



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

Wydajemy dla walorów Agory zalecenie Kupuj z ceną docelową 10,46 PLN/akcję, czyli 38% powyżej obecnego kursu rynkowego. Aktualnie spółka jest handlowana na mnożnikach EV/EBITDA na lata 2024-2025 w okolicy 5,4x i 4,3x. Zauważamy, że są to poziomy w dalszym ciągu znacząco odbiegające in minus od tego jak inwestorzy wyceniają inne podmioty w obszarze media/rozrywka. Udana zakończenie bieżącego roku, w naszej ocenie, powinno umocnić obserwowaną poprawę sentymentu inwestycyjnego wokół spółki. Agora pozostaje na pozycji naszego faworyta w grupie TMT na cały bieżący 2023 rok.

Wyniki za 2Q'23 oceniamy pozytywnie. Po stronie przychodowej widzimy szereg wzrostowych impulsów. Potwierdzeniem umiarkowanego optymizmu (na obecnym wciąż wymagającym rynku reklamy) może być fakt, że Agora podniosła prognozy dla całego 2023 roku. Obecnie spółka spodziewa się wzrostu w przedziale od +4 do +6% (poprzednio było to od +2% do +4%).

Utrzymujemy nasze dotychczasowe spojrzenie, iż Agora jest w bardzo ciekawym momencie. Po wielu, wielu latach nieustannych perturbacji spółka, według naszych założeń, począwszy od 2023 roku rozpoczęła okres dynamicznej odbudowy wyników. Kolejne kwartały, według nas, powinny potwierdzić, iż spółka jest na trwałej ścieżce odbudowy wyników.

Strategia spółki na lata 2023-2026 wskazuje na szereg mocnych stron grupy oraz zakłada pojawienie się impulsów, które Agora będzie chciała wykorzystać w odbudowie swojej pozycji na rynku. Celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) odpowiednio 180 i 226 mln PLN.

Oceniamy bardzo pozytywnie przejęcie kontroli nad Eurozet. Projekt konsolidacji rynku radiowego w Polsce jest dla Agory wyjątkową szansą na wykazanie sporej wartości dla akcjonariuszy. W naszym odczuciu jest to biznes, który Agora potrafi robić i obecnie posiada narzędzia i kompetencje do realizacji zapowiedzianego przez Prezesa Agory celu, czyli zdobycia pierwszego miejsca na rynku radiowym w Polsce.

Przedstawione w niniejszym raporcie prognozy na kolejne lata, w naszym odczuciu, nie uwzględniają pełnego potencjału jaki przedstawiają biznesy skupione w Agorze. W szczególności przy rozpatrywaniu bazy przychodowej z reklamy, zwracamy uwagę na zasięgi, którymi dysponuje Agora. Dlatego, mamy na uwadze, że potencjalnie po powrocie mediów spółki do „stolika z tortem reklamowym” w Polsce na równych zasadach, co inne podmioty medialne, przywrócony może zostać istotny strumień przychodowy.

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody razem [mln PLN]	966	1 113	1 372	1 441	1 585	1 705
EBITDA skor. [mln PLN]	128	143	213	237	287	332
EBIT [mln PLN]	-41,9	-64,8	41,3	68,0	118,9	165,8
Wynik netto [mln PLN]	-44,5	-102,7	19,9	18,9	50,4	87,0
P/E	---	---	17,8	18,7	7,0	4,1
EV/Przychody	1,1	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	8,0	7,6	5,3	5,4	4,3	3,5
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,65
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%	8,6%

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 10,46 PLN

13 WRZESIEŃ 2023, 10:10 CEST

Wycena końcowa [PLN]	10,46
Wycena DCF [PLN]	10,49
Wycena mnożnikowa [PLN]	10,43
Potencjał do wzrostu / spadku	+38%

Cena rynkowa [PLN]	7,6
Kapitalizacja [mln PLN]	354
Ilość akcji [mln szt.]	46,6

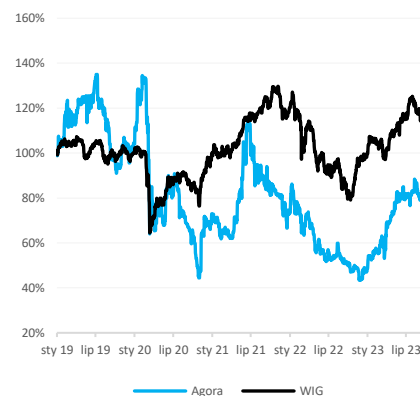
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,68
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,84

Zmiana kursu za 3 mc	-2%
Zmiana kursu za 6 mc	27%
Zmiana kursu za 12 mc	50%
Zmiana kursu YTD	60%

Akcjonariat (udział w kapitale):	
Agora-Holding	11,6%
PTE PZU	16,3%
Media Development Investment Fund	11,5%
NN PTE	9,7%
Free float	51,0%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA	8
WYNIKI AGORY ZA 2Q'23	10
DŁUG FINANSOWY	15
PRZEJĘCIE KONTROLI NAD EUROZET.....	16
PROGNOZA NA 2023 I KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wydajemy dla walorów Agory zalecenie Kupuj z ceną docelową 10,46 PLN/akcję, czyli 38% powyżej obecnego kursu rynkowego. Agora pozostaje na pozycji naszego faworyta w grupie TMT na cały bieżący 2023 rok.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 10,49 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,5x) na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 10,43 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 10,46 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Agora

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	10,49
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	10,43
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	10,46

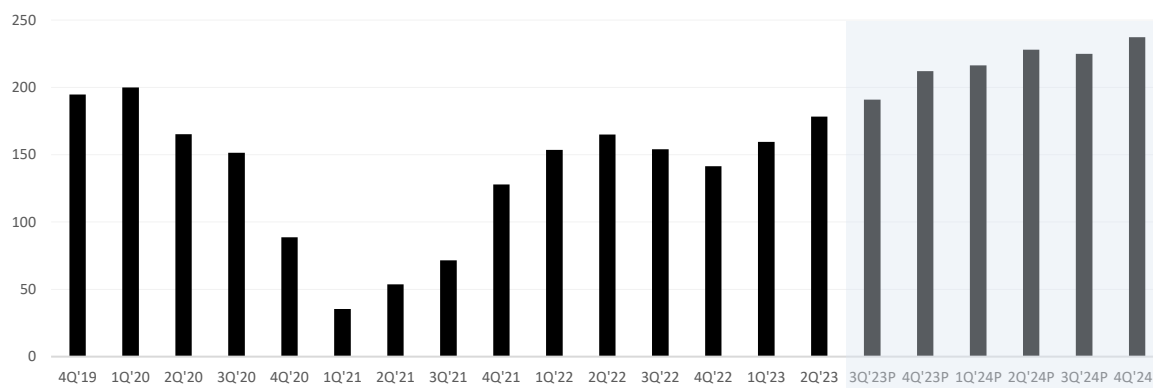
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Utrzymujemy nasze dotychczasowe spojrzenie, iż Agora jest w bardzo ciekawym momencie. Po wielu, wielu latach nieustannych perturbacji spółka według naszych założeń począwszy od 2023 roku rozpoczęła okres dynamicznej odbudowy wyników. Dotychczasowe wyniki za 1Q i 2Q 2023 roku oceniamy pozytywnie. Kolejne kwartały, według nas, powinny potwierdzić, iż spółka jest na trwałej ścieżce odbudowy wyników.

Strategia spółki na lata 2023-2026 wskazuje na szereg mocnych stron grupy oraz zakłada pojawienie się impulsów, które Agora będzie chciała wykorzystać w odbudowie swojej pozycji na rynku. Celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA (z wyłączeniem efektu MSSF 16) odpowiednio 180 i 226 mln PLN.

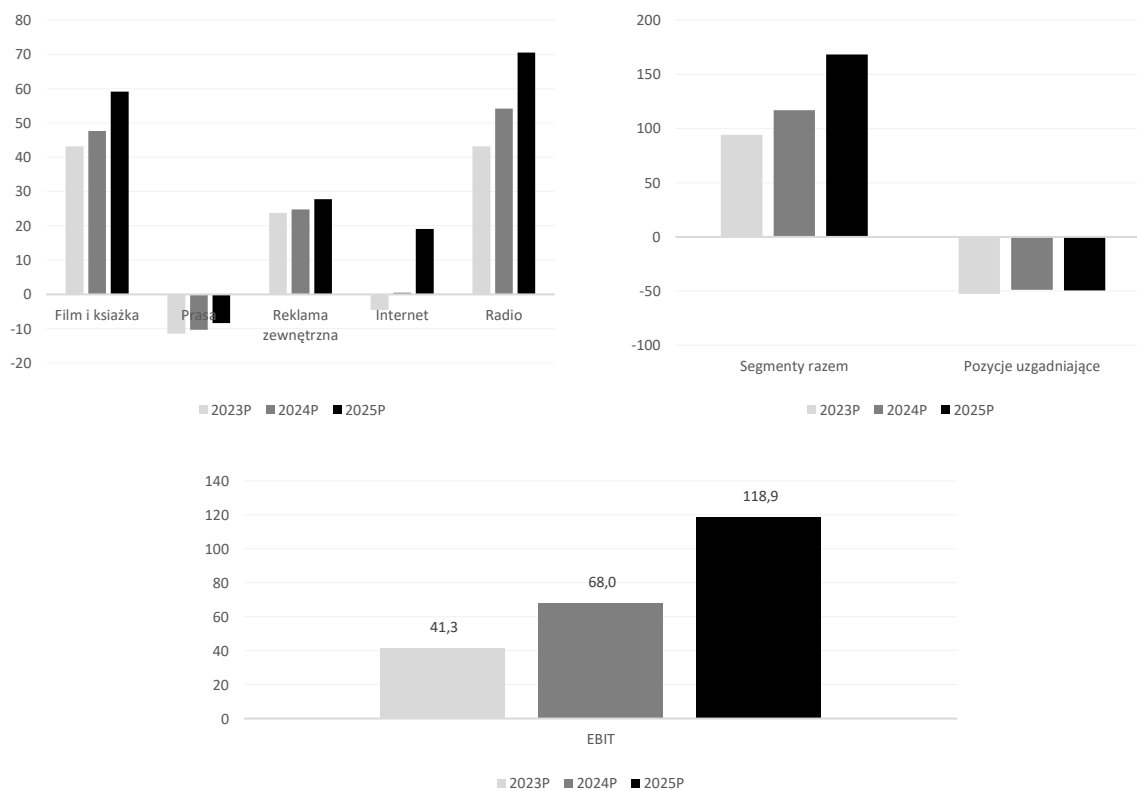
Przedstawione w niniejszym raporcie prognozy na kolejne lata, w naszym odczuciu, nadal nie uwzględniają pełnego potencjału jaki przedstawiają biznesy skupione w Agorze. W szczególności przy rozpatrywaniu bazy przychodowej z reklamy, zwracamy uwagę na zasięgi, którymi dysponuje Agora. Dlatego mamy na uwadze, że potencjalnie po powrocie mediów spółki do „stolika z tortem reklamowym” w Polsce na równych zasadach, co inne podmioty medialne, przywrócony może zostać istotny strumień przychodowy.

Zakładana przez nas przyszła ścieżka wzrostu EBITDA w ujęciu LTM [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia wzrostu EBIT dla segmentów operacyjnych z uwzględnieniem pozycji uzgadniających w Agorze na lata 2023-2025 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Potencjalne impulsy wzrostowe dla wyceny:



- Udana konsolidacja Eurozet i walka o pozycję lidera na rynku radiowym (model zakłada utrzymanie obecnych udziałów w rynku a cel zapisany w strategii spółki to zdobycie pozycji lidera)
- Powrót do "stolika z tortem reklamowym" jako równoprawny podmiot medialny
- Zmiany w strukturze organizacyjnej Agory skutkujące optymalizacją kosztową i operacyjną (w naszym modelu pozycje uzgadniające/nieprzypisane obniżają wynik segmentów o blisko 50 mln PLN rocznie)
- Trwała i szybka odbudowa frekwencji kinowej w Polsce
- Udana wdrożenie przez Yieldbird nowego produktu

Potencjalne impulsy dla obniżenia wyceny:



- Słaby rynek reklamy w Polsce w kolejnych latach
- Utrzymująca się niska frekwencja w kinach (w ujęciu rocznym) i długi proces wygaszania obiektów kinowych
- Wzrost presji konkurencyjnej na rynku subskrypcji cyfrowych i ewentualny wzrost kosztów pozysku / utrzymania czytelnika przy jednoczesnym spadku ARPU

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Agora od kilku lat jest pozbawiona istotnego strumienia przychodów w związku z decyzjami podmiotów związanych z administracją rządową i spółkami zależnymi od SP. W kolejnych latach utrzymywanie takiej sytuacji będzie negatywnie wpływać na wartość Agory. Jednocześnie, każda ewentualna zmiana w kierunku lepszej monetyzacji posiadanych zasięgów, którymi dysponują media Agory będzie silnym impulsem budowy wartości dla akcjonariuszy.

Redakcja Gazety Wyborczej (GW) pomimo kolejnych zwolnień grupowych pozostaje w Polsce ostatnim tytułem z ogólnopolskich dzienników, który utrzymuje tak rozbudowany zespół dziennikarzy (nie uwzględniamy dzienników związanych z PKN Orlen, które obecnie w naszym odczuciu nie działają na zasadach rynkowych). Obecnie kluczowym aktywem segmentu prasa jest zbudowana na przestrzeni lat baza subskrypcji cyfrowych, która przekracza 300 tys. czytelników GW. Strata EBIT segmentu prasa w pierwszym półroczu 2023 roku wyniosła 8,1 mln PLN.

Rynek kinowy w Polsce po pandemii stopniowo odbudowuje swoją wartość. Liczymy się jednak z tym, że w najbliższych dwóch latach zmniejszy się liczba multipleksów w Polsce. Przygotowujemy się zatem na scenariusz, że Helios w wyniku przeglądu własnej bazy multipleksów może zdecydować się na zamknięcie kilku lokalizacji. Uważamy jednak, że Helios wyjdzie wzmocniony z takiej potencjalnej optymalizacji bazy kinowej w Polsce (konkurencja ma słabsze zaplecze finansowe i dodatkowo obiekty konkurencji są na ogół znacznie większe niż w przypadku Helios, co ma istotne znaczenie dla prognozy rentowności danego punktu). Docelowo ograniczenie konkurencji w promieniu kilku/kilkunastu kilometrów będzie miało pozytywne przełożenie dla obiektów, które przetrwają.

