

Agora

kupuj

media, rozrywka

Cena: 6,66

Cena docelowa: 16,20

Piętno epidemii

Mimo dostępnych od ponad roku szczepionek na COVID-19 zmartwieniem jest już czwarta fala epidemii. Zaskakująca niechęć dużej części społeczeństwa do zapobiegania zakażeniom jest problemem dla Agory, gdyż jej wynikiom ciężko ograniczenia z nią związane. Wprowadzone w szczycie sezonu kinowego surowe limity frekwencji i zakaz sprzedaży barowej, a także powolne odbicie rynku reklamy zewnętrznej przekładają się na obniżenie naszych prognoz wyników i w ślad za tym wyceny. Nadal pozostaje ona jednak znacznie powyżej rynkowej. Wynika to z faktu posiadania pięciu, w dużej mierze niezależnych, segmentów mających mimo wszystko przed sobą dobre perspektywy.

Czwarta fala stała się faktem, ale nie wszystko stracone

W naszym raporcie z maja br. zaznaczyliśmy, że stopień zaszczepienia populacji i w efekcie możliwość wystąpienia 4 fali epidemii, zdecyduje o realizacji naszych prognoz. Niestety sprawy przybrały niepożądany obrót, jednak scenariusz i tak jest zaskakujący. Fala zachorowań jest realizacją najgorszego scenariusza, ale reakcja społeczeństwa już nie przypomina tej sprzed roku. Osoby zaszczepione w większości uznają epidemię za jej niedotyczącą, a niezaszczepione generalnie negują sam fakt jej istnienia. Ma to znaczenie dla Agory z uwagi na dużą ekspozycję na rynek reklamy, bo ten już nie reaguje w takim stopniu negatywnie jak podczas ubiegłorocznych fal. Również obniżenia limitu frekwencji w kinach nie miały tak negatywnego wpływu z powodu dużej ilości atrakcyjnych premier. Co więcej dystrybutorzy filmów nie przekładają ich wejścia na ekrany. Nową niewiadomą jest za to skala negatywnego wpływu limitu 30% od 15 grudnia i zakaz konsumpcji w kinach.

Wycena i rekomendacja

Nasza wycena Agory uległa obniżeniu z 23,4 PLN (z maja 2021r.) do 16,2 PLN. Na tak znaczącą zmianę wpłynęło szereg czynników, zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Spośród zewnętrznych największy wpływ wywarło podniesienie stóp procentowych i związany z tym wzrost stopy dyskontowej w wycenie DCF oraz przedłużanie się epidemii i związanych z nią ograniczeń dotyczących głównie działalności kinową. Najpoważniejszym czynnikiem wewnętrznym jest konflikt pracowników segmentu Prasa z zarządem Grupy. Szerzej nim piszemy w dalszej części raportu, natomiast w naszych prognozach przekłada się na obniżenie prognozowanej rentowności segmentu w kolejnych latach i co za tym idzie niższą wycenę całej firmy. 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 odbudowa rynku reklamy (co już jest widoczne), a przede wszystkim segmentu reklamy zewnętrznej oraz biznesu kinowego (potwierdzają to wyniki frekwencji z okresu wrzesień - listopad). Po przegłosowaniu w sejmie lex TVN znacznie wzrosło dodatkowo ryzyko związane z koncesjami i zmalały tym samym szanse na przejęcie Eurozet w ciągu najbliższych 2 lat. Naszym zdaniem zwiększa się jednak prawdopodobieństwo zmiany rządzącej opcji politycznej po wyborach w 2023r, co istotnie zmieniłoby warunki funkcjonowania dla Agory, w tym szanse na sfinalizowanie przejęcia Eurozetu, a co za tym idzie - nastawienia do niej ze strony rynku.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	11,6 / 6,18
Liczba akcji (mln)	46,6
Kapitalizacja (mln PLN)	310
EV (mln PLN)	357
Free float (mln PLN)	155
Średni obrót (mln PLN)	0,3
Główny akcjonariusz	Agora-Holding sp. z o.o.
% akcji, % głosów	11,6%, 35,36%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	-17,6% -20,0% -41,1%
Zmiana rel. WIG	-13,8% -16,5% -42,2%

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 (%)
2019	1249,7	24,7	120,3	14,1	3,5	0,08	2,00	20,0	98,7	0,4	6,7%	16,1	3,3	0,4%
2020	836,5	-111,7	27,7	-152,8	-117,2	-2,52	-0,47	17,6	-3,0	0,4	0,0%	-3,5	14,3	-
2021p	943,2	-50,7	62,9	-83,7	-71,2	-1,53	0,53	16,8	-4,9	0,4	0,0%	-7,8	6,3	-
2022p	1087,4	16,6	84,4	-3,8	-3,9	-0,08	1,49	17,2	-89,2	0,4	0,0%	23,9	4,7	-

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, rln 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 881 mln PLN, czyli 19,3 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 809 mln PLN (13,0 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 845 mln PLN, czyli 16,2 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Agora.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	881	19,3
Wycena porównawcza	809	13,0
Wycena spółki Agora	845	16,2

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2030
Przychody	943,2	1087,4	1198,8	1260,8	1511,9	1550,2	1610,2	1643,7	1698,2	1734,8	
Stopa podatkowa (T)	0%	24%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	19%
EBIT adj x (1-T)	-24,8	10,7	32,0	45,1	76,7	84,2	92,3	96,0	101,1	105,3	
Amortyzacja (non MSSF16)	95,7	73,3	67,6	68,6	69,4	74,6	75,6	76,6	77,5	78,4	
Zmiana w kapitale pracujący m	47,7	-15,4	-13,0	-11,0	-8,7	-19,9	-4,2	-2,7	-5,5	-6,1	
CAPEX	-34,5	-60,0	-77,0	-76,0	-238,4	-82,1	-82,5	-83,0	-83,5	-84,0	
FCF	84,2	8,7	9,5	26,7	-101,1	56,8	81,2	86,9	89,7	93,5	
zmiana FCF	-	-	-	-	-478%	-156%	43%	7%	3%	4%	1,2%
Dług/Kapitał	18,7%	18,3%	16,4%	14,3%	12,1%	10,4%	9,0%	7,6%	6,3%	5,0%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	1,9%	2,3%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,2
Koszt długu	3,9%	4,3%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału	7,8%	8,0%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,8%
WACC	7,1%	7,1%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	7,9%
PV (FCF)	78,6	7,6	7,7	20,0	-69,9	36,3	48,0	47,5	45,3	43,7	664,9
Wartość DCF (mln PLN)	930	w tym wartość rezydualna				665					
(Dług) Gotówka netto	-47,0										
Wartość udz. mniejsz.	1,3										
Wycena DCF (mln PLN)	881,4										
Liczba akcji (mln)	46,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	19,3										

Źródło: MillenniumDM

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Agora na lata 2021 – 2030
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych

- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,0%
- ❑ 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 31 mln PLN (na podstawie wyceny porównawczej).

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

Wrażliwość wyceny Grupy Agora na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	2,0%
Stopa RF rezydualna	1,5%	21,9	22,6	23,3	24,5	26,8
	2,0%	20,6	21,1	21,7	22,7	24,7
	3,0%	18,4	18,8	19,3	20,0	21,4
	3,5%	17,5	17,9	18,3	18,9	20,1
	4,0%	16,8	17,1	17,4	18,0	19,0
Beta nielewarowana	0,8	22,3	22,9	23,6	24,7	26,8
	1,0	18,4	18,8	19,3	20,0	21,4
	1,2	15,5	15,8	16,1	16,6	17,6

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 25%.

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)				-130,2	-74,8	-4,1			
Agora EBITDA (mln PLN)							27,7	62,9	84,4
Dług netto							41,4	47,0	29,2
Segment Film i książka EBITDA (mln PLN)				-13,0	-3,6	-0,2	-33,0	18,8	39,7
Udział Agory w Helios							91,4%	91,4%	91,4%
Wartość udziałów mniejszościowych								31	33
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				-	-	-	430	1188	810
Wycena									809
Dyskonto z tytułu braku wyceny opartej na P/E									-25%
Wycena na 1 akcję									13,0

Źródło: Bloomberg, MillenniumDM

Czynniki ryzyka

Makroekonomiczne:

- Blisko połowa przychodów Grupy Agora pochodzi z rynku reklamy, którego zmiany wartości silnie reagują na wahania koniunktury gospodarczej. Ryzyko 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, Agora podtrzymała 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.
- 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. W styczniu br. urząd wydał decyzję zakazującą przejęcia Eurozet, co Agora określiła jako niemerytoryczne i motywowane politycznie. Sprawę spółka skierowała na drogę sądową.

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 3 kwartał 2021r. oraz sytuacja bieżąca

Wyniki Grupy Agora za okres 3Q21 oceniamy jako dobre, zwłaszcza biorąc pod uwagę otoczenie. Pozytywną wiadomością po wynikach za ten okres jest szybsze odbudowywanie rynku reklamy, niż jeszcze zakładano w połowie roku. Skłoniło to spółkę do podniesienia prognoz rocznych dynamik rynku reklamy we wszystkich jego segmentach. Całość rynku reklamy według Agory wzrosła w bieżącym roku o 9-12%, w porównaniu do wcześniej prognozowanego wzrostu o 8-11%. Największy wpływ na poprawę wyników, w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego, miała sytuacja w segmencie **Film i książka**, a konkretnie w kinach Helios. Po pierwsze działały one w mniejszym rygorze epidemicznym, gdyż administracyjne ograniczenie frekwencji do 75% przez cały kwartał nie było aż tak dotkliwe, a po drugie nastąpił dawno zapowiadany wysyp premier kinowych i to zarówno światowych jak i krajowych. Warto w tym miejscu dodać, że 4Q wyglądał do listopada pod tym względem również bardzo dobrze. Przychody wspomnianego segmentu były wyższe w 3Q21 w porównaniu r/r o 57,6 mln PLN, a EBIT bez MSSF16 o 29,6 mln PLN. Drugim segmentem odpowiadającym za znaczną poprawę była **Reklama zewnętrzna**, która też obok kin była najsilniej doświadczona w ubiegłym roku przez skutki ograniczeń związanych z epidemią. Co prawda skala wzrostu przychodów tego segmentu nie była tak duża, ale zysk operacyjny, zwłaszcza jeżeli wyłączymy pomoc publiczną udzieloną przed rokiem, wzrósł o 5,8 mln PLN i tym samym wykazał on dodatni wynik skorygowanego EBIT bez wpływu MSSF16 w wysokości 3,0 mln PLN, wobec straty 2,8 mln PLN przed rokiem. Pozostałe segmenty, czyli **Prasa, Internet i Radio** odnotowały dobre wyniki, choć słabsze niż rok wcześniej.

