

media, rozrywka

Cena: 10,3  
Cena docelowa: 22,0

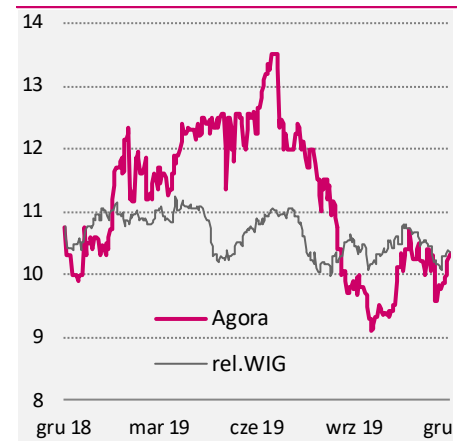
## Przyspieszenie konsolidacji

Agora ma cztery silne segmenty biznesu, co pozwala jej wypracowywać duży strumień gotówki. Na poziomie zysku netto obraz nie jest tak dobry, gdyż wyniki systematycznie obciążane były odpisami i kosztami restrukturyzacji. Spółka wygasila już nierentowne tytuły prasowe, ograniczyła do minimum działalność drukarską i w większości odpisała nietrafione inwestycje internetowe sprzed kilku lat. Głównymi segmentami są: kinowy, reklamy zewnętrznej, internetowy i radiowy. Prasa natomiast jest w trakcie transformacji i nadal utrzymuje potencjał powrotu rentowności. Przyspiesza za to konsolidacja w biznesie radiowym.

Wyniki Agory za 3Q19 oceniamy jako dobre, przy czym na uwagę zasługuje fakt, że poprawa nastąpiła we wszystkich segmentach operacyjnych. Największa różnica, w porównaniu do naszych oczekiwań, nastąpiła w segmencie Prasy (po połączeniu z Drukiem). Największy wkład do wzrostu EBITDA w porównaniu r/r miał segment Film i Książka, z tym że to było oczekiwane z uwagi na dobry repertuar i pozytywne tendencje frekwencji w kinach Helios. Jednocześnie koszty ogólne pozostały pod kontrolą, gdyż duży wpływ na pozytywne zaskoczenie miały niższe o 2,6 mln PLN koszty nieprzypisane do żadnego z segmentów. Jest to w Agorze pozycja niezwykle pojemna, która odpowiada przede wszystkim za usługi obce, w tym obsługę prawną, wynagrodzenia pracowników centrali i koszty jej obsługi. Zwracamy uwagę na duże przepływy operacyjne, które w 3Q19 wyniosły 43,4 mln PLN, a za ostatnie 12m 169,6 mln PLN (35% kapitalizacji).

Agora przyspieszyła procedurę wykonania opcji przejęcia pozostałych 60% akcji spółki Eurozet. Przesunęliśmy w związku z tym prognozę terminu transakcji na 2021 r., z oczekiwanego wcześniej 2022 r. Wiązać się to będzie z koniecznością zapewnienia finansowania, co z kolei nie pozostanie bez wpływu na zdolności inwestycyjne w innych segmentach. Ponadto szybciej niż wcześniej zakładaliśmy rosnące przychody segmentu kinowego, zwłaszcza w części gastronomiczno-barowej przełożyły się na podniesienie ich prognoz. Z drugiej strony intensywniejsze otwarcia nowych lokali oznaczają niższą marżowości w bieżącym i przyszłym roku. Zmieniliśmy również założenia odnośnie przyszłych nakładów inwestycyjnych w segmencie kinowym. Pozostawiliśmy prognozowane wielkości na najbliższe 4 lata, ale obniżyliśmy w okresach późniejszych.

Rozwój lokali gastronomicznych obniża bieżącą rentowność, jednak w kolejnych latach oznacza potencjał jej poprawy. Podniesienie naszych prognoz w tym zakresie, w połączeniu z wyższymi dynamikami przychodów, przełożyło się na wzrost wyceny metodą DCF. Jednocześnie w ciągu ostatnich 4 miesięcy średnio o 11,7% wzrosły wyceny wskaźnikowe spółek z grupy porównawczej, co zwiększyło wycenę Agory tą metodą. W rezultacie nasza wycena akcji Agory wzrosła do 22,0 PLN, co oznacza że podtrzymujemy zalecenie ich kupna.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	9,0 / 13,5
Liczba akcji (mln)	46,6
Kapitalizacja (mln PLN)	480
EV (mln PLN)	699
Free float (mln PLN)	239
Średni obrót (mln PLN)	0,3
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	-0,5%   4,5%   -15,5%
Zmiana rel. WIG	1,6%   6,0%   -11,3%

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	94,8	0,5	4,8%	20,3	5,7	0,5%
2019p	1224,3	35,9	122,3	23,7	14,4	0,31	2,17	21,1	33,4	0,5	4,8%	19,6	5,7	1,5%
2020p	1278,5	55,0	136,1	40,9	28,0	0,60	2,34	21,7	17,2	0,5	4,8%	12,8	5,2	2,8%
2021p	1568,5	85,5	172,5	61,0	43,8	0,94	2,81	22,5	11,0	0,5	4,8%	8,2	4,1	4,3%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, r/n 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 1099 mln PLN, czyli 23.9 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 934 mln PLN (20.1 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 1017 mln PLN, czyli 22.0 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	1099	23,9
Wycena porównawcza	934	20,1
<b>Wycena spółki Agora</b>	<b>1017</b>	<b>22,0</b>