Rynek USA jest tradycyjnie kluczowym obszarem dla branży kinowej. Należy mieć na uwadze, że po okresie pandemii dwie największe sieci multipleksów w USA znajdują się w procesie „odbudowy płynności”. AMC oraz Regal (wchodzący w skład grupy Cineworld) odpowiadają odpowiednio za około 23% i 16% amerykańskiego rynku. Trzeci gracz w USA to sieć Cinemark, która posiada blisko 14% udział w rynku i w przeciwieństwie do dwóch wspomnianych podmiotów historycznie działała na względnie małym lewarze i jak pokazują ostatnie kwartalne wyniki notuje w 2023 roku bardzo mocne wyniki. Nie należy wykluczać scenariusza, że znajdujemy się w okresie, kiedy może dojść do znaczących zmian własnościowych na amerykańskim rynku multipleksów, co może również rzutować na przyszłość branży w kolejnych latach. Zwracamy również uwagę, że branża multipleksów po kryzysie wywołanym pandemią udowodniła tezę, że duże produkcje filmowe znacznie lepiej monetyzować z uwzględnieniem „pierwszego okienka kinowego na wyłączność” a potem dopiero wykorzystywać streaming oraz inne formy dystrybucji (ale pod warunkiem, iż sieć kina zapewnia odpowiedni dostęp do potencjalnych widzów).

Na koniec czerwca 2023 roku zadłużenie grupy Agora z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ok 839 mln PLN (na koniec grudnia 2022 było to ok 797 mln PLN, a na koniec 2020 roku 868 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z MSSF 16 stanowiły 679,4 mln PLN. Dług finansowy bez uwzględnienia MSSF 16 na koniec 2Q'23 wyniósł 159,2 mln PLN. Jednocześnie saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło prawie 83 mln PLN. W 2022 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia łącznie wyniosły 36,5 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 23,8 mln PLN. W pierwszym półroczu 2023 roku koszty obsługi zadłużenia wyniosły 21,4 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 14 mln PLN.

Agora przejęła już kontrolę nad Eurozet (aktualnie posiada pakiet 51% udziałów) i zakładamy, że przed końcem 2024 roku odkupi pozostałe 49%. Dlatego ewentualne pogorszenie wyników tego podmiotu może być istotnym czynnikiem zaburzającym sytuację finansową Agory. Z bieżącej perspektywy oceniamy przejście Eurozet jako bardzo dobry ruch i konsolidacja rynku radiowego przez Agorę powinna przynieść istotną wartość dla akcjonariuszy.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,6% (poprzednio 6%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,0 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Agora.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 13,1%.

W modelu amortyzacja została wykazana zgodnie z ujęciem jakie spółka wykazuje w sprawozdaniach okresowych (czyli po zastosowaniu MSSF 16). W prognozie wydatków inwestycyjnych (Capex) ujęliśmy również szacunkowy przyszły koszt odnowienia leasingu.

Szacowany poziom długu netto na koniec 2023 roku uwzględnia ujęcie zgodne z MSSF 16. Wycenę pomniejszyliśmy dodatkowo o wartość opcji put (na przejście aktywów mniejszościowych) oraz o inne szacowane korekty.

W wydatkach kapitałowych uwzględniliśmy przejście pełnej kontroli nad Eurozet przed końcem 2024 roku.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity AGO na 10,49 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-01-03.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

	wzrost FCFF w okresie rezydualnym							
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
8,6%	15,8	17,1	18,6	20,4	22,4	24,9	28,0	
10,1%	12,7	13,6	14,6	15,8	17,1	18,6	20,4	
11,6%	10,5	11,2	11,9	12,7	13,6	14,6	15,8	
WACC	13,1%	8,8	9,3	9,9	10,49	11,2	11,9	12,7
	14,6%	7,5	7,9	8,4	8,8	9,3	9,9	10,5
	16,1%	6,5	6,8	7,2	7,5	7,9	8,4	8,8
	17,6%	5,7	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 441,1	1 585,1	1 705,2	1 810,1	1 888,1	1 954,0	2 018,2	2 081,4	2 136,9	2 190,1
EBITDA [mln PLN]	237,4	286,6	332,4	367,3	389,5	405,9	420,3	434,2	444,9	454,0
EBIT [mln PLN]	68,0	118,9	165,8	198,0	214,2	226,8	239,6	251,8	261,1	269,1
NOPAT [mln PLN]	55,1	96,3	134,3	160,4	173,5	183,7	194,1	204,0	211,5	217,9
Amortyzacja [mln PLN]	169,3	167,7	166,6	169,3	175,3	179,1	180,7	182,4	183,8	185,0
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
CAPEX [mln PLN]	-152,4	-148,9	-151,9	-159,2	-175,0	-179,9	-180,2	-180,2	-182,2	-185,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-206,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF [mln PLN]	-135,2	114,7	148,4	170,0	173,5	182,6	194,3	205,7	212,7	216,9
Suma PV FCFF [mln PLN]	657,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	621,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 278,8									
Dług netto [mln PLN]	746									
Inne korekty [mln PLN]	44,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	488,7									
Ilość akcji [mln szt.]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	10,49									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%

WACC w okresie rezydualnym: 13,1%

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ogółem zmiana r/r	5,0%	10,0%	7,6%	6,1%	4,3%	3,5%	3,3%	3,1%	2,7%	2,5%
Marża EBITDA	16,5%	18,1%	19,5%	20,3%	20,6%	20,8%	20,8%	20,9%	20,8%	20,7%
Marża EBIT	4,7%	7,5%	9,7%	10,9%	11,3%	11,6%	11,9%	12,1%	12,2%	12,3%
CAPEX / Przychody	10,6%	9,4%	8,9%	8,8%	9,3%	9,2%	8,9%	8,7%	8,5%	8,5%
D / E	89%	85%	78%	70%	63%	56%	49%	42%	42%	42%
E / (E+D)	53%	54%	56%	59%	61%	64%	67%	70%	71%	71%
D / (E+D)	47%	46%	44%	41%	39%	36%	33%	30%	29%	29%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Beta nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
Kosz kapitału własnego	17,9%	17,9%	17,8%	17,7%	17,3%	16,9%	16,4%	16,0%	16,0%	16,0%
Kosz długu po opodatkowaniu	7,2%	6,7%	6,3%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
WACC	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	13,0%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2023-2025. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 5,5x (tak jak poprzednio). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 466 mln PLN, czyli 10,43 PLN/akcję.

Wycena mnożnikowa Agora (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	2,51	5,15	7,79	10,43	13,06	15,70	18,34

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2023P	2024P
SCHIBSTED	19,6	17,1
NEW WORK	6,4	5,7
ADEVINTA	15,2	12,7
SCOUT24	17,5	15,1
AUTO TRADER	15,8	14,2
RIGHTMOVE	17,1	16,2
VIVENDI	9,0	7,8
INFORMA	13,5	11,7
PEARSON	9,4	8,8
WOLTERS KLUWER	17,3	16,1
NEW YORK TIMES	17,5	15,9
ALPHABET	13,9	12,3
META PLATFORMS	11,1	9,3
CLEAR CHANNEL	14,3	13,3
JCDECAUX	12,1	10,5
LAMAR ADVERTIS	13,8	13,1
STROEER	7,2	6,5
LAGARDERE SA	9,9	9,3
KINEPOLIS	11,1	9,3
CINEMARK	6,5	6,3
IMAX CORP	10,0	9,1
AMC ENTERTAINMEN	16,0	13,9
GRUPA PRACUJ	14,1	13,7
CYFROWY POLSAT	6,4	5,8
WIRTUALNA POLSKA	8,5	7,4
ATM GRUPA	5,4	5,1

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023-2024 dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 12,8x oraz 11,1x.

Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada różne działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej i tym samym poziomem akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, OOH, radio, kino).

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być Schibsted, dla którego szacunkowe prognozy wynoszą 19,6-17,1x EV/EBITDA. Innym przykładem może być The New York Times, gdzie inwestorzy akceptują wskaźniki EV/EBITDA rzędu 17,5-15,9x na lata 2023-2024.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Agora i "Gazeta Wyborcza" powstały przed wyborami do parlamentu w 1989 roku. W pierwszych latach po transformacji ustrojowej dzięki sukcesowi komercyjnemu Gazety Wyborczej, Agora wyrosła na jedną z największych spółek medialnych w Polsce. Od 1999 roku Agora jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Spółka na przestrzeni lat była aktywnym podmiotem w szeregu procesach M&A i obecnie w ramach grupy wchodzi 5 obszarów biznesowych:

- Film i książka
- Radio
- Reklama Zewnętrzna
- Prasa cyfrowa i drukowana
- Internet

Wyniki poszczególnych obszarów biznesowych są w różnym stopniu skorelowane między sobą. Zwracamy jednocześnie uwagę, że Agora posiada dużą ekspozycję na kondycję rynku reklamy w Polsce oraz frekwencję w kinach. W ramach wyodrębnionych obszarów biznesowych, Agora zajmuje w Polsce silną pozycję na każdym rynku, na którym prowadzi działalność.

Pozycja poszczególnych segmentów biznesowych w rynku

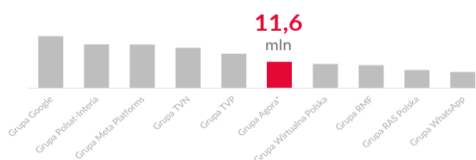
Segment	Pozycja	Opis
Reklama zewnętrzna	#1	Lider rynku reklamy zewnętrznej w Polsce ⁽¹⁾
Prasa cyfrowa i drukowana	#1	Lider rynku subskrypcji w Polsce ⁽²⁾
Radio	#2	Druga grupa radiowa w Polsce pod względem zasięgów ⁽³⁾
Film i książka	#2	Druga sieć kinowa pod względem sprzedaży biletów ⁽⁴⁾
Internet	#4	Czwarte miejsce wśród wydawców online ⁽⁵⁾

Źródło: Dane przedstawione przez Agorę w strategii na lata 2023-2026 na podstawie:

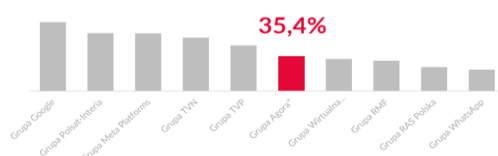
- 1) Źródło: OOH - Outdoor Track, DOOH - Proxi Cloud, opracowanie własne AMS
- 2) Źródło: FIPP – Global Digital Snapshot Q4 2022 Report
- 3) Źródło: Dane o udziałach w słuchalności pochodzą z badania RadioTrack, przeprowadzanego przez firmę MillwardBrown SMG/KRC (wszystkich miejsc słuchania, wszystkich dni słuchania i wszystkich kwadransów) w całej populacji i grupie wiekowej 15+ za styczeń-marzec 2023 r. Wielkość próby: 20 939.
- 4) Źródło: Boxiffice.pl
- 5) Źródło: Badanie Mediapanel prowadzone przez Gemius w okresie od 1 stycznia do 31 marca 2023 r.; wskaźniki: „Real Users - średnia dzienna”, okres: marzec 2023; dane dla platform: Internet; Grupa Agora – zgrupowane wyniki dla Grupa Agora i Grupa Eurozet (zestawienie własne)

Zasięgi mediów grupy Agora (jeden z głównych graczy na polskim rynku)

Odbiorcy - średnia dzienna



Zasięg [%] - średnia dzienna



Dodatkowo zasięg OOH i DOOH to 4,9 mln osób dziennie (w wieku 15-65 lat)

Źródło: Dane przedstawione przez Agorę w strategii na lata 2023-2026 na podstawie: Badanie Mediapanel prowadzone przez Gemius w okresie od 1 stycznia do 31 marca 2023 r.; wskaźniki: „Real Users - średnia dzienna”, „Zasięg - średnia dzienna”; dane crossmedia dla platform: Internet, Radio, Telewizja. Okres: styczeń 2023; Zestawienie Top Media Owners. Grupa Agora – zgrupowane wyniki dla Grupa Agora i Grupa Eurozet.

Spółka pod koniec kwietnia'23 przedstawiła nową strategię na najbliższe lata (2023-2026). Agora wyodrębniła pięć filarów, na których oparte mają być kierunki strategiczne:

RÓŻNORODNOŚĆ I AUTONOMIA EFEKTYWNOŚĆ

- Utrzymanie autonomii segmentów biznesowych
- Otwarcie Grupy Agora na zewnętrznych inwestorów i partnerów
- Umożliwienie poszczególnym segmentom i markom realizacji specyficznych dla nich pomysłów

NOWY MODEL OPERACYJNY

- Ujednolicenie zasad zarządzania w ramach Grupy Agora
- Wprowadzenie jednolitej, macierzowej struktury zarządczej w Grupie Agora w obszarach HR, Finanse, Technologia i innych

EFEKTYWNOŚĆ

- Realizacja synergii przychodowych
- Pogłębienie korzyści płynących ze współpracy pomiędzy podmiotami w Grupie
- Elastyczny model pracy

PORTFOLIO I ZASIĘG

- **Wzrost zasięgów i rozwój obecnego portfela biznesów mediowych Agory**
- **Awans do TOP3 największych polskich firm medialnych w ciągu najbliższych 4 lat**

WARTOŚĆ

- **Zwiększenie wartości dla akcjonariuszy**
- **Powrót do poziomu EBITDA pozwalającego na dynamiczny rozwój Grupy Agora i wypłatę dywidendy**
- **Planowany wynik EBITDA na poziomie minimum 200 mln PLN (z wyłączeniem MSSF16)**

W nowej strategii, według nas, zaakcentowano bardzo szeroki zasięg mediów jakie dziś posiada Agora, a także wskazano na przewagi jakimi dysponuje grupa wynikające m.in. z dotychczasowych inwestycji w rozwój własnych rozwiązań cyfrowych i subskrypcyjnych. Analizując pojedyncze segmenty i wyznaczone przed nimi cele oceniamy, że skumulowany efekt o jaki walczyć będzie spółka może skutkować docelową poprawą efektywności operacyjnej odbiegającą in plus od wskazanego „minimum 200 mln PLN EBITDA (z wyłączeniem MSSF16) w 2026 roku”.

