

# Agora

kupuj

media, rozrywka

Cena: 5,55

Cena docelowa: 10,40

## Odbudowa rynku vs spowolnienie gospodarcze

Agora to pięć linii biznesowych, w dużej mierze niezależnych. Segmenty najbardziej wyekspozowane na rynek reklamy to Outdoor, Internet i Radio. Kluczowe dla nich jest tempo odbudowy rynku reklamy po epidemii. Dla segmentu Film i książka, czyli głównie kina Helios, kluczowe będą miesiące zimowe, które pokażą czy epidemia jest już za nami, bo premier filmowych nie powinno zabraknąć. Segment Prasy kontynuuje cyfryzację, co pozwala na powiększanie bazy czytelniczej i dodatkowo zmniejsza zależność od kapryśnego rynku reklamowego.

### Po epidemii spowolnienie wzrostu gospodarczego

Agora nadal stoi w obliczu ryzyka powrotu ograniczeń związanych z potencjalną jesienią falą epidemii, choć w naszej opinii dotkliwych form już nie będzie. Niestety rosnąca inflacja i stopy procentowe przekładają się na prawdopodobne spowolnienie wzrostu gospodarczego. Tymczasem Agora około połowy przychodów czerpie z rynku reklamy, który wykazuje wrażliwość na koniunkturę. Biorąc pod uwagę, że rynek reklamy jest w fazie odbicia po załamaniu spowodowanym epidemią, w bieżącym i przyszłym roku prawdopodobne słabnięcie koniunktury oznaczało będzie wolniejsze tempo odrabiania strat, ale nie spadki wartości. W kontekście spowolnienia gospodarczego warto uwzględnić, że Agora jest zadłużona w niewielkim stopniu (pomijając wirtualne pozycje wynikające z MSSF16), dzięki czemu rosnące stopy procentowe nie stanowią zagrożenia dla jej finansów.

### Wycena i rekomendacja

Obniżyliśmy wycenę Agory z 16,2 PLN (gru.'21) do 10,4 PLN. Na tak znaczącą zmianę wpłynęły przede wszystkim czynniki zewnętrzne. Pierwszy to kolejne podwyżki stóp procentowych i związany z tym wzrost stopy dyskontowej w wycenie DCF. Drugim jest przedłużanie się epidemii i związanych z nią ograniczeń dotykających głównie działalność kinową w najkorzystniejszym dla niej okresie zimowym, co przełożyło się na prognozy wyników na bieżący rok. W konsekwencji bardziej konserwatywnie podeszliśmy też do prognoz wyników segmentu Film i książka w przyszłości, tym bardziej że sam zarząd spółki ostrożniej wyraża się o perspektywach rozwoju sieci kin w przyszłości. Dodatkowo w wycenie porównawczej zwiększyliśmy dyskonto, będące konsekwencją niemożliwości zastosowania wskaźników cena/zysk, gdyż zarówno w dwóch poprzednich latach, jak i prognozie na bieżący rok brak zysku netto. Mimo znacznego obniżenia wyceny walorów Agory, nadal jest ona znacznie wyższa niż bieżąca rynkowa, co oznacza podtrzymanie rekomendacji kupuj.

### Rozliczne ryzyka

W naszej ocenie znaczna rozbieżność między sporządzaną przez nas wyceną, a ceną rynkową wynika z nagromadzenia wielu czynników ryzyka dotyczących Agory. Poza standardowymi biznesowymi, dochodzą polityczne, szczególnie silne w przypadku wydawcy głównej gazety opozycyjnej, a także wynikające z ograniczeń pandemicznych. Podtrzymujemy jednak wiarę, że nastąpi pełna odbudowa rynku reklamy (co już jest widoczne), a przede wszystkim segmentu reklamy zewnętrznej oraz biznesu kinowego (potwierdzają to już znane wyniki frekwencji). Ważnym czynnikiem zmiany postrzegania Agory powinna być sądowa wygrana z UOKiK w sprawie przejęcia Eurozet, czego prawdopodobieństwo mocno wzrosło po korzystnym wyroku I instancji. Ważne dla spółki będą też przyszłoroczne wybory parlamentarne, gdyż zdecydują czy kolejne 4 lata Agora będzie na pierwszej linii gorącego sporu politycznego, czy może powróci do skupienia na rozwoju biznesu.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	11,6 / 5,5
Liczba akcji (mln)	46,6
Kapitalizacja (mln PLN)	258
EV (mln PLN)	226
Free float (mln PLN)	129
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	-2,6%   -17,8%   -28,8%
Zmiana rel. WIG	-6,4%   -11,4%   -10,3%

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 (%)
2020	836,5	-111,7	28,3	-152,8	-117,2	-2,52	-0,47	20,0	-2,6	0,3	0,0%	-2,5	9,8	-
2021	965,9	-41,9	80,8	-50,0	-44,6	-0,96	1,10	17,6	-7,0	0,4	0,0%	-6,6	3,4	-
2022p	1117,9	1,6	69,4	-16,3	-14,8	-0,32	1,26	16,6	-20,9	0,4	0,0%	171,3	4,0	-
2023p	1254,7	30,3	91,2	15,7	13,2	0,28	1,74	16,8	23,5	0,4	0,0%	9,2	3,0	1,6%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, mln 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 479 mln PLN, czyli 10,6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 476 mln PLN (10,2 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 478 mln PLN, czyli 10,4 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	479	10,6
Wycena porównawcza	476	10,2
<b>Wycena spółki Agora</b>	<b>478</b>	<b>10,4</b>

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

## Wycena DCF

### Wycena spółki metodą DCF

(mIn PLN)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	>2031
Przychody	1117,9	1254,7	1301,6	1562,1	1598,6	1669,2	1703,0	1777,0	1814,7	1893,6	
Stopa podatkowa (T)	10%	10%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	-3,3	21,4	29,4	56,1	61,1	67,8	70,7	76,2	79,5	85,4	
Amortyzacja (non MSSF16)	73,4	67,7	66,4	66,0	70,2	72,3	73,2	74,1	75,1	76,3	
Zmiana w kapitale pracującym	-17,5	-16,7	-5,7	-31,8	-4,0	-8,1	-6,0	-6,1	-4,6	-6,4	
CAPEX	-50,0	-55,0	-62,5	-225,2	-76,2	-77,5	-79,4	-81,4	-83,5	-85,6	
FCF	2,6	17,5	27,6	-134,8	51,2	54,5	58,5	62,7	66,6	69,6	
zmiana FCF	-	-	-	-	-138%	6,5%	7,3%	7,3%	6,2%	4,6%	4,5%
Dług/Kapitał	11,6%	9,7%	7,8%	5,8%	4,1%	2,6%	1,2%	-0,2%	-1,6%	-2,9%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,3%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2
Koszt długu	8,0%	8,3%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt kapitału	11,5%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%	11,5%	11,4%	11,4%	12,3%
WACC	11,0%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%	11,5%	11,5%	11,2%
PV (FCF)	2,3	14,1	20,0	-87,7	29,8	28,5	27,4	26,3	25,1	23,5	365,4
Wartość DCF (mIn PLN)	475	w tym wartość rezydualna				365					
(Dług) Gotówka netto	32,2										
Wartość udz. mniejsz.	28,8										
Wycena DCF (mIn PLN)	478,1										
Liczba akcji (mIn)	46,6										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>10,6</b>										

Źródło: MillenniumDM

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Agora na lata 2022 – 2031
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych

- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,5%
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028 na poziomie 4,5%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Wartość przypadającą dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Agora oszacowaliśmy na 28,8 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	wzrost rezydualny				
		3,0%	4,0%	4,5%	5,0%	6,0%
<b>Stopa RF rezydualna</b>	4,0%	11,7	13,7	15,1	16,8	22,0
	5,0%	10,4	11,8	12,8	13,9	17,1
	6,0%	9,4	10,5	11,2	12,0	14,1
	7,0%	8,6	9,5	10,0	10,6	12,2
	8,0%	8,0	8,7	9,1	9,6	10,8
<b>Beta nielewarowana</b>	0,8	10,7	12,1	12,9	14,0	16,7
	1,0	9,0	10,0	10,6	11,3	13,0
	1,2	7,7	8,4	8,8	9,3	10,5

Źródło: MillenniumDM

## Wycena porównawcza

Z powodu straty netto Grupy Agora we wszystkich 3 latach branych pod uwagę w wycenie porównawczej, nie ma możliwości ustalenia wartości spółki na tej podstawie. W związku z tym wycenę na podstawie wyników EBITDA obniżyliśmy o dyskonto w wysokości 50%.

### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
SCHIBSTED ASA-CL A	SCH	NORWAY	35 068	78,5	54,7	41,7	40,3	29,4	25,9
SANOMA OYJ	SAA	FINLAND	10 059	9,4	19,7	16,2	6,6	8,4	7,7
DAILY MAIL&GENERAL TST-A NV	DMG	BRITAIN	13 428	41,1	42,2	31,7	19,7	6,8	6,0
LAGARDERE SA	MMB	FRANCE	15 768		2726,8	24,0	24,8	19,2	13,4
WOLTERS KLUWER	WKL	NETHERLANDS	125 198	25,4	31,2	29,4	14,5	19,9	18,6
STROEER SE & CO KGAA	SAX	GERMANY	17 771	128,6	24,8	18,6	14,4	10,7	9,5
CINEWORLD GROUP PLC	CIN	BRITAIN	3 497			24,6		20,5	7,0
CINEMARK HOLDINGS INC	CNK	UNITED STATES	8 259			22,9		120,9	9,6
PROMOTORA DE INFORMACIONE	PRS	SPAIN	1 662				19,6	19,1	9,7
RCS MEDIAGROUP SPA	RCS	ITALY	1 956	9,5	6,8	7,4	6,0	4,3	4,2
Mediana				33,3	31,2	24,0	17,0	19,1	9,6
Agora zysk netto (mln PLN)				-117,2	-44,6	-14,8			
Agora EBITDA bez MSSF16 (mln PLN)							28,3	80,8	69,4
Dług netto							-0,3	-32,2	-46,6
Segment Film i książka EBITDA bez MSSF16 (							-33,0	31,0	42,9
Udział Agory w Helios							91,4%	91,4%	91,4%
Wartość udziałów mniejszościowych							0	51	35
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				-	-	-	483	1631	745
<b>Wycena</b>							<b>953</b>		
<b>Dyskonto z tytułu braku wyceny opartej na P/E</b>							<b>-50%</b>		
<b>Wycena z uwzględnieniem dyskonta</b>							<b>476</b>		
<b>Wycena na 1 akcję</b>							<b>10,2</b>		

Źródło: Bloorberg, MillenniumDM

## Czynniki ryzyka

### Makroekonomiczne:

- Blisko połowa przychodów Grupy Agora pochodzi z rynku reklamy, którego zmiany wartości silnie reagują na wahania koniunktury gospodarczej. Ryzyko w dużej mierze zrealizowało się w trakcie epidemii.