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	1224,3	1278,5	1568,5	1611,0	1707,7	1751,0	1843,3	1880,0	1975,2	2018,3	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	31,1	46,8	73,3	80,3	88,5	91,6	96,3	96,2	102,5	105,5	
Amortyzacja (non MSSF16)	86,5	81,1	87,0	93,8	96,9	98,4	99,6	100,0	103,2	105,7	
Zmiana w kapitale pracującym	-3,9	-5,0	-8,7	-1,3	-2,9	-1,3	-2,8	-1,1	-2,9	-1,3	
CAPEX	-87,0	-93,0	-294,9	-104,9	-96,3	-92,4	-83,5	-84,6	-85,8	-87,0	
FCF	26,7	29,9	-143,4	67,8	86,2	96,4	109,7	110,5	117,1	122,9	
zmiana FCF	33%	12%	-	-	27%	11,8%	13,8%	0,7%	5,9%	4,9%	1,2%
Dług/Kapitał	21,1%	20,7%	29,2%	26,9%	24,5%	22,9%	21,8%	20,8%	19,7%	18,7%	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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	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	7,2%	7,4%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,4%
WACC	6,2%	6,4%	6,4%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,5%
PV (FCF)	25,1	26,5	-119,1	52,9	63,0	65,9	70,1	66,0	65,3	64,0	1027,3
Wartość DCF (mIn PLN)	1407	w tym wartość rezydualna				1027					
(Dług) Gotówka netto	-219,1										
Wartość udz. mniejsz.	88,5										
Wycena DCF (mIn PLN)	1099,4										
Liczba akcji (mIn)	46,6										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>23,9</b>										

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 88,5 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					
	23,9	0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	2,0%
Stopa RF rezydualna	1,5%	26,6	27,5	28,6	30,3	33,7
	2,0%	24,6	25,4	26,3	27,7	30,6
	2,6%	22,5	23,2	23,9	25,1	27,4
	3,0%	21,4	22,1	22,7	23,8	25,8
	3,5%	20,2	20,7	21,3	22,2	24,0
Beta nielewarowana	0,8	28,6	29,6	30,7	32,5	36,0
	1,0	22,5	23,2	23,9	25,1	27,4
	1,2	17,9	18,4	18,9	19,8	21,3

Źródło: MillenniumDM

## Wycena porównawcza

#### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
AXEL SPRINGER SE	SPR	GERMANY	28 653	29,4	24,4	24,5	8,9	12,5	12,4
SCHIBSTED ASA-CL A	SCH	NORWAY	25 764	106,6	41,1	31,3	22,3	17,6	14,9
SANOMA OYJ	SAA	FINLAND	6 338	12,5	13,8	12,7	5,8	6,7	6,1
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	DMG	BRITAIN	9 752	3,6	22,5	22,1	22,9	9,7	10,7
LAGARDERE SCA	MMB	FRANCE	11 085	16,2	11,0	10,8	5,9	10,6	10,4
WOLTERS KLUWER	WKL	NETHERLANDS	75 147	21,8	23,2	21,8	12,0	15,3	14,5
GEDI GRUPPO EDITORIALE SPA	GED	ITALY	989			22,9	8,2	8,6	8,4
STROEER SE & CO KGAA	SAX	GERMANY	17 233	22,3	19,9	17,7	7,9	10,3	9,6
CINEWORLD GROUP PLC	CIN	BRITAIN	14 642	14,9	10,3	9,4	10,2	10,2	9,9
CINEMARK HOLDINGS INC	CNK	UNITED STATES	15 601	15,4	16,6	15,6	8,9	8,9	8,8
Mediana				16,2	19,9	19,8	8,9	10,2	10,1
Agora zysk netto (mln PLN)				18,9	32,7	48,8			
Agor EBITDA (non MSSF16) (mln PLN)							122,3	136,1	172,5
Dług netto							219,1	212,2	389,0
Zysk netto mniejszości				4,5	4,7	5,0			
Wartość udziałów mniejszościowych							73	94	98
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				307	653	965	947	1276	1458
<b>Wycena</b>							<b>934</b>		
<b>Wycena na 1 akcję</b>							<b>20,1</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 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 rozminięcia 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 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), zwiększa 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 wymagał konieczności uzyskania zgody zarówno UOKiK (koncentracja), jak i KRRiT (koncesja), ale wykonanie opcji już wymaga. We wrześniu spółka poinformowała o rozpoczęciu procedury uzyskania akceptacji urzędu na dokończenie transakcji.

### 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 3Q19

Agora podała dobre wyniki kwartalne, przy czym na uwagę zasługuje fakt, że poprawa nastąpiła we wszystkich segmentach operacyjnych. Rezultaty są również lepsze od naszych oczekiwań. Wśród segmentów operacyjnych największa różnica, w porównaniu do naszej wcześniejszej prognozy, nastąpiła w segmencie Prasy (po połączeniu z Drukiem), w którym oczekiwaliśmy wyniku EBITDA 1,1 mln PLN, podczas gdy spółce udało się wypracować 2,9 mln PLN zysku. Natomiast ogółem największy wpływ na pozytywne zaskoczenie miały niższe o 2,6 mln PLN koszty nieprzyznane do żadnego z segmentów. Jest to w Agorze pozycja niezwykle pojemna, która odpowiada przede wszystkim za usługi obce, w tym obsługę prawną, wynagrodzenia pracowników centrali i koszty jej obsługi. Największy wkład do wzrostu EBITDA w porównaniu do 3Q18 miał segment Kinowy, z tym że jego bardzo dobry wynik nie był zaskoczeniem, gdyż już we wrześniu zarząd z dużym entuzjazmem wypowiadał się na temat repertuaru i frekwencji kinowej. Równie optymistyczny jest też w odniesieniu do 4Q19, co stanowi dobrą prognozę na koniec roku.