WYNIKI AGORY ZA 2Q'23

Wyniki za 2Q'23 oceniamy pozytywnie. Po stronie przychodowej widzimy szereg wzrostowych impulsów. Potwierdzeniem umiarkowanego optymizmu (na obecnym wciąż wymagającym rynku reklamy) może być fakt, że Agora podniosła prognozy dla całego 2023 roku. Obecnie spółka spodziewa się wzrostu w przedziale od +4 do +6% (poprzednio było to od +2% do +4%).

Dostrzegamy, że Agora zaczyna korzystać z nowej oferty reklamowej po przejęciu kontroli nad Eurozet i liczymy na dobre informacje z tego obszaru w kolejnych okresach. Zauważamy również, że drugi kwartał br. potwierdził, iż Helios odczuwalnie poprawił monetyzację widza w ujęciu r/r. W 2Q'23 pomimo punktowo niższej frekwencji r/r udało się zwiększyć wpływy z działalności kinowej. Szacujemy, że w ostatnim kwartale średnia cena biletu wzrosła o blisko 13% r/r. Widzimy też silne wpływy z barów kinowych i średni przychód na widza z tej pozycji wzrósł, według naszych szacunków, o ponad 14% r/r.

Dla nas bardzo ważną informacją jaką zarząd Agory skierował do inwestorów było również wskazanie, że Yieldbird ma za sobą udane testy nowej platformy produktowej. Tym samym rok 2024 może być bardzo ciekawy dla tego podmiotu.

- Przychody skonsolidowane Agory wyniosły w 2Q'23 blisko 327 mln PLN (+25% r/r). Wpływy z reklamy były wyższe o 40% r/r (m.in. efekt konsolidacji Eurozet).
- Frekwencja w kinach w samym 2Q'23 była niższa r/r i sieć Helios sprzedała mniej biletów o ponad 4% niż w 2Q'22. Jednocześnie drugi kwartał br. potwierdził, że Helios poprawił monetyzację widza w ujęciu r/r i pomimo niższej frekwencji udało się zwiększyć wpływy z działalności kinowej (wpływy z biletów do kin +9% r/r, a sprzedaż barów kinowych +10% r/r).
- Agora podniosła prognozy dla rynku reklamy na 2023 rok. Obecnie spółka spodziewa się wzrostu w przedziale od +4 do +6% (poprzednio było to od +2% do +4%).

Założenia Agory dla dynamiki rynku reklamy w Polsce na 2023

	OBECNIE przedział od/do:		POPRZEDNIO przedział od/do:	
Rynek reklamy ogółem	+4%	+6%	+2%	+4%
Telewizja	+1%	+4%	-1%	+2%
Internet	+4%	+7%	+2%	+5%
Radio	+2%	+5%	+1%	+4%
Reklama zewnętrzna	+5%	+10%	+5%	+10%
Prasa	-8%	-5%	-10%	-7%
Kino	+20%	+25%	+9%	+14%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Odczyt EBITDA skor. w 2Q'23 wyniósł 44,8 mln PLN (+72% r/r), a nasze wcześniejsze oczekiwania mówiły o 43,8 mln PLN. EBITDA skor. w ujęciu LTM przekroczyła 178 mln PLN (+8% r/r).
- Wynik EBIT za 2Q'23 wskazuje na zysk rzędu 0,7 mln PLN, podczas gdy nasze wcześniejsze założenia wskazywały kwotę w okolicy 0,9 mln PLN.
- Dodatnie saldo na działalności finansowej w kwocie 20,8 mln PLN umożliwiło finalnie na wykazanie zysku netto (wpływ różnic kursowych łącznie to +28,5 mln PLN). Tym samym zysk netto przypisany akcjonariuszom wyniósł 6,9 mln PLN.

Wyniki za 2Q'23 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	2Q'22	2Q'23	zmiana r/r	2Q'22 LTM	2Q'23 LTM	zmiana r/r	2Q'23P	realizacja
Przychody	261,9	326,9	25%	1 133,1	1 220,9	8%	327,6	100%
Reklama	129,7	181,8	40%	534,5	583,8	9%	181,9	100%
Bilety do kina	38,6	42,1	9%	196,2	210,5	7%	41,2	102%
Sprzedaż wydawnictw	33,2	33,9	2%	140,2	138,1	-1%	34,6	98%
Bary kinowe	23,0	25,2	10%	102,5	117,2	14%	25,0	101%
Sprzedaż gastronomiczna	10,0	10,7	7%	34,6	40,2	16%	11,0	98%
Działalność filmowa	2,9	3,1	9%	29,0	21,1	-27%	2,9	107%
Pozostała sprzedaż	24,5	30,1	23%	96,0	110,0	15%	31,0	97%
EBITDA skorygowana	26,1	44,8	72%	164,9	178,2	8%	43,8	102%
EBIT	-11,8	0,7		0,7	-34,6		0,9	74%
Saldo finansowe	-5,1	20,8		-36,9	32,9		21,1	99%
Wynik brutto	-14,0	21,0		-26,9	-1,1		21,3	98%
Wynik netto	-17,6	12,5		-28,1	-7,7		13,7	91%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-14,0	6,9		-24,8	-15,4		7,6	91%
udziały niekontrolujące	-3,6	5,6		-3,3	7,7		6,1	92%

EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

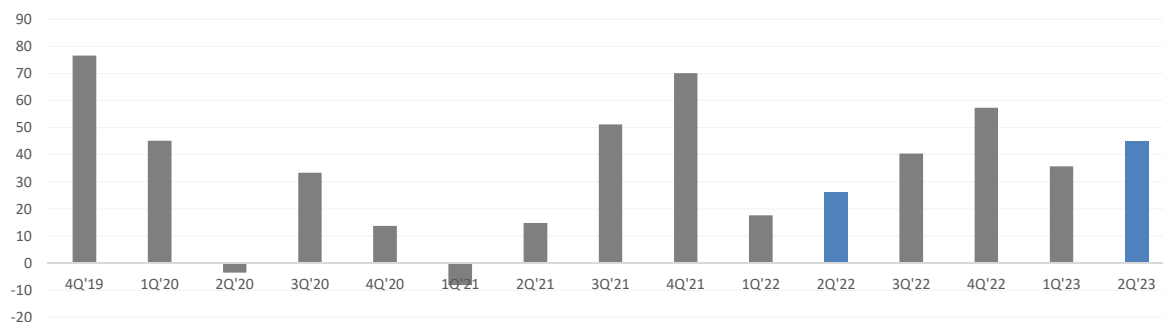
Wynik EBIT w podziale na segmenty oraz pozycje uzgadniające

	2Q'22	2Q'23	1H'22	1H'23
EBIT	-11,8	0,7	-34,5	-4,3
Film i książka	-7,4	-6,3	-9,6	9,6
Prasa	-4,6	-2,7	-11,3	-8,1
Reklama zewnętrzna	5,8	10,6	0,8	10,7
Internet	1,4	-2,3	2,1	-5,6
Radio	1,0	14,7	-1,0	15,5
Segmenty razem	-3,8	13,9	-19,0	22,0
Pozycje uzgadniające	-8,0	-13,2	-15,5	-26,3

Dane dla segmentów za 2Q'22 zostały przekształcone według nowej metodologii alokacji kosztów, którą spółka wprowadziła od 1Q'23

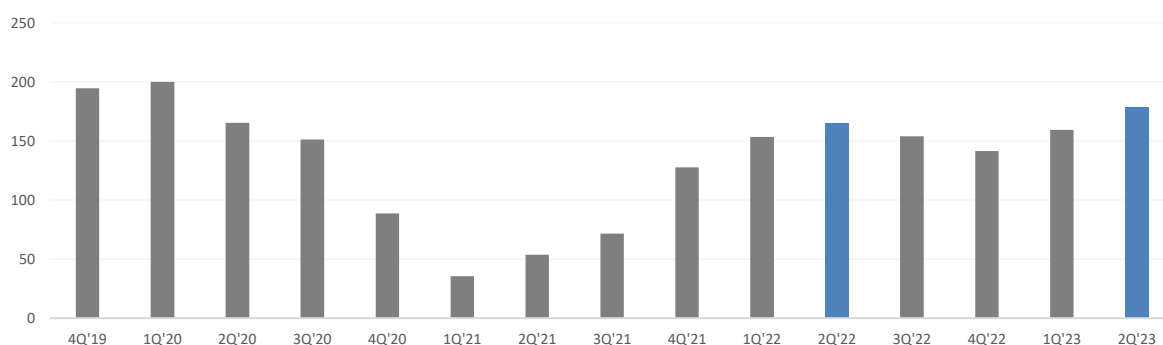
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w poszczególnych kwartałach [mln PLN]



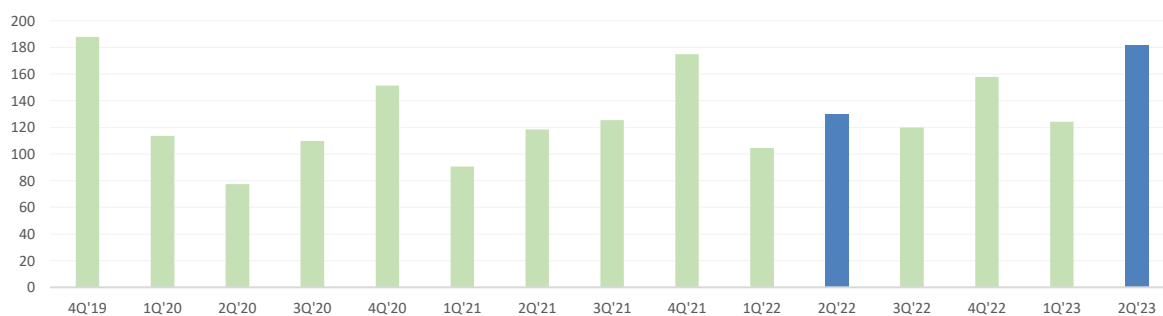
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM [mln PLN]



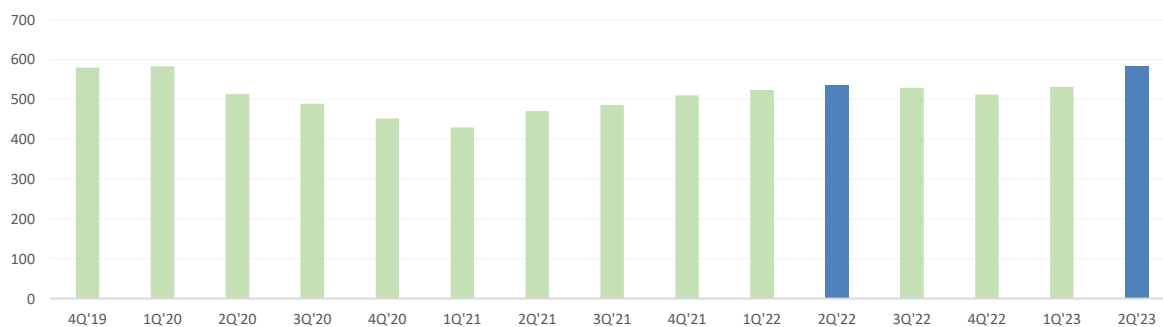
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe w grupie Agora [mln PLN]



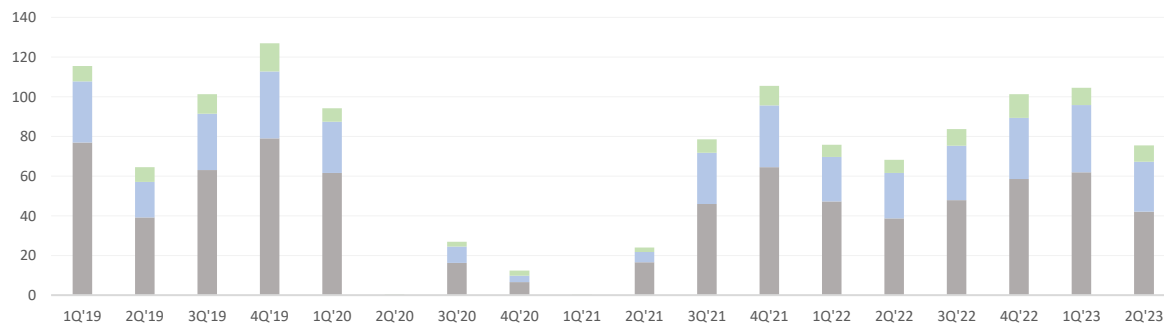
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe LTM w grupie Agora [mln PLN]



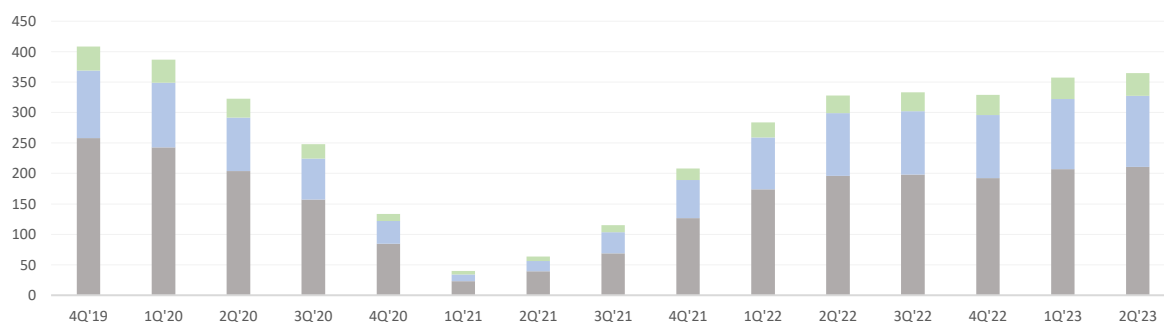
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z działalności kinowej (sprzedaż biletów, bary kinowe, reklama) [mln PLN]



