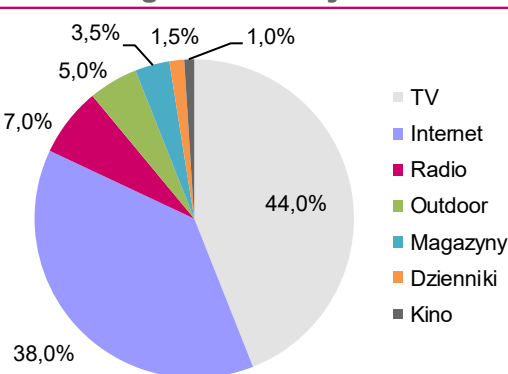


Źródło: Agora, Kantar Media, Starcom, GUS, Millennium DM

### Dynamika segmentów w 1Q20



### Udział segmentów w rynku w 1Q20



Źródło: Starcom, Millennium DM

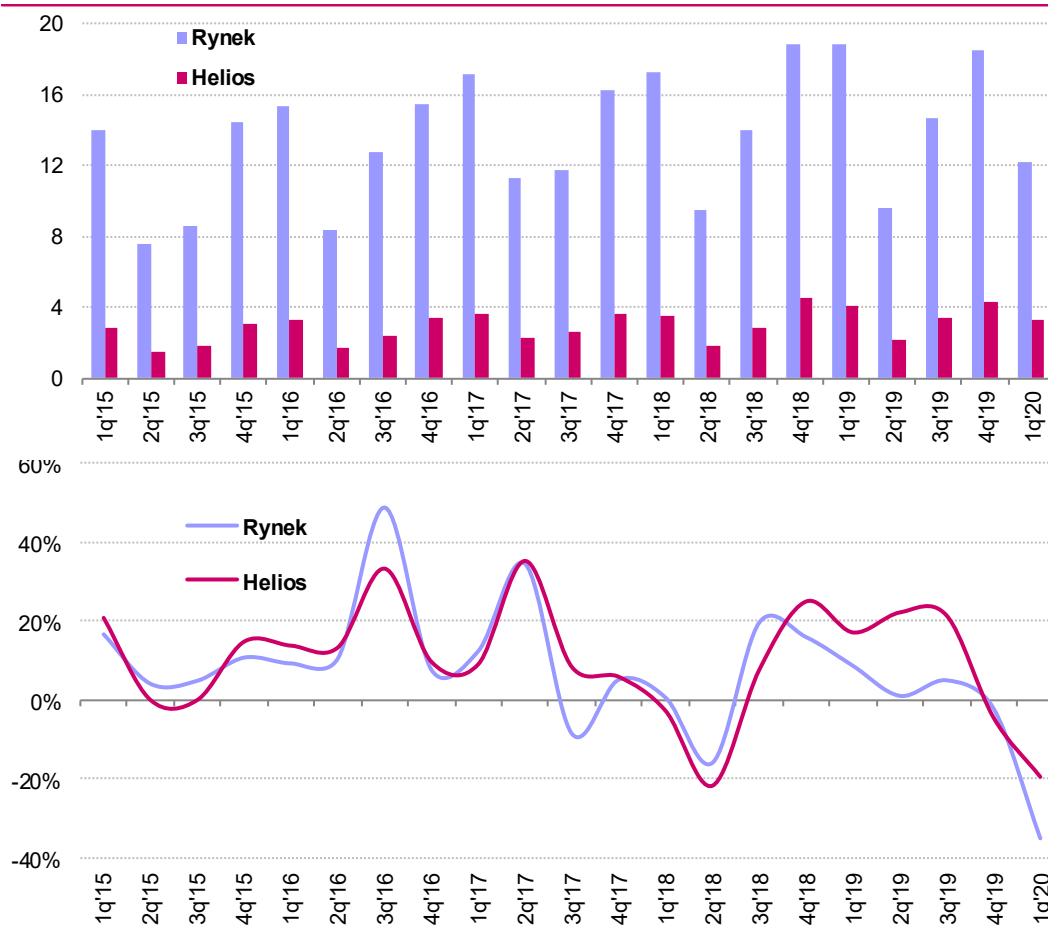
## Rynek kinowy

Administracyjne zamknięcie kin zniesione zostało od 6 czerwca, ale mimo tego Helios pozostał zamknięty. Wynika to przede wszystkim z braku premier, których pojawienie się będzie w większym stopniu pochodną sytuacji w USA, Chinach i największych rynkach europejskich. Zarząd zwraca również uwagę, że potrzeba będzie kilku tygodni na wdrożenie zmian pozwalających spełnić nowe wymagania sanitarne, a te wymagają dodatkowych wyjaśnień. Podstawowym jest zachowanie odstępów między widzami, a według pierwszych wytycznych konieczne byłoby zachowanie wolnego co drugiego rzędu i co drugiego miejsca, a to oznaczałoby udostępnienie zaledwie nieco ponad 25% miejsc (ponad 25%, gdyż członkowie rodzin mogliby siedzieć obok siebie).

Według ostatnich doniesień trwają uzgodnienia zespołu przedstawicieli branży kinowej z administracją rządową. Nieoficjalnie ustalono, że podstawowym kryterium ma być jednak zachowanie dostępności 50% miejsc na sali kinowej. Poprawia to sytuację w porównaniu do pierwszych wytycznych, ale nie daje pewności, że kina będą rentowne. Co prawda według zarządu Heliosa przeciętne wypełnienie sali kinowej przed epidemią wynosiło 13-15%, ale nie ma wątpliwości, że zysk wypracowywany był głównie na seansach bliskich premierom filmów, kiedy to sale są wypełnione mocno powyżej 50%.

W okresie wymuszonego administracyjnie zamknięcia kin obowiązywały przepisy zawieszające czynsze za obiekty, w których znajdują się kina. Dodatkowo zdecydowana większość kosztów funkcjonowania kin ma charakter zmienny. Duża ich część to opłaty dla dystrybutorów, których nie ma gdy filmy nie są wyświetlane, do tego większość pracowników kin to młodzi ludzie na elastycznych umowach, koszt mediów zależy od liczby klientów, a z wydatki na reklamę mają w dużym stopniu charakter uznaniowy. Gorzej pod tym względem wyglądał będzie natomiast czas, w którym kina będą zamknięte, ale już za sprawą własnej decyzji spółki. Przestaje bowiem obowiązywać zawieszenie czynszów. Zarząd Heliosa zaznacza jednak, że zostało wynegocjowane ich obniżenie, choć nie podaje ich skali.

