

Agora

kupuj

media, rozrywka

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 6.90

Cena docelowa: 7.70

Nowe otwarcie

Agora jest grupą kapitałową działającą w biznesach: kinowym, portalu internetowych, obsługi reklamy internetowej, reklamy zewnętrznej, prasowym i radiowym. Ten ostatni po przejęciu drugiego nadawcy w kraju, znacząco urosnie zwiększając równowagę między podstawowymi filarami firmy.

Przejęcie kontroli nad Grupą Eurozet

Najistotniejszym wydarzeniem od czasu ostatniej aktualizacji naszej rekomendacji i jednocześnie oczekiwanym już od lutego 2019r., było przejęcie kontroli nad spółką Eurozet. Umożliwił to wyrok sądu II instancji, który zniósł sprzeciw do transakcji ze strony UOKiK. Tym samym Grupa Agora stała się drugim nadawcą radiowym w Polsce z udziałem w słuchalności blisko 22%. Liderem rynku pozostaje radio RMF FM, z udziałem ok. 35%. Przychody Grupy Eurozet w 2022r. wyniosły 217,5 mln PLN, natomiast wynik EBITDA według naszych szacunków 57,6 mln PLN. Odnosząc to do przychodów segmentu Radio w Grupie Agora w wysokości 116 mln PLN za 2022r. i EBITDA 15,7 mln PLN, oznacza to, że po prostym dodaniu przychody segmentu wzrosną 2,9 krotnie, a wynik EBITDA 4,7 krotnie. Warto też zwrócić uwagę na znacznie wyższą rentowność Eurozet, niż wypracowywana w segmencie Radio w Agorze.

Bieżące wyniki

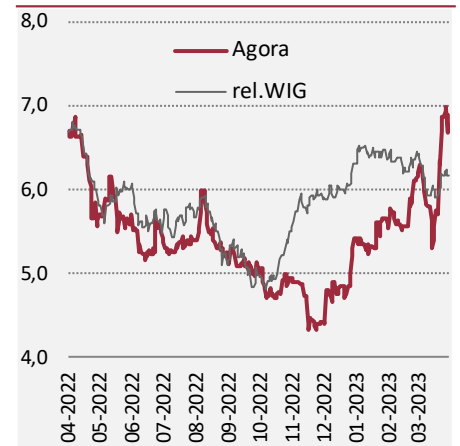
Agora zaprezentowała wyniki za 4Q22, które zwierały szereg pozytywnych elementów, ale jako całość nie były satysfakcjonujące. Spośród 5 podstawowych segmentów biznesowych 4 odnotowały pogorszenie wyniku operacyjnego w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Jedynie w przypadku segmentu Reklama zewnętrzna można było mówić o poprawie, choć wciąż nie udało się powrócić do wyników sprzed epidemii. Wzrosły za to o 5% r/r koszty nieprzypisane, które nie po raz pierwszy przekroczyły łączny wynik operacyjny wszystkich segmentów. W efekcie strata operacyjna za cały 2022r. wyniosła -64,8 mln PLN, natomiast jeżeli wyłączymy wpływ MSSF16 oraz efekty zdarzeń jednorazowych, to wynik ten wyniósł -51,1 mln PLN.

Długo oczekiwane zmiany

Wspomniane powyżej wysokie koszty nieprzypisane do żadnego segmentu operacyjnego, od lat były bolączką Grupy Agora. Z jednej strony bardzo utrudniały ocenę kondycji biznesów spółki, a z drugiej stwarzały niekorzystne wrażenie, co do jakości zarządzania. Na szczęście Zarząd podjął prace, poparte decyzjami akcjonariuszy, zmierzające do wydzielenia poszczególnych biznesów do odrębnych spółek i przypisania do nich przedmiotowych kosztów. Wyrażamy nadzieję, że wpłynie to pozytywnie na efektywność całej Grupy.

Wycena i rekomendacja

Zaktualizowaliśmy wyceny DCF i porównawczą, uwzględniając zmiany: roku bazowego, spadku stóp procentowych (vs ostatnia aktualizacja) wycen spółek porównawczych oraz naszych prognoz. W efekcie wycena pojedynczej akcji Agory wzrosła do 7,7 PLN, co oznacza podtrzymanie rekomendacji kupna.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	7,00 / 4,34
Liczba akcji (mln)	46,6
Kapitalizacja (mln PLN)	321
EV (mln PLN)	333
Free float (mln PLN)	160
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	12,0% 27,1% 36,6%
Zmiana rel. WIG	15,9% 29,4% 12,6%

Adam Zajler

adam.zajler@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2022	1113,1	-64,8	46,8	-103,6	-102,7	-2,20	-0,08	14,5	-3,1	0,5	0,0%	-5,0	7,0	-
2023p	1446,6	28,6	116,7	-4,0	-19,5	-0,42	1,62	15,0	-16,1	0,4	0,0%	11,4	2,8	-
2024p	1548,0	58,4	140,2	28,4	6,9	0,15	2,05	16,1	45,5	0,4	0,0%	5,6	2,3	0,9%
2025p	1630,4	82,5	163,4	53,1	40,4	0,87	2,76	17,5	7,8	0,4	0,0%	4,0	2,0	5,0%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium mtn PLN

Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena porównawcza	3
Wycena DCF	4
Wyniki spółki za 4Q2022.....	5
Przejęcie kontroli nad spółkę Eurozet	8
Ostatnie wydarzenia	10
Analiza płynności i zadłużenia.....	12
Przestrzeganie zasad ESG	13
Prognozy wyników finansowych.....	15
Czynniki ryzyka	17
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	18

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 397 mln PLN, czyli 8,7 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 311 mln PLN (6,7 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 354 mln PLN, czyli 7,7 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Agora.

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	397	8,7
Wycena porównawcza	311	6,7
Wycena spółki Agora	354	7,7

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

Wybierając spółki do wyceny porównawczej kierowaliśmy się jak największym podobieństwem charakteru prowadzonego biznesu. Brak pośród nich spółek krajowych, co wynika z braku porównywalnych notowanych na GPW (jedna jest na New Connect, czego jednak nie wzięliśmy pod uwagę).

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2021	2022	2023	2021	2022	2023
RELX PLC	REL	BRITAIN	263 426	28,2	31,5	23,2	20,2	21,4	16,3
WOLTERS KLUWER	WKL	NETHERLANDS	139 645	25,4	37,1	26,6	19,1	20,8	17,4
INFORMA PLC	INF	BRITAIN	51 363		99,3	18,8	25,4	23,7	12,7
PEARSON PLC	PERSON	BRITAIN	31 959	16,6	29,1	15,0	6,6	14,4	8,7
SCHIBSTED ASA-CL A	SCHA	NORWAY	16 344	78,5		42,0	3,8	36,2	17,3
LAGARDERE SA	MMB	FRANCE	13 756			10,8	9,3	26,7	8,9
SANOMA OYJ	SANOMA	FINLAND	6 056	9,4	22,0	15,2	8,0	9,9	6,3
ALMA MEDIA CORP	ALMA	FINLAND	3 651	27,0	20,4	15,0	14,0	16,7	10,8
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	MN	ITALY	2 376	88,8	12,0	8,5	6,3	9,4	5,4
BLOOMSBURY PUBLISHING PLC	BMV	BRITAIN	1 923	17,5	15,8	16,7	6,6	10,0	9,7
RCS MEDIAGROUP SPA	RCS	ITALY	1 842	9,5	6,3	8,0	4,3	5,4	4,4
ROULARTA MEDIA GROUP NV	ROU	BELGIUM	1 069	29,5	13,4	6,8	7,8	8,9	3,9
Mediana				26,2	21,2	15,1	7,9	15,5	9,3
Agora zysk netto (mln PLN)				-44,6	-102,7	-19,5			
Agora EBITDA bez MSSF16 (mln PLN)							74,5	46,8	116,7
Dług netto							11,7	65,5	77,2
Segment Film i książka EBITDA bez MSSF16 (mln PLN)							32,7	23,5	46,7
Eurozet EBITDA (mln PLN)							54,0	57,6	63,4
Eurozet zysk netto					38,8	39,1			
Udział Agory w Helios							91,4%	91,4%	91,4%
Udział Agory w Eurozet							40,0%	40,0%	51,0%
Wartość udziałów mniejszościowych w Helios							22	31	37
Wartość udziałów mniejszościowych w Eurozet						302			288
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				0	0	0	553	630	680
Wycena							311		
Wycena na 1 akcję							6,7		