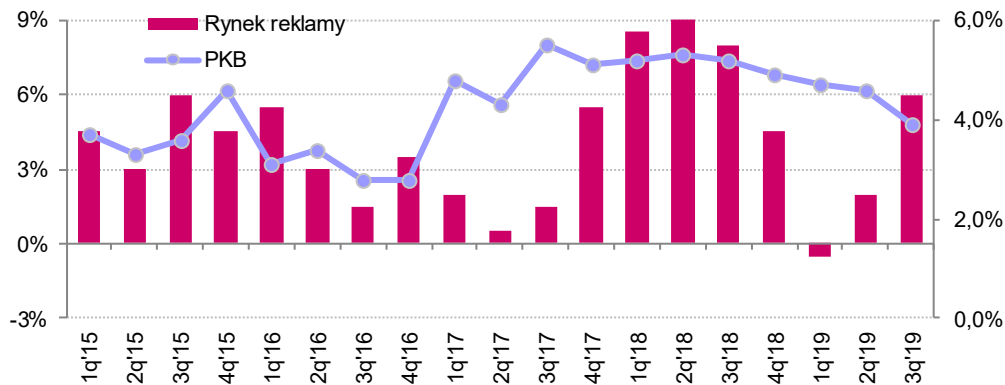
- ❑ **Rynek reklamy.** Wybory parlamentarne korzystnie wpłynęły na dynamikę rynku reklamy w Polsce, która w 3Q19 wyniosła +6,0% r/r, podczas gdy w 2Q było to +2,0%. Zarząd uważa, że wysoka dynamika rynku może utrzymać się przez cały 4Q.
- ❑ **Segment kinowy.** Wzrost przychodów segmentu o 28,6% r/r w 3Q19 jest nie tylko zasługą wzrostu przychodów z biletów kinowych, gdyż ta wzrosła o 14,2%, ale wzrostu sprzedaży barowej o 35,1% i blisko trzykrotnie wyższych przychodów z działalności kinowej. Mimo, że szczególnie wysokie dynamiki odnotowano w wysoko marżowych częściach biznesu, co powinno przełożyć się na wyższą dynamikę zysku operacyjnego, ten wzrost mniej niż przychody, gdyż o 27,1%. Spowodowane jest to przede wszystkim wzrostami płac i ceny energii elektrycznej, ale również wyższymi kosztami rozwoju biznesu restauracyjnego oraz inwestycjami w kinowe sale premium. W 3Q zostały otwarte tylko dwie restauracje, ale nadal do rentowności dochodziły jeszcze te otwarte w 2Q. Na 4Q planowane jest otwarcie 5 nowych restauracji. Frekwencja w kinach Helios wzrosła o 20,5% r/r, co jest dynamiką znacznie wyższą niż całego rynku. Wzrost przychodów ze sprzedaży biletów był niższy z powodu trwającej wojny cenowej, którą wywołują kina broniące się przed ekspansją głównie samego Heliosa. Pozytywne jest, że mimo wyświetlania w ubiegłym roku od października filmu Kler i w efekcie wysokiej bazy, udało się w skali całego rynku poprawić frekwencję. Do tego w listopadzie i grudniu do kin weszły lub mają wejść: Kraina Lodu 2, Ukryta Gra, Gwiezdne Wojny, Jumanji 2, czy polska komedia romantyczna Jak poślubić milionera, co pozwala oczekiwać utrzymania wysokiej frekwencji.
- ❑ **Segment prasowy.** Pierwszy raz wyniki tego segmentu zostały zaraportowane razem z okrojonym segmentem druku. Ten drugi został ograniczony do jednej drukarni, pracującej wyłącznie na potrzeby wewnętrzne. Ograniczenie kosztów i przyspieszająca sprzedaż cyfrowa przełożyły się na większą poprawę wyniku, niż się tego spodziewaliśmy. Agorze udało się przekroczyć 200 tys. cyfrowych subskrypcji, w czym liczone są wyłącznie subskrypcje płatne.
- ❑ **Segment reklamy zewnętrznej.** Wyniki kwartalne zostały wsparte kampanią wyborczą, ale jednocześnie cały czas postępuje proces podnoszenia udziału nośników premium w ofercie i związana z tym cyfryzacja nośników. W efekcie EBITDA bez wpływu MSSF16 wyniosła 9,9 mln PLN i wzrosła r/r o 41%. Była jednocześnie wyższa o 1,0 mln PLN od naszej prognozy.
- ❑ **Segment internetowy.** Przychody segmentu wzrosły o 21,1% r/r, ale koszty o 25,3%, co przełożyło się na gorszy wynik operacyjny. Odpowiedzialne za to są głównie wyniki dwóch spółek tego segmentu, mianowicie GoldenLine i Domiporta. Pozostałe spółki, wg zarządu poprawiają wyniki, choć szczegółowych danych nie podano. Ogółem EBITDA non MSSF16 segmentu wzrosła o 2% i była niższa o 1,4 mln PLN od naszych oczekiwań.
- ❑ **Segment radiowy.** Przychody segmentu wzrosły o 12,8%, a EBITDA non MSSF16 wyniosła 3,6 mln PLN, vs 1,8 mln PLN przed rokiem. We wrześniu Agora postanowiła złożyć zgłoszenie do UOKiK o zamiarze przejęcia pozostałych 60% spółki Eurozet. Na razie Agora udziału w jej wyniku rozpoznaje w pozycji finansowej, w której w 3Q pojawiła się strata 0,3 mln PLN. Zarząd uchyla się jednak od komentowania tej pozycji.

## Ostatnie wydarzenia

### Rynek reklamy

Po wyraźnym spowolnieniu w pierwszym półroczu dynamika rynku reklamy wzrosła w 3Q19 do poziomu 6,0%. Ważnym czynnikiem były wybory parlamentarne, które odbyły się 13 października. Oznacza to, że miały jeszcze wpływ na początek 4Q. Według spółki nie widać jednak powodów by końcówka roku miała przynieść ponowne spowolnienie tempa wzrostu rynku.