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



Źródło: Agora, Millennium DM



Prognozowania przyszłych wyników segmentu kinowego obarczone jest w tej chwili znacznie wyższą niepewnością niż standardowo. Nie wiadomo jak długo obowiązywać będą obostrzenia sanitarne i jakie szczegółowo wymogi będą w tym zakresie stawiane kinom (czyli też ile będą kosztowały). Trudno oszacować czy i jak trwały wpływ epidemia będzie miała na zwyczaje konsumentów. W negatywnym scenariuszu konieczność zachowania dystansu pozostanie na stałe. W takim wypadku zamiast pozostawienia pustych miejsc na widowni może bardziej się opłacić wymiana foteli na inne, dostosowane do nowych wymogów. Oznaczałoby to jednak duże wydatki, dotychczas nie przewidywane i niepowodujące wzrostów przychodów w porównaniu do wcześniejszego modelu biznesu. Oczywiście nadal pozostaje możliwy scenariusz optymistyczny, zakładający że jeszcze w tym roku sytuacja powraca do normy sprzed epidemii.

W naszych prognozach zakładamy, że:

- ❑ ustalane obecne obostrzenia sanitarne obowiązywać będą do wiosny 2021 roku,
- ❑ część z obostrzeń pozostanie na stałe, jako nowe normy sanitarne,
- ❑ zachowania klientów w pewnym stopniu ulegną zmianie, przez co trudno będzie przebić rekordy frekwencji z 2019 roku,
- ❑ nie będzie jednak konieczności wymiany wyposażenia.

Założenia te przekładają się na prognozę spadku przychodów w bieżącym roku o 44% i odbicie ich w 2021r. o 43,2% (prognozowane przychody w 2021r. stanowi będą 79,7% przychodów z 2019r.). Spora elastyczność kosztowa w kinach według naszych wyliczeń przełoży się, mimo spadku przychodów o 231 mln PLN, na stratę operacyjną za cały 2020r. w segmencie Film i książka w wysokości 39,2 mln PLN. W 2021r. przy naszych założeniach powinno się spółce udać w tym segmencie wypracować 16 mln PLN zysku operacyjnego. Powrót do rentowności operacyjnej segmentu, według naszych założeń może potrwać do 2023r.

### Wyniki segmentu Film i książka

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Przychody</b>	<b>364,0</b>	<b>416,2</b>	<b>419,1</b>	<b>521,5</b>	<b>290,0</b>	<b>415,4</b>	<b>438,6</b>	<b>470,2</b>
bilety	195,1	222,4	236,6	258,1	132,6	218,8	242,9	259,9
bar	72,3	83,1	90,2	111,0	58,7	96,8	107,5	115,0
reklama kinowa	30,2	35,1	30,2	35,6	17,6	29,0	32,1	34,4
filmy	8,5	28,1	12,0	42,0	34,3	42,8	35,0	43,7
wydawnictwa	45,6	36,5	40,7	48,3	27,8	16,0	9,2	5,3
pozostałe	12,3	11,0	9,4	26,5	19,1	12,0	12,0	12,0
<b>Koszty</b>	<b>337,0</b>	<b>386,7</b>	<b>385,7</b>	<b>478,5</b>	<b>329,9</b>	<b>398,5</b>	<b>413,0</b>	<b>439,0</b>
Wynagrodzenia	39,2	51,6	56,6	74,4	59,5	74,4	75,9	78,2
Usługi obce	158,8	191,9	191,8	180,9	95,9	127,5	127,5	137,7
Materiały i energia	31,8	34,9	36,0	49,9	25,0	34,9	40,2	44,2
Reklama	26,7	26,5	21,2	30,8	18,5	26,4	29,1	32,8
Operacyjne w wydawnictwa	45,7	35,5	39,9	46,4	41,8	45,9	49,2	51,6
Amortyzacja	29,6	34,0	29,6	84,7	83,0	80,2	81,6	84,2
Pozostałe	5,2	12,3	10,6	11,4	6,3	9,1	9,6	10,3
EBIT adj	27,0	29,5	33,4	40,0	-39,2	16,0	25,4	31,8
EBITDA adj	56,6	63,5	63,0	124,7	43,8	96,2	107,0	116,0
EBITDA adj non MSSF16	56,6	63,5	63,0	124,7	-7,7	44,7	55,5	64,5
<b>marża EBITDA (non MSSF16)</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,7%</b>

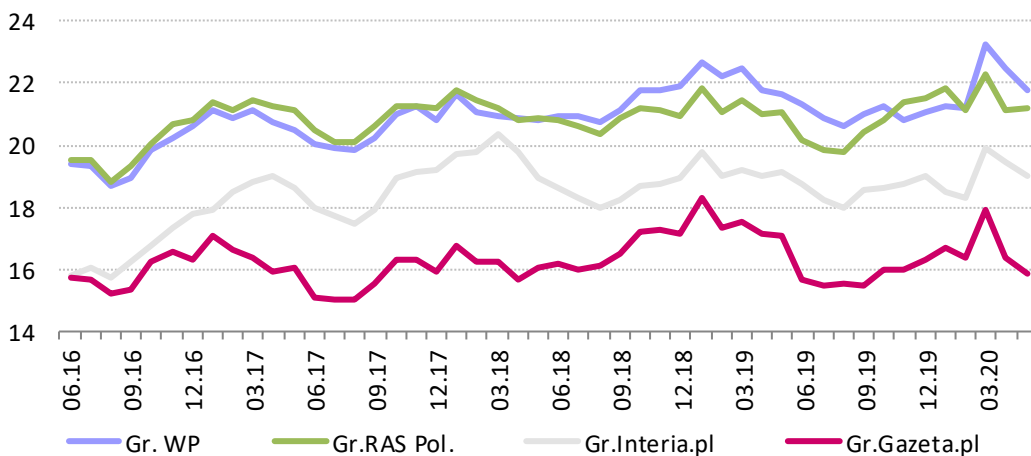
Źródło: Agora, Millennium DM

## Internet

W segmencie Internet Agory 90% przychodów pochodzi z reklamy. Ich charakter jednak jest dwójaki. W części są to przychody z wyświetlania reklam na portalach należących do spółki. W reklamie internetowej dominuje jednak obecnie model rozliczania za wyświetloną reklamę, co powoduje że jest ona bardzo efektywna i klienci dokonują cięć tego rodzaju wydatków na samym końcu spośród ogółu wydatków reklamowych. Drugim rodzajem przychodów reklamowych to usługi odpowiedniego ulokowania wyświetlenia reklamy, co wspomagane jest w coraz większym stopniu procesami automatycznymi, co nazywane jest reklamą programatyczną. Ta część całego rynku reklamowego jest najdynamiczniej rosnącą. Z tego powodu mimo dużego uzależnienia segmentu Internet w Agorze od reklamy, powinien on znacznie mniej ucierpieć na kryzysie branży.

Portale należące do Grupy Agora pozostają na czwartej pozycji w Polsce pod względem liczby użytkowników i odsłon oraz czasu spędzanego na portalach.