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wycena DCF

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	>2032
Przychody	1446,6	1548,0	1630,4	1683,7	1759,3	1804,1	1870,0	1917,3	1988,8	2041,5	
Stopa podatkowa (T)	-4%	10%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	20,8	45,8	63,5	69,6	77,7	82,1	87,7	92,7	98,9	104,5	
Amortyzacja (non MSSF 16)	94,9	88,7	88,0	87,5	87,9	88,2	88,5	88,9	89,4	89,9	
Zmiana w kapitale pracującym	-42,2	-41,3	-11,9	-8,6	-9,5	-7,0	-5,4	-4,1	-6,8	-8,5	
CAPEX	-70,0	-158,0	-80,2	-83,8	-85,4	-86,5	-87,5	-88,7	-89,8	-91,1	
FCF	3,5	-64,8	59,3	64,8	70,6	76,8	83,2	88,8	91,6	94,8	
zmiana FCF	-	-	-	9,2%	9,1%	8,8%	8,3%	6,7%	3,1%	3,6%	3,0%
Dług/Kapitał	19,5%	30,3%	26,9%	24,0%	21,2%	18,8%	16,5%	14,2%	12,0%	9,8%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	5,9%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Koszt długu	8,1%	7,9%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Koszt kapitału	12,1%	12,2%	11,9%	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,5%	11,4%	11,3%	11,7%
WACC	11,4%	10,7%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,7%
PV (FCF)	3,2	-52,6	43,6	43,1	42,5	41,8	40,9	39,4	36,7	34,3	460,7
Wartość DCF (mln PLN)	733	w tym wartość rezydualna				461					
(Dług) Gotówka netto	-11,7										
Wartość udz. mniejsz.	325,1										
Wycena DCF (mln PLN)	396,6										
Liczba akcji (mln)	46,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	8,7										

Źródło: BM Banku Millennium

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Agora na lata 2023 – 2032
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,9%
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2032 na poziomie 3,0%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Wartość przypadającą dla udziałowców mniejszościowych w spółkach z Grupy Agora oszacowaliśmy na 287,9 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				
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
Stopa RF rezydualna	4,0%	8,3	9,8	11,9	14,8	19,2
	5,0%	7,2	8,4	10,0	12,1	15,1
	6,5%	6,0	6,9	8,0	9,4	11,3
	7,0%	5,7	6,5	7,5	8,7	10,3
	8,0%	5,1	5,8	6,6	7,6	8,9
Beta nielewarowana	0,8	8,4	9,7	11,5	13,8	17,1
	1,0	6,4	7,4	8,7	10,3	12,5
	1,2	4,8	5,6	6,5	7,7	9,2

Źródło: BM Banku Millennium

Wyniki po 4 kwartale 2022 roku

2023-03-22

Agora zaprezentowała wyniki za 4Q22, które zwierają szereg pozytywnych elementów, ale jako całość nie były satysfakcjonujące. Spośród 5 podstawowych segmentów biznesowych 4 odnotowały pogorszenie wyniku operacyjnego w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Jedynie w przypadku segmentu Reklama zewnętrzna można mówić o poprawie, choć wciąż nie udało się powrócić do wyników sprzed epidemii. O wzroście za to można mówić jeżeli chodzi o tradycyjnie znaczącą w Agorze kwotę kosztów nieprzypisanych, która była większa o 5% r/r. Bez uwzględnienia odpisów i rezerw oraz wyłączając wpływ MSSF16 (czyli wirtualnego leasingu i związanej z nim wirtualnej amortyzacji), wynik operacyjny wyniósł 14,5 mln PLN, co oznacza spadek o 44% r/r. Spółka dokonała znacznych odpisów, z których największy dotyczył wartości firmy w segmencie Prasa. W pozycjach finansowych wynik został podniesiony o 20 mln PLN za sprawą pozytywnej rewaluacji wirtualnego zobowiązania związanego z MSSF16 (efekt spadku kursu EURPLN), ale też pomniejszony o 9,3 mln PLN w efekcie wzrostu wartości opcji put na akcje Heliosia. Ostatecznie zaraportowany wynik netto był ujemny w wysokości -38,9 mln PLN, wobec straty -31,6 mln PLN przed rokiem. Tradycyjnie w przypadku Agory znacznie lepiej sytuacja wygląda pod względem gotówkowym. Spółka w 4Q22 wygenerowała 61,9 mln PLN przepływów operacyjnych, co jest jednak wartością mniejszą o 10% r/r. W całym 2022r. spółka wypracowała 76,8 mln PLN przepływów operacyjnych i w efekcie na koniec roku posiadała 70 mln PLN gotówki wraz z krótkoterminowymi aktywami finansowymi, przy rzeczywistym zadłużeniu w wysokości 134,5 mln PLN (bez wirtualnego leasingu MSSF16).

Skonsolidowane wyniki Grupy Agora

	4Q19	4Q20	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r vs 4q19		2021	2022	r/r
Przychody	378,2	224,4	351,6	253,1	261,9	267,2	331,0	-6% -12%		965,9	1 113,1	15%
EBITDA skor. nonMSSF16	51,0	11,5	50,1	-10,7	-1,8	-3,2	31,2	-38% -39%		69,8	15,6	-78%
EBIT skor. non MSSF16	30,8	-17,9	25,9	-27,3	-18,5	-19,9	14,5	-44% -53%		-26,2	-51,1	-
Prasa	6,6	8,9	3,2	-2,1	0,4	-2,7	0,3	-91% -95%		18,2	-4,1	-
Film i książka	15,0	-31,0	17,3	-4,9	-12,0	-5,6	9,4	-46% -37%		-7,2	-13,1	-
Reklama zew nętrzna	12,0	1,4	7,2	-4,7	6,3	2,5	9,4	31% -22%		-4,4	13,5	-
Internet	11,8	16,4	13,8	3,6	4,4	3,9	12,2	-12% 3%		34,9	24,1	-31%
Radio	7,1	3,7	6,6	-1,4	1,6	0,7	6,5	-2% -8%		10,0	7,4	-26%
Koszty ogólne	-21,7	-17,3	-22,2	-17,8	-19,2	-18,7	-23,3	5% 7%		-77,7	-78,9	-
EBIT raportow any	25,1	-34,5	24,1	-22,7	-11,8	0,1	-30,5	-		-41,9	-64,8	-
marża EBIT skor.	6,6%	-15,4%	6,9%	-9,0%	-4,5%	0,1%	-9,2%			-4,3%	-5,8%	
Zysk netto raportow any	24,2	-28,8	20,1	-31,8	-16,0	-23,5	-31,6	-		-44,6	-102,7	-
marża zn	6,4%	-12,8%	5,7%	-12,6%	-6,1%	-8,8%	-9,5%			-4,6%	-9,2%	
CF Operacyjny	73,3	4,0	68,9	2,8	0,4	11,7	61,9	-10% -16%		126,8	76,8	-39%
CF Inw est	3,7	-15,6	3,6	-16,8	-18,3	7,7	-11,2			-18,7	-38,6	
CF Finansowy	-52,4	10,2	-37,5	-22,2	-6,5	-23,5	-51,8			-111,6	-104,0	

Źródło: Agora, BM Banku Millennium

- ▣ **Rynek reklamy** w 4Q22 wzrósł o 4% r/r, a w całym 2022r. o 4,5% (w 2022r. 45,5% wartości przychodów Grupy Agora pochodziło ze sprzedaży reklam). W skali roku na pozycji lidera rynku umocnił się internet z udziałem 44% (wzrost o 1,0 p.p r/r), a udział TV spadł do 40,5% (o 2,5 p.p.). W 4Q22 największy wzrost odnotowano w przypadku reklamy kinowej, bo o 39% r/r, ale jest to wciąż efekt bardzo niskiej bazy, a i ten segment rynku jest mały. Drugim segmentem pod względem skali wzrostu była reklam zewnętrzna, która urosła o 22,5% r/r, co ma duże znaczenie dla Agory, gdyż dzięki temu segment ten wypracował najwyższy wynik operacyjny i jako jedyny odnotował jego wzrost r/r. Od lat rosnący najszybciej segment reklamy internetowej zarówno w 4Q22, jak i w całym roku wzrósł o 7%, co jest jednym z najsłabszych wyników od lat, zwłaszcza jeżeli uwzględnimy znacznie wyższą inflację. W świetle rosnącego znaczenia segmentu Radio w Grupie Agora pozytywną informacją jest wzrost o 5% r/r w 4Q22 rynku reklamy radiowej.

