

Agora

raport inicjujący

kupuj

media, rozrywka

Cena: 12,0
Cena docelowa: 20,5

Kierunek subskrypcja i rozrywka

Agora jest w połowie spółką medialną, gdyż blisko 50% jej przychodów pochodzi z rynku reklamy. Pozostałą część dochodów przynosi zdywersyfikowana działalność usługowo-rozrywkowa. Większość przychodów reklamowych generowanych jest z reklamy zewnętrznej i z Internetu, natomiast segment prasy w coraz większym stopniu przechodzi na model subskrypcyjny. Rozrywkę obecnie dostarczają głównie kina, ale ma powstać silny segment rodzinnych centrów zabawy. Agora świadczy także usługi w sferze mediów i filmu oraz technologii IT. Funkcjonującym i na razie niewielkim, ale mającym urosnąć do jednego z filarów grupy jest z kolei segment restauracji.

Prasa w subskrypcji

Pod względem wkładu do zysków spółki prasa przestała mieć znacznie. Nie oznacza to jednak jej końca, gdyż trwa zmiana modelu tego biznesu. Ilość subskrypcji cyfrowych zbliża się szybko do 200 tys., podczas gdy liczba sprzedawanych egzemplarzy papierowych spadła już poniżej 100 tys. Nowy model wciąż jest w fazie „promocji”, przez co przychód na subskrybenta nie jest satysfakcjonujący. Widać jednak stopniowe zmiany nawyków czytelników, które w dobie mobilności kształtowane są przez usługi o podobnym modelu, jak przykładowo świadczone przez Netflix, czy Spotify.

Rozrywka i gastronomia

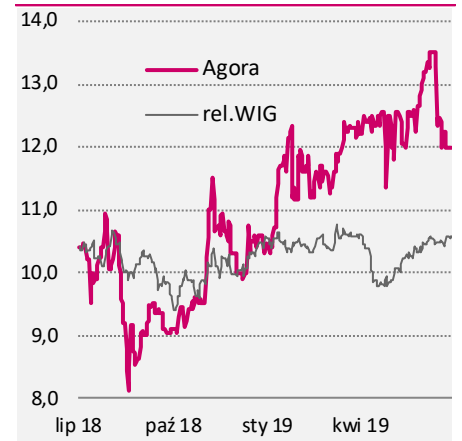
Grupa Agora wypracowuje aktualnie zyski na biznesie kinowym, na reklamie zewnętrznej i w portalach internetowych. Realizowana strategia zakłada organiczny wzrost kin, przejście na model subskrypcyjny w prasie oraz wyraźny rozwój biznesu gastronomicznego, tak by stał się osobnym i znaczącym segmentem biznesowym. Dodatkowo zupełnie nowym pomysłem jest zbudowanie biznesu rodzinnych centrów rozrywki. Ruchem już wykonanym jest znaczący wzrost roli segmentu radiowego. Do tego spółka posiada opcję jego powiększenia z datą wykonania w połowie 2022 roku.

Eurozet

Możliwość zdobycia jednym posunięciem silnej pozycji w interesującym segmencie rynku zdarzają się rzadko. Taką okazją było przejęcie spółki Eurozet (właściciel Radia Zet). Na razie Agora kupiła pakiet mniejszościowy, ale z opcją kupna reszty. Posunięcie to nie było przewidziane w strategii i z racji wielkości kapitału jaki wymaga (łącznie około 330/350 mln do 2023 roku), nie pozostaje bez wpływu na możliwości realizacji pozostałych jej celów.

Finansowanie strategii Agory

Strategia zakłada wydanie na rozwój około 930 mln PLN, z czego około 450 mln PLN ma zostać sfinansowane długiem. Będzie on jednak zaciągany stopniowo, przez kilka lat. W relacji do aktualnie wypracowywanej EBITDA taki poziom zadłużenia byłby trudny do zaakceptowania, jednak w relacji do prognozowych wyników już tak, gdyż maksymalny poziom wskaźnika dług netto / EBITDA nie powinien przekroczyć 2,5.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	8.10 / 13.5		
Liczba akcji (mln)	46,6		
Kapitalizacja (mln PLN)	571		
EV (mln PLN)	784		
Free float (mln PLN)	284		
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	-3,2%	0,7%	20,1%
Zmiana rel. WIG	-5,5%	0,4%	18,4%

Adam Zajler
22 598 26 88
adam.zajler@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	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	112,1	0,6	4,1%	22,7	6,4	0,5%
2019p	1198,7	41,8	126,0	30,3	19,7	0,42	2,23	21,3	28,9	0,6	4,1%	18,7	6,2	2,0%
2020p	1266,9	50,1	135,0	36,7	24,6	0,53	2,35	21,7	23,2	0,6	4,1%	15,6	5,8	2,5%
2021p	1352,9	62,4	148,7	51,7	36,4	0,78	2,63	22,4	15,7	0,5	4,1%	12,6	5,3	3,6%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, r1n PLN

Raport został sporządzony przez Millennium Dom Maklerski S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Millennium Domu Maklerskiego S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

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 1092 mln PLN, czyli 23.6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 814 mln PLN (17.5 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 953 mln PLN, czyli 20.5 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	1088	23,5
Wycena porównawcza	813	17,5
Wycena spółki Agora	951	20,5

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Wycena spółki metodą DCF

(mIn PLN)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	>2028
Przychody	1198,7	1266,9	1352,9	1587,2	1668,8	1723,1	1800,8	1849,9	1935,2	1991,7	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	35,8	42,8	52,0	75,9	87,4	88,4	94,1	92,2	101,2	102,1	
Amortyzacja (non MSSF 16)	84,1	84,9	86,3	94,3	95,9	97,7	99,8	102,2	107,3	111,6	
Zmiana w kapitale pracującym	-3,2	-5,3	-2,6	-7,1	-2,5	-1,6	-2,3	-1,5	-2,6	-1,7	
CAPEX	-85,0	-80,0	-87,4	-287,9	-94,6	-97,1	-99,6	-102,2	-104,9	-107,7	
FCF	31,7	42,4	48,4	-124,7	86,2	87,4	92,0	90,7	101,0	104,3	
zmiana FCF	57,5%	33,8%	14,1%	-	-	1,5%	5,2%	-1,5%	11,4%	3,3%	1,2%
Dług/Kapitał	19,0%	18,7%	18,2%	24,5%	23,1%	22,0%	20,9%	19,9%	18,8%	17,9%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	1,3%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,2%	2,3%	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	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Koszt długu	3,3%	3,5%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%	4,3%	4,6%
Koszt kapitału	7,1%	7,3%	7,4%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,4%
WACC	6,3%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%	7,1%	7,2%	7,5%
PV (FCF)	31,7	39,8	42,6	-102,9	66,4	62,8	61,4	56,3	58,3	55,9	873,6
Wartość DCF (mIn PLN)	1246	w tym wartość rezydualna				874					
(Dług) Gotówka netto	-213,6										
Wartość udz. mniejsz.	77,0										
Wycena DCF (mIn PLN)	955,3										
Liczba akcji (mIn)	46,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	20,5										

Źródło: MillenniumDM

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Agora na lata 2019 - 2028,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 2.63%,
- ❑ 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 77 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%	26,0	26,9	27,8	29,4	32,4
	2,0%	24,2	25,0	25,8	27,1	29,6
	2,6%	22,4	23,0	23,6	24,7	26,7
	3,0%	21,4	22,0	22,6	23,5	25,3
	3,5%	20,3	20,8	21,3	22,1	23,7
Beta nielewarowana	0,8	27,6	28,5	29,4	31,0	34,1
	1,0	22,4	23,0	23,6	24,7	26,7
	1,2	18,4	18,9	19,4	20,1	21,5

Źródło: MillenniumDM

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
AXEL SPRINGER SE	SPR	GERMANY	28 553	29,4	23,9	23,7	8,9	11,7	11,9
SCHIBSTED ASA-CL A	SCH	NORWAY	23 755	106,6	35,1	28,5	22,3	15,1	13,1
SANOMA OYJ	SAA	FINLAND	6 003	12,5	10,7	10,3	5,8	5,8	5,8
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	DMG	BRITAIN	8 380	3,6	20,9	18,8	22,9	8,6	8,9
LAGARDERE SCA	MMB	FRANCE	12 310	14,8	12,0	11,4	6,5	6,6	6,4
WOLTERS KLUWER	WKL	NETHERLANDS	78 394	21,8	24,0	22,6	11,8	15,8	15,0
GEDI GRUPPO EDITORIALE SPA	GED	ITALY	620		14,0	12,7	8,2	5,9	5,6
STROEER SE & CO KGAA	SAX	GERMANY	16 255	22,3	18,3	16,5	7,9	9,7	9,1
CINEWORLD GROUP PLC	CIN	BRITAIN	16 253	14,9	9,6	8,9	10,2	7,0	6,8
CINEMARK HOLDINGS INC	CNK	UNITED STATES	16 425	15,4	16,4	15,5	8,9	9,4	9,2
Mediana				15,4	17,4	16,0	8,9	9,0	9,0
Agora zysk netto (mln PLN)				24,2	29,3	41,4			
Agora EBITDA (non MSSF16) (mln PLN)							126,0	135,0	148,7
Dług netto							213,6	193,7	165,1
Zysk netto mniejszości				4,5	4,7	5,0			
Wartość udziałów mniejszościowych							69	82	80
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				374	509	662	981	1103	1251
Wycena							813		
Wycena na 1 akcję							17,5		

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 wynik 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.
- ❑ Strategia przyjęta na lata 2018-2022 zakłada wzrost zadłużenia, co wiązać się będzie z wyższym ryzykiem finansowym.

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 zmniejszenia się strategii rozwoju Agory z kierunkiem w jakim podążą technologie i preferencje klientów.

Obszar kinowy:

- ❑ Duży udział spółki w rynku kin w Polsce oraz rosnący stopień jego nasycenia stwarza ryzyko dla utrzymania wzrostu. Możliwość nasilenia 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 radiowy:

- ❑ Działalność radiowa jest koncesjonowana, z czym wiąże się ryzyko nieprzedłużenia koncesji.
- ❑ 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 powoduje konieczności uzyskania zgody zarówno UOKiK (koncentracja), jak i KRRiT (koncesja), ale wykonanie opcji już będzie. Transakcja ta wzbudziła duże emocje (polityczne) co może utrudnić wykonanie opcji zakupu.

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.

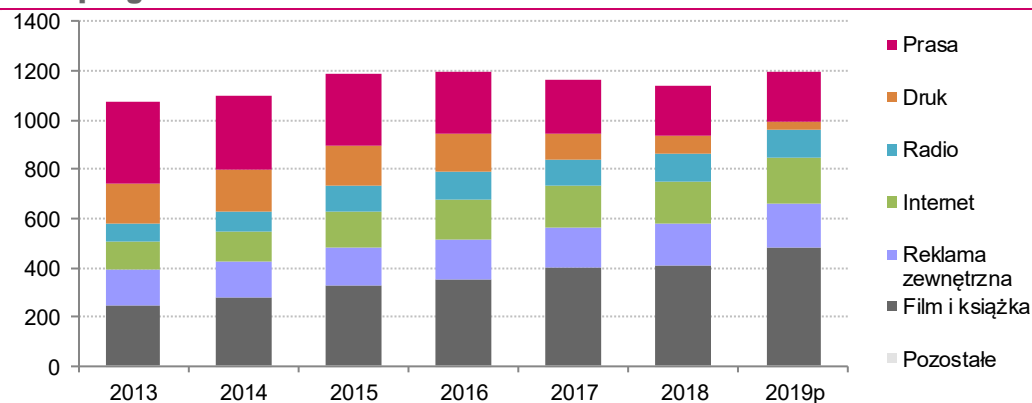
Grupa Agora

Strategia biznesowa Grupy Agora

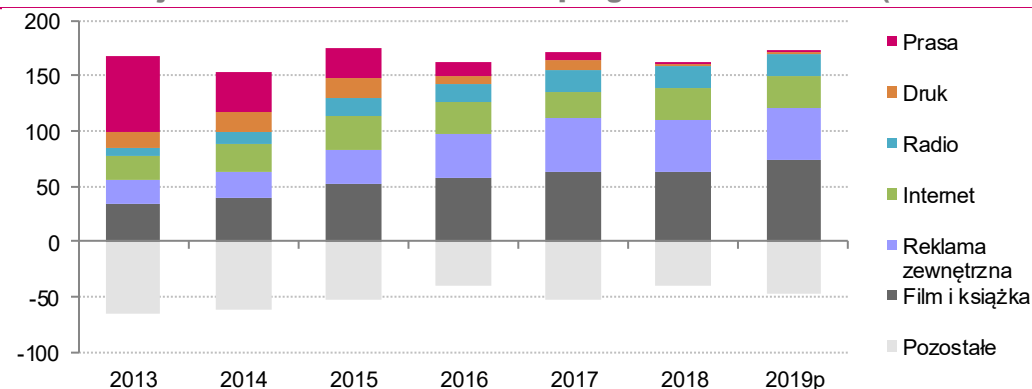
Agora jest obecnie koncernem medialno-rozrywkowym składającym się ze spółki matki oraz 20 spółek zależnych, a także 5 spółek z udziałem poniżej 50%, ale z perspektywą objęcia całości (na dzień 17 lipca).

- prowadzenie sieci kin Helios,
- reklama zewnętrzna (bilbordy oraz elektroniczne nośniki reklamy),
- wydawanie Gazety Wyborczej i kilku czasopism,
- serwisy internetowe: Gazeta.pl, Sport.pl, Tokfm.pl i Blox.pl, oraz usługi B2B dla podmiotów z rynku reklamy internetowej (poprzez Yieldbird i ROI Hunter),
- radio, w tym: stacje Złote Przeboje, Rock Radio i Radio Pogoda, internetowego radio Tu-ba.FM, udział większościowy w TOK FM i na dzień dzisiejszy mniejszościowy w Eurozet, czyli właściciela Radia Zet, Antyradia, Meloradia i Chillizet.

Przychody Grupy Agora w podziale na segmenty w latach 2013-2018 oraz prognoza na 2019 rok



EBITDA adj.* w latach 2013-2018 oraz prognoza na 2019 rok (non)



*EBITDA skorygowana o odpisy i rezerwy restrukturyzacyjne

Źródło: Agora, Millennium DM

Agora SA, czyli spółka matka koncernu zajmuje się przede wszystkim wydawaniem ogólnopolskiego dziennika, czyli „Gazety Wyborczej” oraz szeregu innych czasopism i związanych z nimi serwisów internetowych. Treści w nich zawarte tworzy ponad 1000 osób. Ich tematyka jest różnorodna - od polityki i życia codziennego, po poradnikową i shoppingową.

Wśród wydawanych przez Agorę czasopism są m.in.:

- ❑ XX„Avanti” - pismo shoppingowe,
- ❑ „Logo” - miesięcznik dla mężczyzn o charakterze shoppingowo-lifestyle’owym,
- ❑ „Kuchnia” - pismo o gotowaniu i jedzeniu,
- ❑ „Opiekun” - kwartalnik skierowany do osób, które na stałe opiekują się bliskimi,
- ❑ „Wysokie Obcasy Extra” - miesięcznik kobiecy;
- ❑ „Wysokie Obcasy Praca” - dwumiesięcznik, nastawiony na praktyczne informacje o pracy, życiu, psychologii, nauce i technologiach.