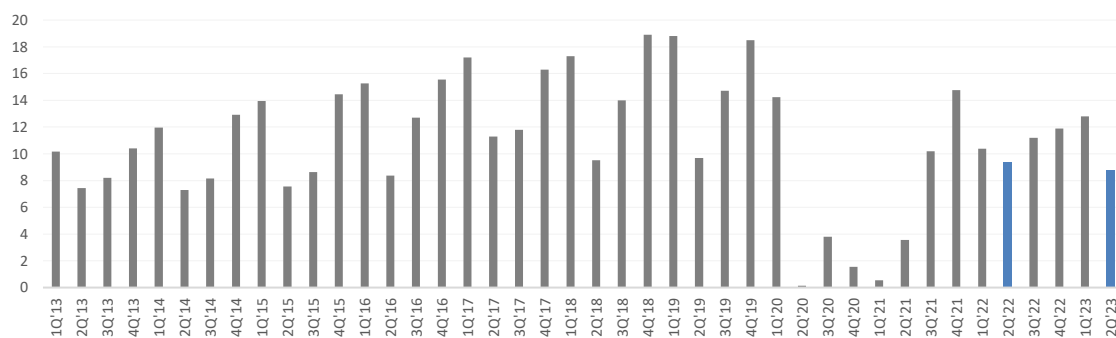
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z działalności kinowej LTM (sprzedaż biletów, bary kinowe, reklama) [mln PLN]



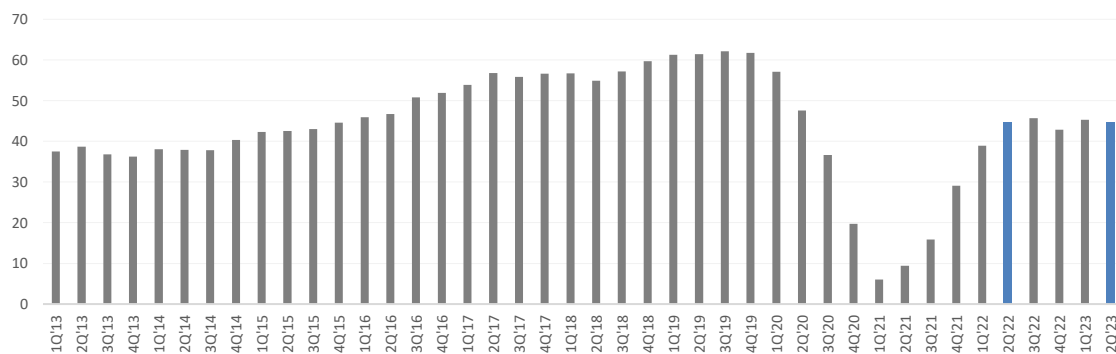
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce (ujęcie kwartalne) [mln widzów]



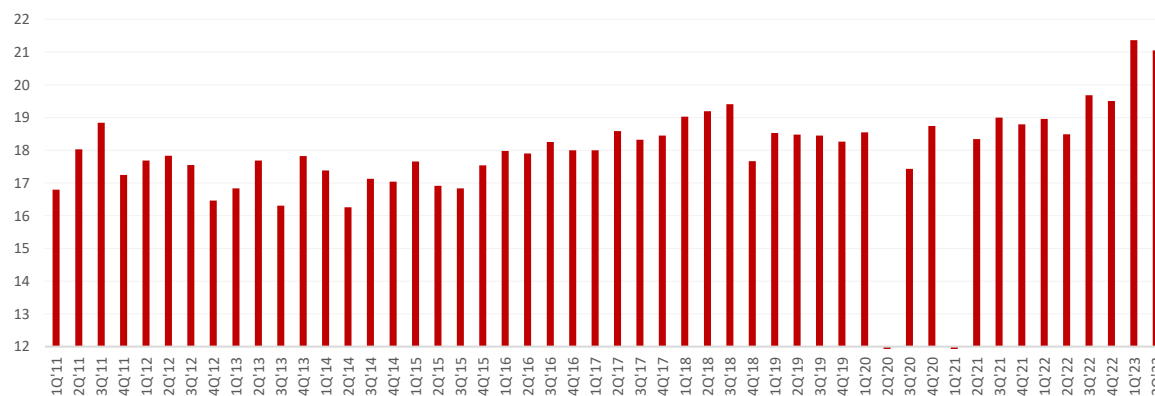
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [mln widzów]



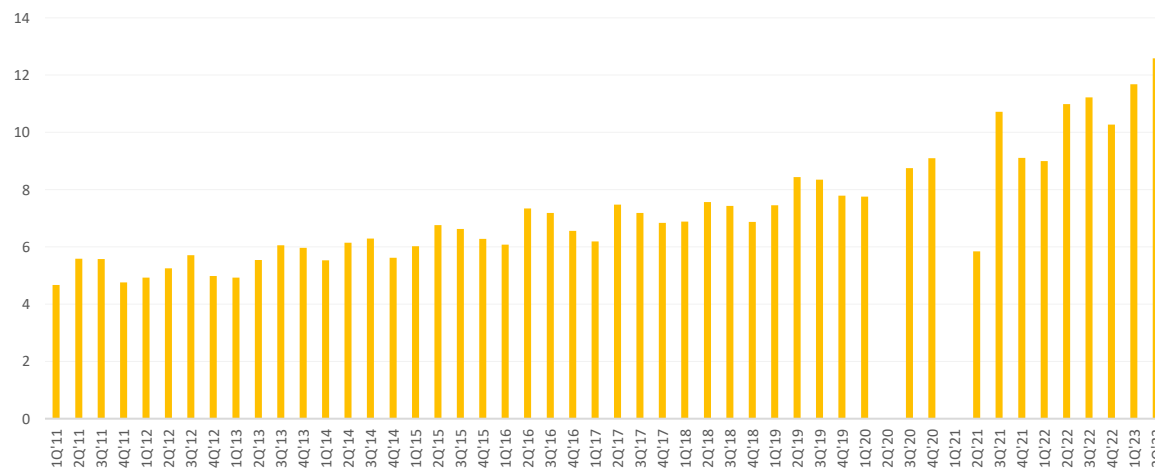
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Szacunki historycznej średniej ceny biletów w sieci Helios [PLN/bilet]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szacunki historycznej sprzedaży w barach kinowych sieci Helios w przeliczeniu na 1 widza [PLN/widza]



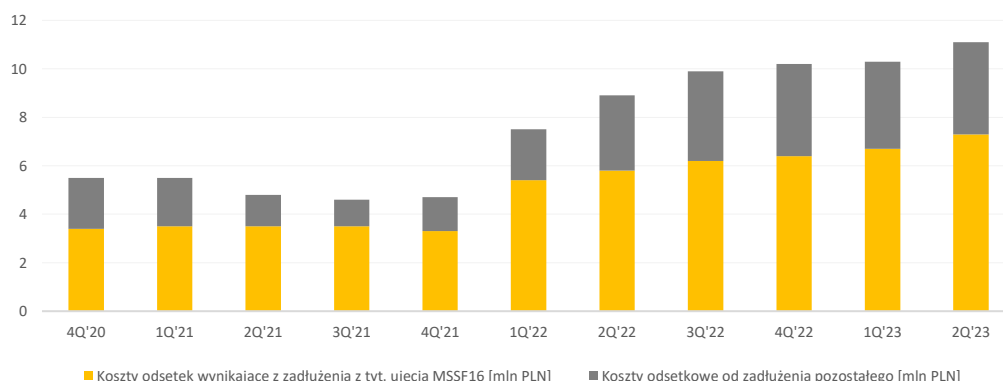
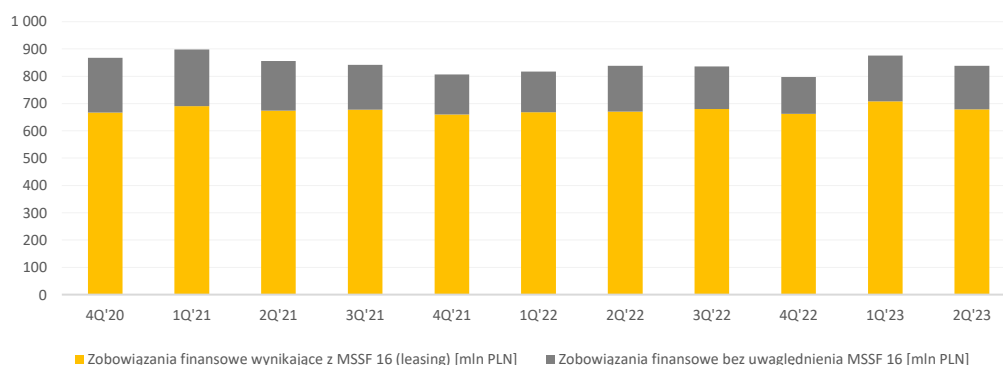
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DŁUG FINANSOWY

Na koniec czerwca 2023 roku zadłużenie grupy Agora z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ok 839 mln PLN (na koniec grudnia 2022 było to ok 797 mln PLN, a na koniec 2020 roku 868 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z MSSF 16 stanowiły 679,4 mln PLN. Dług finansowy bez uwzględnienia MSSF 16 na koniec 2Q'23 wyniósł 159,2 mln PLN. Jednocześnie saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło prawie 83 mln PLN.

W 2022 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia łącznie wyniosły 36,5 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 23,8 mln PLN. W pierwszym półroczu 2023 roku koszty obsługi zadłużenia wyniosły 21,4 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 14 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PRZEJĘCIE KONTROLI NAD EUROZET

W dniu 27 lutego 2023 roku, po wielu latach batalii sądowych w wyniku niespotykanych dotychczas działań UOKiK podważających naszym zdaniem zasady uczciwej konkurencji i sens wolnego rynku w Polsce, Agora finalnie nabyła 11% udziałów w Eurozet.

Pakiet 11% udziałów, który pozwolił na osiągnięcie progu 51% w kapitale Eurozet został wyceniony na ok 9,17 mln EUR, czyli ponad 43 mln PLN (ostateczna cena sprzedaży zostanie ustalona w oparciu o formułę określoną w umowie na podstawie sprawozdań finansowych grupy kapitałowej Eurozet za 2022 rok). Zwracamy uwagę, że jednocześnie Agora otrzymała pożyczkę od SFS Ventures (sprzedający udziały) w wysokości 9,17 mln EUR na zakup wspomnianych udziałów (pożyczka jest oprocentowana według stopy wynoszącej 9,5% rocznie). W dniu 12 lipca 2023 roku Agora dokonała częściowej spłaty wspomnianej pożyczki w kwocie 4,4 mln EUR, tym samym pozostała kwota do spłaty pożyczki wynosi niespełna 4,8 mln EUR.

Agora (lub wskazany przez nią podmiot trzeci) uprawniona jest do nabycia pozostałych 49% udziałów Eurozet w ramach opcji call w terminie do 31 lipca 2025 roku. W naszym modelu przyjęliśmy założenie, że Agora przejmie ten pakiet przed końcem 2024 roku.

W 2022 roku Eurozet wypracował następujące rezultaty:

- EBITDA 53,1 mln PLN
- EBIT 44,7 mln PLN
- Wynik netto 35 mln PLN

Implikowane mnożniki transakcyjne były dla Agory, wg nas, racjonalne (P/E'22 ok 11,2x i EV/EBITDA ok 7,3x). Dodatkowo przypominamy, że Agora otrzymywała w ostatnich latach hojne strumienie dywidend z Eurozet. W latach 2020-2022 suma otrzymanych dywidend wyniosła 52 mln PLN.

W wyniku rozliczenia nabycia 11% udziałów w Eurozet Agora w raporcie okresowym za 1Q'23 dokonała ponownej wyceny dotychczas posiadanych 40% udziałów Eurozet do ich wartości godziwej na dzień przejścia kontroli. W rezultacie w przychodach finansowych ujęto zysk w kwocie ok 45,3 mln PLN.

Oceniamy bardzo pozytywnie przejście kontroli nad Eurozet. Projekt konsolidacji rynku radiowego w Polsce jest dla Agory wyjątkową szansą na wykazanie sporej wartości dla akcjonariuszy. W naszym odczuciu jest to biznes, który Agora potrafi robić i obecnie posiada narzędzia i kompetencje do realizacji zapowiedzianego przez Prezesa Agory celu jakim jest zdobycie pierwszego miejsca na rynku radiowym w Polsce.

PROGNOZA NA 2023 I KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Utrzymujemy nasze dotychczasowe spojrzenie, iż Agora jest w bardzo ciekawym momencie. Po wielu, wielu latach nieustannych perturbacji spółka według naszych założeń począwszy od 2023 roku rozpoczęła okres dynamicznej odbudowy wyników. Dotychczasowe wyniki za 1Q i 2Q 2023 roku oceniamy pozytywnie. Kolejne kwartały, według nas, powinny potwierdzić, iż spółka jest na trwałej ścieżce odbudowy wyników.

Strategia spółki na lata 2023-2026 wskazuje na szereg mocnych stron grupy oraz zakłada pojawienie się impulsów, które Agora będzie chciała wykorzystać w odbudowie swojej pozycji na rynku. Celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) odpowiednio 180 i 226 mln PLN.

Przedstawione w niniejszym raporcie prognozy na kolejne lata, w naszym odczuciu, nadal nie uwzględniają pełnego potencjału jaki przedstawiają biznesy skupione w Agorze. W szczególności przy rozpatrywaniu bazy przychodowej z reklamy, zwracamy uwagę na zasięgi, którymi dysponuje Agora. Dlatego mamy na uwadze, że potencjalnie po powrocie mediów spółki do „stolika z tortem reklamowym” w Polsce na równych zasadach, co inne podmioty medialne, przywrócony może zostać istotny strumień przychodowy.