### 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 nieuzyskania efektów współmiernych do zainwestowanych środków.
- Mimo sprzeciwu UOKiK, który spółka określa jako niemerytoryczny (a co sąd potwierdził w wyroku I instancji), Agora podtrzymuje zamiar przejęcia spółki Eurozet, co wiązać się będzie ze wzrostem zadłużenia i w konsekwencji wyższym ryzykiem finansowym.

### Obszar kinowy:

- Podstawowym ryzykiem, które pojawiło się wraz z wybuchem epidemii, jest możliwość wydłużenia w czasie lub nawet pozostawienia na stałe norm sanitarnych podnoszących koszty, a nawet wymuszających zmiany w funkcjonowaniu kin. Mogłoby to trwale obniżyć rentowność tego biznesu lub spowodować konieczność dodatkowych znacznych nakładów, przeznaczonych na dostosowanie kin do nowych warunków.
- Duży udział spółki w rynku kin w Polsce oraz rosnący stopień jego nasycenia stwarza ryzyko dla utrzymania tempa wzrostu. Nasilenie się konkurencji może też skutkować pojawianiem się nowych kin, 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 prasy:

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

### Obszar radiowy:

- Działalność radiowa jest koncesjonowana, z czym wiąże się ryzyko jej nieprzedłużenia.
- Spółka zakupiła pakiet 40% udziałów w spółce Eurozet, która jest właścicielem Radia Zet, czyli drugiej pod względem słuchalności stacji w Polsce. Na pozostałe 60% spółka posiada opcję zakupu. Obecny, mniejszościowy poziom zaangażowania nie wymagał konieczności uzyskania zgody zarówno UOKiK (koncentracja), jak i KRRiT (koncesja), ale wykonanie opcji już wymaga. UOKiK wydał decyzję zakazującą przejęcia Eurozet, co Agora zaskarżyła do sądu i wygrała w I instancji. Twa oczekiwanie na kolejny ruch urzędu.

### Obszar internetowy

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

## Wyniki za 1 kwartał 2022r.

Agora zaraportowała słabe wyniki finansowe za 1Q22. W dużej mierze nie mogły być one inne z powodu obowiązywania do 28 lutego szeregu ograniczeń związanych z epidemią dotyczących podstawowego biznesu Agory, czyli działalności kinowej. Przedstawiając wcześniej nasze prognozy wyników za ten okres i uwzględniając te okoliczności, spodziewaliśmy się jednak lepszych rezultatów. Przede wszystkim można było oczekiwać, że napaść Rosji na Ukrainę, która zwiększyła zainteresowanie informacjami ze świata w społeczeństwie, przełoży się na większy wzrost przychodów reklamowych w segmentach Prasa i Internet. W tłumaczeniach Zarządu taki efekt wystąpił, jednak na poziomie wyników operacyjnych segmentów jest to niewidoczne. Mimo słabych rezultatów ogólny obraz spółki się nie zmienił, gdyż nadal czynnikiem decydującym o powrocie do zyskowności będą przede wszystkim kina, a w kontekście tegorocznych wyników, to czy w sezonie jesienno-zimowym będą mogły działać bez ograniczeń. Podejmowane w skali świata eksperymenty z preferowaniem streamingu zakończyły się niepowodzeniem i kina powracają jako podstawowy generator zysków dla wytwórni filmowych. Mocnym akcentem tej tendencji jest decyzja z ostatnich dni podjęta przez Netflix, który zdecydował, że jego największe produkcje będą również miały premiery kinowe i to z 45-dniowym okresem wyłączności na wyświetlanie. Jest to pochodna statystyk pokazujących, że filmy mające premiery kinowe mają również lepsze statystyki oglądalności na platformach streamingowych i w konsekwencji dają lepiej zarobić producentom. Wspomniany okres 45 dni wyłączności dla kin został wprowadzony ostatnio przez większość największych wytwórni filmowych.

### Skonsolidowane wyniki Grupy Agora

	1Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	r/r vs 1q20	1Q22p*
Przychody	290,2	146,0	201,8	266,5	351,7	253,1	73% -13%	241,8
EBITDA skor. nonMSSF16	17,8	-18,2	5,7	44,6	50,1	6,4	- -64%	6,4
EBITDA raportow ana	23,2	-8,1	12,2	49,8	65,5	23,4	- 1%	23,4
EBIT skor. non MSSF16	-3,4	-42,2	-18,3	20,8	25,9	-28,0	-	-15,8
Prasa	0,6	3,7	4,7	6,6	3,2	-2,1	- -	1,2
Film i książka	13,1	-19,9	-14,2	9,6	17,3	-5,5	- -	-3,0
Reklama zew nętrzna	-2,7	-13,2	-1,4	3,0	7,2	-4,7	- -	-0,7
Drugi	2,2	4,4	9,1	7,6	13,8	3,6	-18% 64%	4,0
Radio	1,7	0,3	0,9	2,2	6,6	-1,4	- -182%	-0,3
Koszty ogólne	-11,6	-17,5	-18,3	-17,5	-22,2	-17,9	-	-17,0
Wpływ MSSF16 na EBIT	1,4	7,3	6,9	2,0	-0,7	5,3	- 279%	2,5
EBIT raportow any	-19,5	-49,5	-27,6	11,1	24,1	-22,7	-	-17,6
marża EBIT skor.	-6,7%	-33,9%	-13,7%	4,2%	6,9%	-9,0%	-	-7,3%
Zysk netto raportow any	-42,7	-56,2	-9,3	-1,2	20,1	-31,8	-	-25,3
marża zn	-14,7%	-38,5%	-4,6%	-0,4%	5,7%	-12,6%	-	-10,5%
CF Operacyjny	58,7	14,6	24,3	19,0	68,9	2,8	-81%	
CF Inw est	3,9	-6,1	-7,3	-8,9	3,6	-16,8	-	
CF Finansowy	-24,8	-2,8	-38,1	-33,1	-37,5	-22,2	-	

Źródło: Agora, Millennium DM;

\*prognoza Millennium DM

- Segment Film i książka.** Frekwencja w kinach w 1Q22 wyniosła ok. 60% poziomu z 1Q19, czyli z okresu sprzed epidemii. Bardziej szczegółowo: w styczniu i lutym było to ok. 55%, przy czym do 28 maja obowiązywało administracyjne ograniczenie frekwencji do 30%. W marcu obostrzeń już nie było, ale od 24 lutego kinom nie sprzyjała atmosfera wynikająca z wojny za naszą wschodnią granicą. W efekcie w marcu frekwencja wyniosła 75% analogicznego poziomu z 2019r. W kwietniu było to już 85% i w maju poprawa postępuje. W kolejnych miesiącach powinna być kontynuowana, gdyż jej siłą napędową są premiery dużych produkcji filmowych, a tych nie brakuje. W najbliższym czasie na ekrany wejść mają Top Gun: Maveric, w czerwcu Jurassic World: Dominion i Elvis, dla dzieci Buz Astral, Minionki: Wejście Gru, Kot w butach: Ostatnie życzenie i wiele innych. Jeżeli ograniczenia epidemiczne nie powrócą, to równie dobrze zapowiada się kluczowy dla wyników segmentu, ale też i całej Grupy Agora sezon jesienno-zimowy. Już zapowiedziano na ten okres duże premiery, na czele z Avatar 2, ale też wiele innych w tym polski List do M i kilka innych rodzimych komedii romantycznych, które regularnie zajmują czołowe listy frekwencji w okresie świątecznym. Ponadto w zapasie jest wiele innych produkcji gotowych do wprowadzenia na ekrany, co do których dystrybutorzy wstrzymują się z deklaracjami terminów, w oczekiwaniu na większą jasność w zakresie epidemii.

