



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 14,6 PLN

12 LIPIEC 2024, 13:49 CEST

W bieżącym raporcie analitycznym symbolicznie podnosimy wycenę spółki z 14,5 PLN/akcję do poziomu 14,6 PLN/akcję i jednocześnie podtrzymujemy zalecenie Kupuj. Nadal dostrzegamy potencjał spółki do wykazywania dwucyfrowych dynamik poprawy odczytów EBITDA skor. w ujęciu r/r w latach 2025-2026. Według nas Agora jest wciąż we wczesnej fazie procesu odbudowy swojej pozycji rynkowej na rynku reklamy i jest to kluczowy argument leżący u podstaw naszego optymizmu. Obecne wskaźniki rynkowe Agory uwzględniają nadal bardzo duże dyskonto do grupy porównawczej i wraz z utrwaleniem pozytywnych tendencji wyników liczymy na stopniową zmianę tej sytuacji.

Naszym zdaniem kluczowe znaczenie dla klimatu inwestycyjnego wokół Agory w nadchodzących kwartałach będzie mieć odbudowa pozycji spółki na rynku reklamy (segment film i książka przynajmniej na dwa/trzy najbliższe kwartały, wg nas, nie powinien być pozycjonowany jako obszar wzrostu wyników grupy w ujęciu r/r). Najbliższe sezony wyników kwartalnych będą zatem ważnym momentem „sprawdzam”. Realizacja scenariusza, który wskaże na utrzymanie rosnącej ścieżki wynikowej w relacji r/r będzie dla nas „jakościowym” impulsem dla inwestorów (jako efekt podejmowanych inicjatyw w biznesach z ekspozycją na reklamę). Przypominamy, że od Q2 2024 baza porównawcza w ujęciu r/r będzie już odnosiła się do okresu Q2 2023, kiedy to Eurozet był ujmowany przez pełny kwartał w wynikach operacyjnych segmentu radio.

Po serii mocnych odczytów kwartalnych przygotowujemy się na scenariusz, że Q2 2024 wskaże na „chwilowe” zaburzenie ścieżki wzrostu EBITDA w relacji r/r. Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że EBITDA skor. w Q2 2024 mogła wynieść 40,2 mln PLN, czyli o 10% mniej r/r. W ujęciu LTM EBITDA skor. według naszych prognoz po Q2 2024 wyniesie 238,9 mln PLN. Takie założenie to w dużej mierze efekt słabej frekwencji w kinach w Q2 2024. Dodatkowo w naszej symulacji staramy się uwzględnić po stronie kosztowej efekt dynamicznej budowy słuchalności przez Radio Zet, co w krótkim horyzoncie może skutkować obniżeniem marżowości w segmencie radio.

W raporcie zwracamy też uwagę na trudne uwarunkowania dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych/publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna jeśli spoglądamy na relację generowanych przychodów i poziom ponoszonych przez nich kosztów na utrzymanie redakcji. Dlatego wskazujemy na trwające rozmowy i prace nad nowym prawem mogącym w istotny sposób wpłynąć na przyszły kształt mediów w Polsce. W obecnym raporcie nie wprowadzamy zmian w ekosystemie działania segmentu prasa oraz internet.

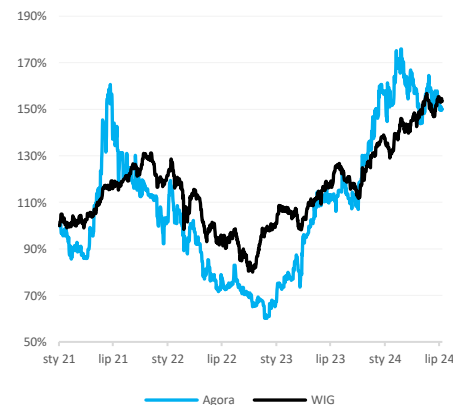
Wycena końcowa [PLN]	14,6
Wycena DCF [PLN]	14,43
Wycena mnożnikowa [PLN]	14,76
Potencjał do wzrostu / spadku	+35%
Cena rynkowa [PLN]	10,8
Kapitalizacja [PLN m]	503
Ilość akcji [mln szt.]	46,6
Cena maksymalna za 12 mc [PLN]	12,7
Cena minimalna za 12 mc [PLN]	7,7
Zmiana kursu za 3 mc	-5%
Zmiana kursu za 6 mc	-4%
Zmiana kursu za 12 mc	34%
Zmiana kursu YTD	-6%
Akcjonariat (udział w kapitale):	
Agora-Holding	11,6%
PTE PZU	17,7%
Media Development Investment Fund	11,5%
NN PTE	8,8%