Zarząd omawiając wyniki za 3Q21 zwrócił uwagę na ryzyka związane z rosnącą presją kosztową. Dla poszczególnych segmentów koszyki kosztowe są różne, ale ogólnie największe znaczenie mają płace, energia i koszty materiałowe (te ostatnie zwłaszcza w prasie tradycyjnej). Natomiast ogółem rosnąca inflacja wprowadza niepewność odnośnie możliwych zachowań konsumentów i prowadzonej polityki cenowej.

Podsumowując całość wyników, raportowany zysk operacyjny Grupy Agora wyniósł 11,1 mln PLN, wobec ubiegłorocznej straty 4,4 mln PLN. W pozycjach finansowych pozycją o dużej zmienności, od kiedy obowiązuje MSSF16, jest przeszacowanie wartości wirtualnego zobowiązania z tytułu najmu długoterminowego. Ponieważ w trakcie kwartału EUR, w którym to zobowiązanie jest wyrażone, uległo umocnieniu do PLN, nastąpiło jego przeszacowanie o 13,6 mln PLN. Za sprawą tej pozycji spółka wykazała stratę netto za 3Q21 w wysokości 1,2 mln PLN, jednak warto zwrócić uwagę, że bez wpływu standardu MSSF16 zysk netto wyniósłby 13,9 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki Grupy Agora z prognozą wyników za 3Q21

	3Q19	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	r/r	vs 3q19
Przychody	293,3	193,0	224,4	146,0	201,8	266,5	38%	-9%
EBITDA skor. nonMSSF16	27,0	7,5	21,7	-18,2	5,3	35,3	368%	31%
EBITDA raportow ana	47,4	33,4	6,6	-8,1	12,2	49,8	49%	5%
EBIT skor. non MSSF16	8,0	-16,1	-7,7	-42,2	-18,3	11,5	-	-
Prasa	-0,7	7,7	5,7	3,7	4,7	6,6	-14%	-
Film i książka	12,2	-17,4	-18,6	-19,9	-14,2	9,6	-	-21%
Reklama zewnętrzna	5,4	-2,8	2,4	-13,2	-1,4	3,0	-	-44%
Internet	3,6	8,7	16,4	4,4	9,1	7,6	-13%	111%
Radio	2,6	3,5	3,7	0,3	0,9	2,2	-37%	-15%
Koszty ogólne	-15,1	-14,4	-21,7	-17,5	-18,3	-17,5	22%	15%
Wpływ MSSF16 na EBIT	0,3	-1,9	-7,3	-7,3	-6,9	-2,0	-	-
EBIT raportow any	8,3	-4,4	-34,5	-49,5	-27,6	11,1	-	35%
marża EBIT skor.	2,8%	-2,3%	-15,4%	-33,9%	-13,7%	4,2%	-	-
Zysk netto raportow any	-2,9	-7,1	-28,8	-56,2	-9,3	-1,2	-	-
marża zn	-1,0%	-3,7%	-12,8%	-38,5%	-4,6%	-0,4%	-	-
CF Operacyjny	43,4	12,1	4,0	14,6	24,3	19,0	58%	-56%
CF Inw est	7,9	1,7	-15,6	-6,1	-7,3	-8,9	-	-
CF Finansowy	-56,9	-7,3	10,2	-2,8	-38,1	-33,1	-	-

Źródło: Agora, Millennium DM

- ❑ **Segment Film i książka.** Poprawa sytuacji kin Helios miała największy wpływ na poprawę całości wyników Agory. Decydująca była frekwencja kinowa, która w kolejnych miesiącach i w porównaniu do analogicznych okresów z 2019r. wyniosła: w lipcu 61%, sierpniu 74% i we wrześniu 79% (poziomów z 2019r.). Zdecydowały o tym dwa czynniki: duża liczba atrakcyjnych premier kinowych oraz limit administracyjny dostępnych miejsc 75%, co nie jest znaczącą przeszkodą. Co ważne w październiku frekwencja w kinach wyniosła już 100% wielkości odnotowanej w październiku 2019r., a brak sygnałów by dystrybutorzy wstrzymywali jakiegokolwiek premiery. Zarząd zwraca uwagę, że większe znaczenie w tym temacie ma sytuacja w USA, gdyż ta decyduje o światowych premierach, a nie sytuacja lokalna w Polsce. Czynnikiem jednorazowo poprawiającym wynik segmentu było umorzenie części pożyczki udzielonej przez PFR w wysokości ok. 3 mln PLN.
- ❑ **Segment Prasa.** Dobry wynik segmentu jest przede wszystkim efektem większego wzrostu przychodów z reklam, co wynikało ze znacznego przyspieszenia odbudowy rynku. Zarząd zdradza przy tym, że przychody reklamy w Gazecie Wyborczej wrosły w 3Q21 dwukrotnie szybciej niż ogółem na rynku. Jednocześnie wzrost przychodów z subskrypcji cyfrowych o 23,5% r/r oraz wzrost przychodów z internetowej sprzedaży reklam pozwolił na osiągnięcie udziału przychodów cyfrowych w Gazecie Wyborczej w wysokości 39,5%. Liczba płatnych subskrypcji Wyborczej.pl wzrosła do 262,6 tys., czyli o 9% r/r. Mimo to wynik segmentu, skorygowany o zdarzenia jednorazowe, jak pomoc publiczna przed rokiem i odpis należności w omawianym kwartale, jest niższy w porównaniu r/r. W największym stopniu przyczyną był wzrost wynagrodzeń, przy czym trzeba pamiętać, że w ubiegłym roku załoga Agory przystąpiła na czasowe ograniczenie płac i powrót do wcześniejszego poziomu nastąpił automatycznie.
- ❑ **Segment Outdoor.** Przychody segmentu, dzięki odbudowie rynku reklamy, wrosły w 3Q21 o 10,8% r/r, co jednak oznacza wciąż przychody niższe od osiągniętych w 3Q19 o 12,1%. Co więcej wzrost ten jest niższy od odnotowanego od całości rynku reklamy zewnętrznej, czyli 16%. Powodem jest duży udział w Agorze przychodów z części rynku zwanej Cityligh oraz Citytransport, które odbudowują się wolniej niż całość rynku. Całkowite zakończenie pandemii powinno pozwolić na odbudowę w tym zakresie.
- ❑ **Segment Internet.** Przychody segmentu wrosły o 14,4% r/r i były wyższe o 7,1% od odnotowanych w 3Q19. Spółka wyjaśnia, że wzrosty nastąpiły głównie w sprzedaży reklam Gazeta.pl i w spółce Yieldbird (reklama programatyczna) oraz w grupie HRlink. Spółka szczerzy się pozycją lidera rynkowego we wskaźniku viewability oraz najwyższą jakością ruchu na urządzeniach mobilnych, co potwierdza najwyższa spośród konkurentów wysokość odpowiedniego wskaźnika dostarczanego przez Google. Niestety wynik operacyjny okazał się niższy niż przed rokiem, o czym zdecydowały wyższe o 22% r/r koszty. Głównie były to wyższe płace i wyższe koszty usług obcych, związanych głównie z dzierżawą obcych powierzchni reklamowych. Spółka zależna YieldBird specjalizująca się w reklamie programatycznej obecnie stawia na ekspansję zagraniczną, przy jednocześnie modyfikowanej formule oferowania w większym stopniu produktu, zamiast usługi. Dynamika wzrostu w tym zakresie w 2022r. powinna być wyższa niż w roku bieżącym. Najistotniejsze kierunki rozwoju segmentu Internet to optymalizacja technologii internetowych, inwestowanie w technologie chmurowe, blockchain i machine learning. W kręgu zainteresowań pozostają też poszukiwania potencjalnych celów akwizycyjnych w działalności internetowej.
- ❑ **Segment Radio.** Przychody wrosły o 14,4% r/r, czyli znacznie szybciej niż 4% wzrostu całości segmentu reklamy radiowej. Wzrost kosztów był jednak jeszcze szybszy, gdyż wyniósł aż 38,5%, o czym w największym stopniu zdecydowały wyższe koszty zakupu czasu reklamowego w innych stacjach (konieczne do prowadzenia zleconych kampanii reklamowych) oraz wyższe koszty wynagrodzeń. Efektem był zysk operacyjny niższy niż przed rokiem.
- ❑ **Eurozet.** Udział w wyniku spółki Eurozet Agora uwzględnia w pozycjach finansowych i w 3Q21 wyniósł 2,1 mln PLN, wobec 5,2 mln PLN w 3Q19. Spółka nie podała jednak wyjaśnienia tego spadku.