- ❑ **Segment Internet.** Już od ponad dwóch lat drugim co do znaczenia segmentem Grupy Agora jest Internet. Niestety wyniki za 1Q22 są piątymi z rzędu, w których wynik operacyjny jest słabszy w ujęciu r/r. Zarząd tłumaczy to z jednej strony presją kosztową, zwłaszcza w zakresie płac, ale z drugiej koniecznością przemodelowania tego biznesu, zwłaszcza w jego najbardziej rozwojowej części, czyli reklamie programatycznej (spółka Yieldbird). Polega to na odchodzeniu od sprzedaży usługi w kierunku sprzedaży produktu, w postaci narzędzia do zarządzania. Jednocześnie w wynikach widoczny jest efekt bazy sprzed zakończenia w połowie ubiegłego roku współpracy z jednym z większych klientów, z którym współpraca w coraz mniejszym stopniu wpisywała się w charakter działalności spółki. W części portalowo-medialnej segmentu według zarządu widoczny jest znaczący wzrost ruchy związanego z zainteresowaniem informacjami po wybuchu wojny, jednak według danych dla całego segmentu przychody z reklam spadły w 1Q22 o 8,8% r/r, co jest według spółki wynikiem ubytku przychodów reklamowych w Yieldbird.
- ❑ **Segment Outdoor.** Przychody segmentu Outdoor ze sprzedaży reklam wzrosły o 88,7% r/r, ale jednocześnie były niższe od odnotowanych w 1Q19 o 18,8%. Nie był to zatem nadal poziom pozwalający na wypracowanie dodatniego wyniku operacyjnego, tym bardziej że sezonowo 1Q jest najsłabszym okresem dla reklamy zewnętrznej. Do pozytywnych informacji zaliczyć można wzrost odsetka nośników cyfrowych w AMS, których udział stanowił na koniec 1Q22 18%. Ich stosowanie poprawia efektywność funkcjonowania.
- ❑ **Segment Prasa.** Jednym z większych rozczarowań po 1Q22 są wyniki segmentu Prasa. Z jednej strony widoczna jest presja kosztowa, czego można się było spodziewać, ale z drugiej rozczarowuje znikomy pozytywny wpływ wzmożonego zapotrzebowania na informacje o wojnie. Przychody reklamowe Gazety Wyborczej spadły w 1Q22 o 5,9% r/r. Liczba płatnych subskrypcji Wyborczej.pl na koniec kwartału wyniosła 290 tys., co oznacza wzrost o 12,6% r/r, ale w ujęciu q/q już tylko +1,4%, a biorąc pod uwagę okoliczności można było liczyć na więcej. Zarząd uprzedza, że nie widzi dużych szans na powrót w najbliższych kwartałach do wyników segmentu Prasa jakie odnotowywane były w 2020r. i 2021r.
- ❑ **Segment Radio.** Segment wykazał stratę na poziomie operacyjnym w wysokości 1,4 mln PLN (bez MSSF16), wobec zysku 0,4 mln PLN przed rokiem i naszej prognozy mniejszej straty -0,3 mln PLN. Przyczyną jest presja kosztowa, gdyż te wzrosły o 23,1% r/r, podczas gdy przychody wzrosły o 14,6% r/r. Największy wzrost kosztów nastąpił w pozycji usług obcych. Spółka tłumaczy to powrotem usługi pośredniczenia w sprzedaży reklam do kin sieci Helios. Jeżeli jednak porównamy wyniki za 1Q22 do wyników analogicznego okresu sprzed epidemii, czyli 1Q19, to przychody wzrosły o 3,2%, koszty o 14,3%, a pozycja usługi obce o 22,4%.

## Ostatnie wydarzenia

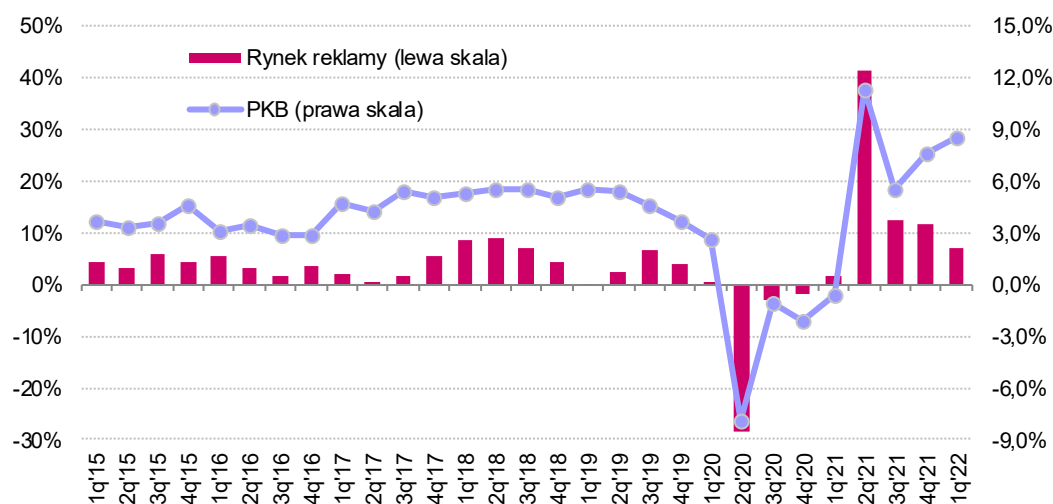
### Rynek reklamy

Kondycja rynku reklamy dla Grupy Agora pozostaje istotna, gdyż przychody reklamowe stanowią blisko połowę jej sprzedaży. Co prawda segment Prasa w coraz większym stopniu nastawiony jest na wpływy z subskrypcji, jednak dynamicznie rośnie w ramach Grupy segment Internet, którego przychody w ponad 90% pochodzą z reklam. Co więcej w latach 2020 i 2021, mimo dużych spadków na rynku reklamy, udział przychodów z tego źródła istotnie wzrósł. Jest to skutek dużego spadku przychodów ze sprzedaży biletów kinowych.

Rynek reklamy w 1Q22 wzrósł o 7,0% r/r, przy czym najważniejszy był wzrost reklamy w internecie o 9% r/r, która odpowiada już za 44,5% wartości rynku. Największy niegdyś jego segment, czyli reklama TV odnotowała wzrost zaledwie o 0,5% i udział jej w całości rynku spadł od 40,5%. Ogromny wzrost w ujęciu procentowym odnotowano w reklamie kinowej, ale w tym wypadku był to powrót z niebytu. Dla samej Agory ważne było natomiast dynamiczne odbicie w reklamie zewnętrznej, która wzrosła o 70% r/r.

Jednocześnie Agora spółka obniżyła swoje prognozy dynamiki całości rynku reklamy w 2022r. i obecnie szacuje ją na 3-6% (po wynikach za 4Q21 było to 4,5%-6,5%). W dwóch segmentach prognoza została obniżona do spadków, a mianowicie dla reklamy TV i prasowej do -1,0%.

### Dynamika rynku reklamy vs PKB w Polsce

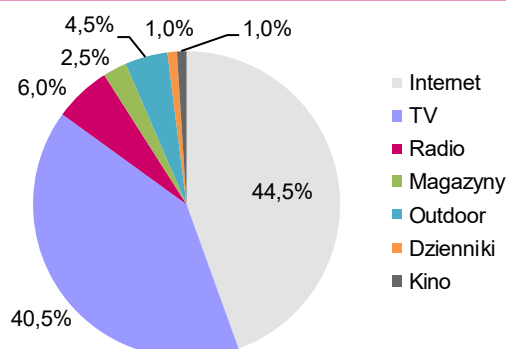


Źródło: Agora, Kantar Media, Starcom, GUS, Millennium DM

### Dynamika segmentów w 1q22

Internet	9,0%
TV	0,5%
Radio	-3,0%
Outdoor	70,0%
Dzienniki	9,5%
Magazyny	7,0%
Kino	> 1000%

### Udział segmentów w rynku w 1Q22



Źródło: Starcom, Millennium DM

## Kina

Segment Film i książka. Ograniczenia administracyjne związane z epidemią istotni wpłynęły na wyniki 1Q22. Ponieważ miesiące zimowe są okresem najlepszych wyników w biznesie kinowym, powrót do wyników sprzed epidemii w tym roku nie będzie możliwy. Ważnym pytaniem pozostaje czy jesienią i zimą 2022r. epidemia powróci, a jeszcze ważniejszym czy i jakie ograniczenia w funkcjonowaniu biznesu kinowego to ewentualnie spowoduje. Zakładamy jednak, że mimo odnotowania fali zachorowań w okresie tegorocznej jesieni, ograniczenia już nie będą wprowadzone. Wynika to z porównania sytuacji z zimy 2021/22 do zimy 2020/21. Szczyt liczba zachorowań w ostatniej fali odnotowano na poziomie ok. 50 tys. dziennie, w porównaniu do ok. 30 tys. dziennie rok wcześniej. Mimo to śmiertelność była znacznie niższa, mniej hospitalizacji i w ślad za tym dużo łagodniejsze ograniczenia. Akceptacja społeczna dodatkowo dla zakazów jest już też znacznie niższa.

Wpływ ograniczeń epidemicznych na wyniki 1Q22 szczegółowo omówiliśmy w rozdziale poświęconym wynikom za ten okres. Odnośnie reszty bieżącego roku warto w tym miejscu natomiast przypomnieć, że eksperymenty światowych dystrybutorów filmów z preferowaniem streamingu zakończyły się niepowodzeniem i kina powracają jako podstawowy generator zysków dla wytwórni filmowych. Mocnym akcentem tej tendencji jest decyzja z ostatnich dni podjęta przez Netflix, który zdecydował, że jego największe produkcje będą również miały premiery kinowe i to z 45-dniowym okresem wyłączności na wyświetlanie. Jest to pochodna statystyk pokazujących, że filmy mające premiery kinowe mają również lepsze statystyki oglądalności na platformach streamingowych i w konsekwencji dają lepiej zarobić producentom. Wspomniany okres 45 dni wyłączności dla kin został wprowadzony ostatnio przez większość największych wytwórni filmowych.

W kontekście powrotu do rozwoju sieci kin zarząd obecnie wyraża się ostrożnie, zaznaczając że w tej chwili są przygotowywane dwa nowe kina, jednak z decyzjami o kolejnych na razie się wstrzymuje. Zwraca uwagę, że przez lata nowe kina pojawiały się wraz z nowymi galeriami handlowymi, a tych również w tej chwili się nie planuje.

Wspomniane dwa nowe kina to: w bieżącym roku w Łomży i na początku przyszłego roku w Koszalinie.