Ponadto w spółce matce skupione jest szereg funkcji skierowanych do całej grupy, m.in. takie działalności jak rozwojowa, zwłaszcza techniczna w dziedzinie mediów elektronicznych, wynajem doradców zewnętrznych na potrzeby rozlicznych przejęć i restrukturyzacji, prowadzenie serwerowni na potrzeby grupy, a także funkcje back-office (HR, finanse, itp.).

W ramach całej Grupy Agora najistotniejsza, pod względem generowanych wyników, jest **działalność kinowa**. Realizowana jest poprzez spółkę **Helios**, której Agora jest właścicielem w 91,4%. Helios jest operatorem 48 kin, z 269 ekranami i 52,3 tys. miejsc. Sieć kinowa skupia swoją działalność głównie w miastach średniej wielkości, ale jej obiekty są również obecne w największych aglomeracjach Polski, m.in. w Warszawie, Łodzi, Poznaniu, Trójmieście i Wrocławiu.

Z działalnością kinową wiążą się dwa kolejne rodzaje biznesów, a mianowicie działalność gastronomiczna oraz produkcja i dystrybucja filmowa.

Agora w roli producenta lub współproducenta filmowego występuje od wielu lat, a od maja 2017 roku za **produkcję filmową** w ramach Grupy Agora odpowiada spółka **Next Film**. Spółka jako koproducent współfinansowała kilkanaście filmów, w tym hity frekwencyjne takie, jak „Bogowie” Łukasza Palkowskiego, „Po prostu przyjaźń” Filipa Żylbera czy „Sztuka kochania. Historia Michaliny Wisłockiej” Marii Sadowskiej. Ponadto Next Film specjalizuje się w promocji i dystrybucji polskich produkcji i dotychczas wprowadziła na ekrany kin prawie 30 tytułów, w tym wszystkie filmy, w których produkcję zaangażowana była Agora.

W ramach segmentu Film i książka funkcjonuje dodatkowo działalność wydawnicza, która realizowana jest po części w samej spółce matce, a po części w spółkach Publio.pl i Kulturalnysklep.pl. Wydawnictwa Agory to zbiór pozycji z dziedziny literatury faktu uzupełniany o pozycje literatury pięknej, klasycznej, biografie czy katalog audiobooków. Wydawnictwo zajmuje się również produkcją oraz dystrybucją muzyki i filmów oraz dysponuje działem Digital, który zajmuje się bezpośrednią dystrybucją muzyki do polskich i globalnych sklepów cyfrowych. **Agora Digital Music** to również sieć na YouTube, która oferuje kompleksową obsługę kanału artystów i wytwórni, a także dostęp do technologii Content ID.

Publio.pl to działająca od 2012 r. internetowa księgarnia Agory, która oferuje ponad 35 tys. e-booków i audiobooków oraz kilkaset tytułów prasowych. **Kulturalnysklep.pl** to księgarnia internetowa, która oferuje: książki Wydawnictwa Agory, płyty CD i winyle z muzyką znanych wykonawców, filmy na DVD i Blu-ray, wybór prasy (również w prenumeracie), dodatki do „Gazety Wyborczej”, a także plakaty.

Za pośrednictwem spółki AMS (w grupie od 2002 roku), Grupa Agora jest liderem reklamy **Out-of-Home** w Polsce. Działa w obszarze zarówno klasycznego (billboardy), jak i cyfrowego OOH. W ofercie ma blisko 23 tys. powierzchni reklamowych. AMS i jako jedyna firma w Polsce dysponuje systemami nośników z każdego segmentu rynku (premium – citylight, backlight, cityscrolle, frontlighty, billboardy 12 i 18 m2, City Transport, CityINFOtv (serwis informacyjno-reklamowy emitowany na ekranach LCD)). Spółka jest liderem w segmencie mebli miejskich w Polsce - wyposażyła w nie ponad 30 miast, instalując kilka tysięcy wiat przystankowych. Jest operatorem wiat przystankowych w Warszawie i Krakowie. W ramach koncesji warszawskiej realizuje 1580 przystanków, a krakowskiej w ciągu 10 lat zbuduje 600 wiat przystankowych z około 1600 stronami reklamowymi.

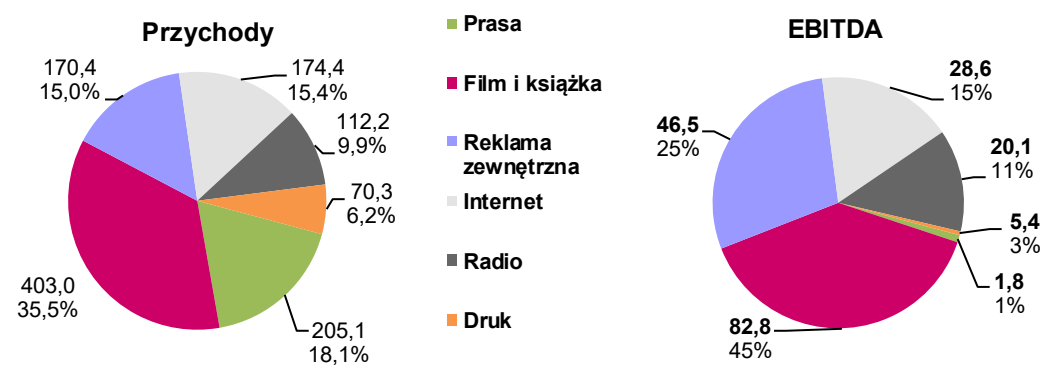
Trzecia co do znaczenia, pod względem kontrybucji do wyników, noga biznesowa to **Internet**, na którą z kolei składają się dwie części. Pierwszą są portale internetowe, dla których głównym źródłem przychodów jest sprzedaż reklam, natomiast drugą usługi zarządzania treściami reklamowymi dla innych wydawców i narzędzia wspomagające w tzw. ekosystemie reklamy programatycznej (spółka YieldBird) oraz usługi B2B w internecie (spółka ROI Hunter z 250 klientami z sektora e-commerce).

Kolejną ważną działalnością biznesową są **stacje radiowe**. Grupa Agora jest właścicielem trzech muzycznych marek radiowych stacji lokalnych: Złote Przeboje, Rock Radio i Radio Pogoda, internetowego radia Tuba.FM oraz większościowym współwłaścicielem ponadregionalnego Radia TOK FM. W lutym br. Agora kupiła za 130 mln PLN 40% udziałów spółki Eurozet, do którego należą Radio ZET, Antyradio, ZET Gold i Chillizet. Na pozostałe 60% posiada opcję kupna, którą może wykorzystać do połowy 2022 roku. Do czasu przejęcia pakietu większościowego Eurozet zostanie inwestycją portfelową.

Dopiero powstająca, ale przewidziana jako kolejny kierunek strategiczny, jest działalność **gastro-nomiczna**. Funkcjonuje ona już od lat, jako element dodatkowy w postaci sprzedaży barowej w kinach. W ostatnim czasie rozwijana jest też jako niezależne od kin przedsięwzięcie (choć nadal w ramach spółki Helios). W perspektywie najbliższych kwartałów można spodziewać się akwizycji w tym kierunku i jej wydzielenia w postaci osobnego segmentu. Już w tej chwili, poprzez spółkę zależną **Foodio Concepts**, Helios stworzył dwie marki własne: Papa Diego i Van Dog. Natomiast wspólnie z twórcami popularnej marki **Pasibus** rozwija kolejne burgerownie tej sieci.

Likwidowanym segmentem jest natomiast **Druk**. W jego ramach funkcjonowały trzy drukarnie, świadczące zarówno usługi dla podmiotów zewnętrznych, jak i drukujące wydawnictwa Agory. Spółka już w 2017 roku dokonała znacznych odpisów wartości aktywów tego segmentu, a w marcu bieżącego roku ogłosiła zamknięcie dwóch drukarni i znacznej redukcji załogi (rezerwy obciążły wynik 1Q'19). Pozostająca drukarnia będzie pracowała przede wszystkim na potrzeby własne, co wiąże się z włączeniem jej wyników do segmentu prasy.

Przychody i EBITDA adj* segmentów w Gr.Agora** w 2018r (mln PLN)



* EBITDA adj. EBITDA skorygowana o odpisy i rezerwy restrukturyzacyjne,

** z pominięciem kosztów nieprzypisanych, których wartość wyniosła 39,6 mln PLN oraz skorygowana o odpisy: Prasa 24,7 mln PLN, Internet 7,5 mln PLN, Druk 1,7 mln PLN

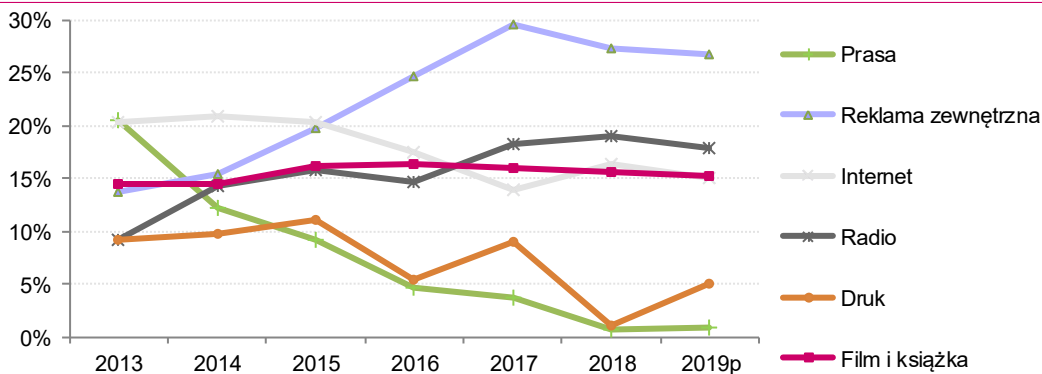
Źródło: Agora, Millennium DM

Na przestrzeni ostatnich lat segmenty Prasa i Druk stałe odnotowywały pogarszanie wyników, tracąc tym samym na znaczeniu w wynikach Grupy Agora. Jeszcze w 2013 roku łącznie te dwa segmenty odpowiadały za 45,8% przychodów Grupy i 49,3% generowanej EBITDA (nie uwzględniając kosztów nieprzypisanych do segmentów). W ubiegłym roku udziały te wyniosły już zaledwie 24,1% w przychodach i 1,4% w EBITDA.

Pozostałe segmenty systematycznie rosły, zyskując tym samym na znaczeniu. W efekcie w ubiegłym roku dwa segmenty, mianowicie Film i Książka, czyli w praktyce segment kinowy, za który odpowiada Helios oraz segment Reklamy zewnętrznej czyli głównie spółka AMS, wypracowały 50,2% przychodów i 67,8% EBITDA (pomijając koszty nieprzypisane). Warto przy tym zwrócić uwagę, że w przypadku segmentu kinowego wzrost odbywał się w ostatnich pięciu latach przy stałej marży (marża EBITDA ok. 15%), za to na średniorocznym poziomie wzrostu sprzedaży o 10,9%. Natomiast w segmencie reklamy zewnętrznej odbyło się to głównie za sprawą wzrostu rentowności, która na poziomie EBITDA powiększyła się z 13,8% do 27,4%, przy czym był to wzrost systematyczny, a nie jednorazowy. Sprzedaż tego segmentu na przestrzeni pięciu lat rosła w średniorocznym tempie 2,5%.

Kolejne dwa segmenty, czyli Radio i Internet również systematycznie rosły, zarówno pod względem przychodów, jak i EBITDA. Biznes internetowy w Agorze w ciągu pięciu lat rósł średniorocznie o 10,3% i w ubiegłym roku odpowiadał za 15% przychodów oraz 30% EBITDA (pomijając koszty nieprzypisane). Segment radiowy rósł we wspomnianym okresie średniorocznie o 7,5% i w roku ubiegłym wypracował 9,8% przychodów i 13,2% EBITDA.

Rentowność EBITDA adj* (non MSSF16) segmentów operacyjnych w latach 2013-2018 oraz prognoza na 2019 rok



* EBITDA adj. EBITDA skorygowana o odpisy i rezerwy restrukturyzacyjne

Źródło: Agora, Millennium DM

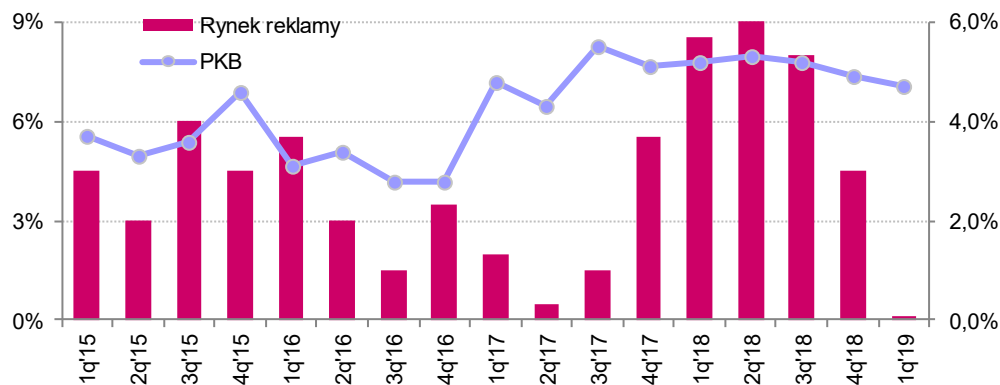
Ekspozycja na rynek reklamy

Rynek reklamy w Polsce

Wg prognoz Zenith Media z lipca br. dynamika wydatków na reklamę w całym 2019 roku wyniesie 3,9% r/r. Wg tej prognozy wydatki na reklamę w Internecie wzrosną o 9,5%, w TV o 2,2%, w Radiu 2,4%, Outdoor o 2,5%, a w kinach o 3,1%. W ramach prasy reklamodawcy mają wydać: o 11% mniej w dziennikach i o 10,4% mniej w magazynach. Jeżeli prognoza ta miałaby się ziścić, to kwartały od drugiego do czwartego musiałyby przynieść znaczące przyspieszenie, gdyż w 1Q19 rynek reklamy w wzrost r/r zaledwie o 0,5%. Kluczowym czynnikiem będą wydatki w TV, gdyż ten segment rynku ma w nim udział ponad 45%, a w pierwszym kwartale odnotował spadek o -3,1% r/r. Dla słabnącego rynku reklamy TV coraz większą przeciwwagę stanowi stale rosnący udział reklamy internetowej, która odpowiada już za 36% rynku. Dynamika tego segmentu w 1Q19 wyniosła +7,3% r/r.

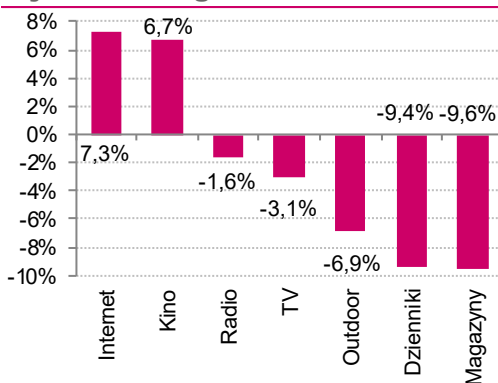
Jeszcze 10 lat wcześniej rynek reklamy wykazywał znaczną korelację ze zmianami PKB. W ostatnich latach ten związek uległ znacznemu osłabieniu. Dynamika PKB w okresie ostatnich 9 kwartałów pozostaje na mniej więcej stałym poziomie (w zakresie od 4,3% do 5,5%), natomiast rynek reklamy w tym czasie odnotował przyspieszenie od +0,5% do +9,0% i następnie spowolnienie do 0,1% w 1Q19.