- W kluczowym jak dotąd dla Grupy Agora segmencie, czyli **Film i książka** wciąż nie udało się odrobić strat spowodowanych przez pandemię. Liczba sprzedanych biletów do kin na całym krajowym rynku wyniosła 11,9 mln szt., czyli 19% mniej r/r, co jest jednocześnie wielkością mniejszą o 35,7% od rekordu z 4Q19. Z kolei przychody z biletów w kinach Helios były niższe za 4Q22 o 9,2% r/r. Ponieważ spółka nie podała liczby sprzedanych biletów przez samego Heliosa, a wiadomo że dokonywała w ubiegłym roku zmian w cennikach, nie wiemy jaki wpływ na ten rezultat miały spadki ilościowe, a w jakim stopniu zostały one zniwelowane przez podwyżki cen. Podstawową przyczyną słabej sprzedaży biletów jest niewielka liczba udanych filmów. Przed rokiem na ekrany weszła spora liczba produkcji przekładanych podczas epidemii, natomiast obecnie pojawiło się nowe niekorzystne z punktu widzenia kin zjawisko.

Otóż główne źródło największych produkcji filmowych, przyciągających najwięcej widzów, czyli Hollywood, sygnalizuje braki w mocach wytwórczych. Pod tym określeniem kryje się ostra konkurencja ze strony platform streamingowych, które rywalizują nie tylko ze sobą o kontent, ale jak się okazuje również z tradycyjnymi wytwórcami o pracowników przemysłu filmowego. Dodatkowo na produkcje seriali przekierowywana też jest część środków finansowych, które wcześniej zasilały budżety filmów kinowych. W efekcie w Hollywood powstało w ubiegłym roku o 30% mniej filmów niż w latach przed pandemią. Nie do końca wyjaśnionym zjawiskiem pozostaje za to ogromny spadek zainteresowania widzów krajowymi produkcjami filmowymi. Co prawda w Polsce wyprodukowano filmów nawet więcej niż przed pandemią, ale były mniejsze, częściowo skierowane na platformy, ale też większość nie zdobyła uznania widzów. Spośród tegorocznych debiutów udanym był praktycznie wyłącznie wyprodukowany przez Next Film, należący do Grupy Agora, film pt. „Johnny”.

Mimo znacznie mniejszego ruchu klientów, przychody ze sprzedaży barowej w kinach były zbliżone do odnotowanych w ubiegłym roku (spadek o 1% r/r w 4Q22), co wynika z podwyżek cen. Wzrosły za to przychody z reklamy kinowej o 8,6%, choć nadal są to wartości znacznie niższe niż w okresach sprzed epidemii. Dobre wyniki wspomnianego filmu „Johnny” przełożyły się również na wyższe o 25% r/r przychody z działalności filmowej.

Wzrost przychodów o 22,6% odnotowano w działalności gastronomicznej, głównie dzięki rozwojowi sieci Pasibus. Niestety spółka sygnalizuje, że na razie wzrost ten zostanie przyhamowany, co jest konsekwencją koncentracji Heliosa na spłacie zadłużenia zaciągniętego podczas epidemii. Dług przypisany do samych lokali gastronomicznych powoduje również, że wciąż nie są one rentowne i spółka zamierza teraz skupić się na poprawie ich efektywności. Według założeń sieć Pasibus ma w 2023r. wygenerować pozytywny wynik EBITDA. Do czasu wyraźnego spadku długu liczba lokali nie będzie rosta.

Rozczarowująca sprzedaż biletów w 4Q22 (przy czym warto wspomnieć, że najbardziej oczekiwany film końcówki roku, czyli Avatar 2 wszedł na ekrany dopiero 16 grudnia), przy stałej presji kosztowej przełożyły się na niższy niż przed rokiem wynik operacyjny. Dodatkowo został on obciążony 3,5 mln PLN odpisem wartość aktywów i 2,0 mln PLN kosztów restrukturyzacji.

Mimo słabości branży kinowej, zarząd wskazuje na szereg optymistycznych wskaźników. Pierwszym jest średnia frekwencja na dziesięciu najbardziej udanych produkcjach filmowych w ciągu roku. Według zarządu w 2022r. liczba ta wyniosła w skali całego rynku 339 tys. widzów, czyli o 7,2% więcej niż przeciętnie w latach 2017-19. Ma to świadczyć o chęci widzów do chodzenia do kina, tyle że muszą być w nich wyświetlane dobre filmy. Pod tym względem 2023r. ma być lepszy, co wynika z większej liczby zapowiedzianych premier, ale też z już wiadomych danych za styczeń i luty, co jest głównie zasługą filmu Avatar 2. (frekwencja wyższa o 20% r/r). W efekcie prezes Heliosa liczy w 2023r. na 50 mln widzów w Polsce i 12 mln w samym Heliosie, co oznaczałoby ilościowy wzrost rynku o około 17% i samego Heliosa o blisko o 20%. Zwraca jednak też uwagę, że infrastruktura kinowa w Polsce przygotowana jest na około 60 mln widzów rocznie, co prawdopodobnie

spowoduje procesy dostosowawcze, a to jeszcze przyspieszy skokowa waloryzacja czynszów jaka miała miejsce na całym rynku od początku 2023r. (rzędu 15%). Pod względem konieczności korekty liczby ekranów Helios jest w nieco lepszej pozycji niż pozostali najwięksi rynkowi gracze, gdyż przez lata budował swoją sieć w mniejszych miastach i mniejszymi kinami. Przy tym spółka wciąż wierzy w stopniową odbudowę rynku kinowego, a jako podstawowy argument podaje fakt, że duże wytwórnie filmowe zarabiają właśnie na wyświetlaniu swoich produkcji w kinach, a do platform streamingowych dopłacają.

Odrębnym tematem są problemy płynnościowe Cinema City, ale według spółki są skutkiem przeinwestowania przed samą epidemią i problemów ze spłatą zadłużenia na zakupy kin, które były zamknięte przez dużą część dwóch lat po zakupie.