Ostatnie wydarzenia

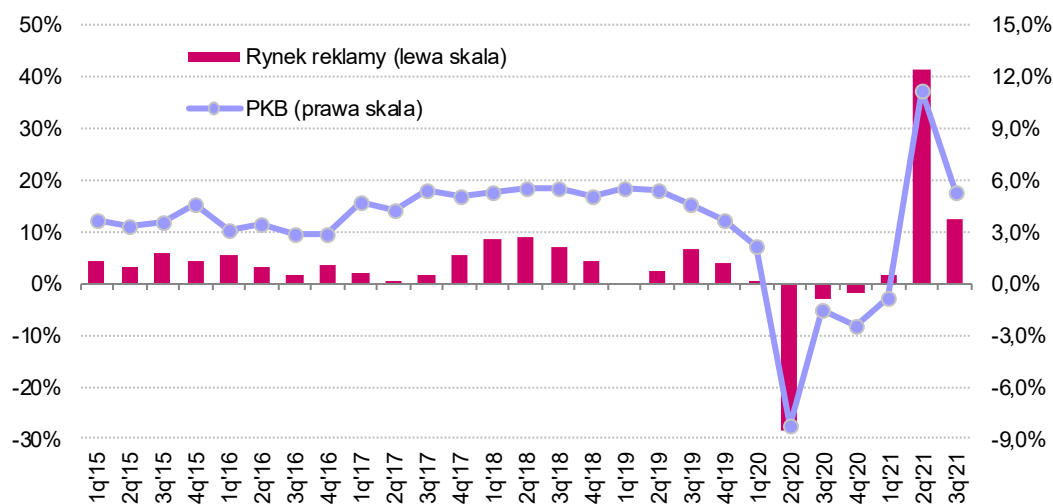
Rynek reklamy

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 jeszcze większego spadku przychodów ze sprzedaży biletów kinowych.

Patrząc na bieżącą sytuację na rynku reklamy, to popyt na nim odbudowuje się w szybkim tempie. W 3Q21 wzrósł on o 12,5% r/r oraz co istotne, jego wartość była już większa o 9,5% porównując do wartości z 3Q19. Najszybciej rosnącym segmentem tego rynku była reklama internetowa, której wartość wzrosła o 21% r/r. Co prawda segment reklamy kinowej wykazał nawet dynamikę 300%, ale był to efekt powrotu tej reklamy po praktycznym braku w 3Q20. W szybkim tempie odradza się segment reklamy zewnętrznej, którego wartość wzrosła o 16% r/r. Odbicie obserwowane jest również i reklamy w czasopiśmie ze wzrostem o 12% r/r. Bardzo dobre dane rynkowe spowodowały podniesienie prognoz spółki odnośnie rynku reklamy w całym 2021r. Prognozę dynamiki całości rynku Agora podniosła do 13-16%, z wcześniejszej prognozy 8-11%.

Agora podniosła wcześniej przedstawiane prognozy dynamik segmentów rynku reklamowego w 2021r. Wartość reklam w kinach ma wzrosnąć o 17-20%, reklama zewnętrzna o 16-19%, reklama radiowa o 9-12%, internetowa 16-19%, TV 8-11%, a reklama prasowa 2-5%. Wartość całego rynku reklamowego ma wzrosnąć o 13-16%.

Dynamika rynku reklamy vs PKB w Polsce



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

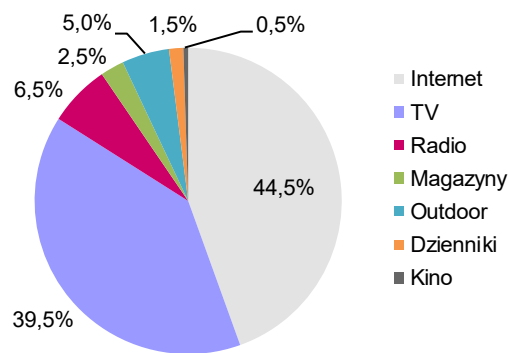
Wysoka dynamika odbicia segmentu reklamy internetowej, zdecydowanie wyższa od odnotowanej w segmencie reklamy TV, przełożyła się na pozycję największego segmentu rynku reklamy. Reklama internetowa w 3Q21 stanowiła 44,5% rynku, podczas gdy reklama telewizyjna osiągnęła udział 39,5%. Segmentem o drugiej co do wysokości dynamice w 3Q21 była reklama zewnętrzna, której wartość rynkowa wzrosła o 16% r/r. W całości rynku stanowiła 6,5%, ale dla Agory jest znacznie ważniejsza, gdyż udział przychodów z tego tytułu odpowiadał w 3Q21 za 13,9% całości przychodów Grupy Agora i za 28,1% jej przychodów reklamowych.

Segmentem rynku reklamy o najniższej dynamice była w 3Q21 reklama TV, która wzrosła jedynie o 3,5%.

Dynamika segmentów w 3q21

Udział segmentów w rynku w 3Q21

Internet	21,0%
TV	3,5%
Radio	4,0%
Outdoor	16,0%
Dzienniki	8,0%
Magazyny	12,0%
Kino	299,5%



Źródło: Starcom, Millennium DM

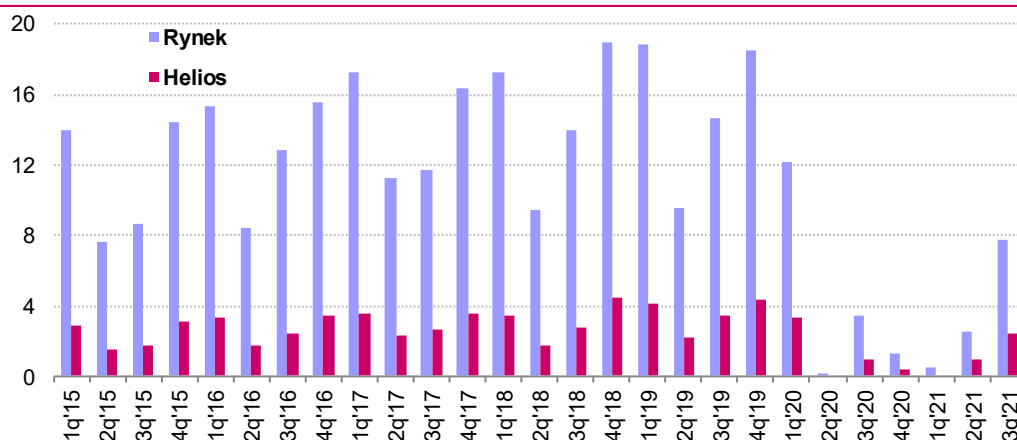
Rynek kinowy

Na sytuację na rynku kin tradycyjnie w największym stopniu wpływa ilość atrakcyjnych premier filmowych, ale w też podczas epidemii administracyjne limity frekwencji i ograniczenia w możliwości sprzedaży artykułów spożywczych w barach kinowych oraz sytuacja na rynku reklamy kinowej. Obowiązujący przez cały 3Q21 limit 75% maksymalnej liczby widzów na sali kinowej okazał się mało dotkliwy. Należy bowiem pamiętać, że seanse o wyższej niż 75% frekwencji zawsze należały do rzadkości, a ogólny średni poziom frekwencji przed epidemią wynosił kilkanaście procent. Według zarządu Heliosa w październiku, mimo wciąż obowiązywania limitu 75%, liczba sprzedanych biletów w kinach wyniosła już 100% wielkości odnotowanej w październiku 2019r. Ponieważ atrakcyjnych premier filmowych w listopadzie również było sporo, dawało to podstawę do oczekiwania bardzo dobrych wyników za cały 4 kwartał. Niestety pojawienie się nowego, bardziej zaraźliwego wariantu wirusa covid-19, spowodowało zaostrzenie restrykcji antyepidemicznych. Od 1 grudnia administracyjny limit frekwencji obniżono do 50%, a od 15 grudnia do 30%, z zastrzeżeniem że nie wlicza się osób zaszczepionych przeciwko covid-19, pod warunkiem okazania przez te osoby tzw. paszportu covidowego lub zaświadczenia o szczepieniu lub wyniku testu lub zaświadczenia o powrocie do zdrowia w związku z covid-19. Całkowicie jednak zakazano sprzedaży barowej w kinach. Przepisy te wprowadzono jako obowiązujące do 31 stycznia, co oznacza że również i 1Q22 zostanie dotknięty ograniczeniami.

W ubiegłym roku kina były całkowicie zamknięte od 28 listopada, co dla ich operatorów było o tyle korzystne, że wiązało się z zawieszeniem płatności czynszów. Bieżąca sytuacja jest jednak zupełnie odmienna. Po pierwsze dystrybutorzy filmów nie odwołują ich premier, a te są głównym czynnikiem generującym sprzedaż biletów. Jeżeli widzowie poczują się, mimo narastającej fali epidemii, wystarczająco zachęceniem premierą filmową do wybrania się do kina, to również limit 50% (podwyższony przez osoby okazujące „paszport covidowy”) nie musi być destrukcyjny dla wyników sprzedaży biletów. Nie bez znaczenia jest również wyraźna zmiana społeczeństwa do ryzyka zakażenia. Z jednej strony osoby zaszczepione w dużej części uważają, że epidemia jest już problemem tylko osób niezaszczepionych, a z drugiej osoby niezaszczepione z zasady negują jej istnienie. Zarówno jedna grupa, jak i druga w znacznym odsetku ma do ograniczeń stosunek negatywny i nie odczuwa lęku przed przebywaniem w zbiorowiskach ludzkich.

Wyniki sprzedaży biletów w 3Q21 wskazywały, że publiczność chętnie wracała do kin. W porównaniu do analogicznych okresów z 2019r. frekwencja wyniosła: w lipcu 61%, sierpniu 74% i we wrześniu 79%, a w w październiku wyniosła już 100% (poziomów z 2019r.). Należy też pamiętać, że jeżeli chodzi o terminy najatrakcyjniejszych światowych premier, większe znaczenie ma sytuacja epidemiczna w USA, a nie sytuacja lokalna w Polsce.