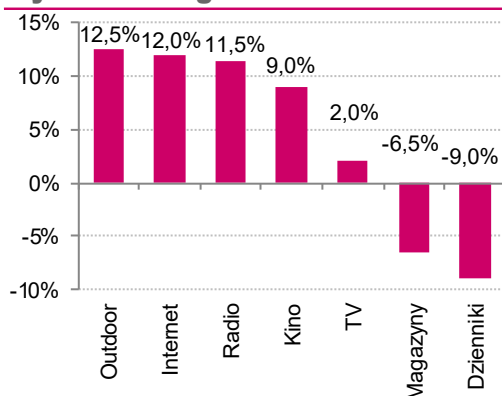
### Dynamika rynku reklamy vs PKB w Polsce



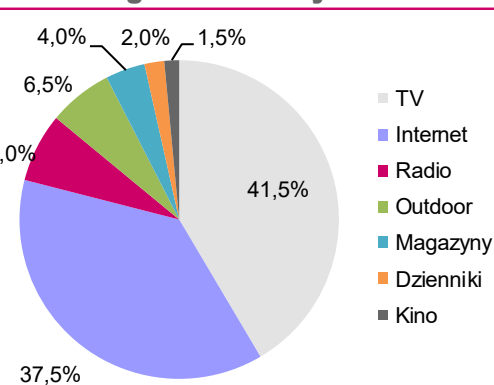
Źródło: Agora, Kantar Media, Starcom, GUS, Millennium DM

Utrzymuje się tendencja znacznie szybszego wzrostu internetowego segmentu rynku reklamy, niż ma to miejsce w segmencie TV. W 3Q przychody reklamowe w Internecie wzrosły o 12,0% r/r, podczas gdy w TV był to wzrost 2,0%. Tym samym segment internetowy w szybkim tempie zmierza do uzyskania pierwszej pozycji w udziale rynkowym. Równie wysokie tempo wzrostu utrzymują segmenty rynkowe: reklamy zewnętrznej, radiowej i kinowej. Wciąż są to jednak segmenty o znacznie mniejszym udziale w rynku. Utrzymują się również spadki w wartości wydatków reklamowych w prasie. Tym razem wydatki na reklamę w dziennikach spadły o 9,0% r/r, a w magazynach o 6,5%.