Dynamika rynku reklamy vs PKB w Polsce

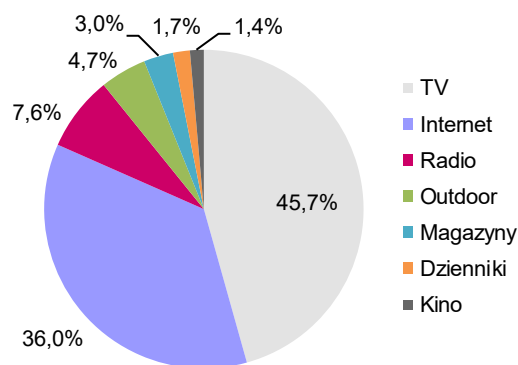


Źródło: Agora, Kantar Media, Starcom, GUS, Millennium DM

Dynamika segmentów w 1Q19



Udział segmentów w rynku w 1Q19



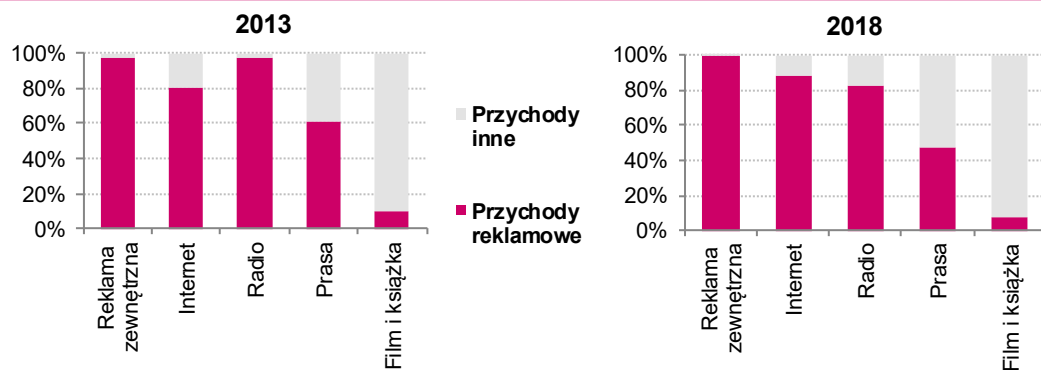
Źródło: Starcom, Millennium DM

Przychody z rynku reklamowego w Agorze

Strategiczne kierunki rozwoju Grupy Agora mają stopniowo zmniejszać jej ekspozycję na rynek reklamowy. Niemniej w ciągu minionych pięciu lat udało się obniżyć udział przychodów z rynku reklamy nieznacznie, gdyż z 51,1% do 48,5%. Ostatnia duża akwizycja, czyli Eurozet ten udział podniesie (zakładając, że zostanie sfinalizowana i wyniki Eurozet będą konsolidowane). Zmniejszenie ekspozycji możliwe będzie dopiero po rozbudowaniu nowych segmentów, jak gastronomia i rozrywka oraz zwiększeniu znaczenia części B2B dla e-commerce w segmencie Internet.

Segmentem, który nadal będzie podnosił ekspozycję na rynek reklamy jest Reklama zewnętrzna. Natomiast segmenty Prasa i Radio mają potencjał przechodzenia na model biznesu w większym stopniu opartym o płatne subskrypcje, przy czym Prasa w tym zakresie jest już dużo bardziej zaawansowana i przychody reklamowe stanowią poniżej połowy przychodów segmentu. Częścią biznesu najmniej zależną od reklamy są natomiast Kino, których przychody pochodzą głównie ze sprzedaży biletów.

Udział przychodów reklamowych w Agorze w podziale na segmenty w 2013 i 2018 roku



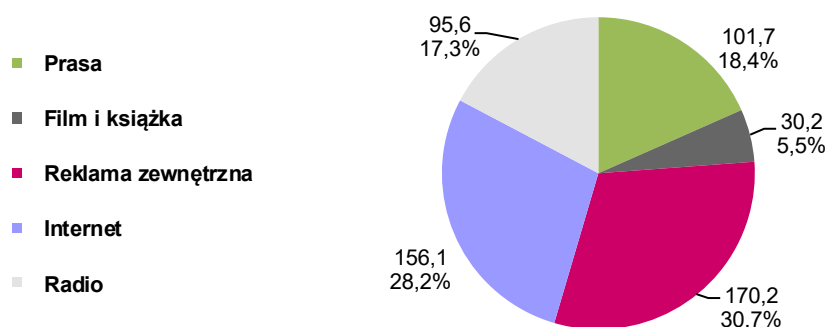
Źródło: Agora, Millennium DM

Ponieważ Agora nie jest obecna w segmencie TV, który stanowi blisko 46% całości rynku, jest ona bardziej wyeksponowana na pozostałe. Szczególnie dotyczy to segmentu Reklamy zewnętrznej, z którego pochodziło w 2018 roku 30,7% przychodów reklamowych Agory, podczas gdy w rynku stanowił on 4,7%. Nie pozostaje to bez wpływu na wahania wyników spółki, gdyż cały rynek reklamy zewnętrznej cechuje się dużą zmiennością. W 1Q19 wartość tego segmentu rynku spadła wg raportu Starcom o -6,9% r/r, gdy Agora z tego tytułu odnotowała spadek przychodów o -1,1%.

Korzystnie, z punktu dynamik przychodów, wypada natomiast duża ekspozycja na reklamę internetową, która od lat wykazuje najwyższe wzrosty. Udział tego segmentu, wynoszący 28,2% w Agorze jest jednak mniejszy niż w jego udział w rynku, który wynosi 36%.

W porównaniu udziału w rynku, duży udział w przychodach grupy Agora ma za to reklama radiowa. Przychody z tego tytułu stanowiły w 2018 roku 17,3% przychodów reklamowych (udział radia w rynku 7,6%). Wciąż nadreprezentacją do rynku cechuje się też a Agorze reklama prasowa z udziałem 18,4% (w rynku prasa ma: dzienniki 1,7% i magazyny 3,0%). Najmniejszą pozycją w przychodach reklamowych są kina, których udział w Agorze wynosi 5,5% i podobnie jest to najmniejsza kategoria w całości rynku (udział kin w rynku 1,7%).

Przychody reklamowe w Grupie Agora w podziale na segmenty w 2018r.



Źródło: Agora, Millennium DM

Odpisy i rezerwy restrukturyzacyjne

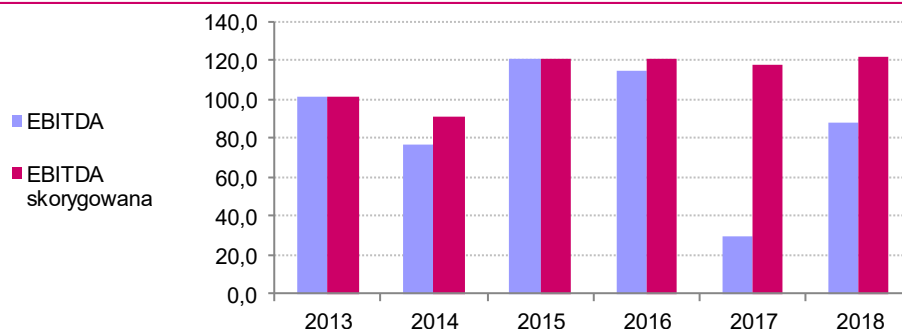
Na przestrzeni ostatnich pięciu lat oraz w 1Q'19 Agora zdecydowała się na dokonanie odpisów i zawiązanie rezerw na łączną kwotę 150 mln PLN. Zaraportowana EBITDA w tym okresie wyniosła w sumie 552 mln PLN, czyli po skorygowaniu do wartości 700 mln PLN jest wyższa o 27%. Dla porównania suma wyniku netto przypadającego na akcjonariuszy jednostki dominującej za ten sam okres wynosi minus 100 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 120 mln PLN (nie uwzględniając dywidendy uchwalonej w 2019 roku).

Zdecydowana większość (78,3% ze wspomnianych kwot) przypada na segmenty Prasy i Druku (łącznie 58,8 mln PLN w Prasie i 58,3 mln PLN w Druku). Największego jednorazowego odpisu aktywów trwałych spółka dokonała w 2017 roku w segmencie druku. Odpisanie wartości 51,6 mln PLN były wstępem do ostatecznie podjętej w bieżącym roku decyzji o likwidacji dwóch z trzech posiadanych drukarni, skupieniu się na druku przede wszystkim na własne potrzeby i likwidacji całego segmentu biznesowego. W tym samym roku dokonano również znacznego odpisu w segmencie prasy. Odpisano wartość tytułu prasowego Cztery Kąty na kwotę 13,2 mln PLN. Podobny los spotkał również wartość firmy Trader.com w segmencie Internet, którą pomniejszona o kwotę 21,8 mln PLN.

Kolejnych znacznych odpisów dokonano w ubiegłym roku, zwłaszcza ponownie w segmencie prasy. Na kwotę odpisu 24,7 mln PLN złożył się przede wszystkim odpis należności od dystrybutora prasy Ruch SA, który znalazł się w restrukturyzacji upadłościowej. Dodatkowe 2,3 mln PLN stanowił odpis czasopisma Ładny Dom. Natomiast 7,5 mln PLN odpisane w segmencie Internet pochodziło z wartości firmy Goldenline.

Grupa Agora - odpisy i rezerwy na restrukturyzację w latach 2013-2019

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q'19
Odpisy i koszty restrukturyzacji		-15,1		-6,9	-88,9	-33,8	-4,9
Prasa		-15,1		-5,8	-13,2	-24,7	
Film i książka							
Reklama zewnętrzna					-1,6		
Internet				-0,4	-21,8	-7,5	
Radio							
Druk				-0,2	-51,8	-1,4	-4,9



Źródło: Agora, Millennium DM

W kwestii odpisów niestety w Grupie Agora nadal istnieje ryzyko pojawienia się kolejnych. Odpisy dokonywane w segmentach Internet i Prasa pochodzą przede wszystkim ze zmniejszenia lub likwidacji wartości firmy przypisanych do tytułów lub portali, które znalazły się w portfolio Agory za sprawą akwizycji. Zo więcej, mimo dokonanych odpisów, firmy Trader.com i Goldenline.pl wciąż w swojej waluacji mają zawartą wartość firmy, choć z drugiej strony są to nadal działające biznesy i nie jest oczywiste, czy odpisy będą konieczne.

W prezentowanych przez nas wynikach historycznych Grupy Agora staraliśmy się nie uwzględniać odpisów (bazą prognozy są wyniki korygowane). Analogicznie również ich nie prognozujemy. Te, które mają niegotówkowy charakter nie wpływają na wycenę opartą na przepływach pieniężnych. Wpływałyby natomiast na wycenę porównawczą, obniżając wyliczaną wartość akcji.

Strategia rozwoju

W połowie ubiegłego roku Agora przyjęła strategię rozwoju do 2022 roku. Zawiera ona zarówno określenie priorytetowych kierunków rozwoju, jak i konkretne cele finansowe.

W obszarze obecnie **istniejących biznesów** Grupy celami są:

- segmenty Prasa i Radio – koncentracja na modelu subskrypcyjnym treści premium,
- segment internetowy – przyspieszenie rozwoju poprzez poszerzenie oferty produktów w spółce YieldBird,
- segment kinowy – rozwój organiczny sieci kin Helios,
- segment reklamy zewnętrznej – rozwój nośników premium i cyfrowe rozwiązania.

W strategii określono również **nowe kierunki rozwoju**:

- usługi B2B dla e-commerce i narzędzia martech,
- segment „czas wolny” - rozrywka i gastronomia.

Celami finansowymi są:

- przychody około 1,6 mld PLN w 2022 roku,
- EBITDA około 200 mln PLN w 2022 roku (non MSSF16).

Jednocześnie w strategii spółka deklaruje utrzymanie wypłaty dywidendy w wysokości 0,5 PLN na akcję.

Dotychczasowe biznesy

W odniesieniu do rozwoju modelu subskrypcyjnego Agora celem jest osiągnięcie w 2022 roku 327 tys. aktywnych płatnych subskrypcji (obecnie jest to 192 tys.) i uzyskanie połowy przychodów z tytułu sprzedaży Gazety Wyborczej w kanałach cyfrowych. W odniesieniu do działalności radiowej, konkretnym celem jest uzyskanie w 2022 roku 30 tys. płatnych subskrypcji dostępu cyfrowego (obecnie około 10 tys.).

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, odnośnie tempa przyrostu płatnych subskrypcji prasowych, że w 2016 roku przybyło ich 23 tys., w 2017r. 33 tys., w 2018r. 37,5 tys., w bieżącym roku do końca maja przybyły już ich 21,5 tys., czyli z roku na rok wzrost przyspiesza. Przy utrzymaniu tego trendu cel strategii jest oceniany jako osiągalny.

W segmencie reklamy zewnętrznej, ma ona się stać bardziej cyfrowa, co ma mieć dwa aspekty. Pierwszy to zwiększenie atrakcyjności wizualnej, a drugi to umożliwienie zarządzania treściami na wyświetlaczach „on-line”. Oznaczać to będzie zmianę modelu kosztowego. Zmniejszyć się ma znaczenie płac personelu, a wzrosnąć udział energii, co w ostatecznym rozrachunku ma jednak oznaczać oszczędności. Segment reklamy zewnętrznej ma też stać się w większym stopniu reklamą wewnętrzną, czyli ulokowaną wciąż w przestrzeni publicznej, ale w miejscach takich jak centra handlowe, dworce, przejścia podziemne, kluby.

Posunięciem w tym kierunku jest ogłoszone w ostatnim czasie przejęcie spółki Piano Group, która współpracuje z ponad 190 klubami fitness w 30 polskich miastach, w których zainstalowana jest platforma MoveTV (914 ekranów).

Segment internetowy ma w coraz większym stopniu działać w segmencie B2B. Podstawową bazą tego kierunku, określoną w strategii, jest spółka YieldBird, która poprzez rozwój produktu w modelu SaaS ma poszerzać krąg klientów, z bardzo małych wydawców, w kierunku średnich i większych z kompetencjami w zakresie reklamy programatycznej (zautomatyzowanej, on-line, elektronicznie obsługiwanej i precyzyjnie celowanej w odbiorcę).

Widocznym ruchem, który spółka wykonała w zakresie celów postawionych w tym segmencie jest zwiększenie zaangażowania w czeskiej spółce ROI Huner, która oferuje możliwość umieszczenia reklamy bezpośrednio na Facebooku i w wyszukiwarce Google.