- ❑ W segmencie **Internet** najistotniejszy czynnik wpływający na wyniki pozostał ten sam, co w poprzednich kilku kwartałach, czyli zmianę sposobu funkcjonowania spółki YieldBierd. Zmiana portfolio klientów, polegająca na zakończeniu współpracy z kilkoma wysokowolumenowymi, ale jednocześnie niskomarżowymi klientami, przełożyła się na niższe o 33,3% przychody, ale wzrost marży operacyjnej do 22,6% (z 17,2% w 4Q21). Wynik operacyjny segmentu był niższy o 1,7 mln PLN r/r, czyli 12,3%, co spółka tłumaczy wciąż ponoszonymi kosztami inwestycji w rozwój produktów, przy jednocześnie trwającym procesie pozyskiwania nowych klientów, pasujących do nowego, bardziej produktowego modelu działania. Należące do segmentu portale zgrupowane wokół marki Gazeta.pl odnotowały według zarządu wyższe przychody z reklam w ujęciu r/r, nie podał on jednak dokładnych danych na ten temat.
- ❑ Jednym z najbardziej optymistycznych elementów zaraportowanych wyników Grupy Agora jest ten odnoszący się do segmentu **Rekama zewnętrzna**. Przychody w 4Q22 wzrosły o 15,0% r/r, przy czym najwyższe wzrosty odnotowano w formatach reklamy premium, czyli citylight, digital, backlight (przychody z formatów cyfrowych wzrosły o 50% r/r). Ogółem zbliżyły się już do poziomu sprzed epidemii (zabrakło jeszcze 6,1% do poziomu z 4Q19). Za sprawą niższej r/r amortyzacji całość kosztów wzrosła w mniejszym stopniu niż przychody, co przełożyło się na wzrost wyniku operacyjnego o 36,1% r/r.
- ❑ Segment **Radio** odnotował poprawę na poziomie przychodów, gdyż wzrosły one o 12,0% r/r, przy czym same przychody reklamowe wzrosły o 7,3%. W większym stopniu wzrosły jednak koszty, gdyż o 15,2% r/r, w tym szczególnie reprezentacja i reklama o 45,9%, co w efekcie przyniosło spadek wyniku operacyjnego o 1,5%. Większe sukcesy spółka odniosła na poziomie operacyjnym segmentu, gdyż liczba płatnych subskrybentów Radia TOK FM wzrosła o 21,8% do 31,9 tys. Natomiast łączny udział słuchalności wszystkich stacji należących do Grupy Agora wyniósł na koniec roku 7,9%.
- ❑ Niewątpliwie najważniejszym zdarzeniem, nie tylko dla segmentu radiowego, ale dla całej Grupy, choć mającym już miejsce w bieżącym roku, było oddalenie przez Sąd Apelacyjny zarzutów UOKiK i bezwarunkowa zgoda na przejęcie kontroli nad spółką **Eurozet**. Oznacza to rozpoczęcie konsolidacji wyników Radia Zet już w 1Q23. Sprawie tej poświęciliśmy osobny materiał, opublikowany w dniu 27 lutego. W wynikach za 4Q22 udział w zysku spółki Eurozet uwidocznił się jeszcze w pozycji finansowej, jako udział w zysku jednostki stowarzyszonej. Natomiast zysk netto Eurozet za cały 2022r. wyniósł 27,1 mln PLN (wzrost o 13% r/r), przy czym uwzględniono w nim korektę z tytułu amortyzacji przeszacowań do wartości godziwej w wysokości 11,7 mln PLN.
- ❑ W segmencie **Prasa** w 4Q22 nie nastąpiły zmiany, które przełamałyby negatywne trendy z poprzednich okresów. Przychody ze sprzedaży wydawnictw spadły o 2,5% r/r, a przychody z reklam w nich zamieszczanych o 16,6%. Jedynie przychody z usług poligraficznych wzrosły o 18,5%, za sprawą podniesienia cen. Pewnym sukcesem było natomiast utrzymanie kosztów na poziomie sprzed roku, dzięki czemu skorygowany o zdarzenia jednorazowe wynik operacyjny był symbolicznie dodatni (0,3 mln PLN vs 3,2 mln PLN w 4Q21). Zaraportowany wynik EBIT

segmentu za 4Q22 wyniósł jednak -46,5 mln PLN, co było efektem odpisów, z których największy dotyczył goodwill i wyniósł -43,4 mln PLN. Odpis ten związany jest z przygotowaniem wydzielenia aktywów związanych z segmentem prasowym do oddzielnej spółki. Odnośnie wskaźników operacyjnych odnoszących się do prasy, udział wpływów cyfrowych w przychodach Gazety Wyborczej osiągnął poziom 43,3% (wzrost o 2,6p.p r/r), a liczba subskrypcji płatnych wzrosła o 6,2% r/r do 303,7 tys. Według zarządu liczba subskrypcji zbliża się do poziomu nasycenia i w przyszłości większa uwaga będzie kierowana na wzrost ARPU.

Przejęcie kontroli nad spółką Eurozet

Agora przejęła pakiet kontrolny spółki Eurozet, czyli wydawcy Radia Zet. Na transakcję oczekiwano od lutego 2019r., a pozwolił na nią dopiero wyrok sądu w drugiej instancji, który zniósł sprzeciw do transakcji ze strony UOKiK. Tym samym Grupa Agora w ramach segmentu Radio stała się drugim nadawcą radiowym w Polsce z udziałem w słuchalności blisko 22%. Liderem rynku pozostaje radio RMF FM, z udziałem ok. 35,3%. Z punktu biznesowego radio pozostaje atrakcyjnym medium reklamowym, które nie podlega tak silnej kanibalizacji ze strony internetowego streamingu, jak dzieje się to w przypadku TV. Wynika to z natury nawyków słuchaczy radia, którzy korzystają z tej formy medialnej niejako „w tle”. Podstawowymi aktywnościami towarzyszącą słuchaniu radia są bowiem prowadzenie samochodu i praca, czyli czas, w którym odbiorca nie chce być angażowany do decydowania co chwilę o wyborze treści.

Zysk netto Grupy Eurozet w 2022r. wyniósł 27,1 mln PLN, przy czym został on skorygowany 11,7 mln PLN tytułem korekty wyniku za sprawą amortyzacji przeszacowań wyceny aktywów do wartości godziwej. Wynik netto za 2021r. wyniósł 24,0 mln PLN. Za pierwszy pakiet 40% udziałów Eurozet Agora zapłaciła w 2019r. 130,7 mln PLN, co implikowało cenę za całość spółki 327 mln PLN, natomiast cena za właśnie kupiony pakiet 11% implikuje 393 mln PLN. Można jednak przyjąć, że zawiera on premię za kontrolę, którą on oferuje.

Prawomocny wyrok zezwalający na przejęcie Radia Zet został wydany 27 lutego 2023r. Sąd Apelacyjny w Warszawie wydał wyrok w sprawie koncentracji polegającej na przejęciu przez Agorę kontroli nad spółką Eurozet, czyli wydawcą Radia Zet. Sąd Apelacyjny utrzymał w mocy wyrok sądu I instancji wyrażający bezwarunkową zgodę na przejęcie kontroli nad Eurozet sp. z o.o.

W dniu publikacji wyroku Agora ujawniła, że spodziewając się go podpisała wcześniej aneks do umowy z SFS Ventures, który przewidywał, przede wszystkim, podzielenie przejęcia pozostałych, czyli nieposiadanych jeszcze 60% udziałów Eurozet, na dwie części:

- ❑ 11% udziałów zarówno w kapitale, jak i głosach Eurozet, po przejęciu których Agora stanie się większościowym udziałowcem.
- ❑ w części drugiej Agora będzie uprawniona, ale nie zobowiązana, do nabycia wszystkich pozostałych udziałów należących do SFS Ventures w Eurozet (ewentualnie wskazany przez Agorę podmiot trzeci) - Opcja Call 2. Termin wykonania tej opcji uzgodniono na 31 lipca 2025r.

Ponadto aneks ten zawiera:

- ❑ Zmianę ustalenia i korekty ceny nabycia, w tym strony ustaliły minimalną cenę udziałów nabywanych według określonej formuły.
- ❑ Ustalenie zasad corporate governance Eurozet, zgodnie z którymi Agorze przysługuje uprawnienie osobiste do powoływania wszystkich członków Zarządu oraz dwóch członków Rady Nadzorczej, w tym Przewodniczącego. Ustalono też katalog spraw, dla których wymagane jest uzyskanie zgody Rady Nadzorczej kwalifikowaną większością głosów, który obejmie również zawieranie umów z podmiotami powiązanymi z Agorą, których roczna wartość przekracza określoną wartość.