Autor raportu:

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem [PLN m]	1 113	1 424	1 526	1 624	1 732	1 830
EBITDA skor. [PLN m]	143	228	248	306	351	379
EBIT [PLN m]	-65	45	71	131	176	205
Wynik netto [PLN m]	-103	65	9	61	102	129
P/E	---	7,7	56,6	8,3	4,9	3,9
EV/Przychody	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	8,6	5,0	5,1	4,1	3,3	2,8
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	2,8%

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	9
WYNIKI AGORY ZA Q1 2024	11
DŁUG FINANSOWY	15
PROGNOZA NA Q2 2024	16
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącym raporcie analitycznym symbolicznie podnosimy wycenę spółki z 14,5 PLN/akcją do poziomu 14,6 PLN/akcję i jednocześnie podtrzymujemy zalecenie Kupuj. Nadal dostrzegamy potencjał spółki do wykazywania dwucyfrowych dynamik poprawy odczytów EBITDA skor. w ujęciu r/r w latach 2025-2026.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 14,43 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,5x) na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 14,76 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 14,6 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Agora

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	14,43
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	14,76
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	14,60

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Według nas Agora jest wciąż we wczesnej fazie procesu odbudowy swojej pozycji rynkowej na rynku reklamy i jest to kluczowy argument leżący u podstaw naszego optymizmu. Obecne wskaźniki rynkowe Agory uwzględniają nadal bardzo duże dyskonto do grupy porównawczej i wraz z utrwaleniem pozytywnych tendencji wynikowych liczymy na stopniową zmianę tej sytuacji.

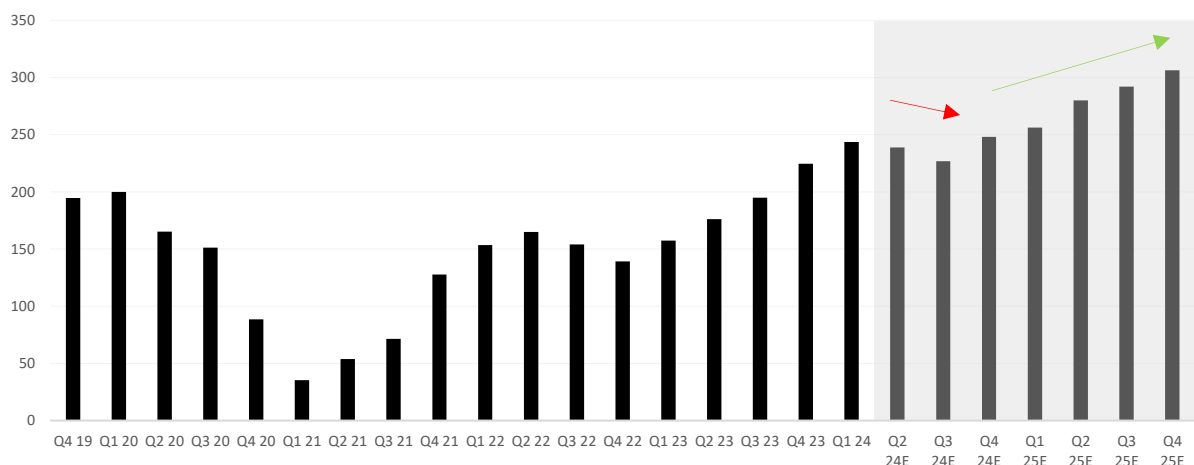
Naszym zdaniem kluczowe znaczenie dla klimatu inwestycyjnego wokół Agory w nadchodzących kwartałach będzie mieć odbudowa pozycji spółki na rynku reklamy (segment film i książka przynajmniej na dwa/trzy najbliższe kwartały, wg nas, nie powinien być pozycjonowany jako źródło wzrostu wyników grupy w ujęciu r/r). Najbliższe sezony wyników kwartalnych będą zatem ważnym momentem „sprawdzam”. Realizacja scenariusza, który wskaże na utrzymanie rosnącej ścieżki wynikowej w relacji r/r będzie dla nas „jakościowym” impulsem dla inwestorów (jako efekt podejmowanych inicjatyw w biznesach z ekspozycją na reklamę). Przypominamy, że od Q2 2024 baza porównawcza w ujęciu r/r będzie już odnosiła się do okresu Q2 2023, kiedy to Eurozet był ujmowany przez pełny kwartał w wynikach operacyjnych segmentu radio.