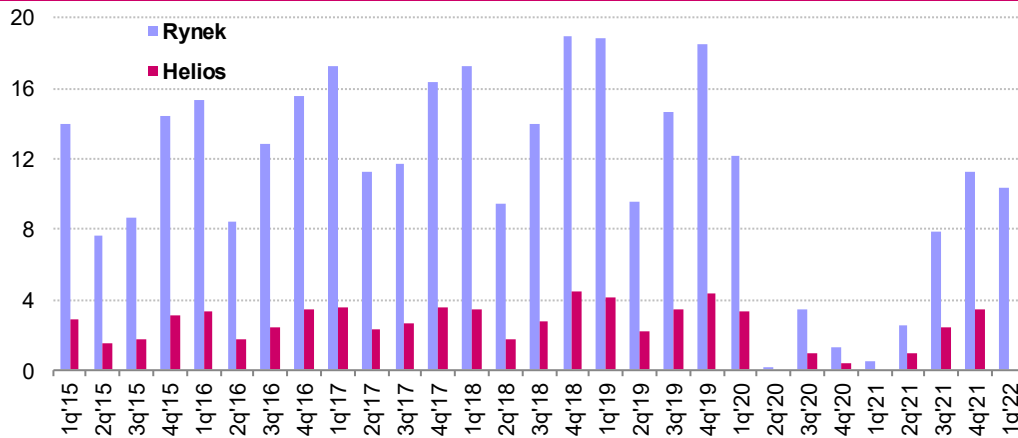
### Wyniki segmentu Film i książka

	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Przychody</b>	<b>416,2</b>	<b>419,1</b>	<b>521,5</b>	<b>240,7</b>	<b>312,5</b>	<b>419,5</b>	<b>505,7</b>	<b>508,5</b>
bilety	222,4	236,6	258,1	84,6	126,5	189,8	246,7	259,0
bar	83,1	90,2	111,0	37,2	67,8	94,9	103,6	103,6
reklama kinowa	35,1	30,2	35,6	10,9	16,6	26,6	37,0	41,4
filmy	28,1	12,0	42,0	35,7	14,7	20,0	30,0	16,0
wydawnictwa	36,5	40,7	48,3	47,3	53,3	53,3	53,3	53,3
pozostałe	11,0	9,4	26,5	25,0	33,6	33,6	33,6	33,6
<b>Koszty</b>	<b>-386,7</b>	<b>-385,7</b>	<b>-478,5</b>	<b>-329,0</b>	<b>-335,7</b>	<b>-398,5</b>	<b>-475,4</b>	<b>-472,9</b>
wynagrodzenia	-51,6	-56,6	-74,4	-47,0	-60,3	-67,7	-80,8	-80,4
amortyzacja	-34,0	-29,6	-84,7	-85,3	-82,3	-95,6	-114,1	-113,5
materiały, energia	-34,9	-36,0	-49,9	-29,4	-37,6	-43,8	-47,5	-42,6
reprezentacja i reklama	-26,5	-21,2	-30,8	-9,9	-11,6	-17,1	-21,4	-21,5
usługi	-191,9	-191,8	-180,9	-88,4	-96,3	-111,6	-133,1	-133,7
koszty wydawnictwa	-35,5	-39,9	-46,4	-45,2	-49,7	-55,8	-61,8	-61,5
pozostałe	-12,3	-10,6	-11,4	-23,8	2,1	-6,8	-16,6	-19,7
<b>EBIT adj bez MSSF16</b>	<b>29,5</b>	<b>33,4</b>	<b>37,5</b>	<b>-68,8</b>	<b>-5,9</b>	<b>17,0</b>	<b>25,3</b>	<b>30,5</b>
<b>EBITDA adj bez MSSF16</b>	<b>63,5</b>	<b>63,0</b>	<b>70,7</b>	<b>-33,0</b>	<b>31,0</b>	<b>42,9</b>	<b>47,9</b>	<b>52,2</b>
<b>marża EBITDA (bez MSSF16)</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,0%</b>	<b>13,6%</b>	<b>-13,7%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,3%</b>

Źródło: Agora, Millennium DM



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



Źródło: Agora, Millennium DM

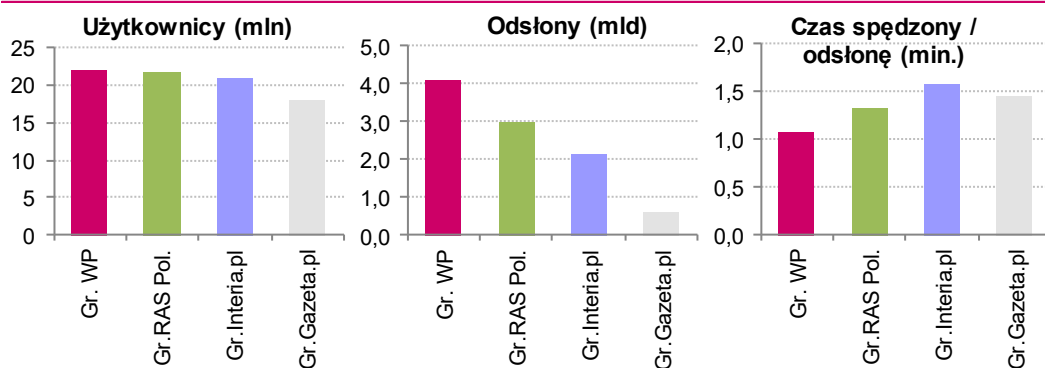
## Internet

Portale Grupy Agora pozostają na czwartej pozycji w Polsce, pod względem liczby użytkowników, liczby odsłon oraz ogólnego czasu spędzanego na nich. Są za to na drugiej pozycji pod względem czasu spędzanego podczas pojedynczej odsłony, co oznacza spadek z pierwszego miejsca. Te zajęły portale z grupy Interia.

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

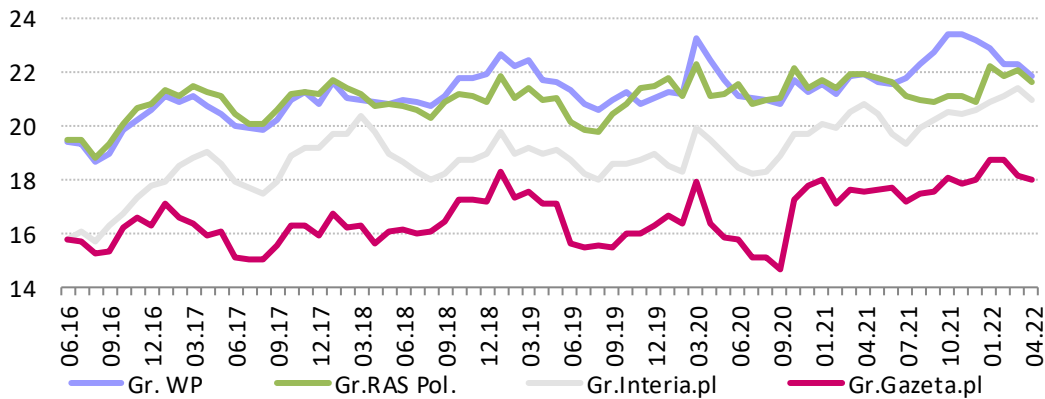
W części biznesu internetowego związanym z reklamą programatyczną, czyli głównie w spółce Yieldbird, następuje zmiana modelu funkcjonowania. Spółka stara się przemodelować zasady współpracy ze świadczenia usługi, na sprzedaż produktu jakim jest narzędzie do zautomatyzowanego ale inteligentnego lokowania reklam w internecie.

## Główne parametry największych grup portali w Polsce w kwietniu '22r.



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

### Liczba realnych użytkowników największych grup portali w Polsce



Źródło: Agora, Gemius/PBI, Millennium DM

### Wyniki segmentu Internet

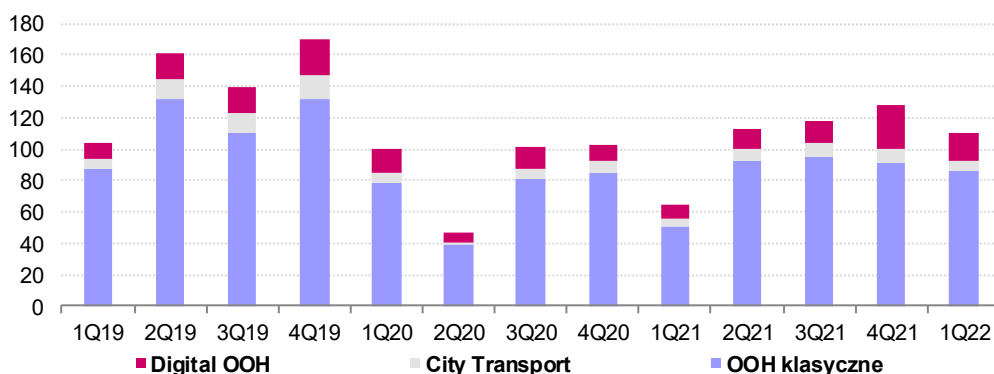
	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Przychody</b>	<b>172,1</b>	<b>177,8</b>	<b>209,0</b>	<b>213,9</b>	<b>233,1</b>	<b>249,4</b>	<b>261,9</b>	<b>275,0</b>
<b>Koszty</b>	<b>-175,6</b>	<b>-162,2</b>	<b>-194,7</b>	<b>-190,3</b>	<b>-198,2</b>	<b>-212,0</b>	<b>-222,6</b>	<b>-233,7</b>
w wynagrodzenia	-55,4	-54,3	-50,0	-42,5	-48,7	-51,9	-55,7	-58,4
amortyzacja	-4,8	-5,3	-7,2	-8,8	-9,7	-10,6	-11,1	-11,7
materiały, energia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
reprezentacja i reklama	-17,9	-13,5	-11,1	-8,1	-10,4	-11,9	-12,9	-13,6
usługi	-49,3	-56,3	-113,1	-119,9	-126,0	-135,7	-142,5	-149,6
odpisy i koszty restruk	-21,8	-7,5	-7,4	-12,7	0,0	0,0	0,0	0,0
inne	-26,4	-25,3	-5,9	1,7	-3,4	-1,9	-0,4	-0,5
<b>EBIT adj bez MSSF16</b>	<b>-3,5</b>	<b>15,6</b>	<b>14,3</b>	<b>23,6</b>	<b>34,9</b>	<b>37,4</b>	<b>39,3</b>	<b>41,2</b>
<b>EBITDA adj bez MSSF16</b>	<b>23,1</b>	<b>28,4</b>	<b>28,9</b>	<b>44,7</b>	<b>44,6</b>	<b>41,7</b>	<b>44,0</b>	<b>46,6</b>
<b>marża EBITDA (bez MSSF16)</b>	<b>13,4%</b>	<b>16,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>19,1%</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,9%</b>

Źródło: Agora, Millennium DM

### Reklama zewnętrzna

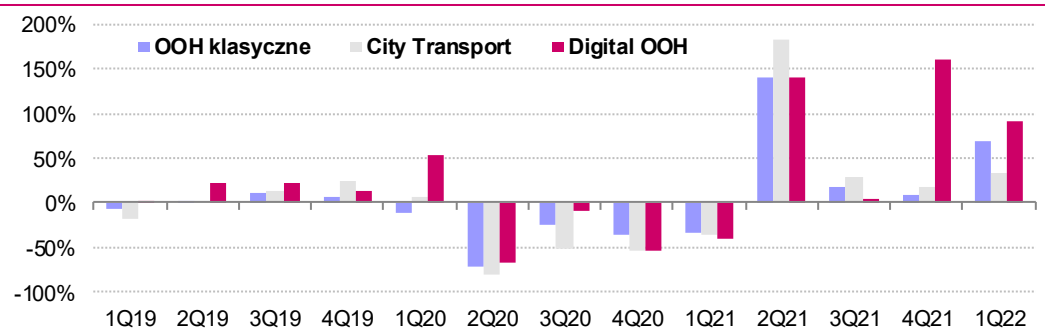
Reklama OOH jest nierozdzielnie związana z ruchem miejskim i ogólnie w przestrzeni publicznej. W trakcie wprowadzanych ograniczeń związanych z epidemią ruch w największych aglomeracjach został znacznie ograniczony, co przełożyło się na spadek wartości rynku reklamy zewnętrznej, w największym stopniu w 2020r, ale też w 2021r. Obserwowana jest obecnie odbudowa wartości tego rynku, co przełożyło się w 1Q22 na wzrost przychodów segmentu Outdoor ze sprzedaży reklam o 88,7% r/r. Jednocześnie były one niższe od odnotowanych w 1Q19 o 18,8%. Spółka prognozuje wzrost rynku reklamy zewnętrznej o ok. 15% r/r w 2022r., podczas gdy nasza prognoza wzrostu przychodów segmentu to blisko 17%. Uważamy, że poziom przychodów sprzed pandemii uda się przekroczyć dopiero w 2024r.