### Liczba realnych użytkowników największych grup portali w Polsce



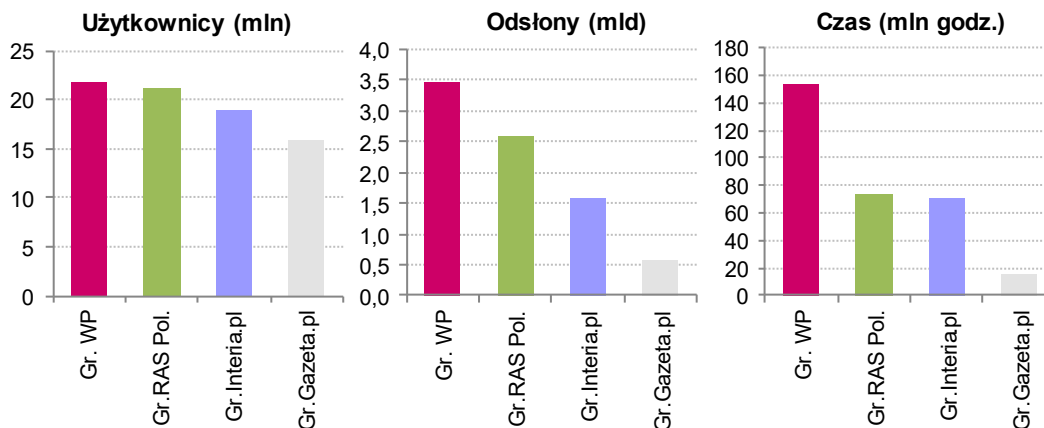
Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

### Wyniki segmentu Internet

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Przychody</b>	<b>167,9</b>	<b>172,1</b>	<b>177,8</b>	<b>209,0</b>	<b>204,8</b>	<b>221,2</b>	<b>243,3</b>	<b>267,7</b>
<b>Koszty</b>	<b>144,9</b>	<b>175,6</b>	<b>162,2</b>	<b>194,7</b>	<b>184,9</b>	<b>201,8</b>	<b>219,8</b>	<b>238,6</b>
Wynagrodzenia	52,4	55,4	54,3	50,0	50,0	53,5	55,1	58,4
Usługi obce	64,0	70,4	76,3	113,1	112,0	123,2	137,9	151,7
Reklama	15,5	17,9	13,5	11,1	10,0	11,3	11,9	12,4
Amortyzacja	4,9	4,8	5,3	7,2	7,2	7,6	8,0	8,4
Odpisy i rezerwy	0,4	21,8	7,5	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	7,7	5,3	5,3	5,9	5,8	6,2	6,9	7,6
EBIT adj	23,4	18,3	23,1	21,7	20,1	19,6	23,9	28,9
EBITDA adj	28,3	23,1	28,4	28,9	27,3	27,2	31,9	37,3
EBITDA adj non MSSF16	28,3	23,1	28,4	28,9	27,3	27,2	31,9	37,3
<b>marża EBITDA (non MSSF16)</b>	<b>16,9%</b>	<b>13,4%</b>	<b>16,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,1%</b>	<b>14,0%</b>

Źródło: Agora, Millennium DM

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

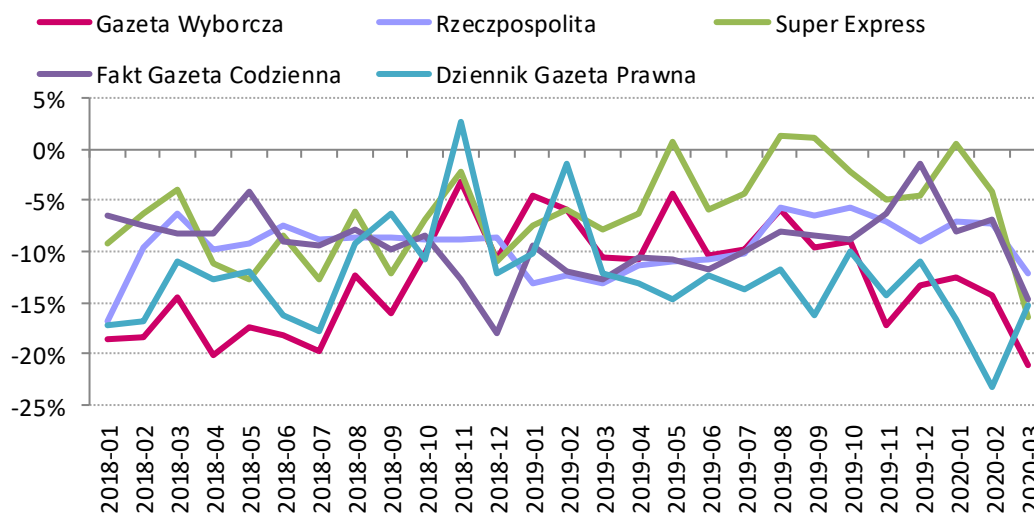


Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

## Prasa

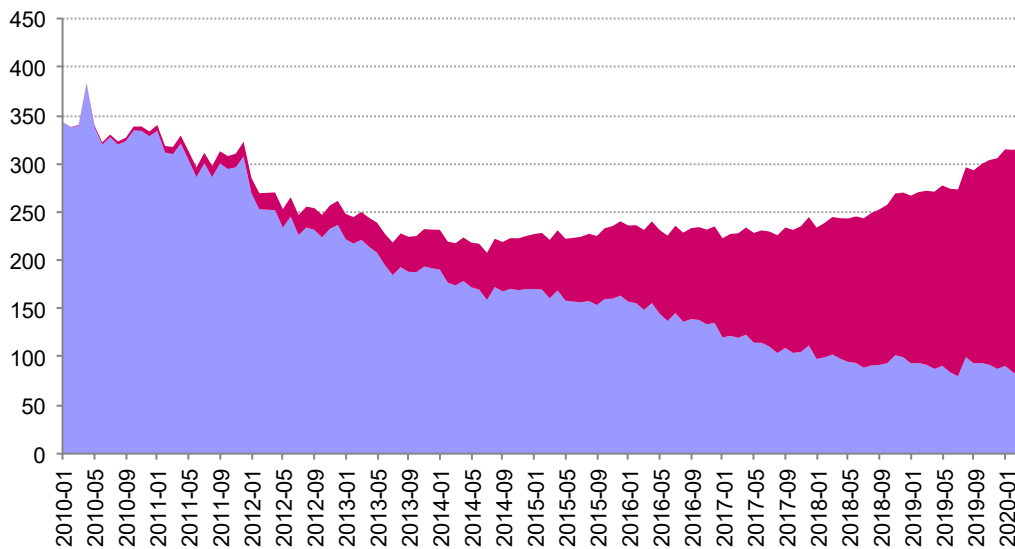
Na rynku prasy bez zmiany obowiązuje trend spadku liczby sprzedawanych egzemplarzy, który dotyczy wszystkich znaczących tytułów. Fatalne dane dotyczą jednak głównie dystrybucji prasy w jej fizycznej postaci. Tymczasem Agora już od kilku lat intensywnie pracuje nad zmianą modelu na subskrypcyjną dystrybucję cyfrową. Promowanie kanału cyfrowego wśród własnych czytelników wiąże się też z większymi ujemnymi dynamikami fizycznej dystrybucji Gazety Wyborczej, niż w przypadku jej konkurentów, którzy takich sukcesów w dystrybucji cyfrowej nie odnotowują. Jeżeli zsumuje się bowiem liczbę egzemplarzy fizycznych z odpłatnymi subskrypcjami, to sprzedaż flagowego tytułu Agory rośnie już od 2015r. i trend ten w ostatnich dwóch latach przyspiesza. Co prawda rentowność cyfrowej subskrypcji nie dorównuje jeszcze tej osiągniętej na papierowych egzemplarzach, ale ten obszar jest właśnie polem, na którym w kolejnych latach będzie można poprawić marżowość segmentu. Co istotne, rosnące znaczeni modelu cyfrowej subskrypcji znacząco obniżyło w ostatnich latach udział przychodów z reklamy w segmencie Prasa w Agorze (w 2019r. 33% przychodów pochodziło z reklam).