Tego samego dnia Agora ogłosiła, że wykonała wspomnianą powyżej opcję zakupu udziałów stanowiących 11% udziałów i tym samym stała się większościowym udziałowcem.

Cena za omawiany pakiet wyniosła 9,17 mln EUR, z możliwością jej korekty po publikacji wyników przez Eurozet za cały 2022r.

Agora zawarła również z SFS Ventures umowę pożyczki w wysokości 9,17 mln EUR na finansowanie nabycia przez nią przedmiotowych udziałów. Przewidziano, że kwota pożyczki może ulec w przyszłości zwiększeniu (w przypadku korekty ceny za nabywane udziały), ale nie więcej niż do kwoty 11 mln EUR. Agora ma spłacić pożyczkę do 27 lutego 2024r. Umowa pożyczki zabezpieczona jest zastawem na udziałach w Eurozet posiadanych przez Agorę oraz na świadczeniach od nich uzyskanych. Pożyczka jest oprocentowana na 9,5% rocznie, z kwartalną płatnością odsetek.

Kolejną informacją przekazaną wraz z powyższymi była o tym, że do umów o kredyt w rachunku bieżącym oraz o kredyt inwestycyjny, zawartych z Santander Bank Polska, podpisano zmiany przewidujące, że w bieżącym roku Agora nie będzie mogła wypłacić akcjonariuszom dywidendy. Ponadto, zgoda Santander BP na wypłatę dywidendy będzie wymagana do czasu całkowitej spłaty przez Agorę pożyczki udzielonej przez SFS Ventures s.r.o. z siedzibą w Pradze.

Skonsolidowane wyniki finansowe Grupy Eurozet

	2020	2021	2022	zmiana r/r
Przychody	176,1	195,0	217,5	11,6%
Koszty operacyjne	-137,5	-149,4		
Wy nagrodzenia	-40,3	-42,8		
Materiały i energia	-0,9	-0,8		
Usługi obce	-39,5	-43,7		
Reprezentacja i reklama	-14,1	-0,3		
Amortyzacja	-8,7	-8,3		
Pozostałe	-34,0	-53,6		
Pozostałe przychody	1,8	0,8		
Pozostałe koszty	-1,9	-0,5		
EBIT	38,5	45,7	49,4*	8,1%
EBITDA	48,5	54,0	57,6*	6,8%
Zysk netto adj.**	29,5	35,8	38,8	8,2%
marża EBIT	21,9%	23,4%	22,7%	
marża EBITDA	27,5%	27,7%	26,5%	
marża zysku netto	16,8%	18,4%	17,8%	
CFO	47,6	50,2		
Dług i leasing	21,2	20,1		
Gotów ka	40,0	36,3		
Aktyw a	122,7	120,4		

Źródło: KRS, Agora, BM Banku Millennium

* wartości szacunkowe DM Banku Millennium

** zysk netto za 2022r. skorygowany o amortyzację przeszacowań wartości godziwej 11,7 mln PLN

Ostatnie wydarzenia

Przedstawiamy istotniejsze wydarzenia dotyczące spółki od ostatniej aktualizacji raportu:

27.03.2023 Decyzja NWZ o wydzieleniu obszarów biznesowych i pomocniczych do spółek zależnych

NWZ Agory zdecydowało o wydzieleniu obszarów biznesowych i pomocniczych Agory (ZCP) do spółek zależnych. Osobnymi spółkami mają zostać Gazeta.pl, "Gazeta Wyborcza", Wydawnictwo Agora, a także obszary wspomagające – IT, HR, Administracja oraz Finanse. Wznowione po przerwie NWZ miało m.in. zdecydować na zbyciu zorganizowanych części przedsiębiorstwa, obejmujących zespół składników materialnych i niematerialnych przeznaczonych do prowadzenia działalności poszczególnych obszarów na rzecz spółek kapitałowych, w których Agorze przysługuje w chwili zbycia ZCP, bezpośrednio lub pośrednio, 100% kapitału zakładowego, w zamian za udziały w spółkach. Zbycie ZCP na rzecz spółek zależnych może nastąpić nie później niż w terminie 18 miesięcy od dnia podjęcia uchwały oraz po spełnieniu określonych warunków.

15.03.2023 Zysk z tytułu ponownej wyceny udziałów w Eurozet

Grupa Agora wykaże w pierwszym kwartale 2023 r. zysk we wstępnej wysokości 45,3 mln zł z tytułu ponownej wyceny uprzednio posiadanych 400 udziałów Eurozet. Ostateczna wycena nabytych aktywów netto, wartości firmy oraz zysku z tytułu ponownej wyceny uprzednio posiadanych udziałów zostaną wyliczone na dzień przejęcia kontroli nad Eurozet i przedstawione w raporcie okresowym za I kwartał 2023 r.

7.02.2023 Zakup 110 udziałów w spółce Eurozet od SFS Ventures

Agora kupiła od SFS Ventures 110 udziałów w spółce Eurozet, stanowiących 11% kapitału zakładowego i 11% ogólnej liczby głosów na zgromadzeniu wspólników Eurozet - poinformowała Agora w komunikacie. Wartość wyjściowa umowy to 9,17 mln euro. Nabycie przez spółkę udziałów nastąpiło w wykonaniu przez spółkę Opcji Call 1 przewidzianej w umowie wspólników. Agora zapłaciła cenę wyjściową 9,17 mln euro (ostateczna cena zostanie ustalona w oparciu o zapisy w umowie wspólników), finansując transakcję dzięki pożyczce udzielonej przez SFS Ventures. Agora stała się tym samym większościowym wspólnikiem Eurozetu z udziałami stanowiącymi 51% kapitału zakładowego i zapewniającymi 51% liczby głosów na zgromadzeniu wspólników.

27.02.2023 Wyrok sądu II instancji w sprawie koncentracji Agora-Eurozet

Sąd Apelacyjny utrzymał w mocy wyrok sądu I instancji wyrażający bezwarunkową zgodę na przejęcie przez Agorę kontroli nad Eurozet Wyrok jest prawomocny.

27.02.2023 Zmiana do umowy o kredyt w rachunku bieżącym oraz do umowy o kredyt inwestycyjny z Santander BP

Agora poinformowała o zmianie wprowadzonej do umowy o kredyt w rachunku bieżącym oraz do umowy o kredyt inwestycyjny zawartych przez Spółkę z Santander BP (Bank). Na mocy wprowadzonych zmian okres, w którym Spółka bez zgody Banku nie będzie mogła wypłacać akcjonariuszom dywidendy, został przedłużony do 1 stycznia 2024 roku. Ponadto, zgoda Banku na wypłatę dywidendy będzie wymagana do czasu całkowitej spłaty przez Spółkę pożyczki udzielonej Spółce przez SFS Ventures s.r.o. z siedzibą w Pradze. Pozostałe postanowienia umowy pozostają bez zmian.

17.02.2023 Zmiana do umowy o kredyt w rachunku bieżącym z BNP Paribas BP zawartej przez spółkę zależną Helios

Do umowy o kredyt w rachunku bieżącym zawartej przez spółkę zależną Helios z BNP Paribas BP z gwarancją spłaty 80,0% kredytu przez Bank Gospodarstwa Krajowego zostały wprowadzone zmiany, na mocy których, kwota dostępnego kredytu została zmniejszona do kwoty 9 mln zł, a jego spłata nastąpi do dnia 31 grudnia 2025 r. na podstawie przyjętego przez strony Umowy harmonogramu. Zmiana obejmuje również zastąpienie dotychczasowego zabezpieczenia kredytu w postaci kaucji poręczeniem w kwocie 9 mln zł udzielonym przez Agorę. Pozostałe postanowienia umowy pozostają bez zmian.