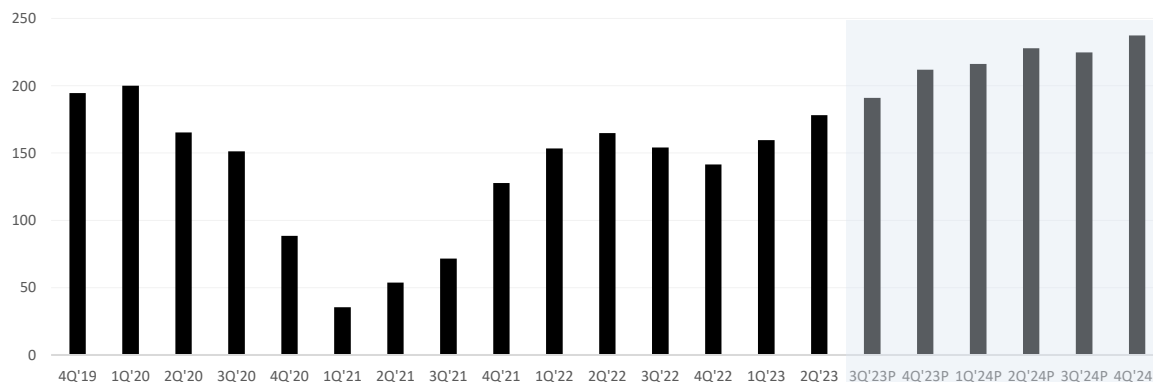
Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy

	1Q'23	2Q'23	3Q'23P	4Q'23P	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	295,8	326,9	353,6	395,5	1 113,1	1 371,9	1 441,1	1 585,1	1 705,2
Reklama	124,3	181,8	173,8	222,2	511,9	702,1	772,8	861,6	931,2
Bilety do kina	62,0	42,1	63,8	60,0	192,3	227,9	223,6	252,1	275,2
Sprzedaż wydawnictw	33,5	33,9	34,1	35,4	136,9	136,9	137,9	139,8	141,2
Bary kinowe	33,9	25,2	34,5	32,2	103,5	125,7	125,0	141,3	154,6
Sprzedaż gastronomiczna	9,1	10,7	10,9	11,0	38,3	41,8	44,9	48,3	51,9
Działalność filmowa	5,5	3,1	5,4	5,8	31,2	19,8	19,1	20,4	20,7
Pozostała sprzedaż	27,6	30,1	31,1	28,9	99,0	117,7	117,8	121,6	130,4
EBITDA skorygowana*	35,7	44,8	53,1	78,3	142,7	213,3	237,4	286,6	332,4
EBIT	-5,0	0,7	9,9	35,7	-64,8	41,3	68,0	118,9	165,8
Film i książka	16,0	-6,3	17,6	16,0	16,0	43,2	47,7	59,2	73,3
Prasa	-5,5	-2,7	-0,4	-2,9	-50,9	-11,4	-10,3	-8,4	-7,7
Reklama zewnętrzna	0,1	10,6	1,2	11,9	15,7	23,8	24,8	27,8	31,9
Internet	-3,3	-2,3	-2,8	3,8	24,0	-4,6	0,5	19,1	34,7
Radio	0,8	14,7	8,0	19,6	8,2	43,2	54,3	70,6	84,6
Segmenty razem	8,1	13,9	23,7	48,4	13,0	94,1	116,9	168,3	216,7
Pozycje uzgadniające	-13,1	-13,2	-13,7	-12,7	-77,8	-52,8	-48,9	-49,4	-50,9
Saldo finansowe	41,0	20,8	-36,7	-14,8	-47,4	10,3	-22,5	-52,7	-53,4
Wynik brutto	32,7	21,0	-27,3	20,5	-103,7	46,9	44,0	66,2	112,4
Wynik netto	34,7	12,5	-27,3	16,6	-105,7	36,6	34,5	53,6	91,0
akcjonariuszy jedn. dominującej	32,6	6,9	-30,9	11,3	-102,7	19,9	18,9	50,4	87,0
udziały niekontrolujące	2,1	5,6	3,6	5,3	-3,0	16,7	15,6	3,2	4,0

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładana przez nas przyszła ścieżka wzrostu EBITDA w ujęciu LTM [mln PLN]

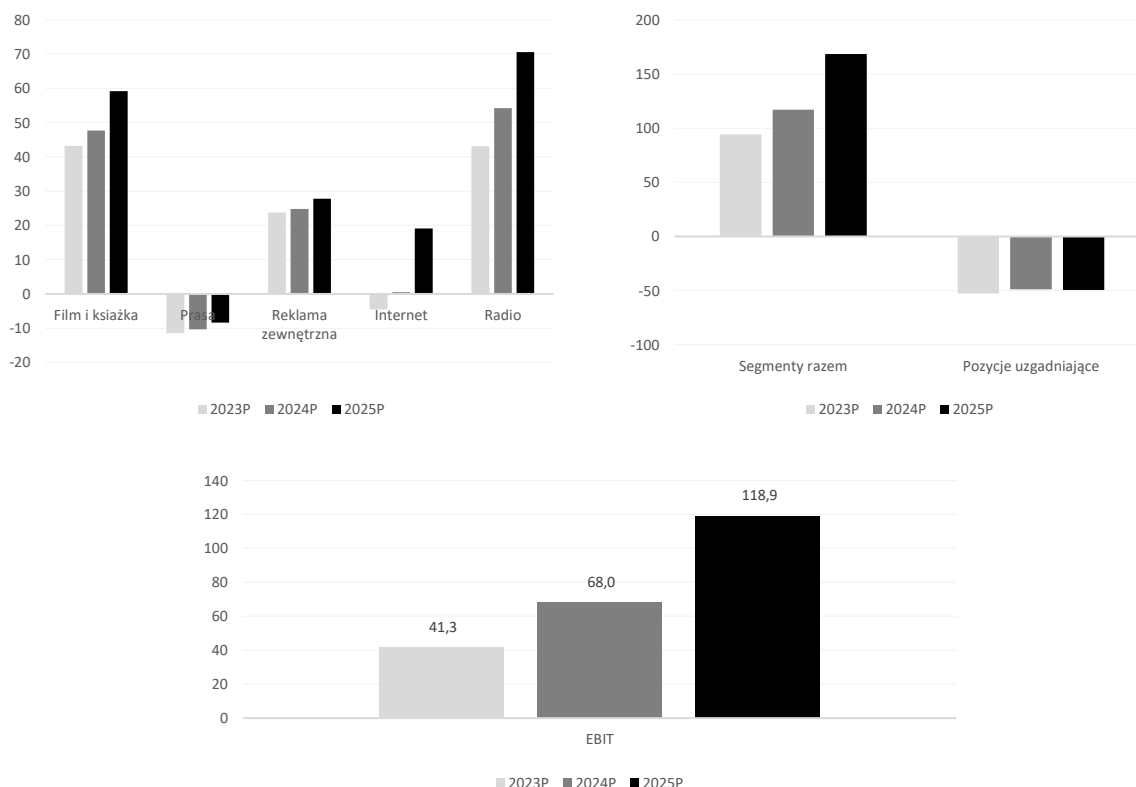


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszych założeniach przyjęliśmy, że EBIT spółki w 2023 roku wyniesie 41,3 mln PLN i w kolejnych dwóch latach widzimy potencjał do dalszego wzrostu (68 mln PLN w 2024 roku i 118,9 mln PLN w 2025 roku). Kluczowe znaczenie w budowie wyniku EBIT ma konsolidacja Eurozet (od 1Q'23), poprawa wyników segmentu film i książka oraz nowa jakość w segmencie internet (głównie efekt Yieldbird).

Na poziomie netto (wyniku przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej) nasza symulacja wskazuje, że Agora w najbliższych okresach pokaże jakościową zmianę i po raz pierwszy od lat będzie w stanie pokazywać dodatnie wyniki w ujęciu rocznym (należy jednocześnie mieć na uwadze dużą wrażliwość salda finansowego na zmiany kursu walutowego i powstające różnice kursowe). W 2023 roku zakładamy wynik netto rządu 19,9 mln PLN. W kolejnych dwóch latach liczymy na zysk netto na poziomie odpowiednio 18,9 mln PLN i 50,4 mln PLN.

Założenia wzrostu EBIT dla segmentów operacyjnych z uwzględnieniem pozycji uzgadniających w Agorze na lata 2023-2025 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2023-03-28) obniżyliśmy założenia na poziomie EBITDA o 3% na rok 2023 oraz o odpowiednio 10% i 2% na lata 2024-2025. Duży wpływ na takie zachowanie miała korekta oczekiwanej frekwencji w kinach oraz konsekwencja bardzo wysokiego poziomu straty EBIT nieprzypisanej do segmentów.

Strajk aktorów i scenarzystów w USA, który trwa już kilka miesięcy zaburza perspektywę odbudowy frekwencji kinowej w najbliższych kwartałach, gdyż studia filmowe wysyłają już komunikaty o przesuwaniu premier wysokobudżetowych produkcji. Tym samym okienko 4Q 2023 oraz 1H 2024 roku może wskazać na względnie małą liczbę tytułów zagranicznych, które będą w stanie przyciągać widzów do kin. Jednocześnie mamy nadzieję, że najbliższe kwartały przyniosą wyraźne ożywienie dla produkcji polskich, które od zakończenia pandemii z wielkim trudem odbudowują widownię (pojedyncze sukcesy komercyjne i seria rozczarowań) a przypominamy, że w latach przed pandemią krajowe produkcje w skali rok potrafiły odpowiadać za 30-40% frekwencji. Należy mieć na uwadze, że przyjęta przez nas projekcja dla frekwencji w sieci Helios na najbliższe kwartały (przy przedłużającym się strajku aktorów i scenarzystów w USA i braku atrakcyjnych premier dla widza) może charakteryzować się dużym ryzykiem błędu.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2023-2025 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2023-03-28)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Przychody	1 372	1 441	1 585	1 422	1 559	1 651	-4%	-8%	-4%
Reklama	702,1	772,8	861,6	744	827,2	875,9	-6%	-7%	-2%
Bilety do kina	227,9	223,6	252,1	230,3	256,3	278,5	-1%	-13%	-9%
Sprzedaż wydawnictw	136,9	137,9	139,8	135,5	134,6	134,5	1%	2%	4%
Bary kinowe	125,7	125,0	141,3	123,4	137,3	149,2	2%	-9%	-5%
Sprzedaż gastronomiczna	41,8	44,9	48,3	41,1	44,2	47,5	2%	2%	2%
Działalność filmowa	19,8	19,1	20,4	29,1	31	31,6	-32%	-38%	-35%
Pozostała sprzedaż	117,7	117,8	121,6	118,6	128,5	133,7	-1%	-8%	-9%
EBITDA skorygowana	213,3	237,4	286,6	218,8	263,2	292,3	-3%	-10%	-2%
EBIT	41,3	68,0	118,9	54,6	96,3	122,6	-24%	-29%	-3%
Saldo finansowe	10,3	-22,5	-52,7	-6,5	-56	-71,7	---	-60%	-27%
Wynik brutto	46,9	44,0	66,2	47	39,4	50,9	0%	12%	30%
Wynik netto	36,6	34,5	53,6	34,7	29,2	41,2	5%	18%	30%
akcjonariuszy jedn. dominującej	19,9	18,9	50,4	17,5	10,1	38,4	14%	88%	31%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment radio

Szacujemy, że Agora (razem w Eurozet) miała ok 27% udział w słuchalności w Polsce na koniec 2022 roku (aktualnie 7 anten Agory znajduje się wśród 20 najchętniej słuchanych stacji radiowych w Polsce). Tym samym dystans do lidera rynku, czyli RMF znacznie się zmniejszył. Dodatkowo przypominamy, że dotychczas w ramach segmentu radio, Agora nie posiadała jednej silnej anteny ogólnopolskiej i budowała biznes w oparciu o częstotliwości lokalne.

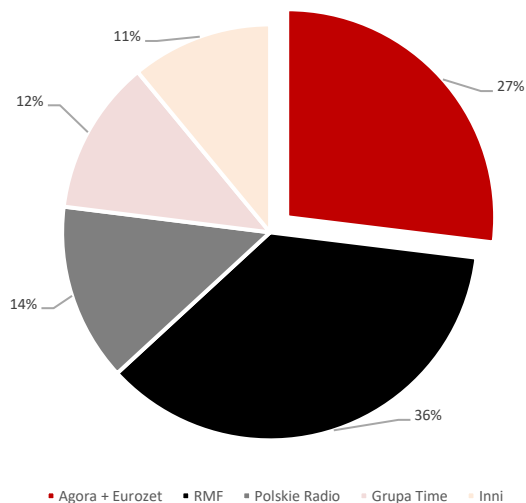
Konsolidacja rynku radiowego spowodowała, że Agora według naszych szacunków pod względem zasięgów jest już blisko potencjału jaki ma grupa RMF (tygodniowe zasięgi). Jest to zatem zmiana jakościowa dla prowadzenia biznesu radiowego przez Agorę. Szacujemy, że udział stacji Grupy Eurozet w czasie słuchania radia w całej Polsce w 2Q'23 wyniósł 26% (podobnie jak w 1Q'23). Natomiast w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców Grupa Eurozet była liderem w słuchalności z udziałem w rynku na poziomie blisko 33,2%.