## Dynamika liczby rozpowszechnianych odpłatnych egzemplarzy gazet



Źródło: Agora, Millennium DM

## Liczba rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej oraz liczba subskrypcji cyfrowych\*



\* liczba subskrypcji cyfrowych jest interpolacją danych podawanych w okresach rocznych (spółka komunikowała następujące dane: na koniec roku: 2014-55tys., 2015-77tys., 2016-100tys., 2017-133tys., 2018-170,5tys., na dzień 31.05.2019-192 tys. oraz 236,5 tys. na 31.03.2020r.)

Źródło: Agora, Millennium DM

## Wyniki segmentu Prasa

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Przychody</b>	<b>267,9</b>	<b>231,5</b>	<b>232,5</b>	<b>254,7</b>	<b>217,4</b>	<b>226,3</b>	<b>228,3</b>	<b>228,4</b>
Gazety	122,8	112,3	106,8	109,7	110,0	110,7	112,3	114,2
Gazeta Wyborcza	102,1	92,9	92,3	98,3	100,3	102,3	104,3	106,4
inne gazety	14,3	11,3	10,3	8,3	7,5	6,7	6,4	6,2
reszta gazet	6,4	8,1	4,2	3,1	2,3	1,7	1,6	1,6
Reklamny	138,0	114,5	101,7	84,8	58,4	66,6	66,6	64,4
w Gazecie Wyb.	82,4	84,8	81,1	71,5	50,1	57,6	57,6	55,8
w innych gazetach	24,6	20,5	17,6	9,9	5,9	6,5	6,5	6,2
w reszcie gazet	38,4	18,4	6,0	6,8	4,8	5,0	5,0	4,7
Pozostałe	7,1	4,7	5,6	13,0	6,5	6,5	6,5	6,5
<b>Koszty</b>	<b>270,7</b>	<b>238,0</b>	<b>259,1</b>	<b>260,0</b>	<b>213,4</b>	<b>219,8</b>	<b>220,3</b>	<b>218,4</b>
Wynagrodzenia	110,3	103,2	102,8	104,7	89,0	95,2	98,1	99,1
Materiały i energia	67,1	57,8	67,7	82,0	69,7	66,9	61,6	56,0
Reklama	45,1	29,5	28,2	21,4	13,9	15,3	16,8	17,7
Usługi obce	40,0	35,0	30,0	30,0	24,0	25,2	26,7	28,6
Amortyzacja	8,9	1,5	2,8	7,5	4,5	4,4	4,3	4,1
Odpisy i rezerwy	5,8	13,2	24,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-6,5	-2,2	2,9	14,4	12,3	12,8	12,9	12,9
EBIT adj	3,0	6,7	-1,9	-3,5	4,2	6,5	8,8	11,0
EBITDA adj	11,9	8,2	0,9	4,0	8,7	10,9	13,0	15,1
EBITDA adj non MSSF16	11,9	8,2	0,9	4,0	8,7	10,9	13,0	15,1
<b>marża EBITDA (non MSSF16)</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,6%</b>

Źródło: Agora, Millennium DM

## Radio

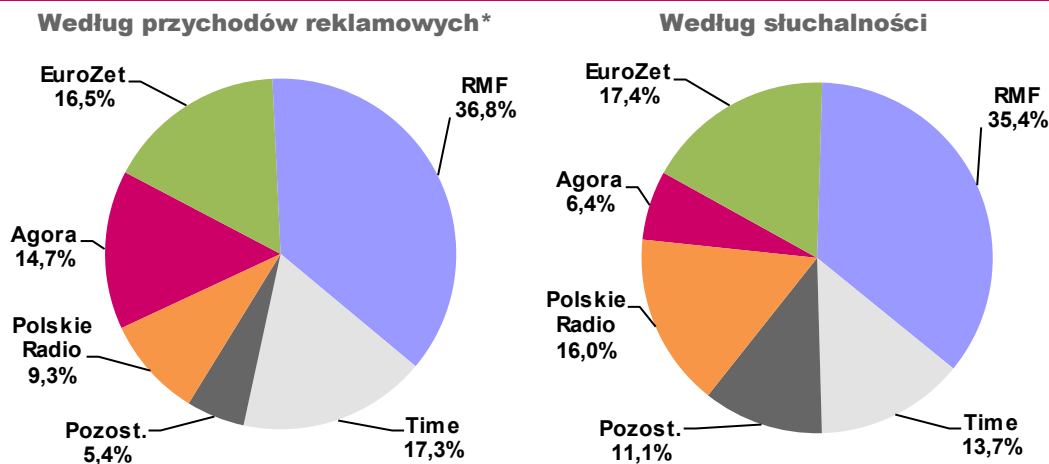
Stacje radiowe należące do Grupy Agora w 4Q'19 łącznie uzyskały 6,4% słuchalności. Jeżeli weźmiemy pod uwagę przychody, liczone na podstawie cenników, to udział stacji z Grupy Agora wzrasta do 14,7%. Tym samym w łącznym zestawieniu największych graczy na tym rynku przesuwa się one przed Grupę Polskie Radio. Przyczyną dużej rozbieżności udziału Agory w słuchalności i przychodach reklamowych jest silnie rozwinięta działalność realizacji kampanii reklamowych dla klientów, które mogą przewidywać dokupowanie przez stacje Agory czasu reklamowego u konkurencji. Koszty takich reklam pojawiają się w segmencie radiowym Agory w postaci kosztów usług obcych. Ponieważ nie znamy rentowności takiej usługi, nie jesteśmy w stanie ocenić skali siły marki stacji Agory. Patrząc bowiem jedynie na relację przychodów do udziału w słuchalności, to bez uwzględnienia wspomnianej powyżej działalności byłaby znacznie większa niż konkurencji.