❑ **27.01.2023** **Aneks do umowy o kredyt rewolwingowy Heliosa z Santander BP**

Helios zawarł aneks nr 2 do umowy o kredyt rewolwingowy z Santander Bank Polska. Agora, jako poręczyciel, wyraziła zgodę na jego zawarcie. Na mocy aneksu, zabezpieczenia przewidziane umową zostały zmienione w ten sposób, że w ramach dodatkowego zabezpieczenia spłaty zobowiązań, Agora objęła poręczeniem udzielonym w związku z umową o kredyt rewolwingowy (z gwarancją spłaty 80% kredytu przez Bank Gospodarstwa Krajowego), również spłatę zobowiązań do kwoty 9,0 mln PLN. Poręczenie jest dodatkowo zabezpieczone oświadczeniem Agory o dobrowolnym poddaniu się egzekucji złożonym w formie aktu notarialnego. Aneks przewiduje również dostosowanie wskaźników finansowych (m.in. DSCR (wskaźnik pokrycia obsługi długu) oraz Zadłużenia Netto / EBITDA), do których utrzymywania zobowiązana jest spółka Helios.

❑ **18.01.2023** **Odpis aktualizujący na 43,4 mln PLN**

Agora dokonała odpisu aktualizującego w segmencie Prasa Cyfrowa i Drukowana. Agora podała, że jest w trakcie weryfikowania wyceny swoich aktywów m.in. w oparciu o długoterminowe prognozy finansowe poszczególnych segmentów Grupy. Prowadzone analizy wykazały konieczność dokonania odpisu w segmencie Prasa Cyfrowa i Drukowana. Kwota odpisu ma wpływ na wynik netto Grupy Agora w czwartym kwartale 2022 r. Odpis aktualizujący dotyczy wartości goodwill przypisanego do segmentu Prasa Cyfrowa i Drukowana. Wpływ tego odpisu na skonsolidowany wynik netto Grupy Agora to 43,4 mln PLN. Odpis ma być bez wpływu na wynik jednostkowy spółki za czwarty kwartał 2022 r. Agora poinformowała też, że szacowany odpis ma charakter jednorazowy i niepieniężny oraz nie wpłynie na sytuację płynnościową spółki i Grupy, ani na jej zamierzenia strategiczne.

❑ **30.12.2022** **Decyzja o przedłużeniu okresu funkcjonowania PGK**

Agora otrzymała decyzję wydaną przez Naczelnika Pierwszego Mazowieckiego Urzędu Skarbowego w Warszawie o dokonaniu rejestracji umowy o przedłużeniu do 31 grudnia 2023 r. okresu funkcjonowania Podatkowej Grupy Kapitałowej Agora. Spółka szacuje, że przedłużenie okresu funkcjonowania Podatkowej Grupy Kapitałowej może spowodować przewidziane przepisami prawa obniżenie zobowiązania podatkowego PGK o około 7 mln PLN w 2023 r.

❑ **23.12.2022** **Aneks do umowy o kredyt rewolwingowy Heliosa z Santander BP**

Helios zawarł aneks do umowy o kredyt rewolwingowy z Santander Bank Polska z gwarancją spłaty 80% kredytu przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Na mocy aneksu postanowiono, że kwota kredytu została obniżona do 8,5 mln zł, a spłata została rozłożona na okres do 23 grudnia 2025 r. W związku z tym, gwarancja spłaty kredytu przez Bank Gospodarstwa Krajowego zostaje odpowiednio obniżona, tj. do kwoty 6,8 mln PLN. Aneks przewiduje, między innymi, obowiązek utrzymywania przez Helios wskaźnika DSCR (wskaźnik pokrycia obsługi długu) oraz Zadłużenia Netto / EBITDA na określonym poziomie, jak również osiągnięcia określonych poziomów EBITDA oraz CAPEX (nakłady kapitałowe). Ponadto Helios został zobowiązany do ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń na rzecz Santander: hipoteki do kwoty 90,0 mln PLN, przelewu wierzytelności z umów ubezpieczenia nieruchomości oraz udzielenie przez Agorę poręczenia do kwoty 9 mln PLN.

❑ **23.12.2022** **Zmian warunków umowy kredytowej z BNP Paribas BP**

Helios otrzymał od BNP Paribas BP informację o trwającym procesie decyzyjnym dotyczącym przedłużenia terminu spłaty kredytu udzielonego na podstawie umowy o kredyt w rachunku bieżącym. Zgodnie z informacją uzyskaną przez Helios, do czasu ostatecznej decyzji kredytowej, BNP nie będzie korzystał ze swoich praw dotyczących uzyskania spłaty wierzytelności z tytułu umowy.

❑ **22.11.2022** **Rezerwa na zwolnienia grupowe w Heliosie**

Helios zakończył procesu konsultacji z w sprawie zwolnień grupowych z przedstawicielami pracowników i podjął decyzję o przeprowadzeniu zwolnienia grupowego na zasadach określonych w regulaminie podczas procesu konsultacji. Zwolnienie grupowe zostanie przeprowadzone w okresie od 22 listopada do 21 grudnia 2022 roku i obejmie do 53 pracowników. Dodatkowo, spółka podjęła decyzję o nieprzedłużaniu wybranych umów i nieobsadzaniu wakatów, co łącznie zmniejszy ilość zatrudnionych o kolejne 16 etatów. Szacowana wysokość rezerwy z tytułu zwolnień grupowych, która obciąży wynik grupy Agora w czwartym kwartale 2022 r., wyniesie około 1,9 mln PLN. Spółka szacuje, że oszczędności z tytułu restrukturyzacji w skali roku mogą wynieść około 5,45 mln PLN.

Analiza płynności i zadłużenia

Spośród wskaźników płynności dla Grupy Agora na koniec 2022r. wyraźnemu obniżeniu uległ jedynie wskaźnik płynności natychmiastowej, co było efektem niższej wartości gotówki na rachunkach. Jeżeli z kalkulacji wyliczy się wirtualne zobowiązania leasingowe powstałe na skutek stosowania standardu MSSF16 (w części krótkoterminowej 91,5 mln PLN na koniec 2022r.), to relacja aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących wynosiła 0,9. Ten, jak i pozostałe wskaźniki płynności wskazują na utrzymującą się zadowalającą płynność finansową Grupy Agora.

Wskaźniki płynności Grupy Agora

	2019	2020	2021	2022
Aktywa obrotowe	327,9	334,7	333,9	296,8
Zapasy	21,3	15,2	20,0	30,4
Gotówka	61,1	138,4	134,9	69,1
Zobowiązania bieżące (non MSSF16)	334,8	370,5	364,5	319,0
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,0	0,9	0,9	0,9
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące)	0,9	0,9	0,9	0,8
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	18,2%	37,3%	37,0%	21,6%

Źródło: Agora, BM Banku Millennium

Na koniec 2022 r. zadłużenie Grupy z tytułu kredytów i leasingu wyniosło formalnie 901,4 mln PLN, co jednak jest mylące z uwagi na obowiązywanie standardu MSSF16. W kwocie tej bowiem aż 662,2 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.

Struktura zadłużenia Grupy Agora na koniec 2022r.

	Grupa Agora	w tym:	Helios
Długoterm. zobowiązania finansowe	694,1		517,7
bez wpływu MSSF16	123,4		55,9
Dł. kredyty i pożyczki	52,9		39,6
Dł. obligacje	0,0		0,0
Dł. leasing	641,2		478,1
w tym wynikający z MSSF16	570,7		461,8
Krótkoterm. zobowiązania finansowe	207,3		115,2
bez wpływu MSSF16	115,8		50,9
Kr. kredyty i pożyczki	51,8		39,6
Kr. obligacje	0,0		0,0
Kr. leasing	155,5		75,5
w tym wynikający z MSSF16	91,5		64,3
Całkowite zadłużenie bez wpływu MSSF16	239,2		
Środki pieniężne	69,1		
Dług odsetkowy netto	170,2		
Kapitały własne na koniec 2022r.	674,0	Zadłużenie / KW	35,5%
Rzeczowe aktywa trwałe	356,9	Zadłużenie / RzAT	67,0%
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2021r.	74,5	Net debt / EBITDA '21p	2,3
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2022r.	46,8	Net debt / EBITDA '22p	3,6
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2023r.	116,7	Net debt / EBITDA '23p	1,5

Źródło: Agora, BM Banku Millennium

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 2022r. 239,2 mln PLN, z czego 51,6% stanowiło zadłużenie długoterminowe, a 48,4% krótkoterminowe.