### Dynamika segmentów w 3Q19



### Udział segmentów w rynku w 3Q19



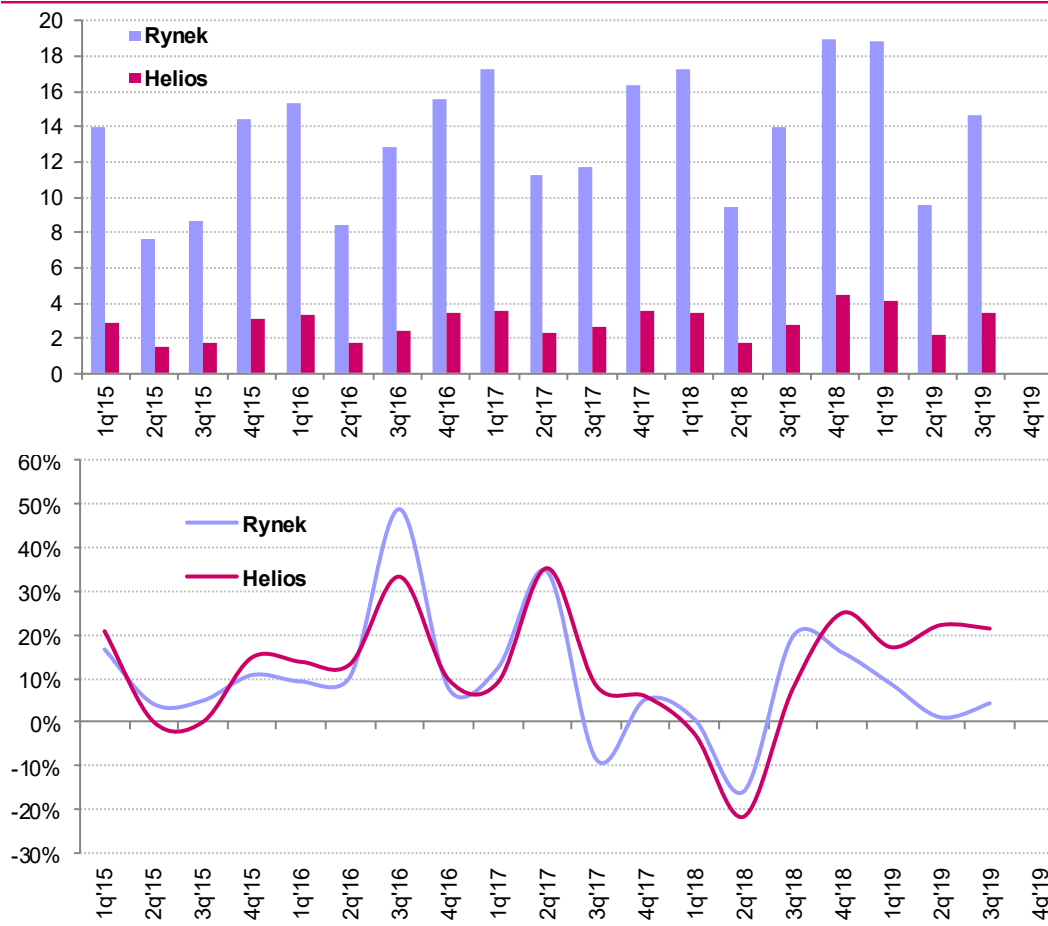
Źródło: Starcom, Millennium DM

## Rynek kinowy

Odnośnie oczekiwań na 4Q zarząd spółki wielokrotnie uprzedzał, że wobec ubiegłorocznego rekordu frekwencji na rynku, który był w dużej mierze zasługą filmu „Kler” (na ekrany wszedł 28.09.2018r.), sukcesem będzie już zrównanie do wyniku ubiegłorocznego. Pierwsze porównania frekwencji w październiku, czyli miesiąca którego dotyczy efekt wysokiej bazy, pozwalają na optymizm ze strony zarządu. Powodem jest długa lista hitów kinowych, na czele z filmami Joker, Czarownica 2, Terminator, Rodzina Adamsów i Obywatel Jones, które miały premiery w październiku. Lista premier na listopad i grudzień jest jeszcze dłuższa.

Jednocześnie dynamika frekwencji w kinach Helios utrzymuje się na znacznie wyższym poziomie niż na całym rynku. W 3Q19 w kinach Helios frekwencja wzrosła o 21,4%, podczas gdy na rynku było to 4,3%. Spółka uchyliła się od podania danych w ujęciu L-f-L. Uzasadnia to przede wszystkim dużym udziałem własnym w rynku oraz nieporównywalnością kin nowych z posiadanymi wcześniej. Według zarządu wyjęcie z danych nowych kin Heliosa oznaczałoby zmianę danych dla całego rynku i w konsekwencji najprawdopodobniej dynamika frekwencji rynku byłaby ujemna.

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



Źródło: Agora, Millennium DM



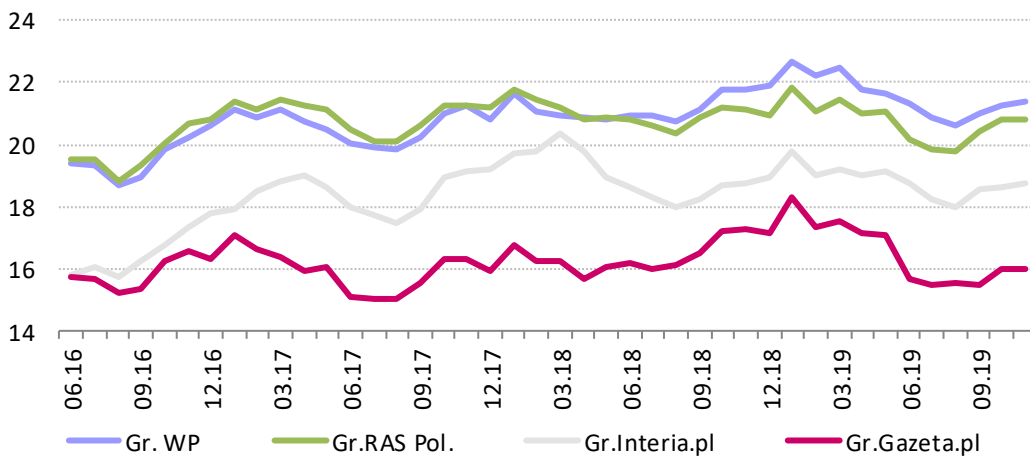
## Internet – media

Dane na temat liczby użytkowników i czasu spędzanego na portalach wskazują na rosnącą konkurencję ze strony innych treści. Wszystkie największe grupy portali odnotowują spadek liczby realnych użytkowników. W przypadku lidera, czyli Grupy Wirtualna Polska w listopadzie jest to spadek o 1,7% r/r, a w przypadku Grupy Gazeta.pl 7,4%. Jeżeli chodzi o czas spędzany na portalach, to ubytki są jeszcze większe. Czas spędzony przez użytkowników na portalach lidera w listopadzie był o 22,1% krótszy niż w listopadzie ubiegłego roku, a na portalach Grupy Gazeta.pl o 15,8%.

Pokazuje to konieczność ciągłych zmian i dostosowywania się do nieustająco zmieniających się nawyków konsumentów nowych technologii.

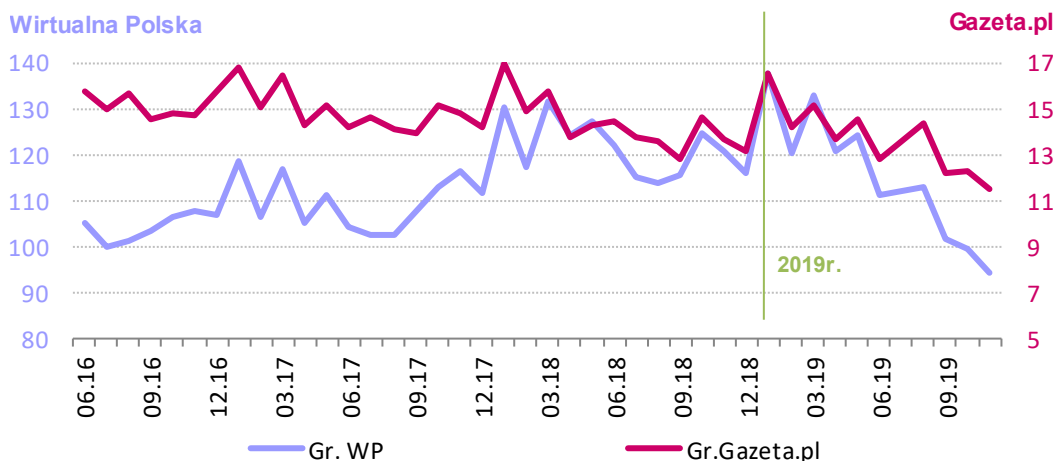
Zwracamy przy tym uwagę, że w segmencie internetowym Agory rośnie rola reklamy programatycznej, która jest w dużym stopniu niezależna od statystyk dotyczących portali Gazety.pl.