Udział poszczególnych podmiotów w rynku radiowym w Polsce [stan na 1Q i 2Q 2023]

Udział % w czasie słuchania w grupie wszyscy 15+	1Q'23	2Q'23
RMF FM	35,8%	35,9%
Grupa Eurozet	26,0%	26,0%
Udział % w czasie słuchania w grupie mieszkańców miast 100 tys. +		
RMF FM	31,3%	32,8%
Grupa Eurozet	34,1%	33,2%
TIME	13,5%	14,5%
Polskie Radio	11,7%	11,9%
Inni	9,4%	7,6%

Źródło: spółka, badania Radio Track, Kantar Polska

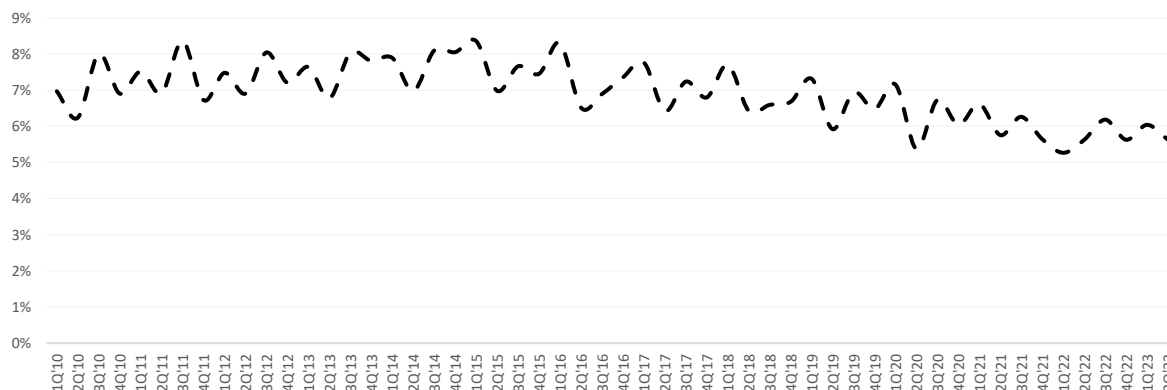
Udział poszczególnych grup w rynku radiowym w Polsce [stan na koniec 2022 roku]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track, Kantar Polska

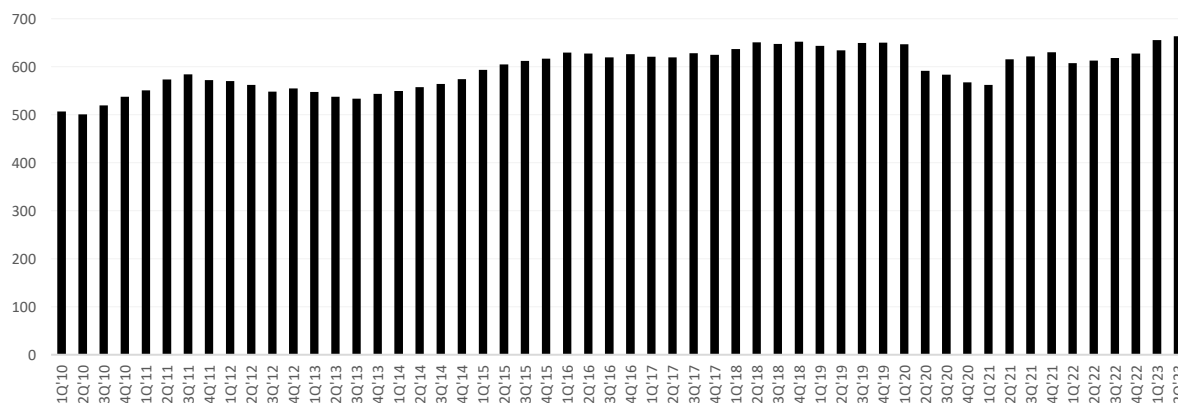
Udział radia w torcie reklamowym jest od lat dość stabilny. Szacujemy, że w ostatnich dwóch latach było to w okolicy 6% całego rynku reklamy w Polsce. W 2022 roku rynek reklamy w radio wzrósł, wg szacunków Agory, o ok 2,5% (cały rynek reklamy wykazał odczyt rzędu +4,5%).

Szacunkowy udział reklamy radiowej w całym rynku reklamy w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki oraz odczytów rynkowych m.in. Nielsen, Publicis Groupe

Szacunkowa wartość rynku reklamy radiowej w Polsce (dane zannualizowane) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych spółki oraz odczytów rynkowych m.in. Nielsen, Publicis Groupe

W kierunkach strategicznych na lata 2023-2026 znajduje się mocny punkt wskazujący, że Agora chce zostać liderem rynku radiowego w Polsce (perspektywa kilku lat). W naszym modelu zakładamy, że Agora w kolejnych latach utrzyma obecnie posiadane udziały w rynku. Zdobycie nowych udziałów w rynku pozwoli nam w przyszłości na aktualizację założeń. Jednocześnie w modelu przyjmujemy założenie, że udział rynku reklamy radiowej w całym rynku reklamy będzie stabilny i w końcowych latach prognozy oscyluje w okolicy 5%.

Po konsolidacji Eurozet, w ramach segmentu radio dostrzegamy szereg inicjatyw mogących skutkować optymalizacją prowadzonego biznesu. Zauważamy, że w latach 2021-2022 marża EBITDA dla Eurozet wynosiła odpowiednio 27,7% i 24,4%. W 2023 roku prognozujemy, że marża EBITDA segmentu radio w ramach Agory wyniesie 19,8%. Docelowo w modelu przyjęliśmy, że marża EBITDA segmentu radio wyniesie 24,2%. Jest to poziom istotnie niższy w porównaniu do tego, co historycznie pokazuje lider na rynku radia w Polsce, czyli RMF FM.

Ogółem w skali całego 2023 roku prognozujemy, że EBIT segmentu radio wyniesie 43,2 mln PLN. W latach 2024-2025 przyjęliśmy założenie wzrostu EBIT odpowiednio do 54,3 mln PLN i 70,6 mln PLN.

Segment film i książka

Rok 2022 był zmienny jeśli chodzi o dynamikę frekwencji kinowej w poszczególnych kwartałach. W pierwszym półroczu było widać bardzo wysoką dynamikę odbudowy, która przygasła odczuwalnie w 3Q'22, a w 4Q'22 rynek kinowy w Polsce skurczył się o ok 19% r/r. Niemniej zwracamy uwagę, że w ujęciu zannualizowanym następuje systematyczna odbudowa rynku kinowego w Polsce. W 2022 roku liczba widzów w kinach wyniosła ok 42,8 mln i są to dane lepsze niż w 2014 roku i zarazem słabsze niż w 2015 roku.

Rok 2023 wskazuje na kontynuację odbudowy frekwencji. Punktowo w 1Q'23 liczba sprzedanych biletów w kinach była wyższa o 23% r/r, z kolei 2Q'23 przyniósł spadek widowni o blisko 6% r/r. Okres 3Q'23 (na podstawie danych za lipiec i sierpień) prawdopodobnie wskaże na wyjątkowo mocny moment dla branży kinowej. Przy założeniu, że we wrześniu frekwencja będzie wyższa o ok 5% r/r, zakładamy wzrost frekwencji w całym 3Q'23 w ujęciu r/r o blisko 25%. Jest to efekt dwóch hitów frekwencyjnych (Barbie oraz Oppenheimer) oraz sprzyjającej pogody w sierpniu br, która była także jednym z impulsów do wizyty w kinach.

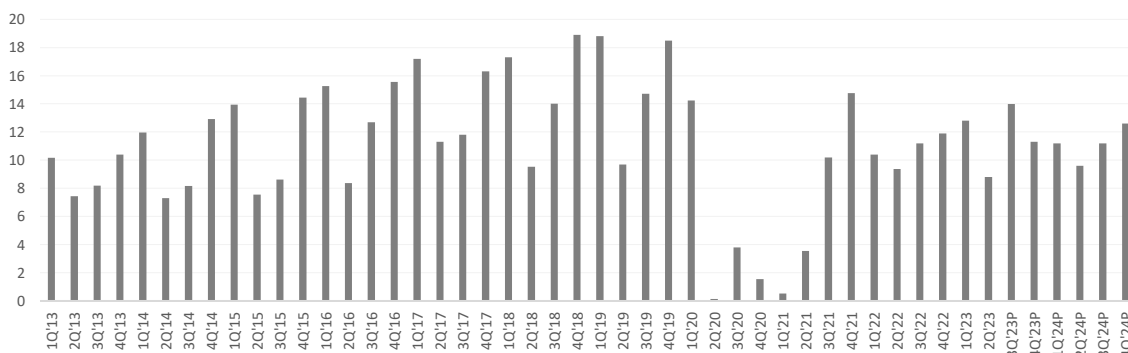
Na 4Q'23 zrewidowaliśmy nasze założenia z uwagi na trwający strajk w USA (aktorzy i scenarzyści walczą o ochronę i przyszłość zawodu w związku z coraz częstszym wykorzystaniem przy produkcjach filmowych i telewizyjnych technologii AI). Obserwujemy komunikaty o przesuwaniu premier wysokobudżetowych produkcji amerykańskich z 4Q'23 i 1H'24 na późniejsze terminy. Nie jesteśmy w stanie zdefiniować jak długo będzie trwał strajk i jakie będą jego efekty dla poszczególnych podmiotów z branży. Na 4Q'23 założyliśmy spadek frekwencji o 5% r/r. Tym samym w skali całego 2023 roku nasz model sugeruje, że widownia może osiągnąć pułap blisko 46,9 mln (+9,4% r/r).

Jak już wskazaliśmy przygotowujemy się na scenariusz, że w najbliższych 2-3 kwartałach lista premier kinowych będzie wskazywała na przeważanie produkcji europejskich oraz produkcji polskich, które od czasu pandemii nie zdołały odzyskać historycznego udziału w widowni (poza pojedynczymi tytułami). Przypominamy, że w latach przed pandemią krajowe produkcje w skali roku potrafiły odpowiadać za 30-40% frekwencji kinowej.

Z bieżącej perspektywy nasze założenie na 2024 rok to spadek widowni o 4,9% r/r. Od 4Q'24 zakładamy powrót do trendu odbudowy widowni. W modelu przyjmujemy, że obecne zawirowania są jedynie przerwą w trendzie odbudowy frekwencji w Polsce. W latach 2025-2026 spodziewamy się powrotu rynku do 49-52 mln widzów w skali roku i do poziomu 55-57,5 mln widzów w skali roku w kolejnych latach.

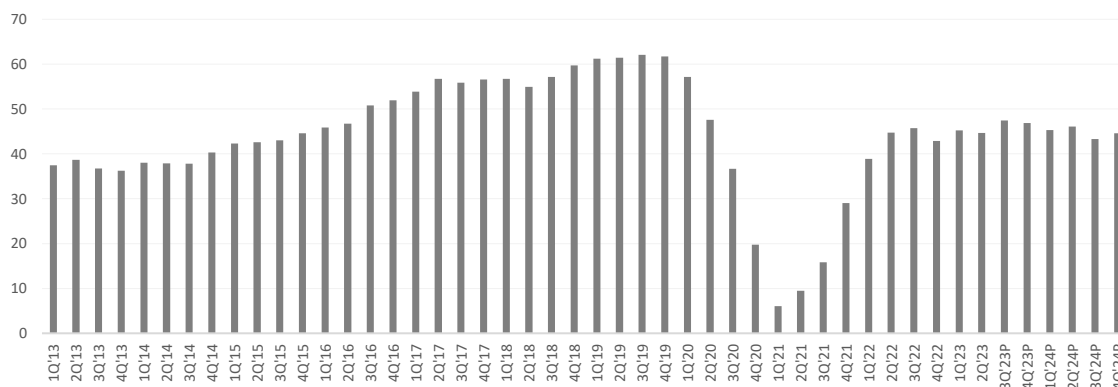
Należy mieć na uwadze, że przyjęta przez nas projekcja dla frekwencji w sieci Helios na najbliższe kwartały przy przedłużającym się strajku aktorów i scenarzystów w USA i braku premier wysokobudżetowych produkcji może charakteryzować się dużym ryzykiem błędu. Jednocześnie jednak, jak pokazały wyniki kin w USA oraz w Polsce w okresie styczeń-sierpień 2023, branża udowodniła, że dzięki ciekawym dla widzów światowym premierom, kina potrafią przyciągać widzów (notując momentami rekordową frekwencję) przy dobrej lub bardzo dobrej monetyzacji.

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce oraz założenia przyjęte na kolejne okresy (ujęcie kwartalne) [mln widzów]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce oraz założenia przyjęte na kolejne okresy (ujęcie zannualizowane) [mln widzów]



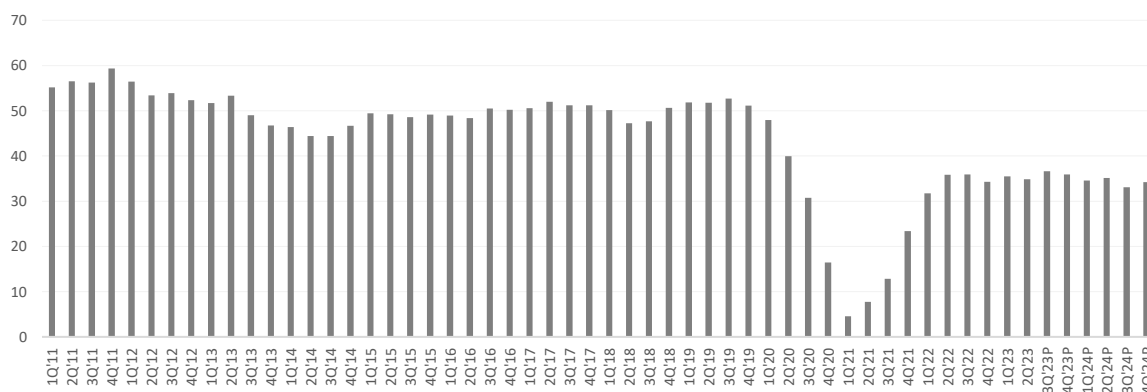
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Liczymy się z tym, że w najbliższych dwóch latach zmniejszy się liczba multiplexów w Polsce. Ograniczenie konkurencji w promieniu kilku/kilkunastu kilometrów będzie miało pozytywne przełożenie dla obiektów, które przetrwają. Przygotowujemy się na scenariusz, że Helios w wyniku przeglądu własnej bazy multiplexów może zdecydować się na zamknięcie kilku lokalizacji. Ogółem jednak uważamy, że Helios wyjdzie wzmocniony z takiej potencjalnej optymalizacji bazy kinowej w Polsce.