Suma kredytów i pożyczek oraz rzeczywistego leasingu finansowego, pomniejszonego o środki pieniężne (czyli dług netto) wynosiła na koniec 2022r. 170,2 mln PLN. Zysk operacyjny powiększony o amortyzację (bez uwzględnienia wynikającej z MSSF16, czyli liczonej od długoterminowego prawa do użytkowania przedmiotu leasingu) i skorygowanego o odpisy i rezerwy wyniósł w 2022r. 44,8 mln PLN. Oznacza to relację wynoszącą 3,6 czyli relatywnie wysoką. Spółka jednak w ostatnim czasie przejęła kontrolę nad Grupą Eurozet, co spowoduje objęciem je konsolidacją, co istotnie podniesie raportowane zyski. Według naszych prognoz, EBITDA Grupy Agora w 2023r. powinna wynieść 116,7 mln PLN, co przy uwzględnieniu również zmian w poziomie zadłużenia, przełoży się na wartość wspomnianego wskaźnika, która wyniesie 1,5. Zarazem całe zadłużenie stanowiło na koniec 2022r. 35,5% wartości kapitałów własnych oraz 67% wartości rzeczowych aktywów trwałych. Oba te wskaźniki potwierdzają bezpieczny poziom zadłużenia.

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

Grupa 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 2022r.

Kobiety stanowiły osób zatrudnionych 56,3%, z czego na stanowiskach kierowniczych wyższego szczebla było to 41,4%.

W 2022r. na 2449 osoby zatrudnione w oparciu o umowę o pracę przypadają 2334 osoby na umowach cywilno-prawnych.

Spośród pracowników 51,2% było zatrudnionych na umowach na czas nieokreślony. W samej spółce Agora S.A. odsetek ten wyniósł 66,1%

Na dzień 03.04.2023r. w pięcioosobowym zarządzie Agora S.A. zasiada jedna kobieta.

W 2022r. Średnie wynagrodzenie ogółu kobiet zatrudnionych w Grupie Agora stanowiło 86,6% średniego wynagrodzenia mężczyzn, natomiast relacja ta wśród wyższej kadry zarządzającej wynosiła 91,5%.

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.

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.

Emisje gazów cieplarnianych określonych we wskaźniku scope 1 w 2022r. w Grupie Agora wyniosły 1859,2 ton ekwiwalentu CO₂ i odnotowano wzrost tego wskaźnika o 33% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu było zwiększenie emisji związanej z wykorzystaniem klimatyzacji i chłodzenia. Łączne emisje gazów cieplarnianych, liczonych jako wskaźniki scope 1, 2 i 3 wyniosły w 2022r. 35.162 ton ekwiwalentu CO₂. Największym źródłem ilościowym tej emisji jest energia elektryczna, której ślad węglowy dla Grupy Agora wyniósł 29.511 ton ekwiwalentu CO₂.

Wyniki finansowe

Przedstawiamy wyniki finansowe, pozycje bilansu i rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki Grupy Agora za lata 2018-2022. Przedstawiamy także nasze prognozy do 2026 roku.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
przychody netto, w tym:	1 141,2	1 249,7	836,5	965,9	1 113,1	1 446,6	1 548,0	1 630,4	1 683,7
Prasa	232,5	254,7	197,1	204,2	209,2	208,9	209,3	210,6	212,0
Film i książka	419,1	521,5	240,7	312,5	460,5	528,8	575,1	601,3	603,8
Reklama zew nętrzna	171,9	184,3	114,5	130,2	168,0	193,2	212,5	218,9	225,5
Internet	177,8	209,0	213,9	233,1	181,1	190,2	209,2	240,5	264,6
Radio	116,0	113,1	87,7	104,4	116,0	353,5	371,2	389,8	409,3
Druk	71,5								
koszty operacyjne	-1 140,3	-1 225,0	-948,2	-1 007,8	-1 177,9	-1 445,9	-1 518,9	-1 578,6	-1 623,7
w ynagrodzenia	-288,3	-290,0	-224,2	-262,8	-306,7	-368,3	-375,3	-386,2	-395,9
amortyzacja	-69,9	-137,8	-143,3	-144,1	-140,9	-173,4	-178,9	-179,0	-194,4
materiały, energia	-147,7	-131,9	-77,9	-77,7	-117,5	-144,0	-138,3	-140,2	-133,7
usługi	-290,8	-330,1	-236,2	-256,4	-263,8	-375,9	-411,0	-437,8	-461,5
reprezentacja i reklama	-80,4	-84,3	-41,7	-49,2	-62,6	-89,7	-103,9	-118,8	-126,1
koszty systemu	-81,6	-70,5	-52,2	-55,9	-64,9	-74,8	-82,3	-84,7	-87,3
odpisy i koszty restrukturyzacji	-33,6	-7,5	-13,1	-2,4	-37,1	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty w wydawnictwa	-39,9	-46,4	-45,2	-49,7	-49,6	-51,3	-55,2	-57,1	-57,4
inne (w segmentach operacyjnych)	-99,0	-86,9	-69,0	-52,6	-78,7	-87,6	-92,3	-95,4	-87,3
EBITDA adj (bez MSSF16)	122,3	121,0	28,3	74,5	46,8	116,7	140,2	163,4	171,7
Prasa	2,7	2,1	27,1	24,2	4,1	5,5	6,5	6,7	6,9
Film i książka	63,0	70,7	-33,0	32,7	23,5	46,7	49,3	54,4	54,4
Reklama zew nętrzna	46,7	49,5	-2,9	15,4	33,2	39,0	44,7	49,4	50,1
Internet	28,4	28,9	44,7	44,6	33,0	31,4	35,8	43,0	47,2
Radio	21,3	18,5	12,2	14,4	12,0	54,7	67,8	73,7	79,0
Pozostałe (jako koszty ogólne)	-40,6	-48,7	-19,8	-56,8	-59,0	-60,6	-64,0	-63,7	-65,8
EBIT adj (bez MSSF16)	34,7	31,2	-66,8	-21,5	-52,2	21,8	51,5	75,4	84,2
EBIT (zgodny z MSSF16)	0,9	24,7	-111,7	-41,9	-64,8	28,6	58,4	82,5	91,4
saldo finansowe	20,8	-10,6	-41,0	-8,1	-38,8	-32,6	-30,0	-29,4	-33,7
zysk przed opodatkowaniem	21,6	14,1	-152,7	-50,0	-103,6	-4,0	28,4	53,1	57,7
podatek dochodowy	-11,5	-8,1	22,5	3,3	-2,0	-1,0	-5,7	-11,9	-14,6
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	4,7	7,4	9,4	8,5	0,0	1,0	2,0	2,0
(Zyski) straty mniejszości	4,3	2,5	-13,0	-2,1	-3,0	14,6	15,8	0,8	0,9
Zysk netto akcj. jedn. domin.	5,1	3,5	-117,2	-44,6	-102,7	-19,5	6,9	40,4	42,2
EPS	0,1	0,1	-2,5	-1,0	-2,2	-0,4	0,1	0,9	0,9