### Liczba realnych użytkowników największych grup portali w Polsce



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

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



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

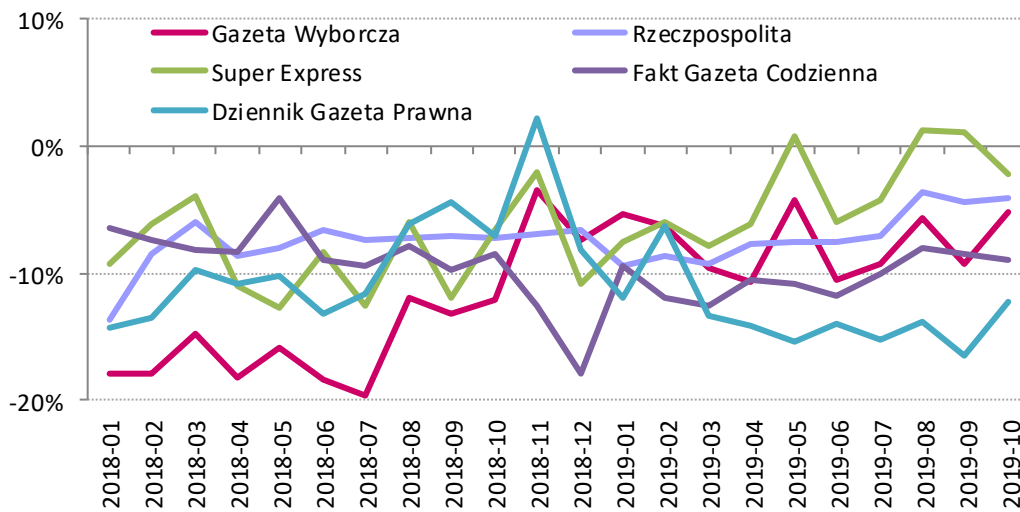


## Gazety

Utrzymują się spadki sprzedaży dzienników, choć w przypadku Gazety Wyborczej ich dynamika wyraźnie zwolniła. W samym październiku sprzedano o 5,3% egzemplarzy GW mniej r/r, podczas gdy w ubiegłym roku spadki były kilkunastoprocentowe, a w 2017r. przekraczały 20%.

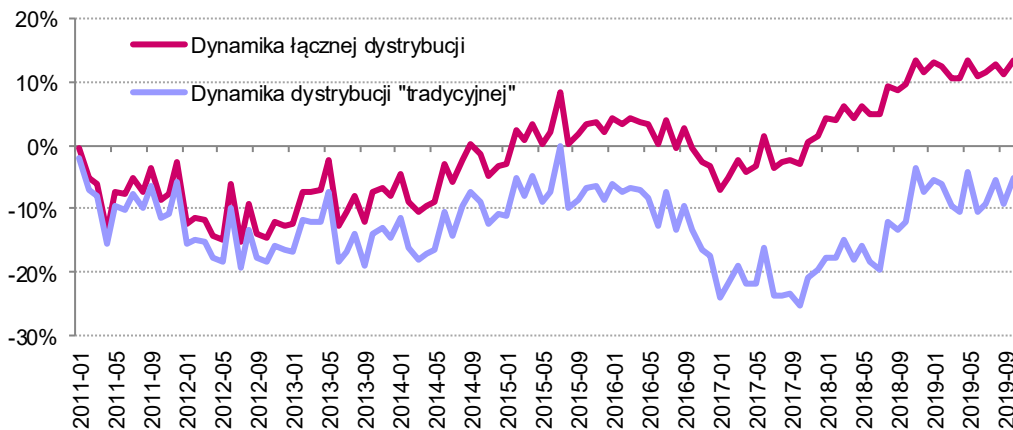
Z sukcesem natomiast wdrażany jest nowy model polegający na subskrypcji cyfrowej. Licząc łącznie egzemplarze dystrybuowane tradycyjnie i cyfrowo, ich ilość wzrosła w październiku o około 25% r/r.

### Dynamika liczby rozpowszechnianych odpłatnych egzemplarzy gazet (bez subskrypcji cyfrowych)



Źródło: Agora, Millennium DM

### Dynamika łącznej liczby rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej plus subskrypcji cyfrowych



Źródło: Agora, Millennium DM

## Aktualizacja prognoz

Podstawową przyczyną aktualizacji naszych prognoz wyników Agory jest rozpoczęcie przez nią procedury wykonania opcji przejęcia pozostałych 60% akcji spółki Eurozet. We wrześniu Agora zapowiedziała zgłoszenie zamiaru koncentracji do UOKiK. Według medialnych wypowiedzi prezesa tej instytucji, decyzji można się spodziewać w 3Q20r. Zakładając, że będzie ona pozytywna, ale obwarowana pewnymi warunkami, których uzgodnienia zajmą kolejne kilka miesięcy, transakcji spodziewać można się w trakcie 2021 roku. Jest to o rok wcześniej niż zakładaliśmy. Wiązać się to będzie z koniecznością zorganizowania finansowania, co z kolei nie pozostanie bez wpływu na zdolności inwestycyjne w innych segmentach.

Kolejnymi przyczynami aktualizacji naszych prognoz są z jednej strony szybciej rosnące przychody segmentu Film i Książka, zwłaszcza w części gastronomiczno-barowej, ale z drugiej niższa marżowość z powodu wyższych kosztów tworzenia nowych lokali. Przełożyło się to na podwyższenie prognozy przychodów, ale jednocześnie obniżenie rentowności na cały bieżący i przyszły rok.