W segmencie kinowym rozwój ma mieć charakter organiczny i postawiony cel to wzrost liczby ekranów do 380 w 2022 roku. Obecnie spółka dysponuje 283 ekranami. Ponieważ otwierane w ostatnim czasie kina mają przeciętnie po 7 ekranów, oznacza to otwarcie 13-14 nowych kin w 3 i pół roku. Ponadto segment kinowy ma wypracować w 2022 roku 507 mln PLN przychodów i 81,7 mln PLN EBITDA. W ubiegłym roku EBITDA segmentu wyniosła 63 mln PLN, co oznacza, że średniorocznie powinna wzrastać o 6,7%, by osiągnąć założony cel.

Nowe biznesy

Ten kierunek rozwoju ma zwiększyć ekspozycję Grupy Agora na biznes związany z dostarczaniem rozrywki i spędzaniem czasu wolnego.

Spółka wskazała w strategii trzy obszary, które szczególnie ją interesują: usługi B2B dla firm e-commerce, rozrywka i gastronomia.

Usługi B2B dla podmiotów e-commerce są przedłużeniem działań już istniejącego segmentu Internet. Kierunek, o którym spółka wspomina, to tzw. MarTech, czyli narzędzia do marketingu technologicznego. Omawiane wcześniej spółki z grupy, czyli YieldBird i ROI Hunter wpisują się w ten typ działalności. Spółka podkreśla jednocześnie, że nie zamierza sama angażować się w biznes e-commerce (poza już realizowaną sprzedażą Gazety Wyborczej, ebooków i innych wydawnictw w wersji elektronicznej).

Rozrywka i gastronomia ma stać się kolejną nogą biznesową. Doświadczenia w tym zakresie spółka już ma, ponieważ kina są częścią tego obszaru, a z nimi związana jest działalność barowa. Budowa tego segmentu ma się głównie odbyć poprzez akwizycje, więc obraz jaki powstanie będzie w dużej mierze zależał od przejmowanych podmiotów. Wstępny zarys tego, do czego Agora się przymierza w zakresie rozrywki, to rodzinne centra zabawy zlokalizowane w galeriach handlowych. Szczegółów spółka nie podaje, a jedynie sygnalizuje, że może to być concept mini parków rozrywki, skupiający salon gier, plac zabaw dla dzieci i aktywną rozrywkę.

Ponadto segment gastronomii, poza organicznym rozwojem już posiadanych marek: Helios Cafe, Papa Diego, Van Dog i Pasibus, ma szybko nabrać na znaczeniu w drodze akwizycji.

Od czasu ogłoszenia strategii zostało otwartych 8 lokali Papa Diego, 3 lokale Van Dog i kilkanaście lokali Pasibusu plus 4 food trucki.

Nakłady związane ze strategią

Przewidywane nakłady, mające zagwarantować realizację celów postawionych w strategii, zostały podzielone na obszar dotychczasowych biznesów i nowych.

- Na rozwój obszarów, w których spółka jest już obecna przewidziano nakłady 430 mln PLN, z czego:
 - 50% na modernizację obecnych mocy,
 - 50% na rozwój
 Założenia co do podziału środków na segmenty są następujące:
 - 18% AMS, czyli segment reklamy zewnętrznej,
 - 49% kina
 - 33% pozostałe, czyli segmenty Internet, Radio i inne
- Na rozwój nowych obszarów przewidziano 500 mln PLN.

Łączne nakłady 930 mln PLN mają pochodzić mniej więcej po połowie z wewnętrznie generowanej gotówki oraz z kredytu. Spółka nie planuje emisji akcji.

Na koniec 1Q'19 Grupa Agora posiadała dług netto w wysokości 73 mln PLN, przy czym nie uwzględniamy zobowiązań z tzw. „leasingu MSSF16”. Gdyby spółka już w tej chwili spółka zaciągnęła 450 mln PLN, wskaźnik dług netto / EBITDA (na bazie wyniku za 2018r.) wyniósłby 4,3. W naszej prognozie przewidujemy jednak, że poziom EBITDA „non MSSF16” zbliżony do 200 mln PLN Agora osiągnie na przełomie 2020 i 2021 roku, a w takim wypadku wskaźnik dług netto / EBITDA spadłby do 2,6.

Przejęcie Eurozet a realizacja strategii

Zarząd firmy zwraca uwagę, że duże przetarasowania na rynku medialnym w Polsce zdarzają się na tyle rzadko, że kiedy pojawia się możliwość wzięcia w nich udziału, konieczne bywa podjęcie decyzji nadzwyczajnych. Taką okazją było przejęcie Radia Zet. Wydatek 130 mln PLN za 40% udziałów oraz konieczność zapewnienia finansowania w 2022 roku na realizację opcji kupna pozostałych 60% (co szacujemy na około 200 mln), nie pozostaje bez wpływu na możliwość sfinansowania pozostałych celów przedstawionych w strategii. Z tego powodu w naszych prognozach pozostaliśmy nieco bardziej konserwatywni, co do jej realizacji w kształcie przedstawionym w połowie ubiegłego roku.

Uważamy, że gdyby doszło do sytuacji, że wspomniana opcja kupna z różnych powodów nie została wykonana, to osiągnięcie celów finansowych postawionych w strategii nie będzie możliwe. W zamian doszłoby prawdopodobnie do sprzedaży już posiadanych 40%, zakładamy że razem z resztą biznesów radiowych, co przełożyłoby się na znaczny wpływ gotówki. Na co została przeznaczone, określone jednak zostanie dopiero w kolejnej strategii.

W naszych prognozach przyjęliśmy realizację opcji i konsolidowanie spółki Eurozet w 2022 roku.

Koszty nieprzypisane

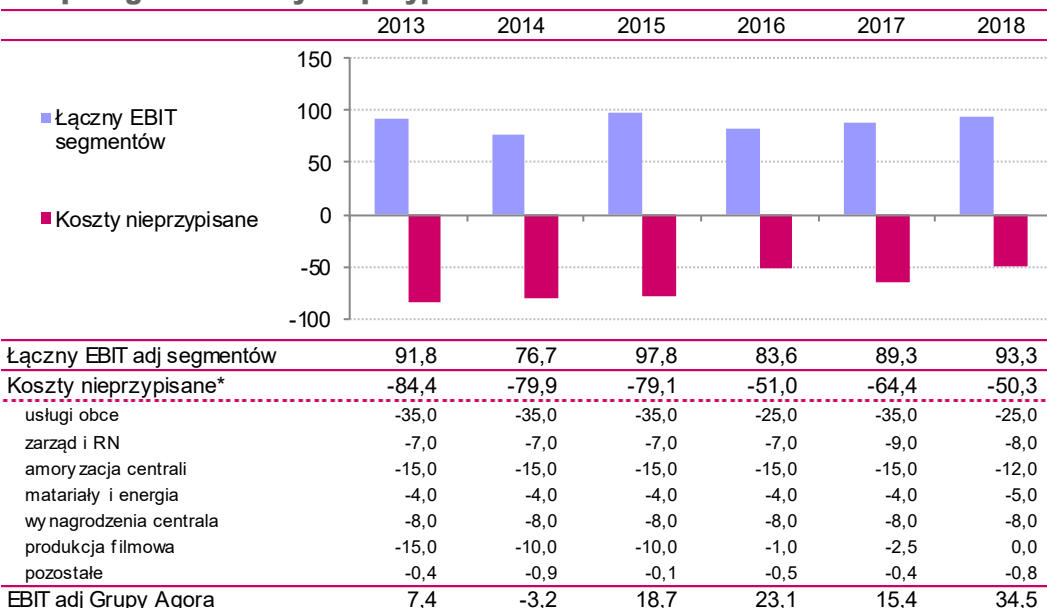
Ważną pozycją w sprawozdaniach Grupy Agora są koszty nie przypisane do żadnego z segmentów biznesowych. W odniesieniu do wyceny akcji spółki mają one duże znaczenie, gdyż w znacznym stopniu wpływają na wyniki.

Łączna wartość kosztów, które nie zostały przypisane do żadnego z segmentów, wyniosła w 2018 roku 58,6 mln PLN, czyli 63% zsumowanego wyniku operacyjnego poszczególnych segmentów, który wyniósł 93,3 mln PLN. We wcześniejszych latach relacja ta była jeszcze wyższa, a w 2014 roku koszty nieprzypisane były nawet wyższe niż suma wyniku operacyjnego segmentów, co przełożyło się na ogólną stratę -3,2 mln PLN (po korekcie o odpisy). Poniżej przedstawiamy informacje, które po części spółka publikuje, a po części nasze szacunki odnośnie pozycji składowych tych kosztów.

Największą pozycją są usługi obce. Składają się na nie usługi doradztwa prawnego, finansowego i konsulting związany głównie z procesami przejęć. Pozycja ta podlega znacznym zmianom z roku na rok, co wynika z różnej skali aktywności w tym zakresie. W skład wynagrodzeń centrali wchodzi zarówno płace pracowników działów ogólnych, jak HR, finanse, kontroling, jak i dział nowych produktów.

Do 2017 roku występowała w kosztach nieprzypisanych również pozycja produkcji filmowej, na którą składały się koszty wynagrodzeń producentów filmowych z tytułu produkcji współprodukowanych przez Agorę. Od 2018 roku pozycja ta została przeniesiona w sprawozdawczości Agory do segmentu Film i książka.

Grupa Agora - koszty nieprzypisane w latach 2013-2018



* składowe są szacunkami Millennium DM

Źródło: Agora, Millennium DM

Segmenty biznesowe

Segment Film i książka

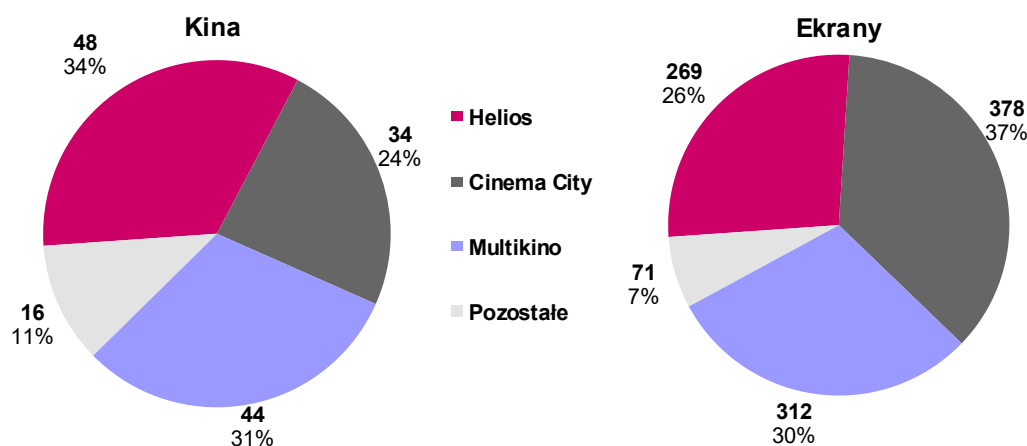
Za przychody w segmencie Film i książka w 2018 roku w 56% odpowiadały wpływy z biletów do kin. Dalsze 22% pochodziło ze sprzedaży barowej i 7% ze sprzedaży reklam wyświetlanych przed seansami. Łącznie zatem w 2018 roku kina wygenerowały 85% przychodów segmentu. Z uwagi na dalsze plany ich rozwoju zakładamy, że struktura ta nie ulegnie znaczącym zmianom. Oczywiście jeżeli dojdzie do wydzielenia segmentu Gastronomia, co spółka ma w planach, to udział przychodów kinowych w ramach segmentu jeszcze bardziej wzrośnie, jednak na razie nie znając szczegółów pozostajemy przy dotychczasowym podziale.

Drugą co do znaczenia pozycją w segmencie, za kinami, jest działalność wydawnicza, która w 2018 roku odpowiadała za 10% przychodów. Jest to działalność dość mocno zdywersyfikowana, co opisaliśmy w rozdziale poświęconym charakterystyce biznesu Grupy Agora.

Trzecią częścią tego segmentu, z udziałem 3% w przychodach za 2018 rok, jest działalność filmowa, za którą obecnie odpowiada spółka Next Film. Przychody z tego tytułu w skali kwartałów są mocno nieregularne, ale wykazują się pewną cyklicznością w ujęciu rocznym. W ostatnich latach występowały bowiem naprzemienne lata o wyższych i niższych przychodach z tego tytułu. Ubiegły rok był rokiem bez większych produkcji filmowych w spółce, za to już w 1Q'19 zaksięgowano z tego tytułu przychody 28 mln PLN, czyli więcej niż w całym 2018 roku.

Sieć Helios z 48 ośmioma kinami jest największą siecią kinową w Polsce, z udziałem 34% rynku, a pod względem liczby ekranów jest na drugim miejscu, za Cinema City. Ta różnica w statystykach wynika z posiadania przez Cinema City dużych kin o liczbie ekranów powyżej 10. Mediana liczby ekranów w Heliosie wynosi 5, a w Cinema City 10. Jest to pochodna wcześniejszego startu Cinema City i zajmowania lokalizacji w galeriach handlowych w centrach dużych miast. Tym czasem Helios, zwłaszcza na początku działalności koncentrował się na mniejszych miastach. Pierwsze kina Helios powstawały w miastach: Rzeszów, Szczecin, Olsztyn, Radom, Sosnowiec, Gniezno, Konin, Bielsko-Biała.

Liczba ekranów w największych sieciach kinowych w Polsce oraz ich udział w rynku*



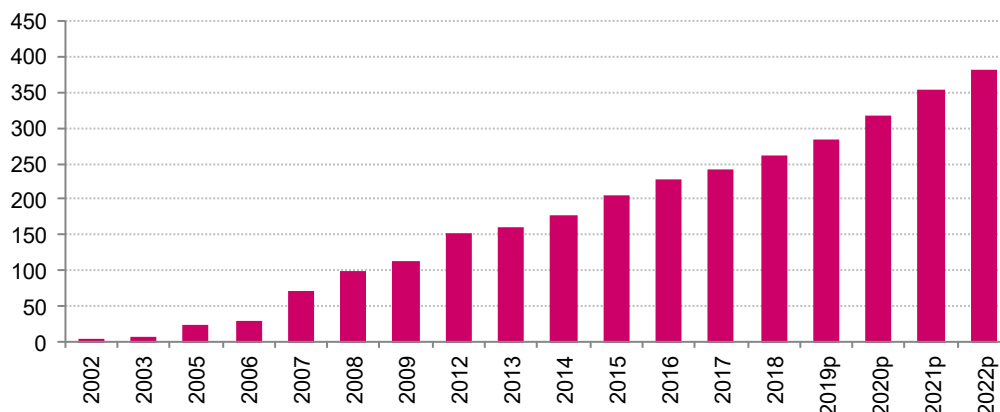
Dane szacunkowe

Dane nie obejmują części rynku w postaci ekranów w lokalnych domach kultury

Źródło: Millennium DM, Agora

Sieć Helios wystartowała w 2002 roku i liczbę 13 kin osiągnęła na koniec 2007 roku, w którym otworzyła 6 kin. Od tego czasu otwieranych jest od 2 do 7 kin rocznie (średnio 3,7). W strategii rozwoju Agora zapowiada posiadanie w 2022 roku 380 ekranów. Ponieważ w bieżącym roku spółka otwiera kina o średniej liczbie ekranów 7,3, można liczyć że w planie jest otwarcie 13 kin w wspomnianym okresie, czyli 4-5 rocznie. Zakładamy jednak, że liczba miejsc będzie rosła wolniej. Po pierwsze celowo tworzone są mniejsze sale, którymi łatwiej zarządzać, a po drugie w planach jest rozwój konceptu sal premium, co do zasady o mniejszej liczbie miejsc (za to bardziej rentownych).