Źródło: Agora, prognozy BM Banku Millennium

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
aktywa trwałe	981,3	1 664,5	1 683,6	1 587,4	1 496,3	1 470,8	1 540,8	1 473,9	1 410,9
rzeczowe aktywa trwałe	519,5	458,6	401,2	366,7	356,9	332,0	401,3	393,5	389,7
wartości niematerialne i prawne	420,7	120,8	105,1	92,4	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1
wartości firmy		320,3	317,8	317,8	274,4	274,4	274,4	274,4	274,4
inwestycje długoterminowe	25,9	156,1	155,0	151,0	134,7	154,7	214,7	214,7	214,7
prawa do użytkowania aktywów pozostałe	15,3	18,4	45,2	49,4	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9
aktywa obrotowe	418,5	327,9	334,7	333,9	296,8	376,9	455,7	510,0	555,4
zapasy	35,8	21,3	15,2	20,0	30,4	39,5	42,3	44,6	46,0
należności	226,8	203,2	135,2	143,9	162,5	211,2	254,5	268,0	282,3
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	69,1	92,4	125,1	163,6	193,2
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	34,8	33,8	33,8	33,8	33,8
aktywa razem	1 399,8	1 992,4	2 018,3	1 921,3	1 793,1	1 847,7	1 996,5	1 983,9	1 966,3
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	975,0	931,2	820,9	774,4	674,1	699,7	748,0	813,7	871,1
kapitał mniejszości	21,1	20,9	11,4	5,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
zobowiązania	403,7	1 040,3	1 186,0	1 141,0	1 119,0	1 148,1	1 248,6	1 168,3	1 091,2
zobowiązania długoterminowe	115,0	628,3	739,8	694,3	708,6	727,0	827,8	748,6	669,4
w tym dług odsetkowy	97,8	71,1	51,6	22,7	52,9	92,9	252,9	232,9	212,9
zobowiązania krótkoterminowe	288,7	412,0	446,2	446,7	410,5	421,1	420,9	419,7	421,9
w tym dług odsetkowy	34,8	35,7	86,4	80,0	51,8	46,8	41,8	36,8	31,8
pasywa razem	1 399,8	1 992,4	2 018,3	1 921,3	1 793,1	1 847,7	1 996,5	1 981,9	1 962,3
BVPS	20,93	19,99	17,62	16,62	14,47	15,02	16,06	17,47	18,70

Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
wzrost netto (bez MSSF16)	5,1	3,5	-117,2	-44,6	-102,7	-19,5	6,9	40,4	42,2
amortyzacja bez leasingu MSSF16	87,6	89,8	95,1	96,0	99,0	94,9	88,7	88,0	87,5
zmiana kapitału obrotowego	-11,5	38,7	95,1	70,6	-37,7	-88,7	-83,5	-53,2	-20,5
gotówka z działalności operacyjnej	81,1	205,5	131,9	126,8	76,8	127,5	144,9	193,0	207,7
inwestycje (capex)	-85,1	-122,4	-66,3	-43,7	-58,4	-70,0	-158,0	-80,2	-83,8
gotówka z działalności inwestycyjnej	-19,8	-100,5	-24,4	-18,7	-38,6	-80,0	-208,0	-70,2	-73,8
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-23,3	-23,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,2
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-12,8	56,6	67,7	-26,0	-65,8	23,0	190,0	130,0	-50,0
gotówka z działalności finansowej	-47,5	-76,9	-30,1	-111,6	-104,0	-24,2	95,8	-84,2	-104,4
zmiana gotówki netto	13,8	28,1	77,3	-3,5	-65,8	23,3	32,7	38,6	29,6
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,43
CEPS	1,99	2,00	-0,47	1,10	-0,08	1,62	2,05	2,76	2,79
FCFPS	-0,21	-0,28	-0,31	1,67	-1,30	-0,79	3,94	1,53	2,64

Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
zmiana sprzedaży	-2,1%	7,2%	-26,7%	-22,7%	33,1%	49,8%	39,1%	12,7%	8,8%
zmiana EBITDA adj (bez MSSF16)	2,9%	1,8%	-76,9%	-38,4%	65,3%	56,5%	199,7%	40,0%	22,5%
zmiana EBIT adj (bez MSSF16)	118,6%	96,5%	-292,7%	-168,8%	-21,8%	-201,7%	-198,6%	245,6%	64%
marża EBITDA adj.	10,7%	9,7%	3,4%	7,7%	4,2%	8,1%	9,1%	10,0%	10,2%
marża EBIT	0,1%	2,0%	-13,4%	-4,3%	-5,8%	2,0%	3,8%	5,1%	5,4%
marża netto	0,4%	0,3%	-14,0%	-4,6%	-9,2%	-1,3%	0,4%	2,5%	2,5%
sprzedaż/aktyw a (x)	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9
dług / kapitał (x)	9,5%	8,7%	9,9%	7,6%	7,5%	9,2%	16,3%	15,1%	14,0%
odsetki / EBITDA (bez MSSF16)	3,8%	0,0%	14,1%	5,8%	9,3%	4,4%	6,5%	7,2%	6,3%
stopa podatkowa	53,2%	57,3%	14,7%	6,6%	-1,9%	-24,6%	20,1%	22,4%	25,3%
ROE	-	-	-	-	-	-	0,9%	5,0%	4,8%
ROA	-	-	-	-	-	-	0,3%	2,0%	2,1%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	100,6	111,4	62,0	11,7	65,5	77,2	199,5	135,9	81,3

Źródło: Agora, prognozy BM Banku Millennium

Czynniki ryzyka

Makroekonomiczne:

- ❑ Blisko połowa przychodów Grupy Agora pochodzi z rynku reklamy, którego zmiany wartości silnie reagują na wahania koniunktury gospodarczej. Wpływ tego ryzyka w dużej mierze widoczny był 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 niezyskania efektów współmiernych do zainwestowanych środków.

Obszar kinowy:

- ❑ Duży udział spółki w rynku kin w Polsce oraz rosnący stopień jego nasycenia stwarza ryzyko dla dalszego 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.
- ❑ W konsekwencji dużych ograniczeń w funkcjonowaniu kin podczas epidemii spółka Helios znacznie zwiększyła zadłużenie, które jest zabezpieczone przez Agorę. Konieczność jego obsługi ze strony Heliosa i deklarowane szybkie oddłużanie zmniejszają możliwości inwestycyjne, co negatywnie może wpłynąć na konkurencyjność sieci kinowej.

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.
- ❑ Zarząd Agory przez wiele lat dostosowywał poziom kosztów działalności prasowej do spadającego czytelnictwa i co za tym idzie przychodów segmentu. W 2022r. zapowiedź kolejnych działań efektywnościowych (połączenie redakcji Wyborczej i Gazety.pl) napotkała na zdecydowany opór zespołu kierowanego przez Redaktora Naczelnego. Ostry spór wstrzymał działania efektywnościowe, co postawiło pod znakiem zapytania podnoszenie rentowności tego segmentu. Obecnie zmiany zostały skierowane na wydzielenie poszczególnych segmentów, w tym segmentu Prasa, do odrębnych spółek, jednak na efekty tych zmian trzeba będzie poczekać.

Obszar radiowy:

- ❑ Działalność radiowa jest koncesjonowana, z czym wiąże się ryzyko jej nieprzedłużenia.

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.

Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 mies.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	31 mar 22	1,56	3,50	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	27 kw i 22	78,10	77,00	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	16 maj 22	9,90	9,30	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 cze 22	5,55	10,40	Adam Zajler
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołtyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler

Zródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	73%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	3	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Nie w ydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

**ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora*

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Dyrektor
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyński, CFA Analityk
Doradca Inwestycyjny branża odzieżowa
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyński@bankmillennium.pl

Adam Zajler Analityk
+48 22 598 26 88 przemysł, technologie, media
adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj Analityk
Doradca inwestycyjny fundusze inwestycyjne
+48 22 598 26 59
Lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski Analityk
+48 22 598 26 05 fundusze inwestycyjne
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl sektor gier komputerowych

Departament Sprzedaży

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

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip 02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium 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. Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 stop procentowych, ryzykiem wyeliminowania jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium 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 Biurem Maklerskim Banku Millennium 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

WNB - wynik na działalności bankowej

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

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamek Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamek Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze. Biuro Maklerskie Banku Millennium 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.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, 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 Biura 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 Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 7 kwietnia 2023r. o godzinie 11.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 7 kwietnia 2023r. godzina 11.30.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.