Przy naszym założeniu, że rynek kinowy docelowo będzie oscylował w przedziale 45-55 mln widzów rocznie potencjalny proces wygaszenia części kin w Polsce jest, wg nas, nieuchronny (uwzględniając obecne wzrosty kosztów operacyjnych). Zwracamy uwagę na ważną różnicę pomiędzy Helios a konkurentami, która dotyczy średniej liczby sal przypadającej na 1 multiplex. Ma to kluczowe znaczenie dla progu rentowności w obecnym otoczeniu gospodarczym (możliwy proces odbudowy widowni i jednocześnie bolesny wzrost kosztów działania). Dlatego oceniamy, że przyjęty model standardowej sali kinowej przez Helios, czyli średnio 6 sal kinowych na obiekt, jest z perspektywy czasu zdecydowanie lepszym wariantem aniżeli obiekty składające się z kilkunastu sal (co miało sens ekonomiczny wiele lat temu).

Ostatnie kilkanaście lat wskazywało, że średnia zannualizowana frekwencja na 1 ekran w Helios wynosiła blisko 50 tys. widzów. W modelu przyjęliśmy, że w kolejnych dwóch latach frekwencja w przeliczeniu na 1 ekran Helios powróci ponad 40 tys. widzów od 2026 roku.

Historyczna widownia w Helios w przeliczeniu na 1 ekran oraz prognoza BDM (ujęcie zannualizowane) [tys. widzów na ekran]

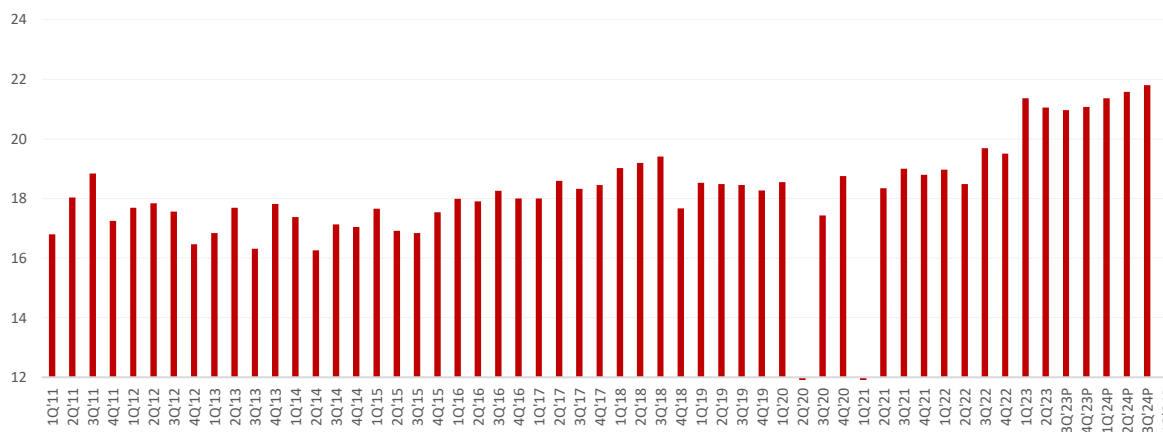


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historia wcześniejszych kilkunastu lat to bolesna lekcja dla branży multiplexów, które toczyły niekończącą się i wyniszczającą walkę za pomocą ceny, co finalnie doprowadziło poszczególnych graczy do punktu wskazującego na przelewarowanie biznesu i utratę płynności. Nasze szacunki wskazują, że średnia cena jednego biletu na przestrzeni ponad 10 lat w Helios była mniej więcej na podobnym poziomie. Przypominamy, że kilka lat temu (przed pandemią) w ramach rywalizacji operatorów kin obserwowaliśmy agresywne ruchy cenowe konkurencji, potem nastąpił okres pandemii i ostatnie lata to wreszcie walka światowych platform streamingowych o widzów i próba wyeliminowania kin z łańcucha monetyzacji.

Zwracamy jednocześnie uwagę na jakościową zmianę w zakresie monetyzacji widzów jaka nastąpiła wraz z 1Q'23 i potwierdzeniem zmiany cenników był 2Q'23. W modelu zakładamy, że w 2023 cena biletu będzie wyższa średnio o 10% r/r. W kolejnych okresach w modelu uwzględniamy wzrosty cen na poziomie 2,5% r/r (mamy nadzieję, że rok 2024 pozwoli na ruchy cennikowe powyżej naszych założeń).

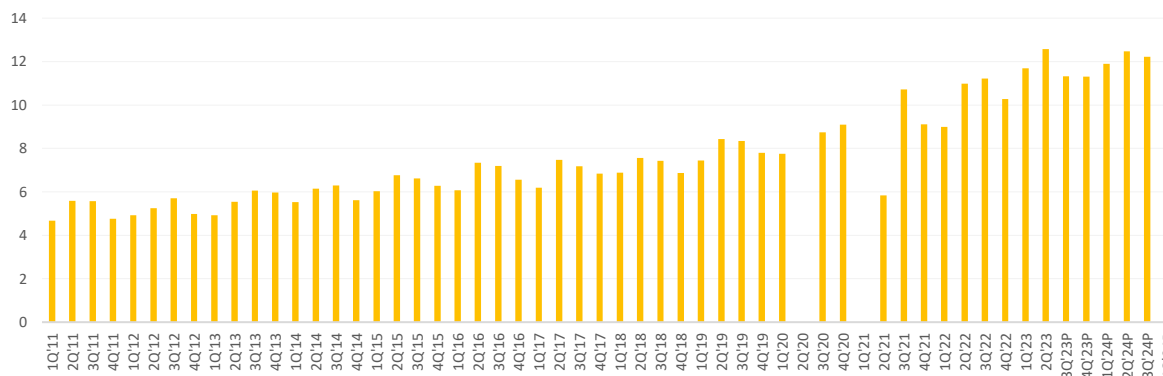
Historyczna średnia cena biletów w Helios oraz prognoza BDM na kolejne okresy [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kluczowe znaczenie dla biznesu kinowego ma rosnący przychód ze sprzedaży barów kinowych. W tej kategorii od kilkunastu lat widać dynamiczne wzrosty. W roku 2022 średni przychód z barów kinowych na widza wzrósł o niemal 12% r/r (w 2021 roku było to prawie 15%). W modelu założyliśmy, że średni przychód na jednego widza z barów kinowych w latach 2023-2024 wzrośnie odpowiednio o 12,7% r/r i 3,9% r/r. W kolejnych latach przyjęliśmy wzrost w przedziale 2,6-2,8% r/r.

Historyczna sprzedaż w barach kinowych w przeliczeniu na 1 widza oraz prognoza BDM na kolejne okresy [PLN]

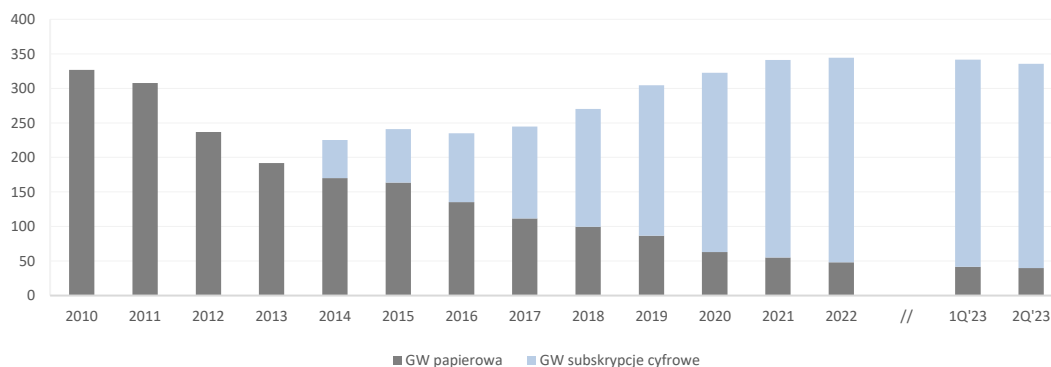


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment prasa

Na przestrzeni ostatnich lat model biznesowy Gazety Wyborczej (GW) uległ istotnemu przeobrażeniu. Po długich latach erozji rynku papierowego doszło już do marginalizacji tej formy sprzedaży. W 1Q'23 i 2Q'23 GW wykazała spadek liczby papierowych wydań do ok 40-41 tys. egzemplarzy. W modelu przyjmujemy, że bieżące wolumeny papierowe dla GW powinny być już płaskie (chyba, że GW zdecyduje się na zmianę periodyzacji wydań papierowych i ograniczy ich ilość do kilku w tygodniu z akcentem na materiały opiniotwórcze, a bieżący контент informacyjny będzie dostarczany wyłącznie za pośrednictwem wydań cyfrowych).

Transformacja modelu biznesowego Gazety Wyborczej (sprzedaż papierowa GW i subskrypcje cyfrowe)



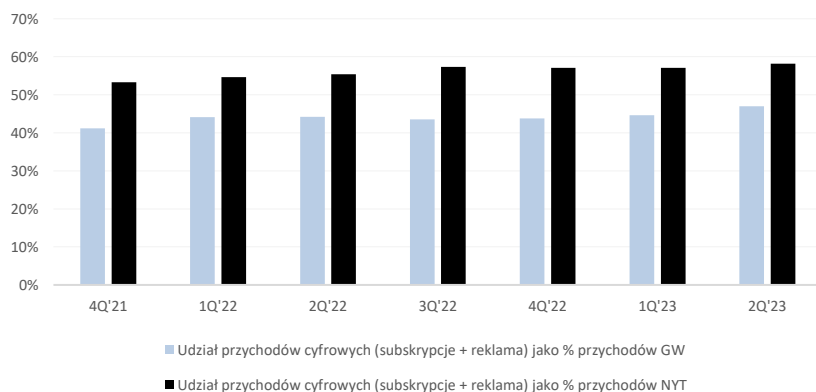
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kluczowe znaczenie dla GW ma zbudowana baza subskrypcji cyfrowych (na koniec 2Q'23 to ponad 295 tys. subskrypcji). Oceniamy, że jest to obecnie kluczowe aktywo jakie posiada segment. W przyszłych okresach przyjmujemy utrzymanie obecnej bazy na porównywalnym poziomie (nasycenie jak na polskojęzyczną formułę gazety jest duże) i kluczowym elementem wzrostu powinny być inicjatywy zmierzające do coraz lepszej monetyzacji czytelników.

Oceniamy jednocześnie, że dla GW utrzymanie obecnego ARPU będzie trudne. Na świecie i w Polsce widzimy, iż cyfrowe ARPU z treści informacyjnych spada, co jest efektem m.in. agresywnych kampanii konkurencji budującej bazy abonentów. Dlatego, naszym zdaniem, dla utrzymania wzrostowych dynamik przychodowych kluczowe znaczenie będzie miał strumień reklamy cyfrowej GW.

Szacujemy, że w ostatnich kwartałach udział przychodów cyfrowych w łącznych przychodach GW oscylował w okolicy 45-47%. Uważamy, że są to dobre odczyty. Dla porównania wskazujemy, że przychody cyfrowe dla The New York Times (NYT) wynoszą ok 56-58%, a trzeba mieć na uwadze bazę klientów zagranicznych dla tego tytułu, którzy korzystają najczęściej z wersji digital NYT (takiego atutu nie posiada GW).

Przychody cyfrowe GW jako procent łącznych przychodów GW na tle analogicznych odczytów dla NYT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, NYT

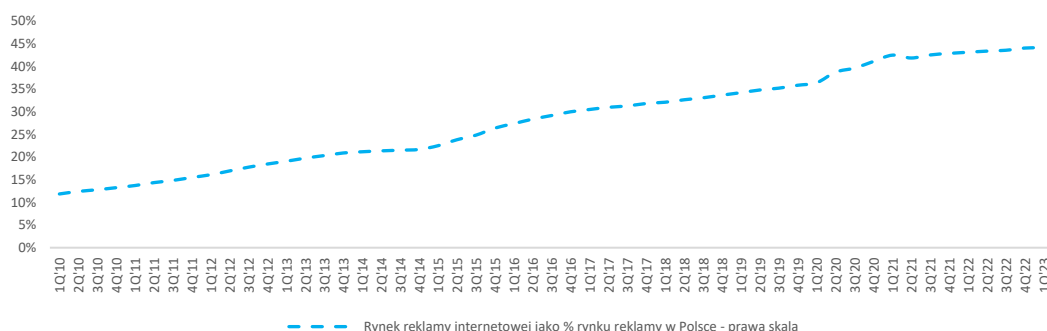
W modelu przyjmujemy założenie, że w ramach segmentu prasa zakończył się okres długich lat, kiedy Agora zdecydowała się na odpisy utraty wartości przypisanych do tego obszaru aktywów. Przyjęta prognoza na lata 2023-2025 na poziomie EBIT dla segmentu prasa jest w naszym odczuciu konserwatywna. Spodziewamy się, że EBIT segmentu będzie wynosił odpowiednio -11,4 mln PLN, -10,3 mln PLN i -8,4 mln PLN. Takie podejście tłumaczymy szeregiem ryzyk związanych z funkcjonowaniem tego obszaru biznesowego (m.in. utrata dużej części wpływów reklamowych od podmiotów związanych z administracją rządową i spółkami SP; obawy redakcji GW o przebieg nieuchronnej dalszej rewolucji modelu biznesowego).

Z bieżącej perspektywy dostrzegamy notowane na giełdach zagranicznych podmioty, które są przykładem udanej transformacji biznesów papierowych w kierunku digital (choćby wspomniane już NYT, czy tytuły zgrupowane w ramach Schibsted), które są przez inwestorów handlowane na mnożniku EV/EBITDA w przedziale 14-19x. Dlatego mamy nadzieję, że w kolejnych aktualizacjach będziemy mogli zrewidować nasze spojrzenie.