### Wartości rynku OOH w Polsce z rozbiem na podstawowe segmenty



Źródło: Izba Gospodarcza Reklamy Zewnętrznej, Millennium DM

## Dynamiki zmian wartości segmentów rynku OOH w Polsce



Źródło: Izba Gospodarcza Reklamy Zewnętrznej, Millennium DM

## Wyniki segmentu Reklama zewnętrzna

	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Przychody</b>	<b>163,0</b>	<b>171,9</b>	<b>184,3</b>	<b>114,5</b>	<b>130,2</b>	<b>152,3</b>	<b>175,2</b>	<b>192,7</b>
Koszty	-134,7	-144,9	-153,5	-133,7	-134,9	-146,2	-161,2	-175,4
w wynagrodzenia	-21,5	-23,2	-26,3	-20,6	-25,4	-27,8	-30,6	-33,3
amortyzacja	-17,8	-19,7	-31,4	-35,6	-37,4	-40,9	-45,1	-49,1
reprezentacja i reklama	-4,4	-5,4	-6,9	-3,1	-2,6	-5,8	-6,4	-7,0
usługi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
odpisy i koszty restruk	-1,6	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty systemu	-78,7	-81,6	-70,5	-52,2	-55,9	-61,4	-67,7	-73,7
inne	-10,7	-15,0	-18,3	-21,8	-13,6	-10,2	-11,3	-12,3
EBIT adj bez MSSF16	28,3	27,0	29,9	-19,6	-6,0	5,6	13,4	16,7
EBITDA adj bez MSSF16	47,7	46,7	49,5	-2,9	15,4	23,3	30,5	33,5
<b>marża EBITDA</b> <b>(bez MSSF16)</b>	<b>29,3%</b>	<b>27,2%</b>	<b>26,9%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>11,8%</b>	<b>15,3%</b>	<b>17,4%</b>	<b>17,4%</b>

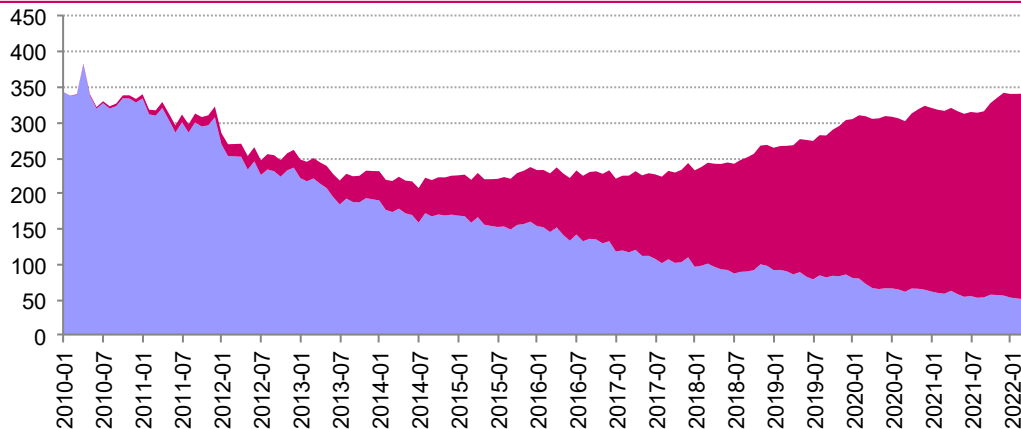
Źródło: Agora, Millennium DM

## Prasa

W segmencie tradycyjnej dystrybucji prasy utrzymuje się wieloletni trend spadku liczby rozpowszechnianych egzemplarzy. Dotyczy on wszystkich dużych dzienników, w tym Gazety Wyborczej. Jednocześnie jest ona liderem pod względem cyfryzacji, a przede wszystkim ilości sprzedaży płatnych subskrypcji cyfrowych. Na koniec 1Q22 liczba ta wyniosła 290 tys., co oznacza wzrost o 12,4%, przy średniej liczbie sprzedawanych tradycyjnych gazet 51 tys. Tym samym postępujący spadek sprzedaży liczby egzemplarzy papierowych wywiera coraz mniejszy wpływ na dynamikę łącznej dystrybucji. Należy przy tym pamiętać, że w przypadku cyfrowej dystrybucji sprzedawana jest sama wartość merytoryczna, a w tradycyjnej formy dodatkowo papier. Ma to ten efekt, że spadek przychodów może wręcz oznaczać wzrost zysków i to nie tylko w ujęciu procentowym, ale w wartościach bezwzględnych. Dokładnych danych odnośnie różnicy w rentowności obu form dystrybucji spółka nie podaje. Można jednak założyć jednak, że trwające dynamiczne wzrosty kosztów materiałów i energii podnoszą relatywną efektywność formy cyfrowej.

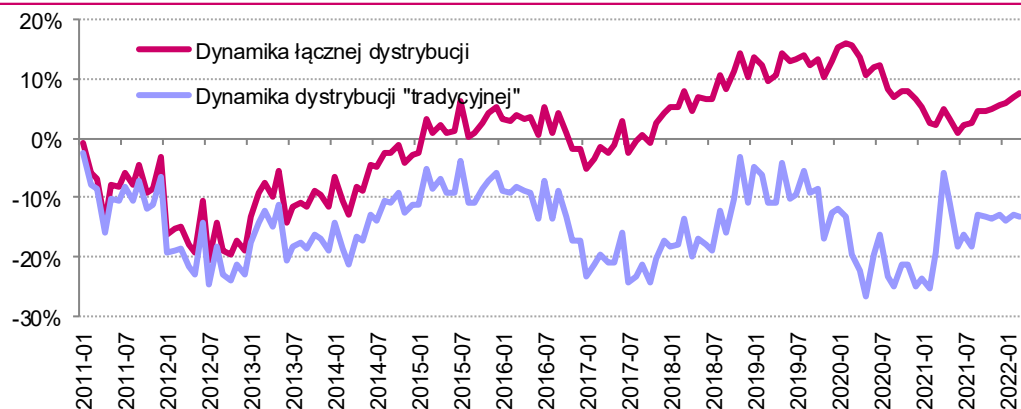
Agora przez wiele lat systematycznie restrukturyzowała segment prasowy, stale odpowiadając na trend spadku czytelnictwa. W trakcie 201r. ujawnił się jednak wewnętrzny spór, w którym redakcja Gazety Wyborczej sprzeciwiła się planom kolejnej restrukturyzacji, która miała polegać na połączeniu z zespołem portalu internetowego Gazeta.pl. Z uwagi na szczególną pozycję zespołu dziennikarskiego w Agorze, zwłaszcza jej redaktora naczelnego, w naszej opinii konflikt wstrzyma dalsze zmiany zwiększające efektywność kosztową segmentu. Co więcej spodziewamy się ustępstw ze strony zarządu. Z punktu widzenia naszych prognoz finansowych oznacza to obniżenie prognozowanej rentowności w kolejnych latach.

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



Źródło: Agora, Millennium DM; \* liczba subskrypcji cyfrowych jest interpolacją danych podawanych

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



Źródło: Agora, Millennium DM

### Wyniki segmentu Prasa

	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Przychody</b>	<b>231,5</b>	<b>232,5</b>	<b>254,7</b>	<b>197,1</b>	<b>204,2</b>	<b>211,8</b>	<b>217,5</b>	<b>224,6</b>
Gazety	112,3	106,8	109,7	104,8	105,6	109,7	113,0	118,5
Gazeta Wyborcza	92,9	92,3	98,3	98,8	100,5	103,5	106,6	112,0
inne gazety	11,3	10,3	8,3	2,1	0,0	1,0	1,0	1,0
reszta gazet	8,1	4,2	3,1	3,9	5,1	5,2	5,4	5,5
Rekalmy	114,5	101,7	84,8	58,8	64,7	68,1	70,5	72,1
w Gazecie Wyb.	84,8	81,1	71,5	51,6	58,5	60,3	62,1	63,3
w innych gazetach	20,5	17,6	9,9	3,1	0,0	1,0	1,1	1,1
w reszcie gazet	18,4	6,0	6,8	8,2	12,4	13,6	14,7	15,5
Pozostałe	4,7	5,6	13,0	4,9	4,4	4,5	4,5	4,5
<b>Koszty</b>	<b>-238,0</b>	<b>-259,1</b>	<b>-260,0</b>	<b>-171,5</b>	<b>-188,1</b>	<b>-197,0</b>	<b>-204,4</b>	<b>-212,2</b>
w wynagrodzenia	-103,2	-102,8	-104,7	-84,5	-93,3	-98,5	-104,3	-110,4
amortyzacja	-1,5	-2,8	-7,5	-6,4	-7,4	-7,9	-8,2	-8,5
materiały, energia	-57,8	-67,7	-82,0	-48,5	-40,1	-41,4	-40,8	-40,2
reprezentacja i reklama	-29,5	-28,2	-21,4	-11,3	-13,4	-13,8	-16,4	-19,1
odpisy i koszty restruk	-13,2	-24,7	0,0	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0
inne	-32,8	-32,9	-44,4	-20,8	-32,5	-35,5	-34,9	-34,0
<b>EBIT adj bez MSSF16</b>	<b>-6,5</b>	<b>-24,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>25,6</b>	<b>16,1</b>	<b>14,8</b>	<b>13,0</b>	<b>12,4</b>
<b>EBITDA adj bez MSSF16</b>	<b>8,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>27,1</b>	<b>24,9</b>	<b>20,9</b>	<b>19,2</b>	<b>18,6</b>
<b>marża EBITDA (bez MSSF16)</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>13,7%</b>	<b>12,2%</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,3%</b>