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



Źródło: Agora, Millennium DM

Mimo pozytywnych sygnałów odnośnie frekwencji, wprowadzone ograniczenia niewątpliwie będą miały negatywny wpływ na wyniki 4Q21 i 1Q22. Limit 30% będzie odczuwalny, choć niewiadomą pozostaje odsetek osób okazujących certyfikaty covidowe, które w ten limit nie są wliczane. Przy pozytywnym odzewie widzów o okazywanie certyfikatów, w większym stopniu negatywnie na wyniki może wpłynąć zakaz spożywania posiłków. W ostatnich 3 latach przychody ze sprzedaży barowej stanowiły około 45% przychodów ze sprzedaży biletów, przy czym jest ona wysokomarżowa. Z tych powodów obniżyliśmy prognozy przychodów i rentowności segmentu Film i książka na przyszły rok.

Wyniki segmentu Film i książka

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	416,2	419,1	521,5	240,7	291,7	379,9	436,4	447,3
bilety	222,4	236,6	258,1	84,6	122,5	177,6	213,2	223,8
bar	83,1	90,2	111,0	37,2	58,6	81,7	91,7	89,5
reklama kinowa	35,1	30,2	35,6	10,9	15,3	22,2	27,7	29,7
filmy	28,1	12,0	42,0	35,7	12,9	15,0	20,0	20,0
wydawnictwa	36,5	40,7	48,3	47,3	50,4	50,9	51,4	51,9
pozostałe	11,0	9,4	26,5	25,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Koszty	-386,7	-385,7	-478,5	-329,0	-328,8	-360,9	-410,2	-420,5
wynagrodzenia	-51,6	-56,6	-74,4	-47,0	-60,5	-61,4	-69,7	-71,5
amortyzacja	-34,0	-29,6	-84,7	-85,3	-82,1	-86,6	-98,4	-100,9
materiały, energia	-34,9	-36,0	-49,9	-29,4	-36,5	-39,7	-41,0	-37,8
reprezentacja i reklama	-26,5	-21,2	-30,8	-9,9	-14,1	-15,5	-18,5	-19,1
usługi	-191,9	-191,8	-180,9	-88,4	-90,4	-101,0	-114,9	-118,9
koszty wydawnictwa	-35,5	-39,9	-46,4	-45,2	-47,5	-50,5	-53,3	-54,7
pozostałe	-12,3	-10,6	-11,4	-23,8	2,3	-6,1	-14,4	-17,6
EBIT adj bez MSSF16	29,5	33,4	37,5	-68,8	-17,7	15,0	21,2	21,7
EBITDA adj bez MSSF16	63,5	63,0	70,7	-33,0	18,8	39,7	43,3	45,3
marża EBITDA (bez MSSF16)	15,3%	15,0%	13,6%	-13,7%	6,4%	10,4%	9,9%	10,1%

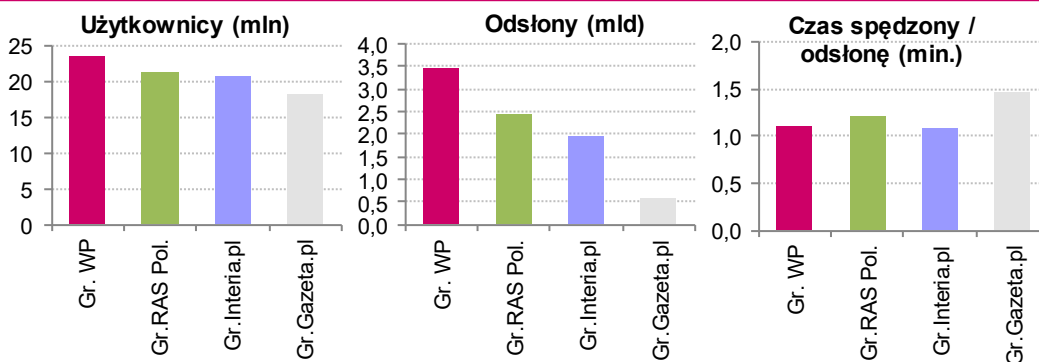
Źródło: Agora, Millennium DM

Internet

Portale Grupy Agora pozostają na czwartej pozycji w Polsce, pod względem liczby użytkowników, liczby odsłon oraz ogólnego czasu spędzanego na nich. Są one za to liderem pod względem czasu spędzanego podczas pojedynczej odsłony. Wielkości te w ostatnich kilku kwartałach nie ulegały znaczącej zmianie (poza opisywaną w poprzednim naszym raporcie zmianą metodologiczną liczenia statystyk).

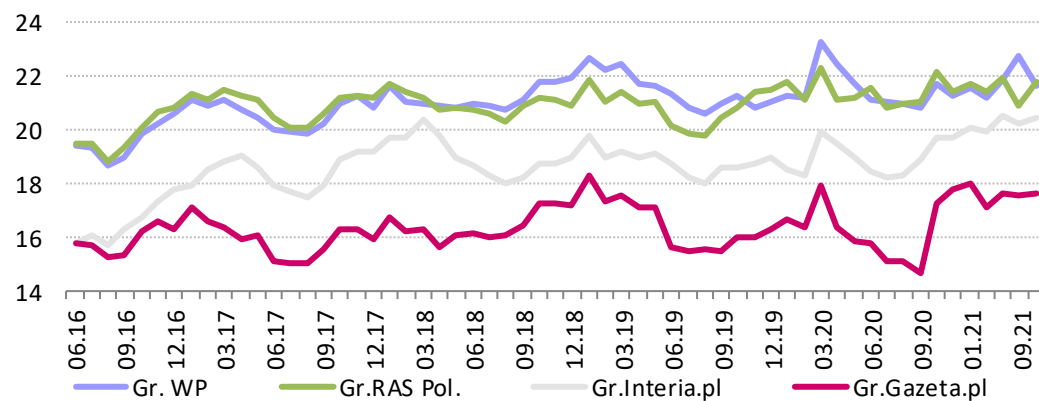
W Grupie Agora segment Internet to zarówno serwisy związane z Gazetą.pl, ale w dużej mierze też biznes reklamy programatycznej. Spółka nie podaje szczegółów dotyczących kwartalnego rozdziału w ramach segmentu, niemniej oba związane są rynkiem reklamy. Portale internetowe czerpią przychody głównie z wyświetlania 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.

Główne parametry największych grup portali w Polsce we wrześniu '21r.



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	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	172,1	177,8	209,0	213,9	238,7	262,6	288,8	317,7
Koszty	-175,6	-162,2	-194,7	-190,3	-200,7	-220,6	-241,2	-264,5
w wynagrodzenia	-55,4	-54,3	-50,0	-42,5	-48,1	-54,0	-60,3	-66,1
amortyzacja	-4,8	-5,3	-7,2	-8,8	-9,7	-11,0	-12,1	-13,2
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	-10,8	-12,4	-14,0	-15,3
usługi	-49,3	-56,3	-113,1	-119,9	-128,4	-141,2	-154,3	-169,3
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	-3,7	-2,0	-0,5	-0,5
EBIT adj bez MSSF16	-3,5	15,6	14,3	23,6	38,0	42,0	47,7	53,2
EBITDA adj bez MSSF16	23,1	28,4	28,9	44,7	47,7	46,5	52,4	58,6
marża EBITDA (bez MSSF16)	13,4%	16,0%	13,8%	20,9%	20,0%	17,7%	18,2%	18,5%

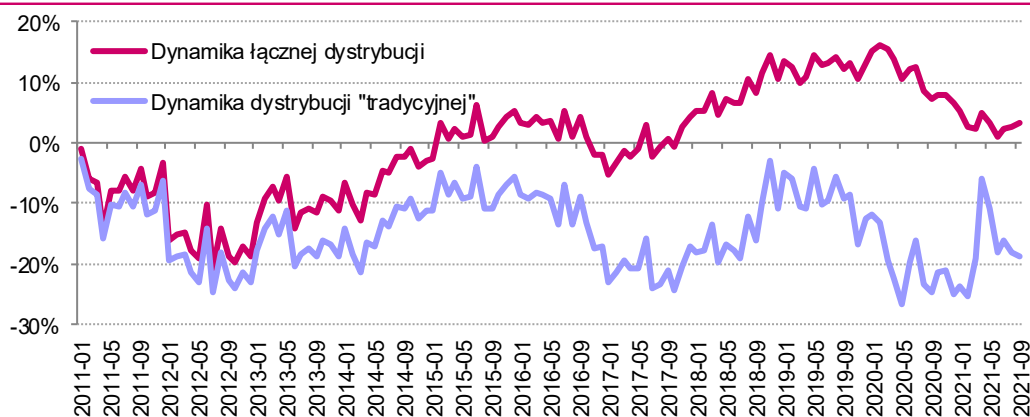
Źródło: Agora, Millennium DM

Prasa

W segmencie tradycyjnej dystrybucji prasy utrzymuje się wieloletni trend spadku liczby rozpowszechnianych egzemplarzy. Dotyczy on wszystkich dużych dzienników, przy czym w grupie dzienników ogólnopolskich Gazeta Wyborcza pozostaje liderem spadków. Wynika to w dużej mierze z sukcesu jakim jest projekt transformacji cyfrowej, gdyż jeżeli uwzględnimy łączną liczbę sprzedawanych egzemplarzy Gazety Wyborczej, jej cyfrowego wydania oraz płatnych subskrypcji gazety, to roczna dynamika przedstawia się znacznie lepiej i od 2017r. pozostaje dodatnia. W 1Q20 dynamika ta osiągnęła rekordową wartość, osiągając 16,2% r/r w lutym '20r. Tak wysoka baza znalazła przełożenie w spowolnieniu tempa wzrostu w kolejnych kwartałach i w lutym 2021r. było to zaledwie +2,5%. We wrześniu 2021r. dynamika łącznej dystrybucji Gazety Wyborczej wyniosła +3,4% r/r. Może to jednak wskazywać również na nasycaenie się rynku. Oznaczałoby to, że dalszy wzrost przychodów segmentu Prasa będzie już w większym stopniu zależał od monetyzacji pozyskanej bazy abonentów.