Patrząc na dane dotyczące przychodów reklamowych za 4Q'19 widoczne jest zjawisko umacniania się liderów rynku, kosztem najłabszych graczy. Agora znalazła się pomiędzy. Największym przegranym jest Grupa Polskie Radio, którego przychody cennikowe spadły r/r o 15,3%, najwięcej zyskali natomiast najwięksi gracze, czyli Grupa Eurozet ze wzrostem +4,8% i Grupa RMF +4,3%. Przychody Grupy Time (stacje Eska, Wawa, VOX, Plus) wzrosły r/r +1,6%, a Grupy Agora w segmencie radiowym +0,2%.

Można oczekiwać, że wybuch epidemii i gwałtowny spadek rynku reklamy wspomniany trend jeszcze przyspieszy. Reklamodawcy w pierwszej kolejności ograniczą wydatki w mniejszych stacjach, co oznacza że liderzy stracą mniej.

W świetle tych danych decyzja Agory pozostania przy zamiarze pełnego przejęcia spółki Eurozet wydaje się słuszna. Proces przejęcia jest na etapie rozpoznawania wniosku o dokonanie koncentracji rynku przez UOKiK.

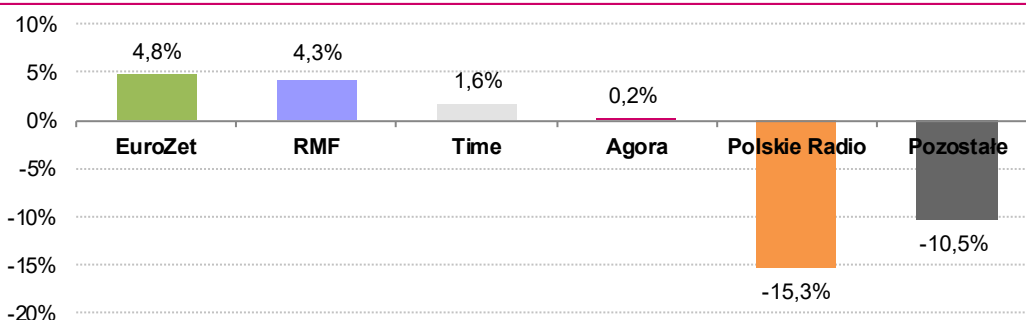
### Udziały grup radiowych w 4Q2019



\* na podstawie cenników, netto wg własnych szacunków Grupy Radiowej Agory

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

### Zmiana cennikowych przychodów z reklamy grup radiowych



Źródło: Agora, Millennium DM

## Wyniki segmentu Radio

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Przychody</b>	<b>113,4</b>	<b>114,0</b>	<b>116,0</b>	<b>113,1</b>	<b>101,8</b>	<b>106,9</b>	<b>294,7</b>	<b>288,8</b>
Koszty	100,6	97,3	98,8	98,7	97,1	98,5	269,3	261,6
Wynagrodzenia	31,8	31,5	33,0	34,6	34,6	37,4	49,4	50,4
Usługi obce	44,0	42,4	42,7	36,1	33,9	33,9	178,9	161,0
Reklama	14,6	13,3	12,1	14,1	12,7	13,3	14,7	15,4
Amortyzacja	3,1	3,4	4,1	7,0	9,7	7,3	8,4	17,2
Pozostałe	7,1	6,7	6,9	6,9	6,2	6,5	18,0	17,6
EBIT adj	12,8	16,7	17,2	14,3	4,9	8,3	25,7	28,0
EBITDA adj	15,9	20,1	21,3	21,3	14,6	15,6	34,1	45,2
EBITDA adj non MSSF16	15,9	20,1	21,3	21,3	11,9	12,9	31,4	42,5
<i>marża EBITDA (non MSSF16)</i>	<i>14,0%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,8%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,1%</i>	<i>10,7%</i>	<i>14,7%</i>

Źródło: Agora, Millennium DM

## Reklama zewnętrzna

Segment reklamy zewnętrznej jest drugim, po kinach, co do skali negatywnego wpływu kryzysu. Niemal całość przychodów z rynku reklamy, w połączeniu z relatywnie wysokim udziałem kosztów stałych, przełoży się według naszych prognoz, na stratę operacyjną w bieżącym roku. Koszty funkcjonowania tysięcy tablic reklamowych w tym wynagrodzenia ekip je obsługujących, koszty najmu, energii, itp. trudne są do ograniczenia. Zakładamy jednak, że w 2020r. dojdzie do poprawy na rynku reklamy, a w kolejnych możliwa będzie dalsza poprawa.

## Wyniki segmentu Reklama zewnętrzna

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Przychody</b>	<b>168,0</b>	<b>163,0</b>	<b>171,9</b>	<b>184,3</b>	<b>147,4</b>	<b>162,2</b>	<b>178,4</b>	<b>187,3</b>
Koszty	143,1	134,7	144,9	153,5	150,3	152,2	160,6	164,9
Wynagrodzenia	22,5	21,5	23,2	26,3	25,5	25,5	26,8	28,1
Usługi obce	84,7	78,7	81,6	70,5	61,3	64,4	70,8	74,4
Amortyzacja	15,9	17,8	19,7	31,4	43,3	40,4	39,2	37,6
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	5,5	5,8	6,1	6,3
Odpisy i rezerwy	0,0	1,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	15,7	10,7	15,0	18,3	14,6	16,1	17,7	18,6
EBIT adj	24,9	29,9	27,0	30,1	-2,9	9,6	17,6	22,1
EBITDA adj	40,8	47,7	46,7	61,5	40,4	50,0	56,8	59,7
EBITDA adj non MSSF16	40,8	47,7	46,7	61,5	28,5	38,1	44,9	47,8
<i>marża EBITDA (non MSSF16)</i>	<i>24,3%</i>	<i>29,3%</i>	<i>27,2%</i>	<i>33,4%</i>	<i>19,3%</i>	<i>23,5%</i>	<i>25,2%</i>	<i>25,5%</i>

Źródło: Agora, Millennium DM

## Strategia

Kryzys wywołany epidemią i w ślad za tym gwałtowne pogorszenie wyników przekłada się na ograniczenie możliwości realizacji strategii. Już wcześniej, gdyż w momencie podjęcia decyzji o inwestycji w spółkę Eurozet, stało się oczywiste, że będzie konieczna jej modyfikacja. Wybrano rezygnację lub odsunięcie w bliżej nieokreślonej przyszłości pomysłu budowy biznesu rodzinnych centrów rozrywki. Według deklaracji zarządu w mocy pozostaje jednak gotowość do przejęcia spółki Eurozet, w sprawie którego spółka oczekuje na decyzję UOKiK. Konieczność dokończenia tej transakcji będzie wymagała zaciągnięcia dodatkowego długu. Na bazie wyników tegorocznych (wg naszych prognoz) byłoby to trudne do zrealizowania, ale oczekujemy że już przyszłoroczne wyniki będą znacznie lepsze i wydatek około 200 mln PLN na 60% kapitału Eurozet jest w zasięgu Agory.