Liczba ekranów w sieci Helios



Źródło: Agora, Millennium DM

Poza biznesem kinowym, częściami omawianego segmentu jest produkcja oraz dystrybucja filmowa. Cechą tej działalności jest znaczna nieregularność, zwłaszcza na poziomie zysków. Agora wystąpiła w roli producenta w kilkunastu filmach oraz dystrybuowała ponad 30. Jak dotąd, przekładało się to statystycznie na jeden niezwykle udany kwartał co dwa lata. W ten sposób znaczną kontrybucję do wyniku segmentu z produkcji filmowej spółka odnotowała w 2015, 2017 i 2019 (w 1Q'19). W naszych prognozach przyjęliśmy podobną cykliczność.

Podobny charakter ma działalność wydawnicza książek. Tych jednak jest wydawanych znacznie więcej, co wiąże się z częstszym odnotowywaniem szczególnie udanych projektów i stąd wyniki tej działalności są stabilniejsze.

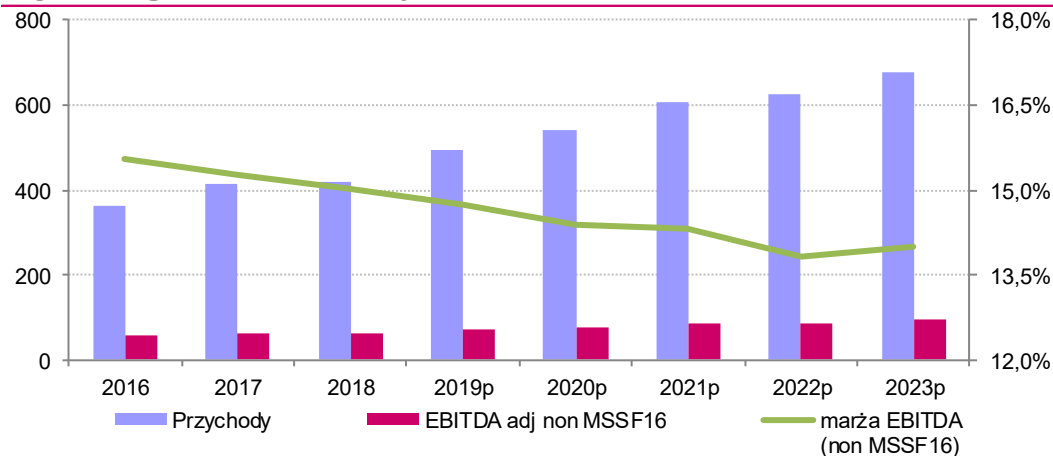
Wyniki segmentu Film i książka

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	364,0	416,2	419,1	497,1	543,2	606,5	626,2	679,5
bilety	195,1	222,4	236,6	272,1	312,9	344,2	368,3	394,1
bar	72,3	83,1	90,2	108,2	124,5	136,9	143,8	151,0
reklama kinowa	30,2	35,1	30,2	32,0	33,9	35,6	37,4	39,3
filmy	8,5	28,1	12,0	30,0	15,0	30,6	15,3	31,2
wydawnictwa	45,6	36,5	40,7	42,7	44,9	47,1	49,5	51,9
pozostałe	12,3	11,0	9,4	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Koszty	337,0	386,7	385,7	455,4	498,9	553,6	574,7	620,5
Wynagrodzenia	39,2	51,6	56,6	61,1	66,0	70,6	75,6	80,9
Usługi obce	158,8	191,9	191,8	208,7	225,4	259,2	261,8	291,9
Materiały i energia	31,8	34,9	36,0	43,2	49,7	54,6	59,0	63,4
Reklama	26,7	26,5	21,2	23,3	26,8	30,3	32,4	30,5
Operacyjne w wydawnictwa	45,7	35,5	39,9	45,9	55,1	60,6	66,3	72,0
Amortyzacja	29,6	34,0	29,6	60,7	62,2	62,9	63,7	64,7
Pozostałe	5,2	12,3	10,6	12,6	13,7	15,3	15,8	17,2
EBIT adj	27,0	29,5	33,4	41,8	44,6	52,7	51,4	59,0
EBITDA adj	56,6	63,5	63,0	102,4	106,7	115,6	115,1	123,7
EBITDA adj non MSSF16	56,6	63,5	63,0	73,3	78,1	87,0	86,5	95,1
marża EBITDA (non MSSF16)	15,5%	15,3%	15,0%	14,7%	14,4%	14,3%	13,8%	14,0%

Źródło: Agora, Millennium DM

Prognozujemy, że segment w kolejnych latach utrzyma tempo wzrostu na średniorocznym poziomie bliskim 6%. Konserwatywnie zakładamy jednak, że poziom rentowności będzie się nieznacznie obniżał. W naszej opinii będzie to wynikało z nasycania rynku kinowego i wzrostu konkurencyjności. Tym czasem w przypadku kin cena jest podstawowym czynnikiem, którym klienta można zachęcić do zmiany dotychczas preferowanego kina.

Wyniki segmentu Film i książka

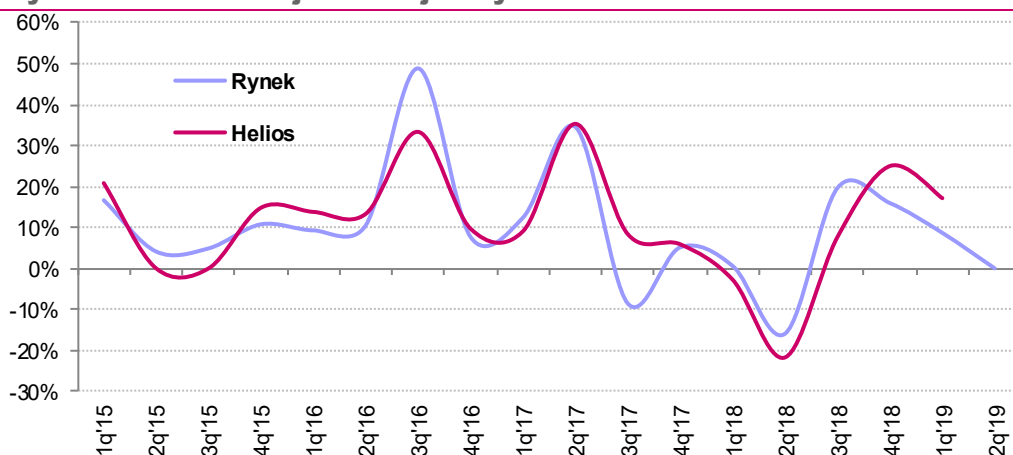


Źródło: Agora, Millennium DM

W krótszym terminie wyniki segmentu kinowego zależą ponadto od kilku ważnych zmiennych o charakterze trudnym do przewidzenia. Są to przede wszystkim subiektywna atrakcyjność filmów wchodzących na ekrany, co przekłada się na frekwencję i wpływy w danym okresie. Drugi to pogoda, która szczególnie ma znaczenie w kwartałach 2 i 3. Deszczowa, chłodna pogoda sprzyja rozrywce w pomieszczeniach, jaką jest oglądanie filmów. Przy słonecznej i ciepłej ludzkie chętniej wybierają aktywności na świeżym powietrzu. Oba wspomniane czynniki w większym stopniu kumulują się w trakcie 2 kwartału, gdyż 3 kwartał, jako wakacyjny cechuje się i tak mniejszą liczbą filmowych premier. Opiswane czynniki pogodowo-premierowe przekładają się na zmienność wyniku operacyjnego w segmencie kinowym w drugim kwartale w wysokości około 10 mln PLN (odchył z roku na rok w jedną bądź drugą stronę, przy EBIT rocznym segmencie w ostatnich latach w przedziale 23-33 mln PLN).

Analizując, czego możemy się zatem spodziewać po już zakończonym drugim kwartale, to mimo że 2Q'18 w segmencie kinowym był nieudany, z powodu małej ilości przebojów kinowych, to nie można liczyć na dużą poprawę wyniku w 2Q'19. Powodem tym razem jest pogoda ze słonecznymi kwietniem i majem oraz upalnym czerwcem, co zniwelowało w miarę udany zestaw kinowych premier.

Dynamika frekwencji kinowej na rynku oraz w kinach Helios



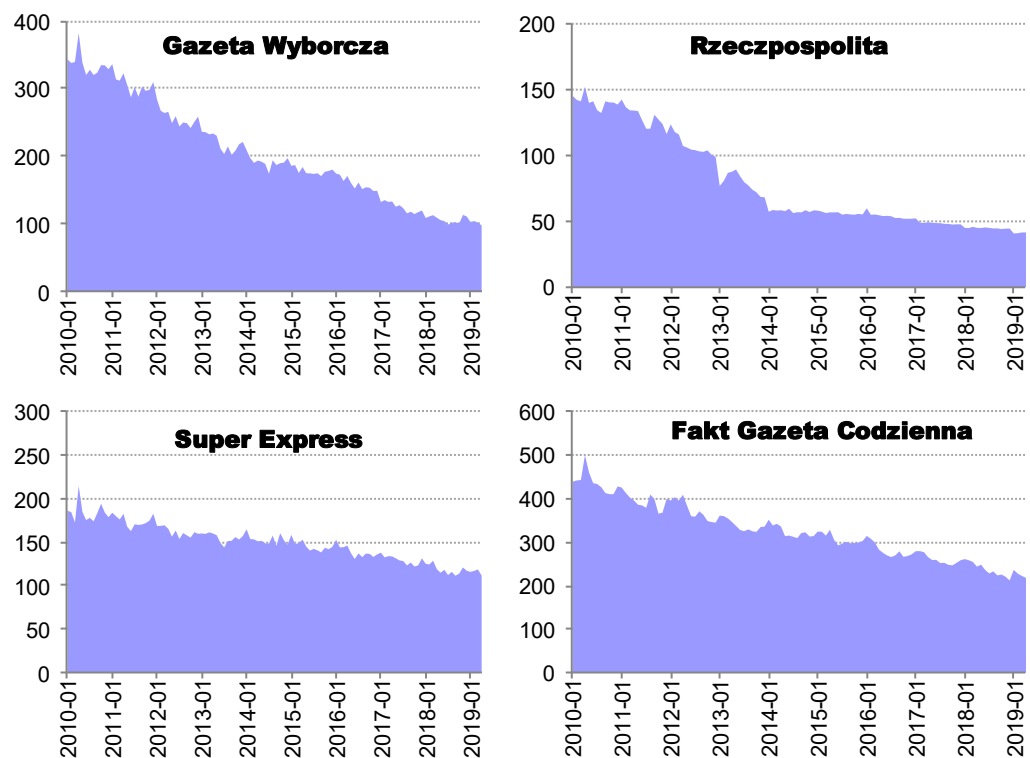
Źródło: Agora, Millennium DM

Segment prasa

Prasa, a zwłaszcza Gazeta Wyborcza, jest znakiem firmowym Grupy Agora. Nadal jest to segment odpowiadającym za znaczną część przychodów (w 2018 roku jej udział w przychodach wyniósł 18,1%) jednak systematycznie spadająca rentowność doprowadziła do jego zupełnej marginalizacji pod względem wkładu do wyniku grupy. Podstawowymi czynnikami powodującymi pogarszanie rentowności były: 1) stały spadek czytelnictwa (spadki sprzedaży dotyczą wszystkich wydawnictw i wydawców), przekładający się na stale zmniejszającą się ilość sprzedawanych egzemplarzy papierowych gazet, 2) wzrost cen papieru prasowego, wynikający ze stopniowego zamykania mocy produkcyjnych tego typu papieru, co ma miejsce w skali całej Europy, 3) nieustająca konieczność restrukturyzacji polegająca na ograniczaniu liczby wydawnictw, które zanim były likwidowane, przynosiły straty.

W konsekwencji zysk operacyjny segmentu Prasa w 2018 rok, i to po wyłączeniu odpisów, wyniósł 0,2 mln PLN, a EBITDA skorygowana 1,5 mln PLN. Tym czasem jeszcze w 2013 roku wypracował on zysk operacyjny w wysokości 59 mln PLN, a w 2014 roku po skorygowaniu o odpisy

Liczby rozpowszechnianych egzemplarzy gazet (tys.)



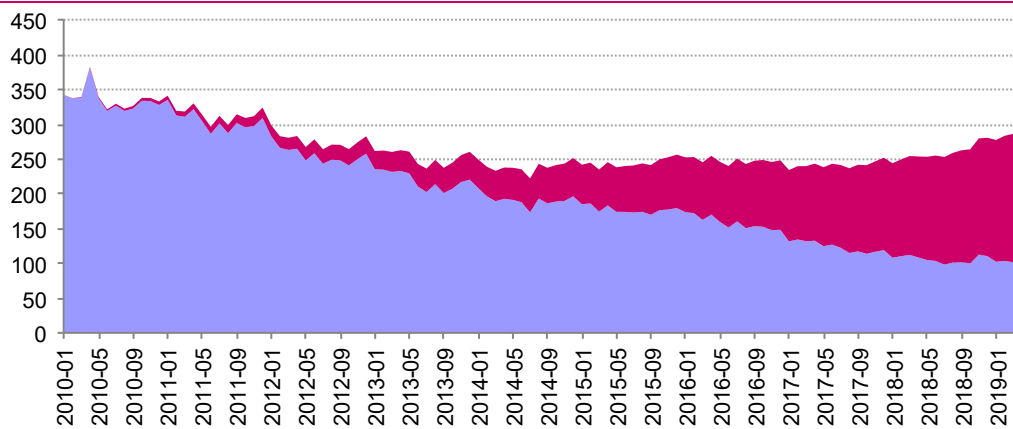
Źródło: Agora, Millennium DM

Przyszłość tego segmentu nie wygląda mimo tego aż tak czarno. Optymizm pojawia się jeżeli spojrzymy na starania spółki w zakresie zmiany modelu funkcjonowania czytelnictwa treści przez nią wytwarzanych. Chodzi o odchodzenie od tradycyjnego sprzedawania gazety, w kierunku modelu abonamentowego. Co prawda obecnie przychód na jedną subskrypcję to około 10 PLN miesięcznie, jednak jest to efekt wciąż trwającego promowania tego kanału. Stopniowo subskrybenci będą przesuwani do wersji pełnopłatnych, a celem na najbliższe lata jest dojście pod 20 PLN/miesiąc.

Co prawda jest duża różnica między ceną jednego wydania papierowego, które kosztuje obecnie blisko 5 PLN, a przychodem dziennym z subskrybenta, jednak różnica w kosztach też jest znaczna. Niestety spółka nie dzieli się informacjami na temat rentowności obu wersji produktu. Warto jednak mieć na uwadze, że przy sprzedanych w kwietniu średnio 97 tys. egzemplarzy Wyborczej niebagatelnym kosztem jednostkowym staje się logistyka. Uwzględniając, że w Polsce jest 2477 gmin, to średnio wypada po 39 egzemplarzy na gminę. Jeżeli do tego uwzględnimy różnicę w gęstości zaludnienia i ilości punktów sprzedaży, to okazuje się że są lokalizacje, do których dostarcza się po jednym egzemplarzu gazety, a bywa że jeden egzemplarz sprzedawany jest raz na kilka dni. Należy do tego dołożyć koszt papieru i druku.