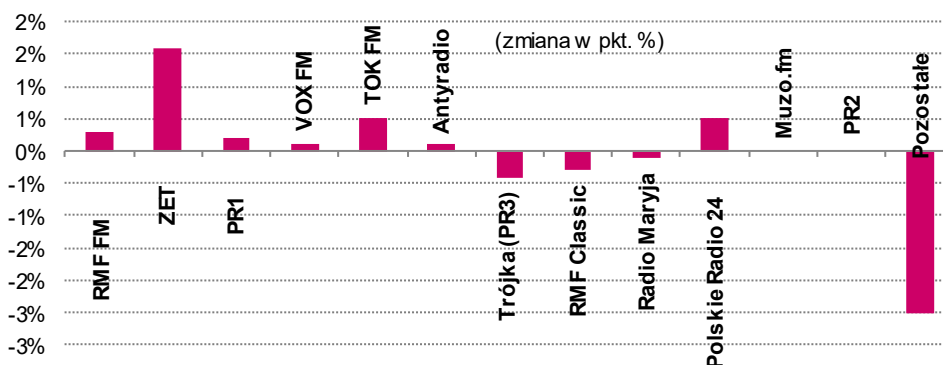
Źródło: Agora, Millennium DM

## Radio

Według badania słuchalności ogólnopolskich stacji radiowych w okresie luty - kwiecień 2022r. stacja, której udział wzrósł najbardziej w ujęciu r/r było Radio Zet (+1,6%). Radio RMF, czyli lider mający 31,1% udziału w słuchalności, zwiększyło swój udział o 0,3%. Należące do Agory radio TOK FM poprawiło słuchalność o 0,5%. Udziały traciły głównie najmniejsze stacje.

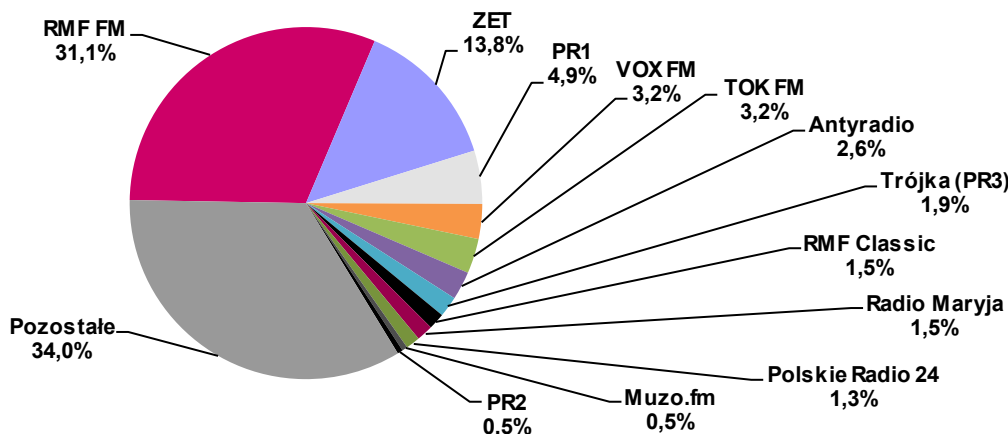
W maju br. Sąd Okręgowy w Warszawie - Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumentów wydał wyrok, w którym zmienił decyzję prezesa UOKiK i zgodził się na przejęcie kontroli nad Eurozetem przez Agorę. Wyrok jest nieprawomocny. Agora nabyła 40% udziałów w spółce Eurozet w 2019r., a UOKiK zakazał Agorze przejęcia pozostałych 60% udziałów w styczniu 2021 roku. Motywował, że transakcja mogłaby prowadzić do powstania duopolu i marginalizacji pozostałych grup i stacji radiowych.

### Zmian słuchalność stacji radiowych r/r w okresie lut.-kwie. 2022r.



Źródło: Komitet Badań Radiowych - Radio Track; Millennium DM

### Słuchalność stacji radiowych w okresie luty - kwiecień 2022r.



Źródło: Komitet Badań Radiowych - Radio Track; Millennium DM

### Wyniki segmentu Radio

	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
<b>Przychody</b>	<b>114,0</b>	<b>116,0</b>	<b>113,1</b>	<b>87,7</b>	<b>104,4</b>	<b>111,7</b>	<b>118,4</b>	<b>124,3</b>
<b>Koszty</b>	<b>-97,3</b>	<b>-98,8</b>	<b>-98,7</b>	<b>-78,3</b>	<b>-93,9</b>	<b>-110,8</b>	<b>-105,4</b>	<b>-109,4</b>
w wynagrodzenia	-31,5	-33,0	-34,6	-29,6	-35,1	-38,9	-36,9	-38,4
amortyzacja	-3,4	-4,1	-7,0	-7,2	-7,3	-7,9	-7,5	-7,8
materiały, energia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
reprezentacja i reklama	-13,3	-12,1	-14,1	-9,3	-11,2	-15,8	-15,1	-15,6
usługi	-42,4	-42,7	-36,1	-27,9	-34,1	-40,5	-38,5	-40,0
odpisy i koszty restruk	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne	-6,7	-6,9	-6,9	-4,3	-6,2	-7,7	-7,4	-7,6
<b>EBIT adj bez MSSF16</b>	<b>16,7</b>	<b>17,2</b>	<b>14,2</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>	<b>0,4</b>	<b>12,4</b>	<b>14,3</b>
<b>EBITDA adj bez MSSF16</b>	<b>20,1</b>	<b>21,3</b>	<b>18,5</b>	<b>12,2</b>	<b>14,4</b>	<b>4,4</b>	<b>15,6</b>	<b>17,5</b>
<b>marża EBITDA (bez MSSF16)</b>	<b>17,6%</b>	<b>18,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>13,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>13,2%</b>	<b>14,1%</b>

Źródło: Agora, Millennium DM

## Aktualizacja prognoz

Prognozy sporządzone przez nas na potrzeby modelu Grupy Agora i jej wyceny, na skutek wybuchu epidemii obarczone zostały podwyższoną niepewnością. W największym stopniu jest ona związana z biznesem kinowym, czyli segmentem Film i książka. Ważnym pytaniem pozostaje czy jesienią i zimą 2022r. epidemia powróci, a jeszcze ważniejszym czy i jakie ograniczenia w funkcjonowaniu biznesu kinowego to ewentualnie spowoduje. Zakładamy jednak, że mimo prawdopodobnego odnotowania fali zachorowań w okresie tegorocznej jesieni, ograniczenia już nie będą wprowadzone. Pod znakiem zapytania stała się jednak kwestia tempa powrotu do rozbudowy sieci kin. Przez lata było to powiązane z powstawaniem galerii handlowych, a czas epidemii i dynamiczny rozwój e-commerce zastopowały plany powstawania nowych.

Drugim obszarem, którego perspektywy pogorszyły się, w naszej opinii, w ostatnim czasie jest Prasa. Konflikt redakcji Gazety Wyborczej z zarządem Grupy Agora, co prawda obecnie wyciszony, wskazuje jednak na silny opór przed dalszymi działaniami efektywnościowymi. Z uwagi na mocną pozycję zespołu redakcyjnego obniżyliśmy prognozy co do rentowności tego segmentu.