Strategia zakładała rozwój działalności gastronomicznej (obecnie w obrębie segmentu Film i książka). Z powodu epidemii i administracyjnego zamknięcia lokali Agora zdecydowała się zrobić krok wstecz i spółka Foodio została błyskawicznie postawiona w stan upadłości, a następnie sprzedana za symboliczną kwotę. Mimo to spółka nie rezygnuje z rozwijania tej działalności i nadal pozytywnie ocenia perspektywy spółki Step Inside, która prowadzi lokale pod marką Pasibus.

Doinwestowywane są segmenty Internet (w drugiej połowie ubiegłego roku dokupiono udziały w ROI Hunter oraz HRlink) oraz Reklama zewnętrzna (zakup 60% Piano Group w połowie 2019r. i dalsze 32% w bieżącym miesiącu).

Pod znakiem zapytania na razie stało natomiast tempo inwestycji w nowe kina. Duża niepewność wstrzymała nowe otwarcia, a dalsze decyzje będą możliwe dopiero kiedy biznes kinowy powróci do generowania nadwyżek gotówki.

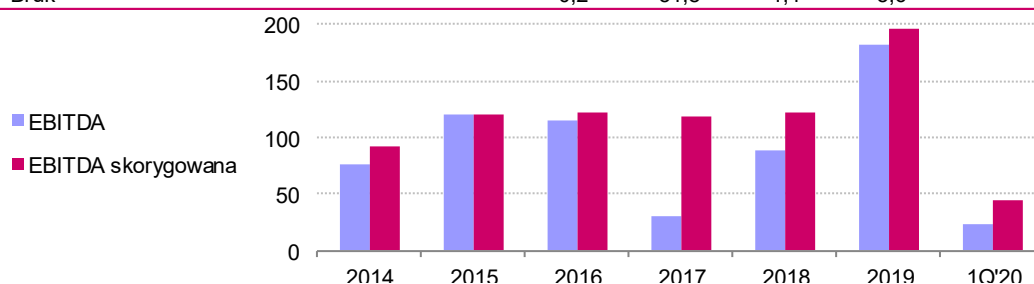
## Odpisy i rezerwy

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 należącej 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.

### Grupa Agora - odpisy i rezerwy na restrukturyzację w latach 2013-2020

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1Q'20
Odpisy i koszty restrukturyzacji	-15,1		-6,9	-88,9	-33,8	-13,1	-21,4
Prasa	-15,1		-5,8	-13,2	-24,7		
Film i książka							-8,7
Reklama zewnętrzna				-1,6			
Internet			-0,4	-21,8	-7,5	-7,4	-12,7
Radio							
Druk			-0,2	-51,8	-1,4	-5,6	



Zródło: Agora, Millennium DM

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.



## Aktualizacja prognoz

Prognozy sporządzone przez nas na potrzeby modelu Grupy Agora i jej wyceny na skutek wybuchu epidemii i kryzysu uległy znacznym zmianom. Dotyczą one w największym stopniu bieżącego i przyszłego roku, jednak obniżenie poziomu przychodów dotyczy całego okresu prognozy.

Zarząd spółki deklaruje dokonanie znaczącego obniżenia kosztów jeszcze w tym roku, co uwzględniliśmy w naszym modelu. Obniżeniu ulegną również nakłady inwestycyjne i to w każdym segmencie biznesu Grupy Agora.

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>przychody netto, w tym:</b>	<b>1 198,4</b>	<b>1 165,5</b>	<b>1 141,2</b>	<b>1 249,7</b>	<b>938,4</b>	<b>1 106,6</b>	<b>1 355,6</b>	<b>1 413,3</b>	<b>1 453,5</b>
Prasa	267,9	231,5	232,5	254,7	217,4	226,3	228,3	228,4	228,7
Film i książka	364,0	416,2	419,1	521,5	290,0	415,4	438,6	470,2	484,5
Reklama zew nętrna	168,0	163,0	171,9	184,3	147,4	162,2	178,4	187,3	192,9
Internet	167,9	172,1	177,8	209,0	204,8	221,2	243,3	267,7	294,4
Radio	113,4	114,0	116,0	113,1	101,8	106,9	294,7	288,8	283,1
Druk	155,5	109,0	71,5	0,0	0,0				
Wyłączenia	-38,3	-40,3	-29,1	-32,8	-23,0	-25,3	-27,8	-29,2	-30,1
<b>koszty operacyjne</b>	<b>-1 175,4</b>	<b>-1 150,1</b>	<b>-1 125,2</b>	<b>-1 212,7</b>	<b>-1 004,6</b>	<b>-1 100,6</b>	<b>-1 323,9</b>	<b>-1 351,8</b>	<b>-1 382,7</b>
Wynagrodzenia	-323,2	-327,6	-328,7	-336,2	-295,4	-322,8	-343,1	-352,8	-359,5
Amortyzacja	-98,2	-103,0	-87,6	-158,0	-167,7	-160,0	-161,6	-171,6	-173,4
Zużycie mater. i energii oraz koszt mater.	-221,1	-170,9	-153,1	-153,0	-100,7	-109,8	-113,7	-112,2	-112,0
Reprezentacja i reklama	-83,5	-74,7	-67,5	-77,5	-57,6	-70,1	-76,5	-82,6	-87,7
Usługi	-424,1	-430,8	-438,7	-447,7	-336,8	-385,8	-555,9	-570,2	-587,6
Odpisy i koszty restrukturyzacji	-6,9	-88,9	-33,8	-13,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-24,7	-42,6	-30,9	-39,5	-46,4	-52,0	-72,8	-62,3	-62,4
<b>EBITDA adj, w tym:</b>	<b>121,3</b>	<b>118,4</b>	<b>122,1</b>	<b>195,1</b>	<b>101,6</b>	<b>166,0</b>	<b>193,4</b>	<b>233,1</b>	<b>244,3</b>
Prasa	11,9	8,2	0,9	4,0	8,7	10,9	13,0	15,1	15,0
Film i książka	56,6	63,5	63,0	124,7	43,8	96,2	107,0	116,0	119,2
Reklama zew nętrna	40,8	47,7	46,7	61,5	40,4	50,0	56,8	59,7	63,5
Internet	28,3	23,1	28,4	28,9	27,3	27,2	31,9	37,3	40,6
Radio	15,9	20,1	21,3	21,3	14,6	15,6	34,1	45,2	47,4
Druk	8,3	9,0	0,8	6,6					
Koszty na poziomie centrali	-40,5	-53,2	-39,0	-51,9	-33,2	-33,9	-49,6	-40,3	-41,5
<b>EBITDA non MSSF16:</b>	<b>121,3</b>	<b>118,4</b>	<b>122,1</b>	<b>116,8</b>	<b>23,3</b>	<b>87,8</b>	<b>115,1</b>	<b>154,8</b>	<b>166,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>23,1</b>	<b>15,4</b>	<b>34,5</b>	<b>37,1</b>	<b>-66,1</b>	<b>6,0</b>	<b>31,8</b>	<b>61,5</b>	<b>70,8</b>
saldo finansow e	-15,0	2,5	20,8	-15,3	-24,0	-21,6	-31,3	-32,7	-34,3
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>8,1</b>	<b>17,9</b>	<b>55,3</b>	<b>21,8</b>	<b>-90,1</b>	<b>-15,6</b>	<b>0,5</b>	<b>28,9</b>	<b>36,5</b>
podatek dochodow y	-13,4	-4,1	-11,5	-8,1	0,0	3,0	-0,1	-5,5	-6,9
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	4,0	0,0	0,0	0,0
(Zyski) straty mniejszości	3,5	4,2	4,3	2,5	-9,0	-1,3	0,0	0,7	0,9
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>-16,6</b>	<b>-83,5</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>	<b>-81,1</b>	<b>-11,4</b>	<b>0,4</b>	<b>22,7</b>	<b>28,7</b>
EPS	-0,4	-1,8	0,1	0,1	-1,7	-0,2	0,0	0,5	0,6