Zmieniliśmy również założenia odnośnie przyszłych nakładów inwestycyjnych w segmencie Film i Książka. Pozostawiliśmy prognozowane wielkości na najbliższe 4 lata, ale obniżyliśmy w okresach późniejszych. Jest to zbieżne z opinią zarządu, że w tej perspektywie dojdzie do nasycenia rynku kinami i coraz trudniej będzie o nowe atrakcyjne lokalizacje, co z kolei przełoży się na mniejszą liczbę nowych kin.

Niższe prognozowane rentowności w przyszłym roku wynikają głównie z rozwoju lokali gastronomicznych, co oznacza że marże mają perspektywę poprawy. Tak też zakładamy w naszym modelu i w ślad za tym nieznacznie podnosimy prognozy rentowności w kolejnych latach.

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019p	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>1 224,3</b>	<b>1 278,5</b>	<b>1 568,5</b>	<b>1 611,0</b>	<b>1 707,7</b>	<b>1 751,0</b>
Prasa	267,9	231,5	232,5	216,7	217,0	217,7	219,5	221,7	223,9
Film i książka	364,0	416,2	419,1	531,4	561,0	636,5	649,9	715,4	725,7
Reklama zew nętrzna	168,0	163,0	171,9	185,2	192,6	198,4	204,4	210,5	216,8
Internet	167,9	172,1	177,8	195,9	211,5	228,5	246,7	266,5	287,8
Radio	113,4	114,0	116,0	117,5	118,7	309,9	313,0	316,1	319,3
Druk	155,5	109,0	71,5						
Wyłączenia	-38,3	-40,3	-47,6	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4
<b>koszty operacyjne</b>	<b>-1 175,4</b>	<b>-1 150,1</b>	<b>-1 106,7</b>	<b>-1 188,4</b>	<b>-1 223,5</b>	<b>-1 483,1</b>	<b>-1 517,5</b>	<b>-1 603,1</b>	<b>-1 642,2</b>
Wynagrodzenia	-323,2	-327,6	-328,7	-329,0	-336,9	-414,5	-423,6	-443,0	-450,9
Amortyzacja	-98,2	-103,0	-87,6	-164,5	-159,1	-164,9	-171,5	-174,6	-176,1
Zużycie mater. i energii oraz koszt mater.	-221,1	-170,9	-153,1	-123,0	-123,2	-134,4	-136,4	-142,7	-146,5
Reprezentacja i reklama	-83,5	-74,7	-67,5	-70,2	-67,5	-94,7	-96,3	-101,8	-106,6
Usługi	-424,1	-430,8	-438,7	-468,2	-485,6	-613,6	-632,5	-677,4	-701,2
Odpisy i koszty restrukturyzacji	-6,9	-88,9	-33,8	-4,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-24,7	-42,6	-30,9	-28,6	-51,2	-61,0	-57,1	-63,6	-60,8
<b>EBITDA adj, w tym:</b>	<b>121,3</b>	<b>118,4</b>	<b>122,1</b>	<b>200,3</b>	<b>214,1</b>	<b>250,3</b>	<b>265,0</b>	<b>279,1</b>	<b>285,0</b>
Prasa	11,9	8,2	0,9	5,2	4,8	8,7	8,4	8,1	10,0
Film i książka	56,6	63,5	63,0	125,9	128,9	137,0	140,1	147,5	149,1
Reklama zew nętrzna	40,8	47,7	46,7	61,1	60,8	61,7	62,7	63,7	62,8
Internet	28,3	23,1	28,4	24,5	31,3	35,6	40,0	44,4	49,0
Radio	15,9	20,1	21,3	22,3	22,0	43,1	47,3	48,0	48,3
Druk	8,3	9,0	0,8						
Koszty na poziomie centrali	-40,5	-53,2	-39,0	-41,1	-33,9	-35,8	-33,4	-32,6	-34,2
<b>EBITDA non MSSF16:</b>	<b>121,3</b>	<b>118,4</b>	<b>122,1</b>	<b>122,3</b>	<b>136,1</b>	<b>172,5</b>	<b>187,3</b>	<b>201,4</b>	<b>207,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>23,1</b>	<b>15,4</b>	<b>34,5</b>	<b>35,9</b>	<b>55,0</b>	<b>85,5</b>	<b>93,5</b>	<b>104,5</b>	<b>108,8</b>
saldo finansow e	-15,0	2,5	20,8	-12,2	-14,1	-24,5	-27,3	-24,1	-22,6
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>8,1</b>	<b>17,9</b>	<b>55,3</b>	<b>23,7</b>	<b>40,9</b>	<b>61,0</b>	<b>66,3</b>	<b>80,4</b>	<b>86,2</b>
podatek dochodow y	-13,4	-4,1	-11,5	-4,7	-8,2	-12,2	-13,3	-16,1	-17,2
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	0,0	0,0	9,2	9,5	0,0	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
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>-16,6</b>	<b>-83,5</b>	<b>5,1</b>	<b>14,4</b>	<b>28,0</b>	<b>43,8</b>	<b>47,8</b>	<b>58,9</b>	<b>63,2</b>
EPS	-0,4	-1,8	0,1	0,3	0,6	0,9	1,0	1,3	1,4