Po serii mocnych odczytów kwartalnych przygotowujemy się na scenariusz, że Q2 2024 wskaże na „chwilowe” zaburzenie ścieżki wzrostu EBITDA w relacji r/r. Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że EBITDA skor. w Q2 2024 mogła wynieść 40,2 mln PLN, czyli o 10% mniej w ujęciu r/r. W ujęciu LTM EBITDA skor. według naszych prognozy po Q2 2024 wyniesie 238,9 mln PLN. Takie założenie to w dużej mierze efekt słabej frekwencji w kinach w Q2 2024. Dodatkowo w naszej symulacji staramy się uwzględnić po stronie kosztowej efekt dynamicznej budowy słuchalności przez Radio Zet, co w krótkim horyzoncie może skutkować obniżeniem marżowości w segmencie radio (z uwagi na wzrost kosztów reklamy i promocji).

Przypominamy, że biznes kinowy ma za sobą trzy z rzędu bardzo mocne odczyty w relacji r/r. Tak jak akcentowaliśmy w poprzednich komentarzach, nasz scenariusz bazowy na Q2 i Q3 2024 wskazuje na spadek liczby sprzedanych biletów w relacji r/r (schłodzenie rynku po tak mocnym okienku frekwencyjnym z Q3 2023-Q1 2024 jest dla nas naturalne w tym biznesie; dodatkowo efekt dużej bazy porównawczej z Q3 2023) oraz nisko jednocyfrowy wzrost widowni r/r w Q4 2024. Tym samym w ujęciu całego 2024 roku spodziewamy się spadku widowni o ok 1% względem 2023 roku.

Po Q1 2024 odczyt EBITDA LTM wyniósł 243,5 mln PLN. Tak jak wskazaliśmy przygotowujemy się na scenariusz, że po Q2 2024 i po odczycie za Q3 2024 odczyt EBITDA LTM będzie niższy niż ten wykazany po Q1 2024. Tym samym będzie to według naszej symulacji krótkotrwałe zaburzenie wzrostowej trajektorii wyników Agory. Nasze prognozy wskazują, że finalnie Agora za cały 2024 rok powinna wskazać na wzrost EBITDA skor. do poziomu 248 mln PLN, czyli o 8,6% r/r. Jednocześnie liczymy, że rok 2025 przyniesie odczuwalne przyspieszenie dynamiki wyników dla Agory. W naszej prognozie zakładamy odczyt EBITDA skor. na poziomie 306,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 23,5% względem 2024 roku. Na rok 2026 nasz model zakłada wzrost EBITDA skor. o 14,5% r/r do pułapu powyżej 350 mln PLN. Na bazie danych bez uwzględnienia IFRS 16 nasza symulacja wskazuje, iż EBITDA skor. (non IFRS 16) w latach 2024-2026 może wzrosnąć z poziomu ok 138 mln PLN do ok 240 mln PLN.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu EBITDA skor. w ujęciu LTM [PLN m]