Rzeczą charakterystyczną dla zmiany modelu segmentu prasowego jest nomenklatura, która zaczyna być używana przez spółkę, a będąca typową dla spółek telekomunikacyjnych. Otóż parametrami, które będą zyskiwały na znaczeniu w śledzeniu wyników Agory są ARPU, RGU na klienta (liczba usług na klienta), czy tzw. „churn” (współczynnik rezygnacji).

Liczba rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej oraz liczba subskrypcji cyfrowych*

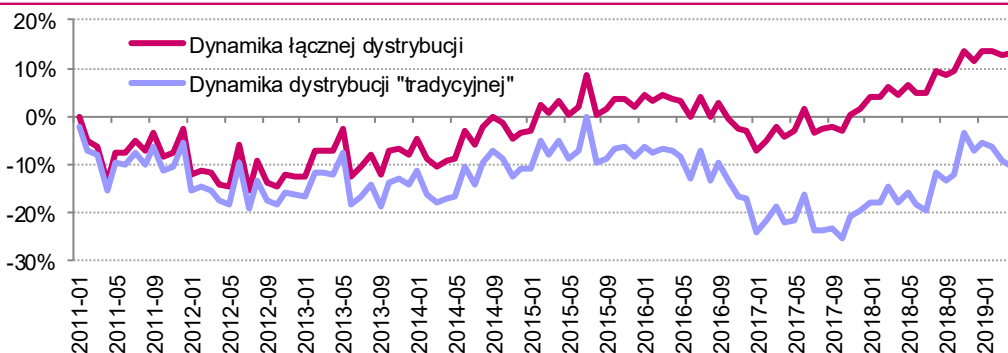


* liczba subskrypcji cyfrowych jest interpolacją danych podawanych w okresach rocznych (spółka komunikowała następujące dane: na koniec roku: 2014-55tys., 2015-77tys., 2016-100tys., 2017-133tys., 2018-170,5tys. i na dzień 31.05.2019-192 tys.)

Źródło: Agora, Millennium DM

Dla wyników segmentu prasowego w przyszłości kluczowe będzie powodzenie w procesie konwersji modelu na cyfrowy. W strategii spółka podała, że zakłada osiągnięcie w 2022 roku liczby 327 tys. subskrypcji płatnych. Wg zarządu spółki poziom ten powinien pozwalać na generowanie przez segment prasy znaczącego wkładu do zysku operacyjnego całej Grupy. Niestety nie podaje bliższych informacji jak duży ma być ten udział. W naszych prognozach staraliśmy się pozostać konserwatywni i założyliśmy pozytywny wynik operacyjny i osiągnięcie marży EBITDA 1,6% w 2021 roku. Uważamy jednocześnie, że obszar ten może być źródłem pozytywnego zaskoczenia.

Dynamika łącznej liczby rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej plus subskrypcji cyfrowych



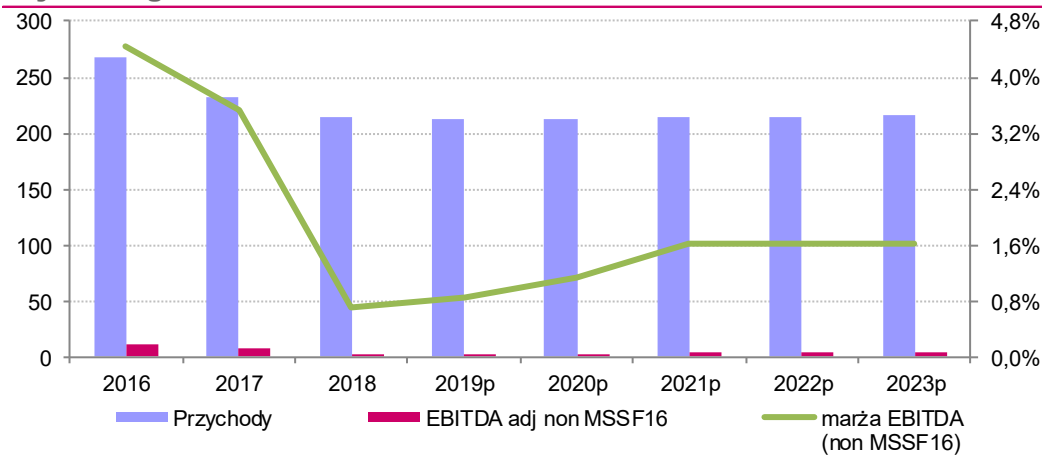
Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki segmentu Prasa

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	267,9	231,5	214,1	213,0	213,0	213,5	215,2	217,1
Gazety	122,8	112,3	106,8	108,5	109,7	110,9	112,4	114,1
Gazeta Wyborcza	102,1	92,9	92,3	95,1	97,0	98,9	100,9	102,9
inne gazety	14,3	11,3	8,6	7,6	6,8	6,1	5,8	5,6
reszta gazet	6,4	8,1	5,9	5,9	5,9	5,9	5,7	5,6
Rekalmy	138,0	114,5	101,7	98,8	97,7	97,0	97,2	97,4
w Gazecie Wyb.	82,4	84,8	81,1	81,9	82,7	83,6	84,4	85,2
w innych gazetach	24,6	20,5	16,6	14,1	12,7	11,4	10,9	10,3
w reszcie gazet	38,4	18,4	8,0	5,6	4,5	4,0	3,8	3,6
Pozostałe	7,1	4,7	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Koszty	270,7	238,0	238,6	212,3	211,2	211,8	212,7	215,2
Wynagrodzenia	110,3	103,2	98,4	98,4	97,9	97,4	96,9	97,9
Materiały i energia	67,1	57,8	54,6	54,6	51,9	50,3	48,8	46,9
Reklama	45,1	29,5	28,2	29,9	30,8	32,0	33,3	34,6
Usługi obce	40,0	35,0	30,0	25,5	26,8	28,1	29,8	31,9
Amortyzacja	8,9	1,5	1,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Odpisy i rezerwy	5,8	13,2	24,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-6,5	-2,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
EBIT adj	3,0	6,7	0,2	0,4	1,0	2,1	2,1	2,1
EBITDA adj	11,9	8,2	1,5	2,9	3,5	4,5	4,6	4,6
EBITDA adj non MSSF16	11,9	8,2	1,5	1,8	2,4	3,4	3,5	3,5
marża EBITDA (non MSSF16)	4,4%	3,5%	0,7%	0,8%	1,1%	1,6%	1,6%	1,6%

Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki segmentu Prasa



Źródło: Agora, Millennium DM

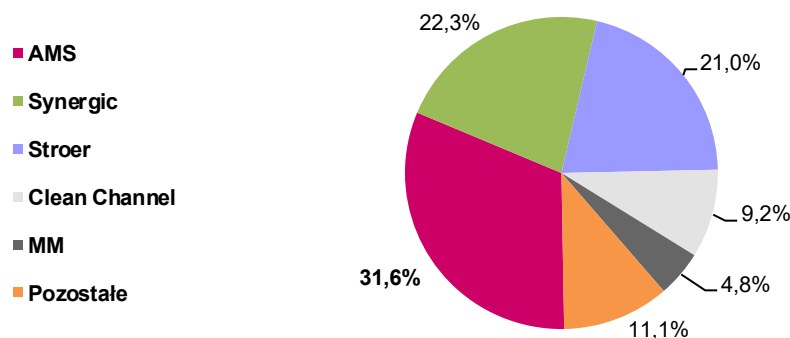
Segment Reklama zewnętrzna

Reklama zewnętrzna, czyli Outdoor to najbardziej wyeksponowana na rynek reklamy część biznesu Agory. Odpowiada za nią spółka AMS, która dysponuje około 23 tys. powierzchni reklamowych. Liczba ta daje AMS pierwsze miejsce w Polsce i udział w rynku 31,6% (2018 rok). Jednak nie sama liczba nośników jest kluczowa, a ich jakość. Obecnie liczba nośników ulega nawet obniżeniu, a to za sprawą rezygnacji z mniej rentownych lokalizacji nośników, na rzecz wzrostu udziału tych wyżej marżowych.

Kierunkiem rozwoju tego segmentu jest wzrost cyfryzacji i nie chodzi tylko o przechodzenie na cyfrowe wyświetlacze, ale również stopniowe przyłączanie ich do sieci cyfrowej. Zmiany te pozwalają na uzyskiwanie wyższych marż, gdyż za ruchome, kolorowe reklamy zlecający są skłonni płać więcej niż za nieruchomy, drukowany plakat. Dodatkowo daje to możliwość zmiany wyświetlanej treści, bez konieczności wysyłania ekipy technicznej z drabiną i klejem.

Drugim kierunkiem jest rozbudowa biznesu w kierunku tzw. „reklamy indoor”. Są to wyświetlacze instalowane w pomieszczeniach, choć nadal w przestrzeni publicznej. Przykładem są galerie handlowe, dworce, czy kluby fitness (jak w przypadku kupionej przez Agorę w lipcu 2019 roku Piano Group).

Udział firm w rynku reklamy zewnętrznej w 2018 roku



Źródło: Izba Gospodarcza Reklamy Zewnętrznej, Millennium DM

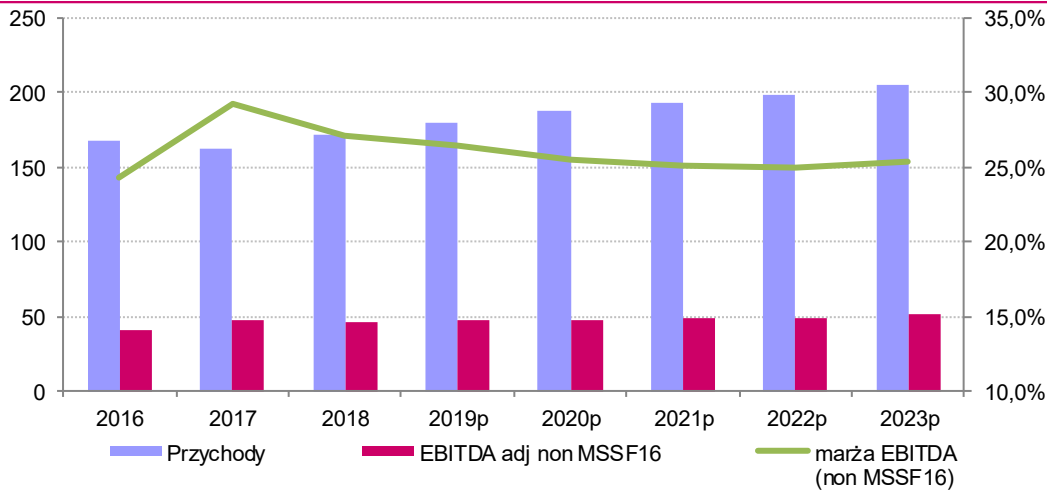
Wyniki segmentu Reklama zewnętrzna

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	168,0	163,0	171,9	180,5	187,7	193,3	199,1	205,1
Koszty	143,1	134,7	144,9	151,5	157,5	162,1	167,8	172,9
Wynagrodzenia	22,5	21,5	23,2	24,4	25,6	26,3	27,1	27,9
Usługi obce	84,7	78,7	81,6	60,0	64,2	67,4	71,4	73,6
Amortyzacja	15,9	17,8	19,7	45,2	44,5	44,3	44,4	45,9
Operacyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reklama	4,3	4,4	5,4	6,2	6,8	7,2	7,4	7,5
Odpisy i rezerwy	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	15,7	10,7	15,0	15,8	16,4	16,9	17,4	17,9
EBIT adj	24,9	29,9	27,0	29,4	29,8	30,7	31,6	32,6
EBITDA adj	40,8	47,7	46,7	74,6	74,3	75,0	76,0	78,5
EBITDA adj non MSSF16	40,8	47,7	46,7	47,7	47,9	48,6	49,6	52,1
marża EBITDA (non MSSF16)	24,3%	29,3%	27,2%	26,5%	25,5%	25,1%	24,9%	25,4%

Źródło: Agora, Millennium DM

Segment reklamy zewnętrznej jest najwyżej rentownym spośród tych, w których działa Grupa Agora. Prognozujemy, że dzięki inwestycji w nowe technologie osiągnane marże są do utrzymania.

Wyniki segmentu Reklama zewnętrzna



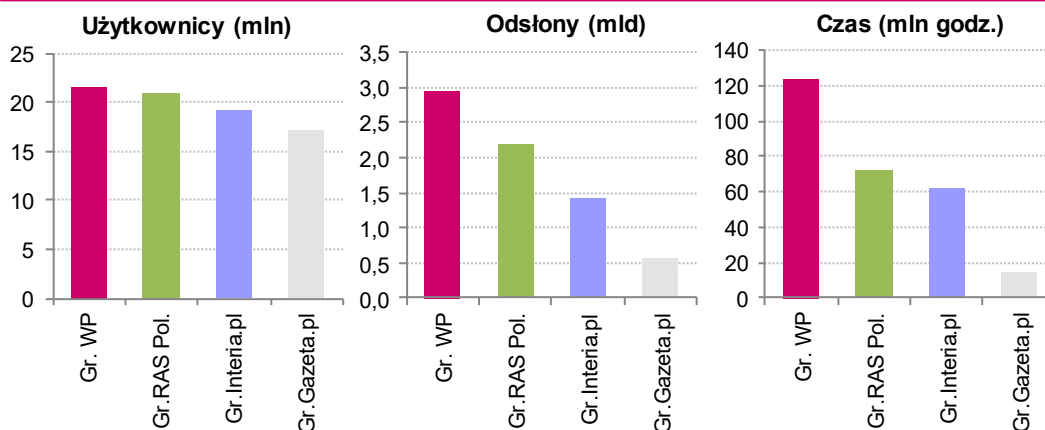
Źródło: Agora, Millennium DM

Segment Internet

Segment ten składa się z trzech części: 1) grupy portali internetowych, których głównym źródłem przychodów jest emisja reklam, 2) portalu i narzędzi do rekrutacji, 3) spółek oferujących narzędzia do efektywnego dotarcia z reklamą internetową do wybranego odbiorcy.

Ponieważ w przychodach segmentu, które wyniosły w 2018 roku 177,8 mln PLN, przychody z reklam wyniosły 156,1 mln PLN (czyli 87,8%), najważniejszą częścią segmentu pozostają portale internetowe grupy **Gazeta.pl**. Na koniec maja br., pod względem najistotniejszych parametrów cechujących tego typu działalność, portale spółki plasowały się w polskim internecie na 4 pozycji. Przed Grupą Gazeta.pl uplasowały się, licząc od najpopularniejszego: Wirtualna Polska, Grupą RAS Polska (na czele z Onet.pl) i Grupa Interia.pl. W ten sposób Agora utrzymuje wysoką ekspozycję na tę najszybciej rosnącą część rynku reklamowego.