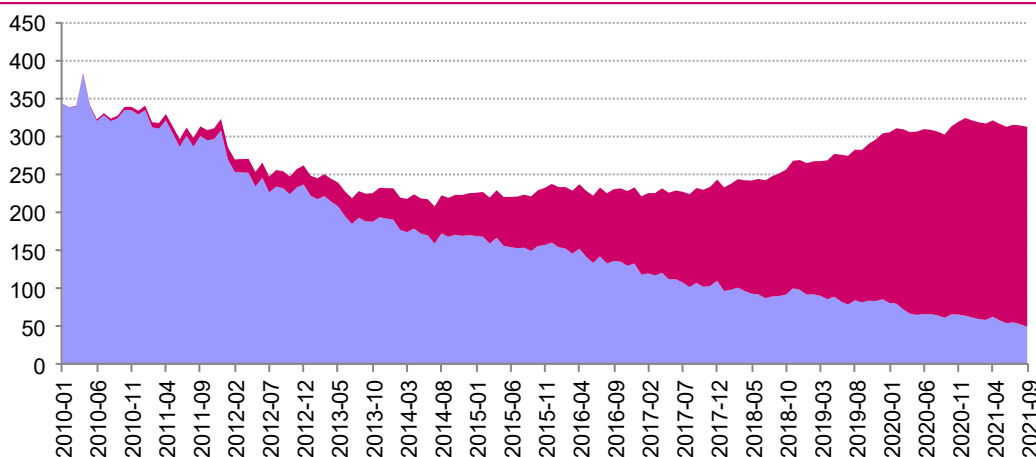
Proces cyfryzacji Gazety Wyborczej pozwolił najpierw na wypłaszczenie spadkowego do 2014r. trendu łącznej liczby rozpowszechnianych egzemplarzy i płatnych subskrypcji, a od 2017r. na jego odwrócenie. Jednocześnie cyfryzacja pozwoliła na znaczne ograniczenie kosztów materiałowych. Zmniejszyć udało się również inne kategorie kosztów, w tym płac. Co więcej w pierwszym roku epidemii pracownicy (całej firmy, nie tylko segmentu Prasa) zgodzili się na czasowe ograniczenie wynagrodzeń o 20%. W efekcie wszystkich działań, zarówno po stronie przychodowej, jak i kosztowej w 2020r. segment po 4 latach strat wypracował dodatni wynik operacyjny. Pozytywna sytuacja utrzymywała się w pierwszych trzech kwartałach 2021r., co powinno być kontynuowane w 4Q21. W tym czasie zarząd Grupy podjął inicjatywę dalszego zwiększania efektywności poprzez połączenie dwóch odrębnych, jak dotąd redakcji: Gazety

Dynamika łącznej liczby rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej plus subskrypcji cyfrowych



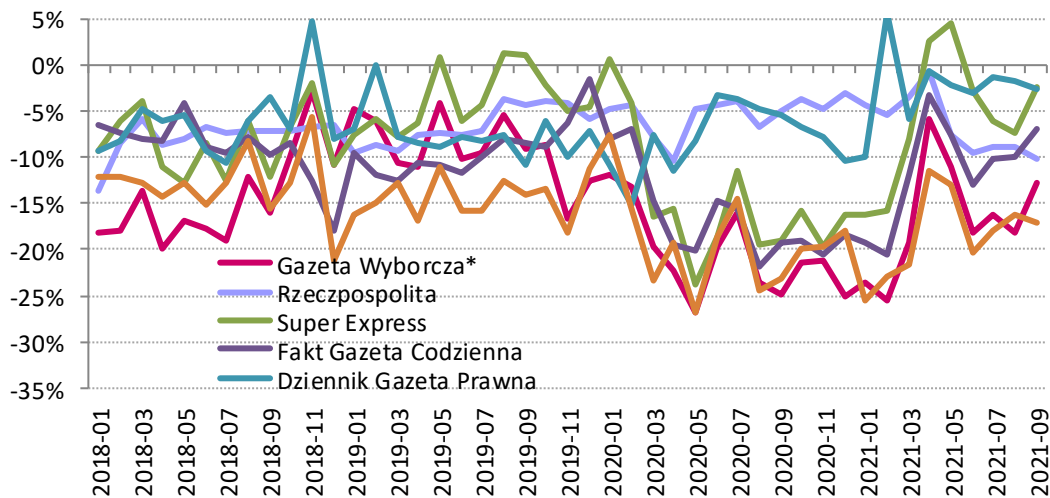
Źródło: Agora, Millennium DM

Liczba rozpowszechnianych egzemplarzy Gazety Wyborczej oraz liczba subskrypcji cyfrowych*



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

Dynamika liczby rozpowszechnianych odpłatnych egzemplarzy gazet



* Liczba egzemplarzy Gazety Wyborczej bez liczby cyfrowych subskrypcji płatnych

Źródło: Agora, Millennium DM

Wyborczej i internetowej Gazety.pl. Intencją było ograniczenie często dublujących się kosztów, jak na przykład wysyłania dwóch dziennikarzy, z dwóch redakcji na to samo wydarzenie. Plany te napotkały opór ze strony zespołu Gazety Wyborczej, co przybrało formę medialnego sporu, do którego zespół dziennikarski wykorzystuje łamy Gazety Wyborczej.

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.

Zmiany te są jedną z trzech głównych przyczyn obniżenia naszej wyceny Grupy Agora.

Wyniki segmentu Prasa

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	231,5	232,5	254,7	197,1	204,7	210,8	215,1	217,6
Gazety	112,3	106,8	109,7	104,8	106,6	109,7	112,0	113,2
Gazeta Wyborcza	92,9	92,3	98,3	98,8	101,1	103,1	105,2	106,2
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	5,5	5,6	5,8	6,0
Reklamny	114,5	101,7	84,8	58,8	64,8	67,8	69,8	71,1
w Gazecie Wyb.	84,8	81,1	71,5	51,6	59,2	61,0	62,8	64,1
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	11,3	11,6	12,0	12,0
Pozostałe	4,7	5,6	13,0	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty	-238,0	-259,1	-260,0	-171,5	-182,9	-191,2	-195,3	-198,0
w wynagrodzenia	-103,2	-102,8	-104,7	-84,5	-91,8	-97,5	-101,6	-105,1
amortyzacja	-1,5	-2,8	-7,5	-6,4	-7,4	-7,6	-7,8	-7,9
materiały, energia	-57,8	-67,7	-82,0	-48,5	-40,6	-40,2	-39,0	-37,5
reprezentacja i reklama	-29,5	-28,2	-21,4	-11,3	-12,2	-13,4	-15,6	-17,8
usługi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
odpisy i koszty restruk	-13,2	-24,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
inne	-32,8	-32,9	-44,4	-20,8	-30,9	-32,5	-31,3	-29,7
EBIT adj bez MSSF16	-6,5	-24,8	-5,4	25,6	21,8	19,6	19,8	19,6
EBITDA adj bez MSSF16	8,2	2,7	2,1	27,1	29,2	25,7	26,0	25,8
marża EBITDA (bez MSSF16)	3,5%	1,2%	0,8%	13,7%	14,3%	12,2%	12,1%	11,9%

Źródło: Agora, Millennium DM

Radio

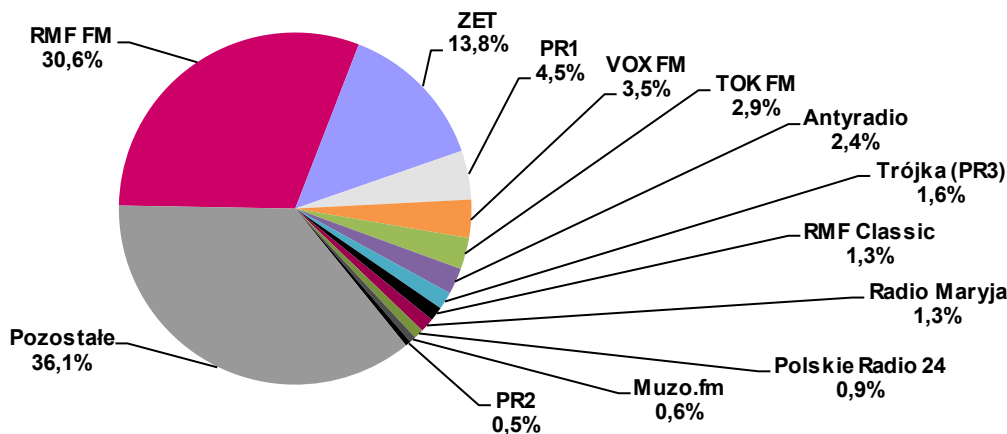
Według Kantar Polska w okresie kwiecień - czerwiec br. radia słuchało codziennie przeciętnie 68,1% Polaków, każdy średnio przez 4 godz. i 20 min.

Na słuchalność radia w trakcie epidemii wpływały zmiany zachowań wynikające zarówno z obaw przed zakażeniem, jak i z obostrzeń administracyjnych. Wynika to z faktu, że podstawowym miejscem odbioru tego medium jest samochód. Podczas lock-downów, kiedy spadała liczba podróży samochodem, spadała również liczba słuchaczy radia i czas przeznaczony na nie. W 2Q21, kiedy mobilność społeczeństwa już znacznie wzrosła, 40,3% spośród osób słuchających radia robiła to w trakcie podróży samochodem, podczas gdy w analogicznym okresie 2020r. było to 34,6%. W domu radia słuchało 33,3%, a w pracy 13,6%.