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
<b>przychody netto, w tym:</b>	<b>1 141,2</b>	<b>1 249,7</b>	<b>836,5</b>	<b>965,9</b>	<b>1 117,9</b>	<b>1 254,7</b>	<b>1 301,6</b>	<b>1 562,1</b>	<b>1 598,6</b>
Prasa	232,5	254,7	197,1	204,2	211,8	217,5	224,6	231,8	238,0
Film i książka	419,1	521,5	240,7	312,5	419,5	505,7	508,5	539,7	533,5
Reklama zew nętrzna	171,9	184,3	114,5	130,2	152,3	175,2	192,7	198,5	204,4
Internet	177,8	209,0	213,9	233,1	249,4	261,9	275,0	288,7	303,2
Radio	116,0	113,1	87,7	104,4	9,6	118,4	124,3	334,3	351,0
Druk	71,5								
<b>koszty operacyjne</b>	<b>-1 140,3</b>	<b>-1 225,0</b>	<b>-948,2</b>	<b>-1 007,8</b>	<b>-1 143,1</b>	<b>-1 248,4</b>	<b>-1 284,0</b>	<b>-1 516,8</b>	<b>-1 548,2</b>
w wynagrodzenia	-288,3	-290,0	-224,2	-262,8	-284,8	-308,3	-320,9	-399,7	-413,2
amortyzacja	-69,9	-137,8	-143,3	-144,1	-162,9	-186,0	-190,5	-211,2	-212,6
materiały, energia	-147,7	-131,9	-77,9	-77,7	-85,2	-88,3	-82,8	-84,6	-83,1
usługi	-290,8	-330,1	-236,2	-256,4	-287,8	-314,1	-323,4	-407,2	-420,3
reprezentacja i reklama	-80,4	-84,3	-41,7	-49,2	-64,5	-72,2	-76,8	-107,0	-111,6
koszty systemu	-81,6	-70,5	-52,2	-55,9	-61,4	-67,7	-73,7	-74,2	-75,6
odpisy i koszty restrukturyzacji	-33,6	-7,5	-13,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty w ydawnictwa	-39,9	-46,4	-45,2	-49,7	-55,8	-61,8	-61,5	-64,9	-64,2
inne (w segmentach operacyjnych)	-99,0	-86,9	-69,0	-53,6	-62,1	-70,6	-74,2	-86,7	-85,6
pozostałe (nieprzypisane do segmentów)	-9,1	-39,6	-45,4	-57,0	-78,5	-79,4	-80,3	-81,2	-82,1
<b>EBITDA adj (bez MSSF16)</b>	<b>122,3</b>	<b>121,0</b>	<b>28,3</b>	<b>80,8</b>	<b>69,4</b>	<b>91,2</b>	<b>100,7</b>	<b>135,1</b>	<b>144,9</b>
Prasa	2,7	2,1	27,1	24,9	20,9	19,2	18,6	17,9	18,3
Film i książka	63,0	70,7	-33,0	31,0	42,9	47,9	52,2	56,8	56,6
Reklama zew nętrzna	46,7	49,5	-2,9	15,4	23,3	30,5	33,5	37,9	40,4
Internet	28,4	28,9	44,7	44,6	41,7	44,0	46,6	49,2	52,0
Radio	21,3	18,5	12,2	14,4	4,4	15,6	17,5	42,7	48,6
Druk	0,8								
Pozostałe (jako koszty ogólne)	-40,6	-48,7	-19,8	-49,5	-63,8	-66,0	-67,7	-69,4	-71,0
<b>EBIT adj (bez MSSF16)</b>	<b>34,7</b>	<b>31,2</b>	<b>-66,8</b>	<b>-14,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>23,5</b>	<b>34,2</b>	<b>69,0</b>	<b>74,7</b>
<b>EBIT (zgodny z MSSF16)</b>	<b>0,9</b>	<b>24,7</b>	<b>-111,7</b>	<b>-41,9</b>	<b>1,6</b>	<b>30,3</b>	<b>41,2</b>	<b>76,1</b>	<b>81,9</b>
saldo finansowe	20,8	-10,6	-41,0	-8,1	-17,9	-14,6	-11,8	-16,8	-19,1
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>21,6</b>	<b>14,1</b>	<b>-152,8</b>	<b>-50,0</b>	<b>-16,3</b>	<b>15,7</b>	<b>29,3</b>	<b>59,3</b>	<b>62,8</b>
podatek dochodowy	-11,5	-8,1	22,5	3,3	0,7	-2,1	-4,8	-12,9	-13,6
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	4,7	7,4	9,4	6,0	6,0	6,0	0,0	0,0
(Zyski) straty mniejszości	4,3	2,5	-13,0	-2,1	-0,8	0,4	0,7	0,9	1,0
<b>Zysk netto akcj. jedn. domin.</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>	<b>-117,2</b>	<b>-44,6</b>	<b>-14,8</b>	<b>13,2</b>	<b>23,8</b>	<b>45,4</b>	<b>48,3</b>
EPS	0,1	0,1	-2,5	-1,0	-0,3	0,3	0,5	1,0	1,0

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

## Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>981,3</b>	<b>1 664,5</b>	<b>1 683,6</b>	<b>1 587,4</b>	<b>1 494,5</b>	<b>1 410,0</b>	<b>1 343,9</b>	<b>1 449,0</b>	<b>1 408,2</b>
rzeczowe aktywa trwałe	519,5	458,6	401,2	366,7	343,4	330,6	326,7	485,8	491,7
w wartości niematerialne i prawne	420,7	120,8	105,1	92,4	92,4	92,4	92,4	92,4	92,4
w wartości firmy		320,3	317,8	317,8	317,8	317,8	317,8	317,8	317,8
inwestycje długoterminowe	25,9	156,1	155,0	151,0	151,0	151,0	151,0	151,0	151,0
prawa do użytkowania aktywów pozostałe	15,3	18,4	45,2	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>418,5</b>	<b>327,9</b>	<b>334,7</b>	<b>333,9</b>	<b>375,0</b>	<b>415,0</b>	<b>450,5</b>	<b>361,5</b>	<b>394,7</b>
zapasy	35,8	21,3	15,2	20,0	23,1	26,0	26,9	32,3	33,1
należności	226,8	203,2	135,2	143,9	168,4	189,1	196,1	235,4	240,9
inwestycje krótkoterminowe	122,5	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka i ekwiwalenty	33,0	61,1	138,4	134,9	149,3	165,8	193,4	59,7	86,7
aktywa do zbycia	0,0	4,3	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe	0,5	28,4	31,4	35,1	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1
<b>aktywa razem</b>	<b>1 399,8</b>	<b>1 992,4</b>	<b>2 018,3</b>	<b>1 921,3</b>	<b>1 869,5</b>	<b>1 825,0</b>	<b>1 794,4</b>	<b>1 810,5</b>	<b>1 802,9</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	975,0	931,2	820,9	774,4	783,0	818,4	862,7	934,9	987,3
kapitał mniejszości	21,1	20,9	11,4	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
zobowiązania	403,7	1 040,3	1 186,0	1 141,0	1 080,6	1 000,6	925,7	869,6	809,6
zobowiązania długoterminowe	115,0	628,3	739,8	694,3	638,1	556,3	484,1	420,2	363,4
w tym dług odsetkowy	97,8	71,1	51,6	22,7	22,7	12,7	2,7	-7,3	-17,3
zobowiązania krótkoterminowe	288,7	412,0	446,2	446,7	442,5	444,3	441,6	449,5	446,2
w tym dług odsetkowy	34,8	35,7	86,4	80,0	80,0	75,0	70,0	65,0	60,0
<b>pasywa razem</b>	<b>1 399,8</b>	<b>1 992,4</b>	<b>2 018,3</b>	<b>1 921,3</b>	<b>1 869,5</b>	<b>1 825,0</b>	<b>1 794,4</b>	<b>1 810,5</b>	<b>1 802,9</b>
BVPS	20,93	19,99	17,62	16,62	16,81	17,57	18,52	20,07	21,20

## Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
wzrost netto (bez MSSF16)	5,1	3,5	-117,2	-44,6	-14,8	13,2	23,8	45,4	48,3
amortyzacja bez leasingu MSSF16	87,6	89,8	95,1	95,6	73,4	67,7	66,4	66,0	70,2
zmiana kapitału obrotowego	-11,5	38,7	95,1	70,6	-8,7	-34,2	-22,4	-37,5	-36,3
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>81,1</b>	<b>205,5</b>	<b>131,9</b>	<b>126,8</b>	<b>124,7</b>	<b>148,2</b>	<b>157,2</b>	<b>150,4</b>	<b>177,7</b>
inwestycje (capex)	-85,1	-122,4	-66,3	-43,7	-50,0	-55,0	-62,5	-225,2	-76,2
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-19,8</b>	<b>-100,5</b>	<b>-24,4</b>	<b>-18,7</b>	<b>-40,6</b>	<b>-45,0</b>	<b>-52,5</b>	<b>-215,2</b>	<b>-66,2</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-23,3	-23,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-22,7
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-12,8	-9,1	5,4	-4,1	-35,3	-15,0	-30,0	-30,0	-30,0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-47,5</b>	<b>-76,9</b>	<b>-30,1</b>	<b>-111,6</b>	<b>-69,6</b>	<b>-86,7</b>	<b>-77,2</b>	<b>-69,0</b>	<b>-84,5</b>
zmiana gotówki netto	13,8	28,1	77,3	-3,5	14,5	16,5	27,5	-133,7	27,0
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,49
CEPS	1,99	2,00	-0,47	1,10	1,26	1,74	1,94	2,39	2,54
FCFPS	-0,21	-0,28	-0,31	1,66	0,35	0,31	0,71	-1,94	1,54

## Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
zmiana sprzedaży	-4,8%	7,2%	-26,7%	-22,7%	33,6%	29,9%	16,4%	24,5%	22,8%
zmiana EBITDA adj (bez MSSF16)	0,4%	1,8%	-76,9%	-33,2%	145,2%	12,8%	45,1%	48,1%	44,0%
zmiana EBIT adj (bez MSSF16)	47,0%	96,5%	-292,7%	-147,3%	-94,0%	-259,3%	-960,4%	193,8%	118,3%
zmiana zysku netto (bez MSSF16)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
marża EBITDA adj.	10,7%	9,7%	3,4%	8,4%	6,2%	7,3%	7,7%	8,6%	9,1%
marża EBIT	0,1%	2,0%	-13,4%	-4,3%	0,1%	2,4%	3,2%	4,9%	5,1%
marża netto	0,4%	0,3%	-14,0%	-4,6%	-1,3%	1,1%	1,8%	2,9%	3,0%
sprzedaż/aktyw a (x)	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,9	0,9
dług / kapitał (x)	9,5%	5,4%	6,8%	5,3%	5,5%	4,8%	4,1%	3,2%	2,4%
odsetki / EBITDA (bez MSSF16)	3,8%	0,0%	14,1%	5,4%	5,1%	3,6%	2,8%	1,7%	1,2%
stopa podatkowa	53,2%	57,3%	14,7%	6,6%	4,3%	13,2%	16,5%	21,8%	21,6%
ROE	-	-	-	-	-	1,6%	2,8%	4,9%	4,9%
ROA	-	-	-	-	-	0,7%	1,3%	2,5%	2,7%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	100,6	45,7	-0,3	-32,2	-46,6	-78,1	-120,7	-1,9	-44,0

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

## Analiza płynności

Wskaźniki płynności dla Grupy Agora na koniec 2021r. nie uległy w ciągu roku większym zmianom. Jeżeli z kalkulacji wyłączymy się wirtualne zobowiązania leasingowe powstałe na skutek stosowania standardu MSSF16 (w części krótkoterminowej 80,6 mln PLN na koniec 2021r.), to relacja aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących wynosiła 1,0. Ten, jak i pozostałe wskaźniki płynności wskazują na utrzymującą się zadowalającą płynność finansową Grupy Agora.