Główne parametry największych grup portali w Polsce w maju 2019 roku



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

Pozostałe elementy działalności internetowej, w większości również związane są z reklamą, jednak już od strony jej obsługi. Poszczególne narzędzia przynależą do poszczególnych spółek z Grupy. Są to:

- ❑ **Yieldbird** - zarządzanie powierzchniami reklamowymi oraz optymalizacja przychodów z reklamy programatycznej. Firma obecnie finalizuje testy nowego produktu w modelu SaaS. W swoim portfolio posiada już ponad 250 klientów z 30 krajów.
- ❑ **GoldenLine** - platforma rekrutacyjna, która daje kandydatom możliwość stworzenia profilu zawodowego i otrzymania referencji od współpracowników, a także zapoznania się z opiniami o pracodawcach. Obecnie spółka pozostaje w procesie restrukturyzacji, a znaczna jej wartość została odpisana.
- ❑ **Domiporta** (wcześniej Trader.com Polska) – właściciel serwisu Domiporta.pl – hubu integrującego wszystkie segmenty rynku mieszkaniowego na jednej platformie cyfrowej. Spółka jest również wydawcą serwisów z ogłoszeniami motoryzacyjnymi Autotrader.pl, Salonowe.pl i serwisu z ofertami nieruchomości z rynku pierwotnego Nowyrp.pl.
- ❑ **Hash.fm** - agencja influencer marketingu z autorskimi narzędziami efektywnej współpracy z liderami opinii w internecie. Przygotowuje i realizuje kampanie reklamowe, tworzy i wdraża strategie długookresowej współpracy z twórcami internetowymi oraz zajmuje się doradztwem i szkoleniami.
- ❑ **Online Technologies HR** - optymalizacja i unowocześnianie procesów e-rekrutacji. Udostępnia narzędzie informatyczne w modelu SaaS – platformę HRlink.pl.
- ❑ **ROI Hunter** - oferuje usługi w modelu SaaS i zajmuje się automatyzacją działań marketingowych (tworzenie kreacji, targetowanie, optymalizacja powierzchni reklamowych). Jest jednocześnie oficjalnym partnerem marketingowym Facebooka i Google'a.

Wyniki spółek z Grupy Agora wchodzących w skład segmentu Internet

Nazwa	Udział Agory w kapitale	Przychody	Zysk netto
Yieldbird	81,5%	93,3	5,7
GoldenLine	92,5%	14,3	0,5
Domiporta	100,0%	9,7	0,3
Hash.fm	49,5%	7,3	-0,2
Online Technologies HR	46,2%	5,6	0,1
ROI Hunter	24,0%	11,1	-1,4

Źródło: Agora

W naszej opinii stabilnie czwarta pozycja na rynku portali internetowych i co za tym idzie rynku polskiej reklamy internetowej oraz rozwijanie biznesów o charakterze technologicznym, pozwolą Grupie Agora zarówno na dalszy rozwój segmentu, jak i podnoszenie marżowości. W naszych prognozach przyjmujemy, że marża EBITDA segmentu Internet wzrośnie z 16% w 2018 roku do 18,4% w 2023 roku. Założony spadek rentowności w br. wynika z dużego wzrostu cen energii (serwery). Presja płacowa w części technologicznej utrzymuje się już od dłuższego czasu i nie uważamy, by był to czynnik który byłby zaskoczeniem w tym roku.

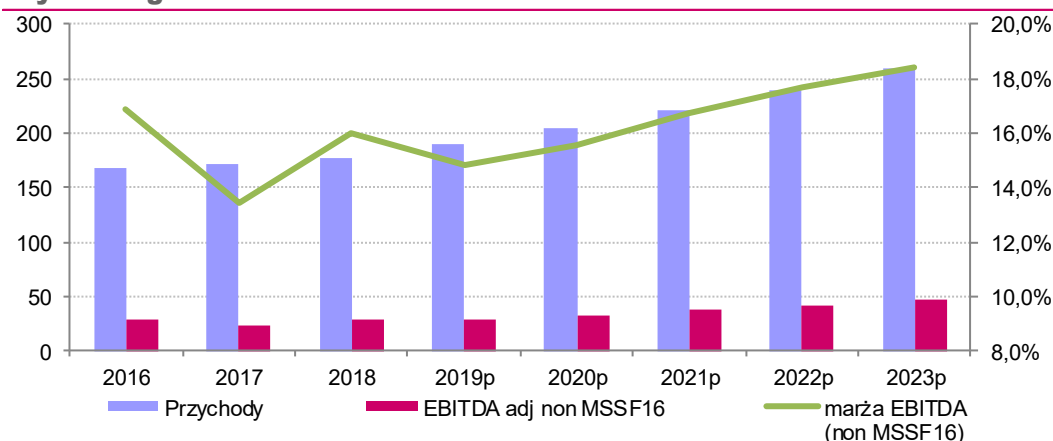
Wyniki segmentu Internet

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	167,9	172,1	177,8	190,2	205,5	221,9	239,7	258,8
Koszty	144,9	175,6	162,2	166,8	180,7	193,8	208,1	223,1
Wynagrodzenia	52,4	55,4	54,3	57,0	59,9	62,3	64,8	67,3
Usługi obce	64,0	70,4	76,3	84,7	93,2	100,6	109,7	119,5
Reklama	15,5	17,9	13,5	14,0	14,7	15,5	15,9	16,4
Amortyzacja	4,9	4,8	5,3	5,3	6,8	8,8	10,5	12,1
Odpisy i rezerwy	0,4	21,8	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	7,7	5,3	5,3	5,7	6,2	6,7	7,2	7,8
EBIT adj	23,4	18,3	23,1	22,8	25,2	28,4	31,8	35,6
EBITDA adj	28,3	23,1	28,4	28,2	32,0	37,1	42,3	47,7
EBITDA adj non MSSF16	28,3	23,1	28,4	28,2	32,0	37,1	42,3	47,7
marża EBITDA (non MSSF16)	16,9%	13,4%	16,0%	14,8%	15,6%	16,7%	17,7%	18,4%

Źródło: Agora, Millennium DM

Agora

Wyniki segmentu Internet



Źródło: Agora, Millennium DM

Segment Radio

Segment ten w Grupie Agora reprezentują:

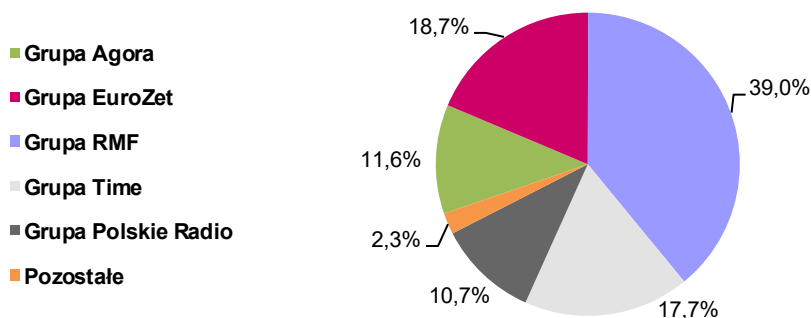
- ❑ **Radio TOK FM** - stacja w formacie „news & talk” (słowo stanowi około 90% programu). Nadaje obecnie w 23 obszarach miejskich.
- ❑ **Radio Złote Przeboje** - sieć 24 lokalnych stacji, które nadają m.in. w Warszawie, Krakowie, Łodzi, Poznaniu, Trójmieście, Wrocławiu i miastach Aglomeracji Śląskie. Na antenie można usłyszeć największe przeboje lat 80., 90. i przełomu wieków.
- ❑ **Radio Pogoda** - muzyczna stacja nadająca w ośmiu miastach: Bydgoszczy, Gdańsku, Katowicach, Krakowie, Poznaniu, Opolu, Warszawie i Wrocławiu.
- ❑ **Rock Radio** - 4 lokalne stacje radiowe nadające w Warszawie, Krakowie, Poznaniu i Opolu. Prezentują one na antenie wyłącznie muzykę rock.

Dodatkowo Grupa świadczy usługi związane z reklamą w dwóch obszarach:

- ❑ **Doradztwo Mediowe** - oferuje klientom bezpośrednim usługi związane z zakupem reklamy w radiostacjach Agory i rozgłośniach zewnętrznych, na stronach internetowych radiostacji, przede wszystkim w serwisie www.tokfm.pl. Usługi konsultingu, planowania i zakupu ogólnopolskich i lokalnych kampanii radiowych, tworzenie i sprzedaż rozwiązań pakietowych z wykorzystaniem czasu antenowego w stacjach Agory i pozostałych nadawców, reklamy w radiowych serwisach internetowych oraz ofert cross-mediowych i niestandardowych.
- ❑ **SVG Studio** - tworzenie wszelkiego rodzaju produkcji dźwiękowych, wizualnych i graficznych. Współpracuje z agencjami reklamowymi i innymi producentami, a także bezpośrednio z firmami na terenie całego kraju. Służy fachowym doradztwem i tworzy skuteczne przekazy reklamowe oparte o własne koncepcje kreatywne.

Łączny udział stacji wchodzących w skład Grupy Agora w wydatkach na reklamę w Polsce wyniósł w pierwszej połowie br. 11,6%. Dało to spółce czwartą pozycję w tym rynku za Grupą RMF (39% rynku), Grupą Eurozet (18,7% rynku) i Grupą Time (17,7% rynku). Ostatnia z wymienionych grup to stacje radiowe: Eska (sieć stacji muzycznych), Eska Rock, WAWA, VOX FM i Radio Plus.

Szacunkowe udziały grup radiowych w wydatkach na reklamę w 1H'19



Źródło: Agora, Millennium DM

Biorąc pod uwagę udziały w rynku, ważne zarówno z punktu widzenia biznesu Agory, jak i dla naszej wyceny, jest przejęcie spółki Eurozet. W lutym 2019 roku Agora za kwotę 130,7 mln PLN kupiła 40% udziałów w spółce Eurozet i jednocześnie zawarła z drugim kupującym (pozostałe 60%), czyli funduszem SFS Ventures umowę wspólników. Umowa ta zawiera opcję kupna udziałów posiadanych przez SFS Ventures z terminem wykonania do połowy 2022 roku.

Wyniki spółki Eurozet

Sama spółka Eurozet, która odpowiada za działalność mediową grupy kapitałowej, zanotowała w ub.r. spadek przychodów sprzedażowych o 0,2% do 193,64 mln zł. Według uzasadnienia Eurozet, spadek przychodów wynika ze zmniejszenia się wpływów z barterów reklamowych i loterii audio-tekstowych. Z drugiej strony koszty operacyjne spółki zwiększyły się w skali roku o 3,2 proc. do 164,35 mln zł. Wydatki na usługi obce poszły w górę ze 139,09 do 145,77 mln zł, a wynagrodzenia - z 9,28 do 11,84 mln zł. W firmie były zatrudnione 102 osoby.

Wyniki finansowe spółki Eurozet

	2017	2018	zmiana r/r
Przychody	194,0	193,6	-0,2%
Koszty operacyjne	159,3	164,4	3,2%
Wy nagrodzenia	9,3	11,8	27,6%
Materiały i energia	0,8	0,7	-5,0%
Usługi obce	139,1	145,8	4,8%
Amortyzacja	1,2	1,5	22,5%
Pozostałe	9,0	4,5	-49,3%
Pozostałe przychody	3,2	1,9	-42,5%
Pozostałe koszty	6,5	1,9	-70,3%
EBIT	31,5	29,2	-7,1%
EBITDA	32,7	30,7	-6,0%
Finansowe netto	1,814	0,89	-50,9%
Zysk brutto	33,3	30,1	-9,5%
Podatek	7,9	7,3	-7,4%
Zysk netto	25,4	22,8	-10,2%
marża EBIT	16,2%	15,1%	
marża EBITDA	16,8%	15,9%	
stopa podatkowa	23,8%	24,3%	

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

Jeżeli uda się sfinalizować przejęcie Eurozet, Grupa Agora awansuje na drugą pozycję, po Grupie RMF w zestawieniu największych emitentów reklam radiowych. Rynek reklamy radiowej jest częścią rynku reklamy, która pozostaje pod presją i oddaje pola reklamie internetowej. Niemniej spadek udziału radia w całości rynku reklamowego nie jest tak dynamiczny, jak ma to miejsce w przypadku TV. W 2014 roku udział reklamy radiowej wyniósł 7,5%, podczas gdy za 2018 rok wyniósł 7,0%.

Specyfika odbioru radia powoduje, że w przewidywalnej przyszłości powinno utrzymać swoją pozycję lub tracić ją w dotychczasowym, powolnym tempie. Takie założenie przekłada się na naszą prognozę lekkiego obniżania marżowości, która pozostanie jednak na relatywnie atrakcyjnym poziomie. Założyliśmy, że marża EBITDA w perspektywie 5 lat obniży się z 18,4% wypracowanych w 2018 roku, do 14,2% w 2023 roku.

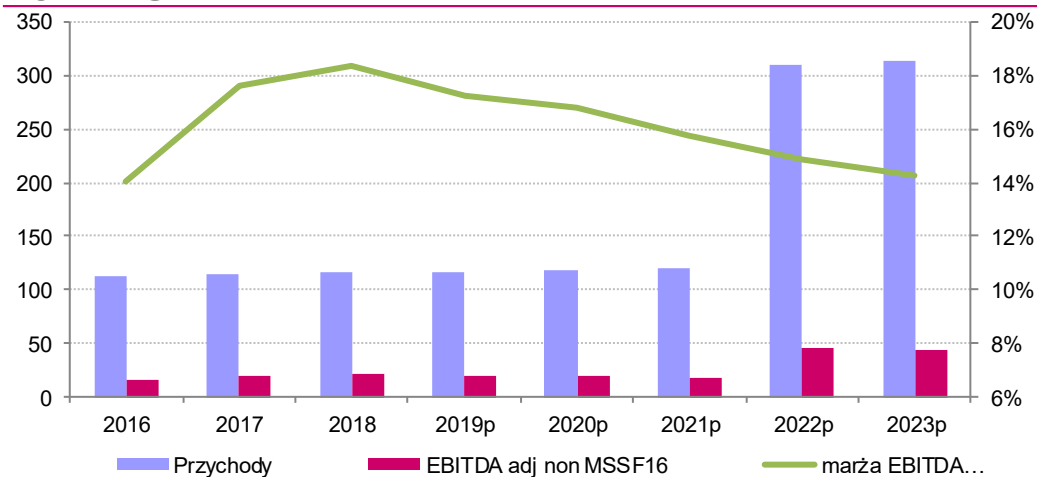
Istotnym założeniem jest natomiast zrealizowanie opcji kupna spółki Eurozet w 2022 roku. Wymagało to będzie zgody UOKiK (koncentracja) i KRRiT (koncesja). Wątpliwości co do realizacji tego scenariusza są pozamerytoryczne, w związku z czym trudno nam przypisywać prawdopodobieństwa możliwym scenariuszom. Uważamy jednak, że w przypadku niedojścia do skutku drugiej części transakcji, Agora nie powinna mieć problemu ze sprzedażą całości biznesu radiowego, a uzyskane środki zostałyby pewnie przesunięte do innych segmentów.