Największy udział w słuchalności nadal mają największe stacje ogólnopolskie, czyli RMF ze słuchalnością 30,6%, Radio Zet z 13,8% i programy Polskiego Radia, z których największą słuchalność ma Program 1 PR wynoszącą 4,5%. W okresie wrzesień-listopad 2021r. w ujęciu r/r, udział w rynku zyskały największe stacje: RMF FM +1,5p%, ZET +1,8p%. Odbyło się to kosztem najmniejszych stacji, które jako grupa „pozostałe”, odpowiadające za 36,1% słuchalności, straciły 2,1p%. Stacją, która jednostkowo traci wciąż najsilniej udziały w słuchalności jest Program 3 PR (dawniej zwany Trójką), co jest efektem przejęcia jej przez polityków.

Odbicie na rynku reklamy radiowej pozwoliło na powrót wielkości przychodów segmentu Radio w 3Q21 do poziomu z 3Q19, czyli przed epidemią. Ponieważ poszczególne kategorie kosztów tej działalności nie uległy większym zmianom w tym okresie, więc i zysk operacyjny wypracowano na zbliżonym poziomie. Dalsza poprawa na rynku reklamy powinna pozwolić na poprawę wyników w kolejnych okresach.

Słuchalność stacji radiowych w okresie wrzesień - listopad 2021r.



Źródło: Komitet Badań Radiowych - Radio Track; Millennium DM

Wyniki segmentu Radio

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	114,0	116,0	113,1	87,7	102,6	112,9	124,1	127,9
Koszty	-97,3	-98,8	-98,7	-78,3	-92,9	-102,7	-110,5	-112,5
w wynagrodzenia	-31,5	-33,0	-34,6	-29,6	-34,8	-36,0	-38,7	-39,4
amortyzacja	-3,4	-4,1	-7,0	-7,2	-7,3	-7,3	-7,8	-8,0
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	-13,0	-14,7	-15,8	-16,1
usługi	-42,4	-42,7	-36,1	-27,9	-32,3	-37,6	-40,4	-41,2
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	-5,5	-7,2	-7,7	-7,9
EBIT adj bez MSSF16	16,7	17,2	14,2	9,4	9,2	9,7	13,1	14,7
EBITDA adj bez MSSF16	20,1	21,3	18,5	12,2	13,6	13,6	16,2	17,9
marża EBITDA (bez MSSF16)	17,6%	18,4%	16,4%	13,9%	13,3%	12,1%	13,0%	14,0%

Źródło: Agora, Millennium DM

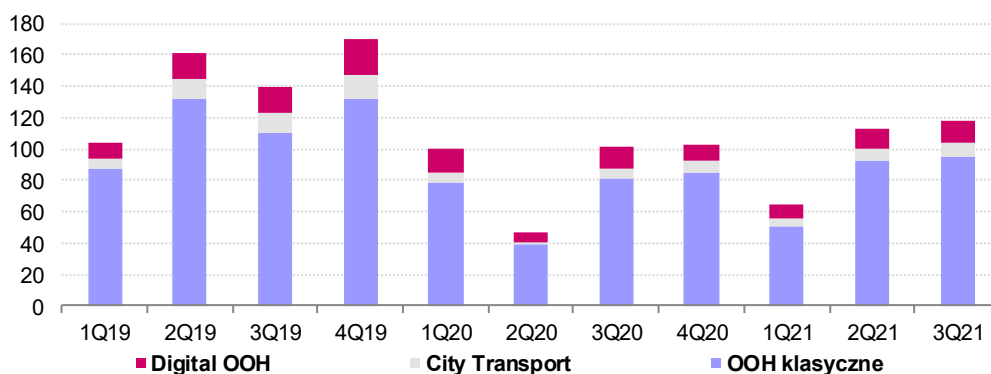
Reklama zewnętrzna

Reklama OOH jest nierozzerwalnie 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 drastyczny spadek wartości rynku reklamy zewnętrznej w 2020r. Od drugiej połowy 2020r. następuje odbudowa wartości tego rynku, choć wciąż ponawiane ograniczenia to utrudniają. Dotyka to zwłaszcza kategorii Transport i reklam w budynkach użyteczności publicznej.

W efekcie w 3Q21 wartość rynku, po wzroście o 16,2% r/r, osiągnęła poziom o 14,9% niższy od odnotowanego w 3Q19. Dokładnie tyle samo wynosi analogiczna relacja w przypadku przychodów reklamowych AMS, czyli spółki z Grupy Agora odpowiadającej za segment OOH.

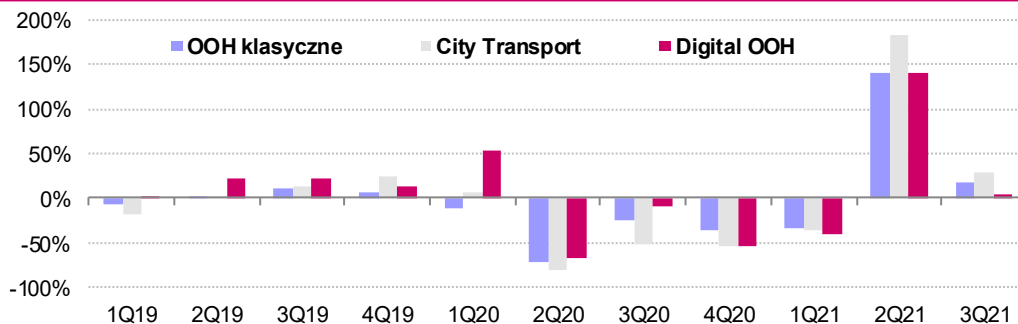
W naszych prognozach odbudowa rynku będzie postępować, ale wartość rynku z 2019r. zostanie przekroczona dopiero w 2024r.

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	2021p	2022p	2023p	2024p
Przychody	163,0	171,9	184,3	114,5	127,3	152,8	175,7	193,2
Koszty	-134,7	-144,9	-153,5	-133,7	-133,7	-146,6	-161,6	-172,0
w wynagrodzenia	-21,5	-23,2	-26,3	-20,6	-26,2	-27,9	-30,7	-32,7
amortyzacja	-17,8	-19,7	-31,4	-35,6	-37,7	-41,1	-45,3	-48,2
reprezentacja i reklama	-4,4	-5,4	-6,9	-3,1	-2,8	-5,9	-6,5	-6,9
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	-54,8	-63,1	-69,5	-74,0
inne	-10,7	-15,0	-18,3	-21,8	-12,2	-8,8	-9,7	-10,3
EBIT adj bez MSSF16	28,3	27,0	29,9	-19,6	-7,7	5,6	13,5	20,6
EBITDA adj bez MSSF16	47,7	46,7	49,5	-2,9	13,6	23,3	29,8	36,9
marża EBITDA (bez MSSF16)	29,3%	27,2%	26,9%	-2,5%	10,7%	15,2%	16,9%	19,1%

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. Narastająca, czwarta już fala zakażeń, mimo dostępnych szczepionek kolejny raz przyniosła szereg niewiadomych. Co prawda obniżony do 30% poziom frekwencji w salach kinowych nie dotyczy osób zaszczepionych i okazujących test. Nie wiadomo jednak jaki odsetek klientów będzie chciał dokument okazywać i czy kina zamierzają o niego prosić (wymagać nie mogą). Negatywnie na wyniki będzie również oddziaływać brak sprzedaży barowej. Aktualnie ograniczenia wprowadzono do końca stycznia, ale mogą być przedłużone, co jest jednak kolejną niewiadomą. Istotne jest przy tym, że miesiące zimowe są najlepszym okresem dla biznesu kinowego. Z tego powodu obniżyliśmy prognozy wyników segmentu Film i książka na 2022r.

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

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
przychody netto, w tym:	1 165,5	1 141,2	1 249,7	836,5	943,2	1 087,4	1 198,8	1 260,8	1 511,9
Prasa	231,5	232,5	254,7	197,1	204,7	210,8	215,1	217,6	220,1
Film i książka	416,2	419,1	521,5	240,7	291,7	379,9	436,4	447,3	467,8
Reklama zew nętrzna	163,0	171,9	184,3	114,5	127,3	152,8	175,7	193,2	199,0
Internet	172,1	177,8	209,0	213,9	238,7	262,6	288,8	317,7	349,5
Radio	114,0	116,0	113,1	87,7	102,6	112,9	124,1	127,9	330,4
Druk	109,0	71,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty operacyjne	-35,5	-39,9	-46,4	-45,2	-47,5	-50,5	-53,3	-54,7	-57,2
inne	-26,4	-25,3	-5,9	1,7	-3,7	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6
Radio	-97,3	-98,8	-98,7	-78,3	-92,9	-102,7	-110,5	-112,5	-290,8
Zużycie mater. i energii oraz koszt mater.	-31,5	-33,0	-34,6	-29,6	-34,8	-36,0	-38,7	-39,4	-101,9
amortyzacja	-3,4	-4,1	-7,0	-7,2	-7,3	-7,3	-7,8	-8,0	-20,6
materiały, energia	0,0	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	-13,0	-14,7	-15,8	-16,1	-41,5
Pozostałe	-42,4	-42,7	-36,1	-27,9	-32,3	-37,6	-40,4	-41,2	-106,4
EBITDA adj (bez MSSF16)	118,9	122,3	120,3	27,7	62,9	84,4	101,0	115,8	149,9
Prasa	8,2	2,7	2,1	27,1	29,2	25,7	26,0	25,8	23,9
Film i książka	63,5	63,0	70,7	-33,0	18,8	39,7	43,3	45,3	47,1
Reklama zew nętrzna	47,7	46,7	49,5	-2,9	13,6	23,3	29,8	36,9	41,5
Internet	23,1	28,4	28,9	44,7	47,7	46,5	52,4	58,6	65,6
Radio	20,1	21,3	18,5	12,2	13,6	13,6	16,2	17,9	42,2
Druk	9,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (jako koszty ogólne)	-52,7	-40,6	-49,4	-20,4	-60,1	-64,4	-66,7	-68,6	-70,4
EBIT adj (bez MSSF16)	15,9	34,7	30,5	-67,4	-32,8	11,0	33,4	47,2	80,5
EBIT (zgodny z MSSF16)	-73,0	0,9	24,7	-111,7	-50,7	16,6	40,2	54,2	87,6
saldo finansowe	2,5	20,8	-10,6	-41,0	-33,0	-20,5	-17,1	-14,6	-19,7
zysk przed opodatkowaniem	-70,5	21,6	14,1	-152,8	-83,7	-3,8	23,1	39,6	67,9
podatek dochodowy	-4,1	-11,5	-8,1	22,5	8,9	-0,3	-1,4	-2,1	-3,8
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	0,0	4,7	7,4	9,0	6,0	6,0	6,0	0,0
(Zyski) straty mniejszości	4,2	4,3	2,5	-13,0	-3,6	-0,2	0,7	1,1	1,3
Zysk netto akcj. jedn. domin.	-83,5	5,1	3,5	-117,2	-71,2	-3,9	21,0	36,3	62,7
EPS	-1,8	0,1	0,1	-2,5	-1,5	-0,1	0,5	0,8	1,3