Segment internet

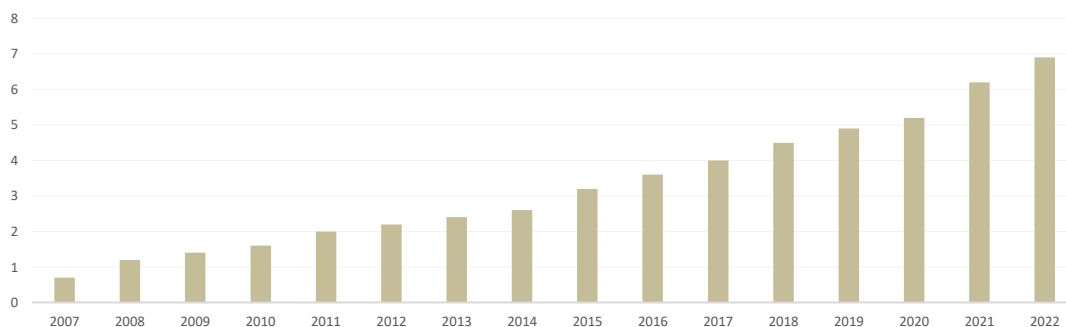
Segment internet w ostatnich latach nie miał dobrych wiadomości dla inwestorów. Pomysł na „ucieczkę do przodu” i wykorzystanie nadchodzących zmian na rynku reklamy cyfrowej poprzez wykorzystanie zbudowanych atutów w ramach segmentu internet i segmentu prasa spotkał się z wewnętrznym protestem w organizacji. Dodatkowo, działający w segmencie internet podmiot Yieldbird zmagał się z koniecznością budowy nowego modelu biznesowego, co wymusiło głęboką zmianę koncepcji działania i stworzeniem nowych rozwiązań produktowych. W samym tylko 2022 roku przychody Yieldbird spadły do 107,7 mln PLN z poziomu 161,3 mln PLN w 2021 roku (wynik netto spadł z 8 mln PLN w 2021 roku do 0,34 mln PLN w 2022 roku).

Rynek reklamy internetowej w Polsce jako % całego rynku reklamy na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: szacunki Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Publicis Groupe, CPS, Agora, WPL

Rynek reklamy internetowej w Polsce na przestrzeni ostatnich lat [mld PLN]



Źródło: szacunki IAB Polska/PwC AdEx

Agora w końcówce 2022 roku odkupiła udziały mniejszościowe w Yieldbird i obecnie jest jedynym akcjonariuszem tego podmiotu. Jak wskazała Agora w raporcie i prezentacji za 2Q'23 w czerwcu br. miał miejsce udany launch platformy Yieldbird. Agora akcentuje, że platforma stała się „pierwszą na świecie aplikacją dla wydawców stron internetowych umożliwiającą wygodne zarządzanie wieloma parametrami monetyzacji swojego serwisu w jednym miejscu. Wydawcy mogą między innymi: zarządzać automatycznym wycenianiem powierzchni reklamowej za pomocą zaawansowanych algorytmów AI Yieldbirda (Price Genius), zarządzać źródłami popytu w systemie Header Bidding, kontrolować odświeżanie reklam, moduły anti ad block, zaawansowaną analitykę źródeł popytu, Uniwersal IDs (rozwiązania mające zastąpić obecnie używane do identyfikacji użytkowników pliki 3rd party cookies) i wiele innych.”

Spodziewamy się zatem, że rok 2024 może przynieść sporo wiadomości, które mogą zmienić dotychczasowe zapatrywanie inwestorów na ten obszar biznesowy. Zarząd spółki podczas konferencji wynikowych wskazywał, że lata 2024-2025 powinny być okresem, w którym będzie widać w wynikach segmentu efekty dotychczasowych inwestycji w Yieldbird.

W modelu przyjęliśmy założenie, że EBIT w segmencie internet w 2023 roku wyniesie -4,6 mln PLN. Kolejne dwa lata, wg naszych symulacji, powinny wskazać na powrót do dodatniej rentowności i odbicie wyników segmentu do odpowiednio 0,5 mln PLN i 19 mln PLN. Przyjęty scenariusz na rok 2024 jest w naszym odczuciu konserwatywny i mamy nadzieję, że Yieldbird w perspektywie 2024 roku wskaże, iż ma zadatki na bycie „perłą w koronie” tego segmentu.

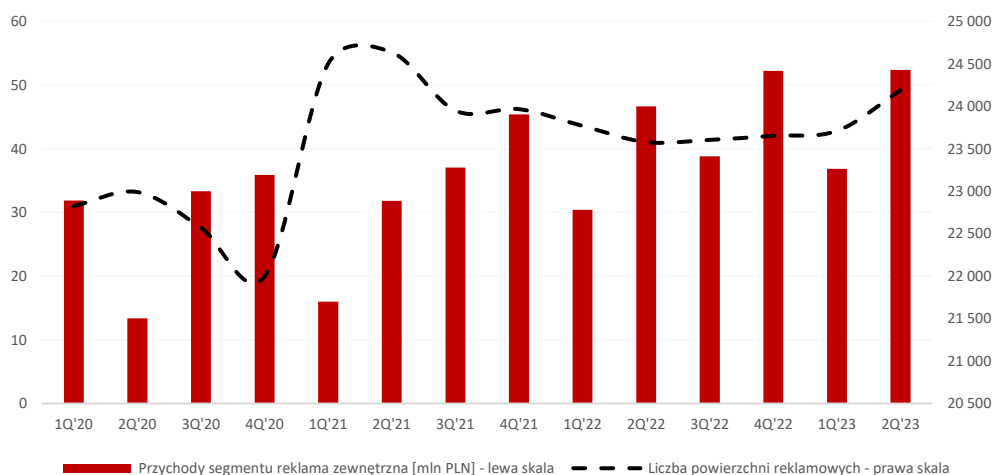
Segment reklama zewnętrzna

Wyniki segmentu reklama zewnętrzna w 2022 roku zaskoczyły pozytywnie. Jest to efekt odbicia całego rynku OOH ale i jednocześnie zauważamy systematycznie wprowadzane kolejne rozwiązania cyfrowe w ofercie AMS, co jest jakościową zmianą dla formuły dotychczasowego biznesu. Jedną z ostatnich zmian jest np. możliwość rozliczania kampanii w modelu CPM DOOH na wybranych nośnikach, a także program badań widowni z użyciem innowacyjnych narzędzi, m.in. z wykorzystaniem sztucznej inteligencji, która mierzy ruch wokół nośników indoorowych (wdrożony nowy model rozliczeń kampanii Digital OOH znany z obszaru online).

Przypominamy również, że kluczowe znaczenie dla obecnej struktury przychodów ma kontrakt na wiaty przystankowe w Warszawie (oceniaamy, że spółka ma przed sobą jeszcze ponad 3 lata funkcjonowania na obecnych warunkach). Docelowo przyjmujemy założenie, że AMS będzie nadal posiadał bieżące udziały w rynku reklamy zewnętrznej w Warszawie.

W 2023 roku spodziewamy się, że EBIT segmentu wzrośnie do 23,8 mln PLN. W kolejnych latach liczymy na dalsze pozytywne efekty zmian modelu działania dużej bazy nośników, dlatego na lata 2024-2025 przyjmujemy EBIT w przedziale 24,8-27,8 mln PLN.

Przychody segmentu reklama zewnętrzna oraz liczba powierzchni reklamowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane prognozy dla modelu na lata 2023-2027

RACHUNEK WYNIKÓW [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	965,9	1 113,1	1 371,9	1 441,1	1 585,1	1 705,2	1 810,1
Reklama	509,4	511,9	702,1	772,8	861,6	931,2	988,5
Bilety do kina	126,8	192,3	227,9	223,6	252,1	275,2	296,2
Sprzedaż wydawnictw	142,8	136,9	136,9	137,9	139,8	141,2	142,6
Bary kinowe	62,4	103,5	125,7	125,0	141,3	154,6	166,9
Sprzedaż gastronomiczna	28,7	38,3	41,8	44,9	48,3	51,9	55,8
Działalność filmowa	12,7	31,2	19,8	19,1	20,4	20,7	21,6
Pozostała sprzedaż	83,1	99,0	117,7	117,8	121,6	130,4	138,6
Koszty operacyjne	-1 007,7	-1 177,9	-1 335,2	-1 379,4	-1 474,9	-1 546,2	-1 616,1
EBITDA skorygowana*	127,8	142,7	213,3	237,4	286,6	332,4	367,3
EBIT	-41,9	-64,8	41,3	68,0	118,9	165,8	198,0
Saldo finansowe	-17,5	-47,4	10,3	-22,5	-52,7	-53,4	-50,5
Udział w wyniku jedn. mpw	9,4	8,5	-4,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-50,0	-103,7	46,9	44,0	66,2	112,4	147,5
Wynik netto	-46,6	-105,7	36,6	34,5	53,6	91,0	119,5
akcjonariuszy jedn. dominującej	-44,5	-102,7	19,9	18,9	50,4	87,0	114,8
udziały niekontrolujące	-2,1	-3,0	16,7	15,6	3,2	4,0	4,7
EBIT w podziale na segmenty **			2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Film i książka			43,2	47,7	59,2	73,3	86,5
Prasa			-11,4	-10,3	-8,4	-7,7	-6,8
Reklama zewnętrzna			23,8	24,8	27,8	31,9	34,3
Internet			-4,6	0,5	19,1	34,7	45,3
Radio			43,2	54,3	70,6	84,6	91,0
Segmenty razem			94,1	116,9	168,3	216,7	250,2
Pozycje uzgadniające			-52,8	-48,9	-49,4	-50,9	-52,2
Grupa razem			41,3	68,0	118,9	165,8	198,0
BILANS [mln PLN]			2023	2024	2025	2026	2027
RZAT + WNIP	777	722	1 018	1 086	1 073	1 065	1 062
Prawa do użytkowania aktywów	610	587	622	620	615	608	600
Inwestycje rozl. met praw własności	143	127	13	12	12	12	12
Pozostałe aktywa trwałe	57	59	67	67	67	67	67
Aktywa trwałe	1 587	1 496	1 720	1 785	1 766	1 751	1 741
Zapasy	20	30	45	47	52	56	60
Należności kr. Term i rozliczenia mo	177	195	226	237	261	280	298
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	2	2	2	2	2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	135	69	35	58	86	129	189
Aktywa obrotowe	334	297	307	344	400	467	547
Aktywa razem	1 921	1 793	2 028	2 129	2 166	2 218	2 289
Kapitał własny	780	674	800	715	745	806	888
Zobowiązania długoterminowe	694	709	771	844	840	834	828
Zobowiązania krótkoterminowe	447	410	457	570	582	579	573
Zobowiązania razem	1 141	1 119	1 228	1 414	1 421	1 412	1 401
Pasywa razem	1 921	1 793	2 028	2 129	2 166	2 218	2 289

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

** Dane dla segmentów zostały przekształcone według nowej metodologii alokacji kosztów, którą spółka wprowadziła od 1Q'23

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane prognozy dla modelu na lata 2023-2027

CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	127	77	137	246	277	310	339
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-19	-39	-26	-281	-81	-89	-95
Przepływy z działalności finansowej	-112	-104	-145	58	-168	-179	-184
w tym płatności leasingowe	-54	-81	-85	-76	-73	-70	-71
w tym dywidendy	0	0	0	0	-23	-30	-37
Środki pieniężne eop	135	69	35	58	86	129	189
ZADŁUŻENIE FINANSOWE [mln PLN]							
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu	807	797	818	991	971	939	906
Dług % - wynikający z zastosowania MSSF 16	660	662	678	676	671	664	657
Dług % - bez ujęcia MSSF 16	147	135	140	315	300	275	250
Dług netto	671	727	746	932	884	809	717
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	11	65	104	256	213	145	60
WSKAŹNIKI RYNKOWE							
Kurs [PLN]	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60
Kapitalizacja [mln PLN]	354	354	354	354	354	354	354
EV [mln PLN]	1 025	1 081	1 136	1 286	1 238	1 163	1 071
EV (bez MSSF 16) [mln PLN]	365	419	458	610	567	499	414
EPS [PLN]	-0,96	-2,20	0,43	0,41	1,08	1,87	2,46
BVPS [PLN]	16,6	14,5	14,9	15,3	15,9	17,1	18,8
P/E (x)	---	---	17,8	18,7	7,0	4,1	3,1
P/BV (x)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/Przychody (x)	1,1	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	8,0	7,6	5,3	5,4	4,3	3,5	2,9
Przychody zmiana r/r	15,5%	15,2%	23,2%	5,0%	10,0%	7,6%	6,1%
Marża EBITDA	13%	13%	16%	16%	18%	19%	20%
Marża netto	-4,6%	-9,2%	1,4%	1,3%	3,2%	5,1%	6,3%
ROA	-2%	-6%	1%	1%	2%	4%	5%
ROE	-6%	-14%	3%	3%	7%	11%	14%
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	23	30	37
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	7%	9%	11%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	10,46	kupuj	10,16	2023-09-13	10:10 CEST	7,60	66 609
kupuj	10,16	wznowienie	---	2023-03-28	10:05 CEST	5,7	57 132
kupuj**	21,5	kupuj	14,8	10.06.2021	07:00 CEST	10,0	66 115
kupuj**	14,8	kupuj	16,0	30.09.2019	12:00 CEST	9,8	57 380
kupuj**	16,0	kupuj	20,3	01.07.2019	09:12 CEST	13,2	60 917
kupuj	20,3	kupuj	19,4	26.05.2017	10:53 CEST	14,8	61 266
kupuj	19,4	trzymaj	11,8	13.03.2017	10:07 CEST	15,0	58 820
trzymaj	11,8	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761
redukuj	11,2	kupuj	10,8	18.06.2015		12,1	53 408
kupuj	10,8	kupuj	10,0	03.02.2015		9,0	52 078
kupuj	10,0	kupuj	12,2	06.08.2014		7,8	50 692
kupuj	12,2	kupuj	10,2	07.02.2014		9,3	52 139
kupuj	10,2	redukuj	8,1	04.09.2013		8,6	48 969
redukuj	8,1	akumuluj	8,8	18.03.2013		9,0	46 500
akumuluj	8,8	akumuluj	10,4	06.08.2012		7,8	40 594
akumuluj	11,4	kupuj	16,5	18.05.2012		10,6	37 000
kupuj	16,5	redukuj	18,0	26.10.2011		13,8	40 771
redukuj	18,0	redukuj	24,0	16.06.2011		20,2	49 077
redukuj	24,0	---	---	23.02.2011		25,9	46 548

** autorem raportów był inny analityk

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'23*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	64%	0	0%
Akumuluj	2	18%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	1	9%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2023-09-13

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-09-13 (10:10 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-09-13 (10:10 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowo wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2023-09-13:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

***BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.**

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.