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

## Bilans (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>1 139,5</b>	<b>991,3</b>	<b>981,3</b>	<b>1 664,5</b>	<b>1 537,8</b>	<b>1 463,0</b>	<b>1 591,8</b>	<b>1 525,9</b>	<b>1 448,9</b>
rzeczowe aktywa trwałe	627,5	514,0	519,5	458,6	410,1	413,6	620,7	633,0	634,3
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
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>419,2</b>	<b>400,6</b>	<b>418,5</b>	<b>327,9</b>	<b>306,3</b>	<b>416,1</b>	<b>512,0</b>	<b>576,3</b>	<b>661,5</b>
zapasy	33,8	34,8	35,8	21,3	15,4	18,2	22,3	23,2	23,9
należności	254,4	253,6	226,8	230,1	180,0	227,4	297,1	309,8	318,6
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	101,3	160,9	182,9	233,6	309,4
aktywa do zbycia	10,7	13,7							
<b>aktywa razem</b>	<b>1 569,4</b>	<b>1 405,7</b>	<b>1 399,8</b>	<b>1 992,4</b>	<b>1 844,1</b>	<b>1 879,2</b>	<b>2 103,8</b>	<b>2 102,1</b>	<b>2 110,4</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	1 097,1	995,6	975,0	931,2	854,2	854,7	848,2	864,7	884,6
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	969,0	1 003,5	1 234,7	1 216,5	1 204,8
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	340,7	375,3	426,4	438,3	446,5
w tym dług odsetkowy	48,8	29,2	34,8	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5
<b>pasywa razem</b>	<b>1 569,4</b>	<b>1 405,7</b>	<b>1 399,8</b>	<b>1 992,4</b>	<b>1 844,1</b>	<b>1 879,2</b>	<b>2 103,8</b>	<b>2 102,1</b>	<b>2 110,4</b>
BVPS	23,55	21,37	20,93	19,99	18,34	18,35	18,21	18,56	18,99

## 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	-81,1	-11,4	0,4	22,7	28,7
amortyzacja bez leasingu MSSF16	98,2	103,0	87,6	79,8	89,5	81,7	83,3	93,3	95,2
zmiana kapitału obrotowego	10,0	-16,9	5,4	33,3	-15,3	-15,6	-22,7	-1,7	-1,2
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>97,0</b>	<b>77,3</b>	<b>81,1</b>	<b>205,5</b>	<b>75,4</b>	<b>144,8</b>	<b>152,4</b>	<b>206,3</b>	<b>214,9</b>
inwestycje (capex)	-83,8	-57,0	-85,1	-21,2	-41,0	-85,2	-290,4	-105,6	-96,4
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-28,7</b>	<b>-41,2</b>	<b>-19,8</b>	<b>-100,5</b>	<b>-41,0</b>	<b>-85,2</b>	<b>-290,4</b>	<b>-105,6</b>	<b>-96,4</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-35,7	0,0	-23,3	-23,3	0,0	0,0	-20,0	-20,0	-22,7
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
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-49,3</b>	<b>-67,0</b>	<b>-47,5</b>	<b>-76,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>160,0</b>	<b>-50,0</b>	<b>-42,7</b>
zmiana gotówki netto	19,0	-31,0	13,8	28,1	34,4	59,6	22,0	50,7	75,8
DPS	0,75	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00	0,43	0,43	0,49
CEPS	1,75	0,42	1,99	1,79	0,18	1,51	1,80	2,49	2,66
FCFPS	0,80	0,94	-0,42	1,35	-0,71	-0,23	-4,03	1,44	1,95

## Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
zmiana sprzedaży	0,8%	-2,7%	-2,1%	9,5%	-24,9%	17,9%	22,5%	4,3%	2,8%
zmiana EBITDA (non MSSF16)	-16,6%	-2,4%	3,2%	-4,3%	-80,0%	276,3%	31,2%	34,5%	7,2%
zmiana EBIT	-46,8%	-33,4%	124,4%	7,6%	-278,4%	-109,1%	425,6%	93,7%	15,1%
zmiana zysku netto	-	-	-	-	-	-	-	-	26,4%
marża EBITDA adj.	10,1%	10,2%	10,7%	15,6%	10,8%	15,0%	14,3%	16,5%	16,8%
marża EBIT	1,9%	1,3%	3,0%	3,0%	-7,0%	0,5%	2,3%	4,4%	4,9%
marża netto	-1,4%	-7,2%	0,4%	0,3%	-8,6%	-1,0%	0,0%	1,6%	2,0%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
dług / kapitał (x)	9,3%	8,2%	9,5%	8,7%	9,3%	9,2%	16,8%	15,3%	14,3%
odsetki / EBIT	23,2%	29,4%	13,6%	12,6%	-8,0%	87,6%	25,4%	16,8%	13,5%
stopa podatkowa	165,9%	22,8%	20,8%	37,1%	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	-	-	0,5%	0,4%	-8,7%	-1,3%	0,0%	2,7%	3,3%
ROA	-	-	0,4%	0,3%	-4,1%	-0,6%	0,0%	1,1%	1,4%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	95,2	96,7	100,6	111,3	76,9	17,3	175,2	94,6	-1,2

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, które gromadzone były w celu dokonania przejęć, których celu spółka poszukiwała. 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. Powinno to być efektem cięć wydatków inwestycyjnych oraz niewypłaceniem dywidendy.