Wyniki segmentu Radio

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	113,4	114,0	116,0	117,2	118,3	119,5	310,7	313,8
Koszty	100,6	97,3	98,8	100,9	101,7	104,8	275,1	276,8
Wynagrodzenia	31,8	31,5	33,0	36,3	38,1	40,0	102,1	104,1
Usługi obce	44,0	42,4	42,7	40,6	40,6	42,6	119,3	119,3
Reklama	14,6	13,3	12,1	11,0	10,0	9,1	23,2	24,4
Amortyzacja	3,1	3,4	4,1	6,1	6,0	5,9	12,1	10,4
Pozostałe	7,1	6,7	6,9	7,0	7,0	7,1	18,5	18,7
EBIT adj	12,8	16,7	17,2	16,4	16,1	15,1	36,2	36,5
EBITDA adj	15,9	20,1	21,3	22,5	22,1	21,0	48,3	46,9
EBITDA adj non MSSF16	15,9	20,1	21,3	20,2	19,9	18,8	46,1	44,7
<i>marża EBITDA (non MSSF16)</i>	<i>14,0%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>17,3%</i>	<i>16,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,2%</i>

Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki segmentu Radio



Źródło: Agora, Millennium DM

Segment Druk

Jest to część biznesu Agory, która jest od lat w procesie restrukturyzacji i w najbliższym czasie przestanie funkcjonować jako osobny segment. W 2017 roku zostały dokonane znaczące odpisy wartości majątku tego segmentu (51,6 mln PLN w 4Q'17), a w 1Q'19 zawiązano rezerwę 4,9 mln PLN na zwolnienia pracowników. Związane jest to z zapowiedzianym zamknięciem dwóch z trzech drukarni (Tychy i Piła) i pozostawienie jedynie drukarni w Warszawie. Ta ostatnia działać będzie przede wszystkim na potrzeby druku Gazety Wyborczej, więc jej wyniki zostaną włączone do wyników segmentu prasa.

Segment ten wykazywał straty w ostatnich latach na poziomie operacyjnym nawet po wyłączeniu odpisów i rezerw. Podstawowymi czynnikami były 1) spadki wolumenu gazet, które drukarnie Agory drukowały na potrzeby również innych wydawców, 2) wzrost wymagań sieci handlowych, które przechodząc dla swoich gazetek reklamowych na papier wyższej jakości, nie były już zainteresowane drukiem w standardzie gazetowym, 3) wzrost cen papieru gazetowego. Ostatni z czynników wynikał z szybszego zamykania się mocy wytwórczych tego typu papieru w całej Europie, niż następował spadek sprzedaży gazet. W efekcie papieru w tym gatunku zaczęło brakować, co wywindowało jego ceny.

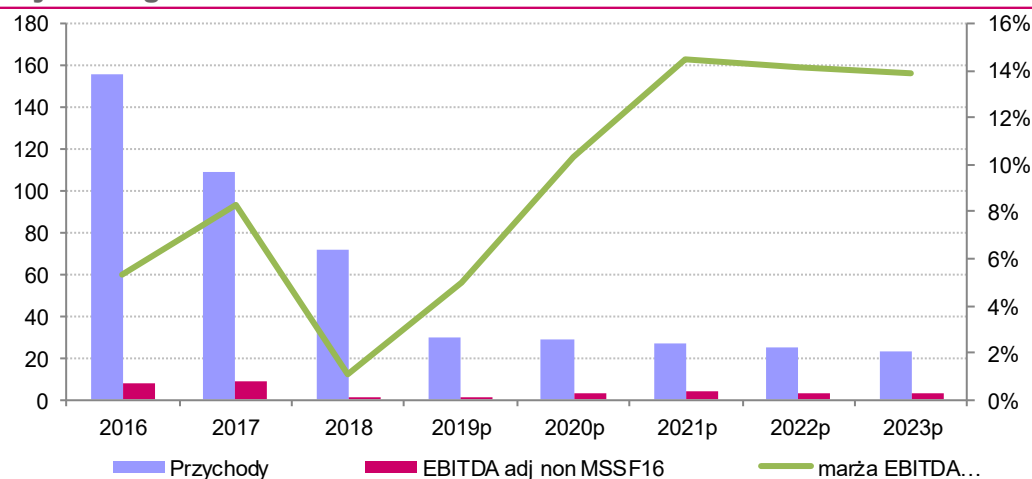
W naszych prognozach segment Druk jeszcze pozostawiamy, a jego wyniki prognozujemy jako dążące do zera na poziomie operacyjnym. Wynik EBITDA w naszych prognozach wzrasta do poziomu około 4 mln PLN w 2022 roku, a marża EBITDA do około 14% w 2021 roku.

Wyniki segmentu Druk

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	155,5	109,0	71,5	30,0	28,5	27,4	25,5	23,7
Koszty	172,2	181,6	88,8	35,4	29,8	27,8	25,9	24,0
Wynagrodzenia	21,5	21,2	18,4	8,3	7,9	7,5	7,1	6,7
Materiały i energia	114,1	70,1	44,0	13,2	9,9	8,9	8,0	7,2
Usługi obce	9,0	9,0	8,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5
Amortyzacja	15,8	20,8	8,4	6,7	5,0	4,5	4,0	3,7
Odpisy i rezerwy	0,2	51,8	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	11,6	8,7	8,3	3,5	3,3	3,2	3,0	2,7
EBIT adj	-16,5	-20,8	-15,9	-5,3	-1,3	-0,4	-0,4	-0,3
EBITDA adj	8,3	9,0	0,8	2,2	3,6	4,5	4,0	3,7
EBITDA adj non MSSF16	8,3	9,0	0,8	1,5	3,0	4,0	3,6	3,3
marża EBITDA (non MSSF16)	5,3%	8,3%	1,1%	5,0%	10,3%	14,4%	14,2%	13,9%

Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki segmentu Druk



Źródło: Agora, Millennium DM

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
przychody netto, w tym:	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 198,7	1 266,9	1 352,9	1 587,2	1 668,8	1 723,1
Prasa	267,9	231,5	214,1	213,0	213,0	213,5	215,2	217,1	219,0
Film i książka	364,0	416,2	419,1	497,1	543,2	606,5	626,2	679,5	703,6
Reklama zew nętrzna	168,0	163,0	171,9	180,5	187,7	193,3	199,1	205,1	211,3
Internet	167,9	172,1	177,8	190,2	205,5	221,9	239,7	258,8	279,5
Radio	113,4	114,0	116,0	117,2	118,3	119,5	310,7	313,8	317,0
Druk	155,5	109,0	71,5	30,0	28,5	27,4	25,5	23,7	22,0
koszty operacyjne	-1 170,6	-1 181,7	-1 238,5	-1 140,3	-1 156,9	-1 216,8	-1 290,6	-1 497,7	-1 565,3
Wynagrodzenia	-317,3	-323,2	-327,6	-328,7	-332,1	-344,3	-355,0	-426,5	-439,9
Amortyzacja	-102,0	-98,2	-103,0	-87,6	-144,2	-143,9	-145,2	-153,1	-154,6
Zużycie mater. i energii oraz koszt mater.	-225,6	-221,1	-170,9	-153,1	-133,0	-131,5	-135,9	-139,8	-142,5
Reprezentacja i reklama	-87,4	-83,5	-74,7	-67,5	-71,5	-75,2	-82,1	-101,3	-102,5
Usługi	-400,6	-424,1	-430,8	-438,7	-431,9	-463,6	-513,4	-609,9	-656,7
Odpisy i koszty restrukturyzacji	0,0	-6,9	-88,9	-33,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA adj, w tym:	120,7	121,3	118,4	122,1	186,0	194,0	207,5	242,5	258,1
Prasa	11,9	8,2	1,5	2,9	3,5	4,5	4,6	4,6	6,8
Film i książka	56,6	63,5	63,0	102,4	106,7	115,6	115,1	123,7	123,5
Reklama zew nętrzna	40,8	47,7	46,7	74,6	74,3	75,0	76,0	78,5	77,6
Internet	28,3	23,1	28,4	28,2	32,0	37,1	42,3	47,7	51,9
Radio	15,9	20,1	21,3	22,5	22,1	21,0	48,3	46,9	47,1
Druk	8,3	9,0	0,8	2,2	3,6	4,5	4,0	3,7	3,5
Koszty na poziomie centrali	-40,5	-53,2	-39,6	-46,8	-48,2	-50,2	-47,8	-47,1	-48,7
EBITDA non MSSF16:	121,3	118,4	122,1	126,0	135,0	148,7	183,8	199,4	202,9
EBIT	23,1	15,4	34,5	41,8	50,1	62,4	89,4	103,5	105,2
saldo finansow e	-15,0	2,5	20,8	-11,5	-13,4	-10,7	-21,9	-22,9	-21,4
zysk przed opodatkowaniem	8,1	17,9	55,3	30,3	36,7	51,7	67,5	80,6	83,8
podatek dochodow y	-13,4	-4,1	-11,5	-6,1	-7,3	-10,3	-13,5	-16,1	-16,8
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	0,0	0,0	9,2	9,5	9,8	0,0	0,0	0,0
(Zyski) straty mniejszości	3,5	4,2	4,3	4,5	4,7	5,0	5,2	5,5	5,8
Zysk netto akcj. jedn. domin.	-16,6	-83,5	5,1	19,7	24,6	36,4	48,8	59,0	61,3
EPS	-0,4	-1,8	0,1	0,4	0,5	0,8	1,0	1,3	1,3

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

Bilans (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
aktywa trwałe	1 139,5	991,3	981,3	1 581,2	1 576,2	1 577,3	1 770,9	1 769,6	1 769,0
rzeczowe aktywa trwałe	627,5	514,0	519,5	453,3	448,4	449,5	643,0	641,8	641,1
w wartości niematerialne i prawne	462,8	437,9	420,7	420,7	420,7	420,7	420,7	420,7	420,7
inwestycje długoterminowe	35,7	22,8	25,9	155,9	155,9	155,9	155,9	155,9	155,9
prawa do użytkowania aktywów pozostałe	13,5	16,6	15,3	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0	536,0
aktywa obrotowe	419,2	400,6	418,5	417,9	457,0	505,6	524,5	586,6	625,3
zapasy	33,8	34,8	35,8	36,1	34,7	37,1	43,5	45,7	47,2
należności	254,4	253,6	226,8	239,7	260,3	278,0	326,1	342,9	354,1
inwestycje krótkoterminowe	80,0	92,8	122,5	122,5	122,5	122,5	122,5	122,5	122,5
gotówka i ekwiwalenty	51,0	19,4	33,5	19,6	39,5	68,1	32,4	75,5	101,5
aktywa razem	1 558,7	1 391,9	1 399,8	1 999,1	2 033,2	2 082,9	2 295,3	2 356,2	2 394,2
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	1 097,1	995,6	975,0	990,2	1 010,4	1 042,7	1 087,6	1 142,0	1 179,0
kapitał mniejszości	20,2	19,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
zobowiązania	452,1	391,0	403,7	987,8	1 001,6	1 019,0	1 186,5	1 193,1	1 194,1
zobowiązania długoterminowe	128,4	106,4	115,0	689,0	689,0	689,0	809,0	799,0	789,0
w tym dług odsetkowy	96,6	86,7	97,8	197,8	197,8	197,8	317,8	307,8	297,8
zobowiązania krótkoterminowe	323,7	284,6	288,7	298,8	312,6	330,0	377,5	394,1	405,1
w tym dług odsetkowy	48,8	29,2	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8
pasywa razem	1 569,4	1 405,7	1 399,8	1 999,1	2 033,2	2 082,9	2 295,3	2 356,2	2 394,2
BVPS	23,55	21,37	20,93	21,26	21,69	22,38	23,35	24,52	25,31

Cash flow (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
wynik netto w raz zyskami mniejszości	-16,6	-83,5	5,1	19,7	24,6	36,4	48,8	59,0	61,3
amortyzacja bez leasingu MSSF16	98,2	103,0	87,6	84,1	84,9	86,3	94,3	95,9	97,7
zmiana kapitału obrotowego	10,0	-16,9	5,4	-3,2	-5,3	-2,6	-7,1	-2,5	-1,6
gotówka z działalności operacyjnej	97,0	77,3	81,1	119,4	123,2	139,3	155,5	172,1	177,3
inwestycje (capex)	-83,8	-57,0	-85,1	-85,0	-80,0	-87,4	-287,9	-94,6	-97,1
gotówka z działalności inwestycyjnej	-28,7	-41,2	-19,8	-210,0	-80,0	-87,4	-287,9	-94,6	-97,1
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-35,7	0,0	-23,3	-23,3	-23,3	-23,3	-23,3	-24,4	-44,3
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	100,0	0,0	0,0	120,0	-10,0	-10,0
gotówka z działalności finansowej	-49,3	-67,0	-47,5	76,7	-23,3	-23,3	96,7	-34,4	-54,3
zmiana gotówki netto	19,0	-31,0	13,8	-13,9	19,9	28,6	-35,7	43,2	26,0
DPS	0,75	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,52	0,95
CEPS	1,75	0,42	1,99	2,23	2,35	2,63	3,07	3,33	3,41
FCFPS	0,80	0,94	-0,42	1,21	1,52	1,79	-1,65	3,03	3,09

Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
zmiana sprzedaży	0,8%	-2,7%	-2,1%	5,0%	5,7%	6,8%	17,3%	5,1%	3,3%
zmiana EBITDA (non MSSF16)	0,5%	-2,4%	3,2%	3,1%	7,2%	10,1%	23,6%	8,5%	1,8%
zmiana EBIT	23,2%	-33,4%	124,4%	21,3%	19,8%	24,4%	43,4%	15,7%	1,7%
zmiana zysku netto	-	-	-	288,0%	24,7%	47,9%	34,1%	21,0%	3,8%
marża EBITDA	10,1%	10,4%	10,4%	10,2%	14,7%	14,3%	13,1%	14,5%	15,0%
marża EBIT	1,9%	1,3%	3,0%	3,5%	4,0%	4,6%	5,6%	6,2%	6,1%
marża netto	-1,4%	-7,2%	0,4%	1,6%	1,9%	2,7%	3,1%	3,5%	3,6%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
dług / kapitał (x)	9,3%	8,2%	9,5%	11,6%	11,4%	11,2%	15,4%	14,5%	13,9%
odsetki / EBIT	23,2%	29,4%	13,6%	16,2%	17,2%	13,8%	12,1%	12,4%	11,9%
stopa podatkowa	165,9%	22,8%	20,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ROE	-	-	0,5%	2,0%	2,5%	3,6%	4,7%	5,4%	5,4%
ROA	-	-	0,4%	1,4%	1,2%	1,8%	2,3%	2,6%	2,6%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	95,2	96,7	99,6	213,6	193,7	165,1	320,8	267,6	231,7

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

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
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 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 nieaktualne. 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 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 księgową na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - 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 postępowanie 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 uzależniająca 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 (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, będzie świadczył, 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 funkcje animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcje animatora rynku dla spółek: Wielton, Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet 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. Pomiędzy 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 partykularnych lub wskaźników 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 sporządzania niniejszej rekomendacji od Gieldy 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 Domu 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 Domu 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 organizacyjne 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 26 lipca 2019 roku o godzinie 12.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 26 lipca 2019 roku godzina 12.30.

Rekomendacje dla Agora S.A od Millennium DM S.A. za ostatnie 12m

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
-	-	-	-	-

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

	Liczba rekomendacji	Udział
Kupuj	1	100%
Akumuluj	0	
Neutralnie	0	
Redukuj	0	
Sprzedaj	0	