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
aktywa trwałe	991,3	981,3	1 664,5	1 683,6	1 556,3	1 473,8	1 413,6	1 360,7	1 477,4
rzeczowe aktywa trwałe	514,0	519,5	458,6	401,2	339,9	326,6	336,0	343,4	512,4
wartości niematerialne i prawne	437,9	420,7	441,0	422,9	422,9	422,9	422,9	422,9	422,9
inwestycje długoterminowe	22,8	25,9	156,7	158,0	158,0	158,0	158,0	158,0	158,0
prawa do użytkowania aktywów pozostałe	16,6	15,3	17,9	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
aktywa obrotowe	414,4	418,5	327,9	334,7	356,8	403,6	426,9	460,3	407,7
zapasy	34,8	35,8	21,3	15,2	17,2	19,8	21,8	23,0	27,5
należności	253,6	226,8	230,1	165,4	191,2	217,5	236,5	248,7	298,2
inwestycje krótkoterminowe	92,8	122,5	9,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
gotówka i ekwiwalenty	19,4	33,5	62,5	139,5	148,3	166,2	168,5	188,6	81,9
aktywa do zbycia	13,7	0,0	4,3	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
aktywa razem	1 405,7	1 399,8	1 992,4	2 018,3	1 913,1	1 877,4	1 840,5	1 821,0	1 885,1
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	995,6	975,0	931,2	820,9	781,7	801,6	841,3	894,7	980,8
kapitał mniejszości	19,1	21,1	20,9	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
zobowiązania	391,0	403,7	1 040,3	1 186,0	1 120,0	1 064,4	987,8	914,9	893,0
zobowiązania długoterminowe	106,4	115,0	628,3	739,8	692,3	623,1	543,6	473,3	410,9
w tym dług odsetkowy	86,7	97,8	121,9	76,5	76,5	76,5	66,5	56,5	46,5
zobowiązania krótkoterminowe	284,6	288,7	412,0	446,2	427,8	441,3	444,3	441,7	482,0
w tym dług odsetkowy	29,2	34,8	50,5	103,2	103,2	98,2	98,2	93,2	88,2
pasywa razem	1 405,7	1 399,8	1 992,4	2 018,3	1 913,1	1 877,4	1 840,5	1 821,0	1 885,1
BVPS	21,37	20,93	19,99	17,62	16,78	17,21	18,06	19,21	21,06

Cash flow (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
wynik netto (bez MSSF16)	-83,5	5,1	3,5	-117,2	-71,2	-3,9	21,0	36,3	62,7
amortyzacja bez leasingu MSSF16	103,0	87,6	89,8	95,1	95,7	73,3	67,6	68,6	69,4
zmiana kapitału obrotowego	-16,9	5,4	33,3	61,8	-47,7	-15,4	-13,0	-11,0	-8,7
gotówka z działalności operacyjnej	77,3	81,1	205,5	131,9	87,5	138,0	157,8	165,4	193,0
inwestycje (capex)	-57,0	-85,1	-122,4	-66,3	-34,5	-60,0	-77,0	-76,0	-238,4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-41,2	-19,8	-100,5	-24,4	-27,1	-51,0	-71,0	-70,0	-232,4
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	0,0	-23,3	-23,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-29,6	16,8	39,8	7,3	0,0	0,0	-15,0	-15,0	-15,0
gotówka z działalności finansowej	-67,0	-47,5	-76,9	-30,1	-66,1	-69,2	-84,5	-75,3	-67,3
zmiana gotówki netto	-31,0	13,8	28,1	77,3	-5,7	17,9	2,3	20,1	-106,7
DPS	0,00	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS	0,42	1,99	2,00	-0,47	0,53	1,49	1,90	2,25	2,84
FCFPS	-0,87	0,15	-0,40	-1,02	-0,96	0,29	0,44	0,84	-1,81

Wskaźniki

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
zmiana sprzedaży	-2,7%	-2,1%	9,5%	-33,1%	12,8%	15,3%	10,2%	5,2%	19,9%
zmiana EBITDA adj (bez MSSF16)	-2,4%	2,9%	-1,7%	-77,0%	127,5%	34,1%	19,7%	14,7%	29,4%
zmiana EBIT adj (bez MSSF16)	-32,7%	118,6%	-12,2%	-	-	-	202,9%	41,5%	70,5%
zmiana zysku netto	-	-	-	-	-	-	-	34,6%	51,7%
marża EBITDA adj.	10,2%	10,7%	9,6%	3,3%	6,7%	7,8%	8,4%	9,2%	9,9%
marża EBIT	-6,3%	0,1%	2,0%	-13,4%	-5,4%	1,5%	3,4%	4,3%	5,8%
marża netto	-7,2%	0,4%	0,3%	-14,0%	-7,6%	-0,4%	1,8%	2,9%	4,1%
sprzedaż/aktyw a (x)	0,8	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8
dług / kapitał (x)	8,2%	9,5%	8,7%	8,9%	9,4%	9,6%	8,9%	8,2%	7,1%
odsetki / EBITDA (bez MSSF16)	3,8%	3,8%	3,9%	16,9%	7,4%	5,5%	4,4%	3,5%	2,5%
stopa podatkowa	-5,8%	53,2%	57,3%	14,7%	10,7%	-7,3%	6,1%	5,4%	5,7%
ROE	-	0,5%	0,4%	-	-	-	2,5%	4,1%	6,4%
ROA	-	0,4%	0,2%	-	-	-	1,1%	2,0%	3,3%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	96,7	100,6	111,3	41,4	47,0	29,2	11,9	-23,2	68,5

Źródło: Agora, prognozy Millennium DM

Analiza płynności

Wskaźniki płynności dla Grupy Agora na koniec 2020r. uległy po części dalszemu obniżeniu, ale też i w części poprawie. Tak jak w 2019r. pogorszenie było efektem wcześniejszego posiadania nadwyżek finansowych, gromadzonych w celu potencjalnej akwizycji, tak w 2020r. był to już efekt kryzysu w branży reklamowej i kinowej.

Mimo, że epidemia, a zwłaszcza zamknięci kin dotknęło Grupę Agora bardzo mocno, to pogorszeniu uległ jedynie wskaźnik płynności bieżącej, co jest konsekwencją wzrostu wartości zobowiązań bieżących. Bez zmiany pozostał wskaźnik płynności przyspieszonej, a poprawie uległ wskaźnik płynności natychmiastowej, głównie za sprawą zwiększenia stanu posiadania gotówki.

Wskaźniki płynności Grupy Agora

	2018	2019	2020	2021p
Aktywa obrotowe	418,5	327,9	334,7	356,8
Zapasy	35,8	21,3	15,2	17,2
Gotówka	33,0	61,1	138,4	132,7
Zobowiązania bieżące (non MSSF16)	288,7	334,8	370,5	350,6
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,4	1,0	0,9	1,0
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące)	1,3	0,9	0,9	1,0
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	11,4%	18,2%	37,3%	37,8%

Źródło: Agora, Millennium DM

Analiza zadłużenia

Na koniec 3Q21 r. zadłużenie Grupy z tytułu kredytów i leasingu wyniosło formalnie 841,9 mln PLN, co jednak jest mylące z uwagi na obowiązywanie standardu MSSF16. W kwocie tej bowiem aż 677,8 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 (547,9 mln PLN na koniec 2020r.), 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.

Uwzględniając jedynie rzeczywiste zadłużenie, wynosiło ono na koniec 3Q21 164,1 mln PLN, z czego 62,5% stanowiło zadłużenie długoterminowe, a 37,5% krótkoterminowe. Jednocześnie zadłużenie krótkoterminowe, w którym 87,3 mln PLN to kredyty i pożyczki, a 15,3 mln PLN to rzeczywisty leasing finansowy, jest na zbliżonym poziomie co posiadane na ten sam moment środki pieniężne, które wyniosły 99,9 mln PLN.

Suma kredytów i pożyczek oraz rzeczywistego leasingu finansowego, pomniejszonego o środki pieniężne (czyli dług netto) wynosiła na koniec 3Q21 64,1 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 62,9 mln PLN. Oznacza to relację wynoszącą 1,0 czyli określaną jako 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 21,8% wartości kapitałów własnych oraz 44,6% wartości rzeczowych aktywów trwałych.