### Wskaźniki płynności Grupy Agora

	2015	2016	2017	2018	2019	2020p
Aktyw a obrotow e	447,9	419,2	400,6	418,5	327,9	306,3
Zapasy	29,0	33,8	34,8	35,8	21,3	15,4
Gotów ka	31,2	50,2	19,2	33,0	61,1	95,5
Zobow iązania bieżące (non MSSF16)	321,4	323,7	284,6	288,7	334,8	263,5
Wskaźnik płynności bieżącej (aktyw a obrotow e / zobow iązania bieżące)	1,39	1,30	1,41	1,45	0,98	1,16
Wskaźnik płynności przyspieszonej ((aktyw a obrotow e – zapasy) / zobow iązania bieżące)	1,30	1,19	1,29	1,33	0,92	1,10
Wskaźnik płynności natychmiastow ej (środki pieniężne / zobow iązania bieżące)	9,7%	15,5%	6,7%	11,4%	18,2%	36,2%

Źródło: Agora, Millennium DM

## Analiza zadłużenia

Na koniec marca 2020 r. zadłużenie Grupy z tytułu kredytów i leasingu wyniosło 718,8 mln PLN. W kwocie tej jednak 548,2 mln PLN stanowią zobowiązania z tytułu leasingu prawa do długoterminowego użytkowania aktywów, co wynika ze standardu MSSF 16. Leasing ten jest pozycją teoretyczną, gdyż w rzeczywistości spółka zawarte ma umowy najmu powierzchni i płaci z tego tytułu czynsze. Zdecydowana większość wartości tej pozycji ulokowana jest w spółce Helios i wynika z umów najmu powierzchni na potrzeby funkcjonowania kin.

Uwzględniając jedynie rzeczywiste zadłużenie, wynosiło ono na koniec 1Q'20 170,5 mln PLN, z czego 66% stanowi zadłużenie długoterminowe, a 34% krótkoterminowe. Jednocześnie zadłużenie krótkoterminowe, w którym 40,6 mln PLN to kredyty i pożyczki, a 16,9 mln PLN to rzeczywisty leasing finansowy, jest mniejsze niż posiadane na ten sam moment środki pieniężne, które wyniosły 98,9 mln PLN.

Suma kredytów i pożyczek oraz rzeczywistego leasingu finansowego, pomniejszonego o środki pieniężne wynosiła na koniec 1Q'20 71,6 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. 116,8 mln PLN. Oznacza to relację wynoszącą 0,6, czyli standardowo określaną jako bardzo bezpieczna. Zarazem całe zadłużenie stanowi 20% wartości kapitałów własnych oraz 41,6% wartości rzeczowych aktywów trwałych.

Tegoroczny kryzys, według naszych prognoz, sprowadzi EBITDA (bez MSSF16) do poziomu 23,3 mln PLN, co przełoży się na duży wzrost wskaźnika dług netto / EBITDA do 3,1, czyli uważanej już za ryzykowny. Przyszły rok powinien przynieść jednak już znaczące odbicie wyniku i spadek wskaźnika do 0,8.

## Struktura zadłużenia Grupy Agora na koniec 1Q'20

	Grupa Agora	Agora	Helios	Pozostałe spółki
<b>Długoterminowe zobowiązania finansowe</b>	<b>591,2</b>	<b>73,3</b>	<b>437,3</b>	<b>80,6</b>
<b>bez wpływu MSSF16</b>	<b>113,0</b>			
Dł. kredyty i pożyczki	61,9	52,0	9,9	0,0
Dł. obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0
Dł. leasing	529,4	21,3	<b>427,4</b>	80,6
w tym w ynikające z MSSF16	478,2			
<b>Krótkoterminowe zobowiązania finansowe</b>	<b>127,5</b>	<b>36,5</b>	<b>69,8</b>	<b>21,1</b>
<b>bez wpływu MSSF16</b>	<b>57,5</b>			
Kr. kredyty i pożyczki	40,6	33,5	7,1	0,0
Kr. obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0
Kr. leasing	86,9	3,0	<b>62,7</b>	21,1
w tym w ynikające z MSSF16	70,0			
Całkowite zadłużenie bez w pływ u MSSF16	170,5			
Środki pieniężne	98,9			
<b>Dług odsetkowy netto</b>	<b>71,6</b>			
Kapitały własne - 2020r.	854,2	Zadłużenie / KW		20,0%
Rzeczowe aktywa trwałe - 2020r.	410,1	Zadłużenie / RzAT		41,6%
EBITDA bez MSSF16 - 2019r.	116,8	Net debt / EBITDA '19		0,6
EBITDA bez MSSF16 - 2020r.	23,3	Net debt / EBITDA '20p		3,1
EBITDA bez MSSF16 - 2021r.	87,8	Net debt / EBITDA '21p		0,8

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 natrączywe 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

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

## Departament Sprzedaży

<b>Radosław Zawadzki</b> +48 22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl	<b>Dyrektor</b>
<b>Arkadiusz Szumilak</b> +48 22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl	
<b>Jarosław Oldakowski</b> +48 22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl	
<b>Leszek Iwaniec</b> +48 22 598 26 90 leszek.iwaniec@millenniumdm.pl	
<b>Marek Pszczółkowski</b> +48 22 598 26 60 marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl	
<b>Marcin Czerwonka</b> +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 dochoowaniem 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 nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji 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 sporządzający 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/E - 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) - lepiej 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 właściwy 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 (zyskowość, 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 przyszłości 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, KCHM, 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. Pomógł 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 wskaźników konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wspierania 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 który 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 30 czerwca 2020 roku o godzinie 10.30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 30 czerwca 2020 roku godzina 11.00.

### Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Ambra	Kupuj	12 lip 19	15,70	23,90	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	26 lip 19	12,00	20,50	Adam Zajler
LPP	Neutralnie	8 lis 19	8530	9108	Marcin Palenik
VRG	Kupuj	8 lis 19	4,08	5,01	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 gru 19	15,80	26,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20 gru 19	10,30	22,00	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	27 maja 2020	18,00	21,30	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	71%
Akumuluj	1	14%
Neutralnie	1	14%
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

przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.