### Wskaźniki płynności Grupy Agora

	2019	2020	2021	2022p
Aktywa obrotowe	327,9	334,7	333,9	375,0
Zapasy	21,3	15,2	20,0	23,1
Gotówka	61,1	138,4	134,9	149,3
Zobowiązania bieżące (non MSSF16)	334,8	370,5	364,5	360,4
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,0	0,9	0,9	1,0
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące)	0,9	0,9	0,9	1,0
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	18,2%	37,3%	37,0%	41,4%

Źródło: Agora, Millennium DM

## Analiza zadłużenia

Na koniec 1Q22 r. zadłużenie Grupy z tytułu kredytów i leasingu wyniosło formalnie 817,2 mln PLN, co jednak jest mylące z uwagi na obowiązywanie standardu MSSF16. W kwocie tej bowiem aż 668,8 mln PLN stanowią zobowiązania z tytułu leasingu prawa do długoterminowego użytkowania aktywów, co jest wirtualną koncepcją wynikającą ze wspomnianego standardu. Leasing ten jest pozycją teoretyczną, gdyż w rzeczywistości spółka ma zawarte umowy najmu powierzchni i płaci z tego tytułu czynsze. Zdecydowana większość wartości tej pozycji ulokowana jest w spółce Helios i wynika z umów najmu powierzchni na potrzeby funkcjonowania kin. Ponadto spółki zależne zajmujące się gastronomią zawierają umowy najmu lokali, co też przekłada się na powstawanie wirtualnej pozycji zadłużenia. Wirtualność koncepcji wykazywania umów najmu jako zobowiązania finansowego ujawniła się szczególnie podczas administracyjnych zamknięć w czasie epidemii. Helios w czasie kiedy kina i restauracje były zamknięte nie płacił czynszów. W dodatku obecnie podnoszone stopy procentowe nie przekładają się bezpośrednio na wzrost kosztu wynikającego z czynszów, a tak byłoby gdyby to były prawdziwe umowy leasingowe.

Uwzględniając jedynie rzeczywiste zadłużenie, wynosiło ono na koniec 1Q22 148,4 mln PLN, z czego 20,7% stanowiło zadłużenie długoterminowe, a 79,3% krótkoterminowe. Struktura ta jest z punktu widzenia niepożądana, jednak nie stanowi zagrożenia, gdyż zadłużenie krótkoterminowe, w którym 103,9 mln PLN to kredyty i pożyczki, a 13,8 mln PLN to rzeczywisty leasing finansowy, jest niewiele wyższe od posiadanych na ten sam moment środków pieniężnych, które wynosiły 98,7 mln PLN.

Suma kredytów i pożyczek oraz rzeczywistego leasingu finansowego, pomniejszonego o środki pieniężne (czyli dług netto) wynosiła na koniec 1Q22 49,7 mln PLN. Zysk operacyjny powiększony o amortyzację (bez uwzględnienia wynikającej z MSSF16, czyli liczonej od długoterminowego prawa do użytkowania przedmiotu leasingu) i skorygowanego o odpisy i rezerwy według naszej prognozy wyniesie w 2022r. 69,4 mln PLN. Oznacza to relację wynoszącą 0,7 czyli określaną jako bardzo niską. Biorąc pod uwagę trudny dla spółki okres epidemii i prognozowaną szybką poprawę wyników, obecny poziom zadłużenia nie zagraża stabilności finansowej Grupy Agora. Zarazem całe zadłużenie stanowi 19,8% wartości kapitałów własnych oraz 41,2% wartości rzeczowych aktywów trwałych. Oba te wskaźniki potwierdzają relatywnie niski poziom zadłużenia.



## Struktura zadłużenia Grupy Agora

	Grupa Agora
<b>Długoterm. zobowiązania finansowe</b>	<b>630,2</b>
<b>bez wpływu MSSF16</b>	<b>52,2</b>
Dł. kredyty i pożyczki	22,7
Dł. obligacje	0,0
Dł. leasing	607,5
w tym w ynikający z MSSF16	578,0
<b>Krótkoterm. zobowiązania finansowe</b>	<b>176,5</b>
<b>bez wpływu MSSF16</b>	<b>94,4</b>
Kr. kredyty i pożyczki	79,3
Kr. obligacje	0,0
Kr. leasing	96,5
w tym w ynikający z MSSF16	82,2
Całkowite zadłużenie bez w pływ u MSSF16	146,6
Środki pieniężne	134,9
<b>Dług odsetkowy netto</b>	<b>11,7</b>
Kapitały własne na koniec 2021r.	747,2
Rzeczowe aktywa trwałe	360,1
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2020r.	28,3
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2021r.	80,8
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2022r.	69,4

Źródło: Agora, Millennium DM

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

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

### Sprawy pracownicze w 2021r.

Kobiety stanowiły 55,8% osób zatrudnionych, z czego na stanowiskach kierowniczych wyższego szczebla było to 52,9%.

W 2021r. na 2427 osoby zatrudnione w oparciu o umowę o pracę przypadają 811 osoby na umowach cywilno-prawnych.

Spośród pracowników 90,6% było zatrudnionych na umowach na czas nieokreślony.

Na dzień 06.06.2022r. w sześciuosobowym zarządzie spółki zasiadają dwie kobiety.

W 2021r. Średnie wynagrodzenie ogółu kobiet zatrudnionych w Grupie Agora stanowiło 86,2% średniego wynagrodzenia mężczyzn, natomiast relacja ta wśród wyższej kadry zarządzającej wynosiła 77,7%.

### Relacje z otoczeniem

Do głównych zasad deklarowanych przez Agorę należą:

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

Agora angażuje się w działania na rzecz m.in. edukacji, kultury, sztuki, dziennikarstwa i mediów, a także równości kobiet i mężczyzn. Duża część z tych działań realizowana jest przez fundacje powołane przez Zarząd Agory S.A. i przez inne spółki Grupy Agora. Kluczowe z nich to:

- ❑ Fundacja Agory powstała w październiku 2004 r. Od 2005 r. ma status organizacji pożytku publicznego (OPP). W ostatnich latach Fundacja Agory koncentruje się na współorganizowaniu i finansowaniu akcji społecznych prowadzonych wspólnie z „Gazetą Wyborczą” oraz zajmuje się działalnością charytatywną. Fundacja Agory współfinansuje również m.in. Nagrodę Literacką NIKE od początku jej powstania.
- ❑ Fundacja Akademia Integracji – Praca, Edukacja, Sport” została powołana do życia przez AMS S.A. w 2013 r. i jest kontynuacją projektu „AMS dla Integracji”.
- ❑ Fundacja Gazety Wyborczej została powołana przez Agorę w 2018 r. Wzorem New York Times Company i The Guardian Media Group wydawca „Gazety Wyborczej” stworzył organizację non-profit, aby rozwijać wartościowe projekty medialne i realizować istotne cele społeczne.

### Wpływ na środowisko

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

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

W wielu przypadkach lokale są wynajmowane we współdzielonych budynkach, zarządzanych przez zewnętrznych administratorów, którzy odpowiadają za kwestie środowiskowe, co utrudnia monitorowanie wskaźników dotyczących m.in. poboru wody i zużycia ścieków oraz kubatury odpadów.

Spółki Grupy Agora w odniesieniu do 100% wytwarzanych przez siebie odpadów zawarły umowy zobowiązujące odbiorców do poddania tych odpadów odzyskowi lub unieszkodliwieniu. We wszystkich spółkach i drukarni odpady komunalne są segregowane i podlegają selektywnej zbiórce, zgodnie z lokalnym systemem gospodarowania odpadami komunalnymi. W związku z tym waga tych odpadów nie jest monitorowana. Odpady niebezpieczne i inne niż niebezpieczne przekazywane są odpowiednim podmiotom zewnętrznym zajmującym się utylizacją.

W 2021r. drukarnia Agory zainstalowała panele fotowoltaiczne o mocy 2 x 50 kW. Jest to 248 modułów fotowoltaicznych o łącznej powierzchni 484,84 m<sup>2</sup>. Zostały one podłączone do sieci elektrycznej w pierwszym kwartale 2022 r. Spodziewany wynik rocznej energii wynosi 100 kWh – jeśli zostanie on osiągnięty emisja CO<sub>2</sub> do atmosfery będzie o 71 tys. kg mniejsza

Grupa Agora w 2021r. zużyła energię ze źródeł odnawialnych w wysokości 7,84 MWh / 1 mln PLN przychodu, w porównaniu z 81 MWh / 1 mln PLN przychodu ze źródeł nieodnawialnych.

Ślad węglowy Grupy Agora w 2021 r. to 32,9 tys. t CO<sub>2</sub>e (ekwiwalentu dwutlenku węgla).

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

### Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

### Adam Zajler

+48 22 598 26 88  
adam.zajler@millenniumdm.pl

### Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

### Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05  
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

Analityk  
handel detaliczny  
biotechnologie

Analityk  
przemysł, technologie, media

Analityk  
fundusze inwestycyjne  
deweloperzy

Analityk  
fundusze inwestycyjne

## Departament Sprzedaży

### Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Arkadiusz Szumiliak

+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumiliak@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

**Dyrektor**

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

### Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w 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 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) - lepszą niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.  
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

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

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, 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 funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Seiena 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, Seiena FM, KGHM, 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 Maklerski 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 ch 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 Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy 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 Maklerski i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 10 czerwca 2022 roku o godzinie 11.45, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 10 czerwca 2022 roku godzina 12.00.

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

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Selvita	Neutralnie	16 cze 21	76,40	71,50	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 wrz 21	1,89	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	28 wrz 21	25,40	36,10	Marcin Palenik
Korporacja KGL	Neutralnie	13 paź 21	15,00	15,60	Marcin Palenik
Selvita	Neutralnie	14 gru 21	86,00	78,20	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20 gru 21	6,66	16,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	8 mar 22	21,00	28,50	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	31 mar 22	1,56	3,50	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	27 kwi 22	78,10	77,00	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	16 maj 22	9,90	9,30	Marcin Palenik

Źródło: Millennium DM S.A., rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL uczestniczą w programie GFW wsparcia analitycznego, z tytułu czego Millennium DM otrzymuje wynagrodzenie od GFW.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	18 maj 21	8,40	23,40	Adam Zajler
		Liczba rekomendacji		% udział	
Kupuj		5		50%	
Akumuluj		0		0%	
Neutralnie		5		50%	
Redukuj		0		0%	
Sprzedaj		0		0%	

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

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

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