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

## Bilans (mln PLN)

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>1 139,5</b>	<b>991,3</b>	<b>981,3</b>	<b>1 584,8</b>	<b>1 596,7</b>	<b>1 804,6</b>	<b>1 815,8</b>	<b>1 815,1</b>	<b>1 809,1</b>
rzeczowe aktywa trwałe	627,5	514,0	519,5	453,0	464,9	672,8	683,9	683,3	677,2
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	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>419,2</b>	<b>400,6</b>	<b>418,5</b>	<b>448,3</b>	<b>471,2</b>	<b>531,9</b>	<b>543,4</b>	<b>588,4</b>	<b>622,4</b>
zapasy	33,8	34,8	35,8	36,9	35,0	43,0	44,1	46,8	48,0
należności	254,4	253,6	226,8	244,9	262,7	322,3	331,0	350,9	359,8
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	44,1	51,0	44,1	45,8	68,2	92,2
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>2 033,1</b>	<b>2 067,9</b>	<b>2 336,5</b>	<b>2 359,1</b>	<b>2 403,5</b>	<b>2 431,5</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	1 097,1	995,6	975,0	985,0	1 008,8	1 048,6	1 092,6	1 147,4	1 186,6
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	1 027,0	1 038,0	1 266,8	1 245,4	1 235,0	1 223,8
zobowiązania długoterminowe	128,4	106,4	115,0	723,0	723,0	893,0	863,0	833,0	813,0
w tym dług odsetkowy	96,6	86,7	97,8	227,8	227,8	397,8	367,8	337,8	317,8
zobowiązania krótkoterminowe	323,7	284,6	288,7	304,0	315,0	373,8	382,4	402,0	410,8
w tym dług odsetkowy	48,8	29,2	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8
<b>pasywa razem</b>	<b>1 569,4</b>	<b>1 405,7</b>	<b>1 399,8</b>	<b>2 033,1</b>	<b>2 067,9</b>	<b>2 336,5</b>	<b>2 359,1</b>	<b>2 403,5</b>	<b>2 431,5</b>
BVPS	23,55	21,37	20,93	21,15	21,66	22,51	23,46	24,63	25,47

## 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	14,4	28,0	43,8	47,8	58,9	63,2
amortyzacja bez leasingu MSSF16	98,2	103,0	87,6	86,5	81,1	87,0	93,8	96,9	98,4
zmiana kapitału obrotowego	10,0	-16,9	5,4	-3,9	-5,0	-8,7	-1,3	-2,9	-1,3
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>97,0</b>	<b>77,3</b>	<b>81,1</b>	<b>115,8</b>	<b>123,2</b>	<b>141,4</b>	<b>159,8</b>	<b>172,7</b>	<b>180,4</b>
inwestycje (capex)	-83,8	-57,0	-85,1	-87,0	-93,0	-294,9	-104,9	-96,3	-92,4
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-28,7</b>	<b>-41,2</b>	<b>-19,8</b>	<b>-212,0</b>	<b>-93,0</b>	<b>-294,9</b>	<b>-104,9</b>	<b>-96,3</b>	<b>-92,4</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-35,7	0,0	-23,3	-23,3	-23,3	-23,3	-23,3	-23,9	-44,1
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	130,0	0,0	170,0	-30,0	-30,0	-20,0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-49,3</b>	<b>-67,0</b>	<b>-47,5</b>	<b>106,7</b>	<b>-23,3</b>	<b>146,7</b>	<b>-53,3</b>	<b>-53,9</b>	<b>-64,1</b>
zmiana gotówki netto	19,0	-31,0	13,8	10,5	6,9	-6,8	1,6	22,5	23,9
DPS	0,75	0,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,51	0,95
CEPS	1,75	0,42	1,99	2,17	2,34	2,81	3,04	3,34	3,47
FCFPS	0,80	0,94	-0,42	1,05	1,31	-2,11	2,51	3,04	3,32

## Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
zmiana sprzedaży	0,8%	-2,7%	-2,1%	7,3%	4,4%	22,7%	2,7%	6,0%	2,5%
zmiana EBITDA (non MSSF16)	-21,1%	-2,4%	3,2%	0,2%	11,3%	26,7%	8,6%	7,5%	2,9%
zmiana EBIT	-55,4%	-33,4%	124,4%	4,0%	53,3%	55,5%	9,4%	11,8%	4,1%
zmiana zysku netto	-	-	-	183,5%	94,1%	56,4%	9,1%	23,2%	7,4%
marża EBITDA	10,1%	10,2%	10,7%	16,4%	16,7%	16,0%	16,4%	16,3%	16,3%
marża EBIT	1,9%	1,3%	3,0%	2,9%	4,3%	5,4%	5,8%	6,1%	6,2%
marża netto	-1,4%	-7,2%	0,4%	1,2%	2,2%	2,8%	3,0%	3,4%	3,6%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
dług / kapitał (x)	9,3%	8,2%	9,5%	12,9%	12,7%	18,5%	17,1%	15,5%	14,5%
odsetki / EBIT	23,2%	29,4%	13,6%	20,4%	17,7%	15,0%	16,5%	13,7%	12,3%
stopa podatkowa	165,9%	22,8%	20,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
ROE	-	-	0,5%	1,5%	2,8%	4,3%	4,6%	5,4%	5,5%
ROA	-	-	0,4%	1,0%	1,4%	2,1%	2,0%	2,5%	2,6%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	95,2	96,7	99,6	219,1	212,2	389,0	357,4	304,9	261,0

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

## 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.siemiatkowski@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 dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się 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 sporządziły 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 z zakresu 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 - wycofana rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

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 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 (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

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

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamek 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, Zamek Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wspierania 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 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 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 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 20 grudnia 2019 roku o godzinie 15.15, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 20 grudnia 2019 roku godzina 15.30.

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

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania	Cena docelowa	Autor
Ambra	Kupuj	12 lip 19	15,7	23,9	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	26 lip 19	12,0	20,5	Adam Zajler
LPP	Neutralnie	8 lis 19	8530	9108	Marcin Palenik
VRG	Kupuj	8 lis 19	4	5	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 gru 19	15,8	26,00	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	4	80%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	20%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

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