Struktura zadłużenia Grupy Agora na koniec 2020r.

	Grupa Agora	Agora	Helios	Pozostałe spółki
	30.09.2021r.	31.12.2020r.		
Długoterm. zobowiązania finansowe	658,8	65,0	544,2	49,6
bez wpływu MSSF16	61,5	43,7	48,7	-30,9
Dł. kredyty i pożyczki	28,4	43,7	8,0	-23,3
Dł. obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0
Dł. leasing	630,4	21,3	536,2	72,9
w tym wynikający z MSSF16	597,3	21,3	495,5	80,5
Krótkoterm. zobowiązania finansowe	183,1	36,2	123,2	23,7
bez wpływu MSSF16	102,5	33,4	70,8	-1,7
Kr. kredyty i pożyczki	87,3	33,4	52,9	0,9
Kr. obligacje	0,0	0,0	0,0	0,0
Kr. leasing	95,8	2,8	70,3	22,8
w tym wynikający z MSSF16	80,6	2,8	52,4	25,3
Całkowite zadłużenie bez wpływu MSSF16	164,1			
Środki pieniężne	99,9			
Dług odsetkowy netto	64,1			
Kapitały własne na 30.09.2021r.	752,6	Zadłużenie / KW	21,8%	
Rzeczowe aktywa trwałe na 30.09.2021r.	368,0	Zadłużenie / RzAT	44,6%	
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2020r.	27,7	Net debt / EBITDA '20p	2,3	
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2021r.	62,9	Net debt / EBITDA '21p	1,0	
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2022r.	84,4	Net debt / EBITDA '22p	0,8	

Źródło: Agora, Millennium DM

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

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

Sprawy pracownicze w 2020r.

Kobiety stanowiły 53,2% osób zatrudnionych, a ich wypłacane średnie wynagrodzenie na niższych stanowiskach niż kierownicze wynosiło 96,2% średniego wynagrodzenia mężczyzn.

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

Na dzień 20.12.2021r. w pięcioosobowym zarządzie spółki zasiadają dwie kobiety.

W 2020r. mimo epidemii spadł wskaźnik odejść pracowników do 15,5% (z 21,7% w 2019r. kiedy to zlikwidowano dwie własne drukarnie).

W Grupie Agora funkcjonuje Polityka antydyskryminacyjna i antymobbingowa. W 2020r. z uwagi na epidemię spadła aktywność w zakresie szkoleń z zakresu przeciwdziałania dyskryminacji i mobbingowi. Zgłoszono również mniej spraw, których było 5 (wobec 7 w 2019r.), z których część było pytaniami.

Agora oferuje pracownikom szereg programów dodatkowych do wynagrodzenia. Należą do nich: MyBenefit (92% korzystających pracowników), zniżki na produkty z oferty Grupy Agora, dodatkowe dni urlopu, dofinansowywanie aktywności fizycznej. W 2020r. na dofinansowywania z Funduszu Świadczeń Socjalnych przeznaczono 3,7 mln PLN.

Relacje z otoczeniem

Do głównych zasad deklarowanych przez Agorę należą:

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

W 2020 r. zarząd Agory przyjął „Politykę otrzymywania i wręczania upominków i innych korzyści w Agorze.

W 2020 roku redakcje „Gazety Wyborczej” i „Wysokich Obcasów” intensywnie angażowały się w akcje pomocowe i informacyjne związane z epidemią koronawirusa. Przykładami mogą być działania wspierające lokalnych przedsiębiorców, jak inicjatywa „Solidarni 2020 - prześlij trochę wsparcia”, którą redakcja dziennika rozpoczęła z aplikacją Booksy, czy współpraca z renomowanymi kancelariami prawnymi, aby pomóc swoim czytelnikom, którzy mieli wątpliwości, jak interpretować przepisy związane z rządową pomocą antykryzysową. Oprócz tego istotne było przedstawianie rzetelnych informacji dotyczących pandemii oraz różnych aspektów codziennego życia, zdrowia i pracy, które zmieniły się na skutek tzw. lockdownu. W tym celu powstały m.in. „Codzienny Poradnik Antywirusowy” oraz „Codzienny Poradnik Antykryzysowy – Praca, Zdrowie, Pieniądze”, czyli specjalne cykle, które ukazywały się codziennie w papierowym i cyfrowym wydaniu „Gazety Wyborczej”.

Ponadto spółki z grupy kapitałowej Agory przeprowadziły szereg akcji informacyjnych i pomocowych. Przykładami mogą być: „Założ Maskę”, zbiórka portalu Zdrowie.Gazeta.pl. na zakup respiratora dla szpitala w Suchej Beskidzkiej „Kupujemy Respirator”, „Biznes walczy”, „AMS po Sąsiedzku” – akcja spółki AMS promowania lokalnych produktów i usługi w czasie pandemii. „AMS wspiera Kulturę” – oferta promocyjnych warunków współpracy dla instytucji kultury w czasie epidemii, „Kocham Nie Odwiedzam” – akcje Grupy Radiowej Agory zachęcająca słuchaczy do pozostawania w domach dla bezpieczeństwa swojego i swoich bliskich w akcji, a także wiele innych.

Agory angażuje się w walkę z nierównościami społecznymi. W 2020 roku powstał m.in. serial „Rodzina+” portalu Gazeta.pl poświęcony polskim rodzinom LGBT+ i prezentujący historie osób pozbawionych takich samych praw jak inni z powodu odmiennej orientacji seksualnej. Gazeta.pl przygotowała również dokument „Jak pisać o osobach LGBT+. Poradnik dla mediów” - o tym, jak pisać i mówić, żeby nie wykluczać i nie dyskryminować osób LGBT+.

Również w ramach zaangażowania społecznego „Gazeta Wyborcza” i „Wysokie Obcasy” przeprowadziły specjalną akcję sprzedaży prenumerat cyfrowych i zebrały 674,3 tys. PLN na wsparcie Ogólnopolskiego Strajku Kobiet. Zgromadzone środki zostały przekazane m.in. na pomoc osobom szykanowanym za udział w protestach. Radio TOK FM również zachęcało swoich słuchaczy do wsparcia walki o prawa kobiet poprzez zakup subskrypcji TOK FM Premium, z której całość przychodu została przekazana na rzecz Centrum Praw Kobiet.

Grupa Agora w 2020r. angażowała się wiele dalszych projektów społecznych, wśród których można wymienić akcje:

- ❑ plebiscyt „Supermiasta” - zorganizowany z okazji 30-lecia pierwszych w historii III RP wyborów do rad gmin,
- ❑ „Pomóżmy wspólnie Bejrutowi!” – zbiórka zainicjowana po sierpniowej eksplozji w Libanie,
- ❑ „News from Poland” - nowa sekcja Wyborcza.pl, powstała z myślą o cudzoziemcach przebywających w Polsce oraz osobach niepolskojęzycznych.

W 2020 roku Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) wszczął postępowanie wyjaśniające na podstawie art. 48 Ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów mające na celu wstępne ustalenie, czy w związku z działaniami spółek AMS i Ströer Polska na rynku reklamy zewnętrznej mogło dojść do naruszenia przepisów o ochronie konkurencji i konsumentów. Kontynuowane było również rozpoczęte przez UOKiK w 2019 roku postępowanie wyjaśniające zmierzające do ustalenia obowiązków Agory w zakresie zgłoszenia UOKiK zamiaru nabycia mniejszościowego pakietu 40% udziałów Eurozet Sp. z o.o. Prezes UOKiK dotychczas nie stwierdził po stronie Agory naruszeń Ustawy, jednak do końca roku 2020 nie zakończył formalnie postępowania wyjaśniającego.

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.

Z powodu pandemii od marca 2020 r. do grudnia 2020 w budynku przebywało 10%-20% pracowników, co znacząco wpłynęło na wyniki zużycia mediów. Dodatkowym czynnikiem były również likwidacje siedzib lokalnych.

Flota samochodowa Grupy Agora łącznie przejechała w 2020r. 0,3 mln km, spalając 16,4 tys. litrów oleju napędowego oraz 7,8 tys. litrów etyliny.

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.

Ponieważ w 2020r. sieć kin Helios była nieczynna przez znaczną część roku, a w czasie kiedy działały, to w ograniczonym zakresie, znacząco spadła ilość wytwarzanych odpadów.

W działalności poligraficznej dzięki stopniowemu wdrażaniu technologii bezprocesowej obróbki płyt offsetowych znacząco redukuje zużycie wody w procesie wywoływania płyt. W 2019 roku nowe płyty stanowiły 18% wolumenu produkcyjnego, w 2020 - 29 %. To z kolei przełożyło się na zmniejszenie zużycia wody z 5,8 tys. m³ w 2019 roku na 4,2 tys. m³ w 2020 roku.

Departament Analiz

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

Departament Sprzedaży

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

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

Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dobowaniem 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 miedzy 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 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 - 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) - 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 kontury 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, bądź 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, Selena FM, Eurolet, Dekpol, Lokum Developer, Zamet Industry, Gremi Media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Wielton, Selena FM, KGHM, PZU, Eurolet, Dekpol, Lokum Developer, Zamet Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom 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 rekomendacyjnych lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskaźników konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od 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 2021 roku o godzinie 14.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 20 grudnia 2021 roku godzina 14.30.

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Selvia	Neutralnie	2 lut 21	53,40	54,70	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 kwi 21	19,50	28,60	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8,40	23,40	Adam Zajler
Korporacja KGL	Kupuj	21 maj 21	17,00	30,50	Marcin Palenik
Alumetal	Kupuj	28 maj 21	68,80	77,80	Adam Zajler
Selvia	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
Selvia	Neutralnie	14 gru 21	86,00	78,20	Marcin Palenik

Zródło: 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 GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego Millennium DM otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	60%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	4	40%
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 DMS.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

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