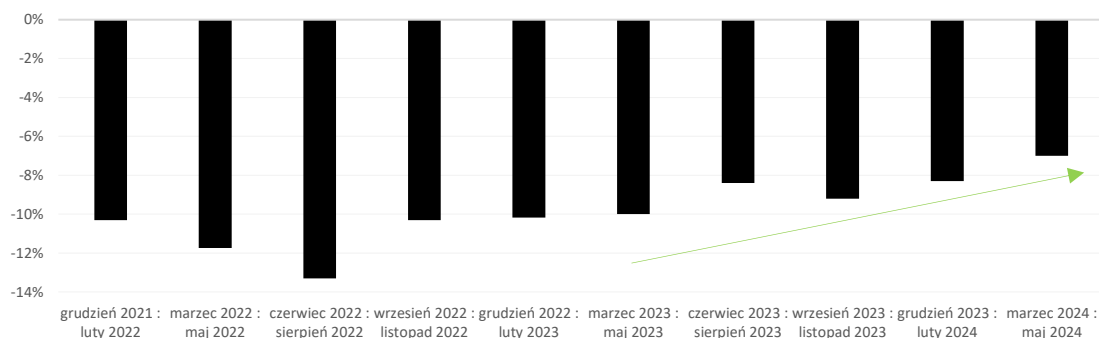


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W kierunkach strategicznych przyjętych przez Agorę na lata 2023-2026 znajduje się mocny punkt wskazujący, iż spółka chce zostać liderem rynku radiowego w Polsce (perspektywa kilku lat). Spodziewamy się, że po odkupieniu 49% udziałów w Eurozet nastąpi intensyfikacja działań zmierzających do osiągnięcia przytoczonego celu wyznaczonego w strategii średnioterminowej. **W naszym modelu wciąż nie zakładamy, że Agora w kolejnych latach zdobędzie pozycję lidera rynku radiowego w Polsce i w tym obszarze upatrujemy potencjalnych kolejnych pozytywnych rewizji średnioterminowych w modelu wyceny.**

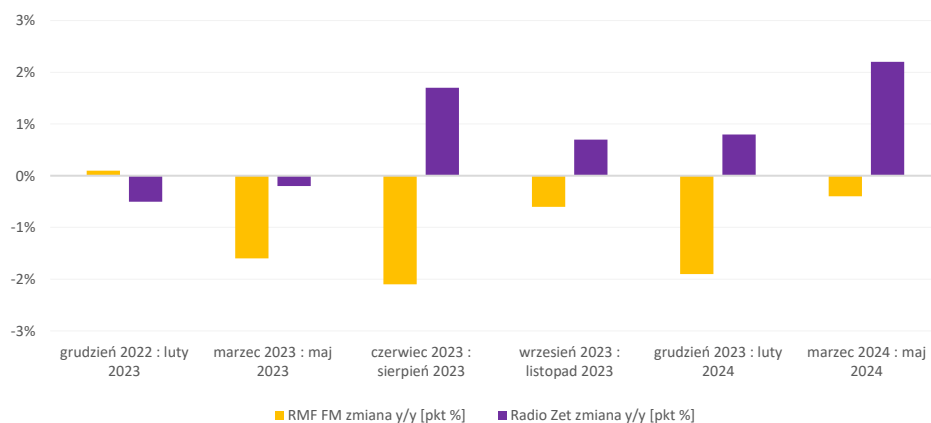
Porównanie dwóch głównych grup medialnych działających na rynku radiowym w Polsce wskazuje, że w H1 2024 dystans pomiędzy grupą rozgłośni skupionych wokół RMF FM a Eurozet skurczył się do około 7 punktów % (w grupie wszyscy 15+). Zwracamy uwagę, że według badania z panelu grudzień'23-luty'24 oraz marzec'24-maj'24 radiostacje skupione wokół Eurozet jako jedyna grupa radiowa w Polsce wykazały wzrost udziałów w słuchalności. Spodziewamy się, że również w kolejnych okresach spółka będzie chciała wykazywać rosnące udziały w rynku i skracać dystans do dotychczasowego lidera rynku.

W pogoni za liderem rynku – dystans w słuchalności anten Eurozet do anten skupionych w grupie RMF FM [pkt% słuchalności]
(w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)



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

Zmiana w słuchalności Radio Zet w ujęciu r/r od momentu przejścia kontroli nad Eurozet przez Agorę na tle odczytów RMF FM
(w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)



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

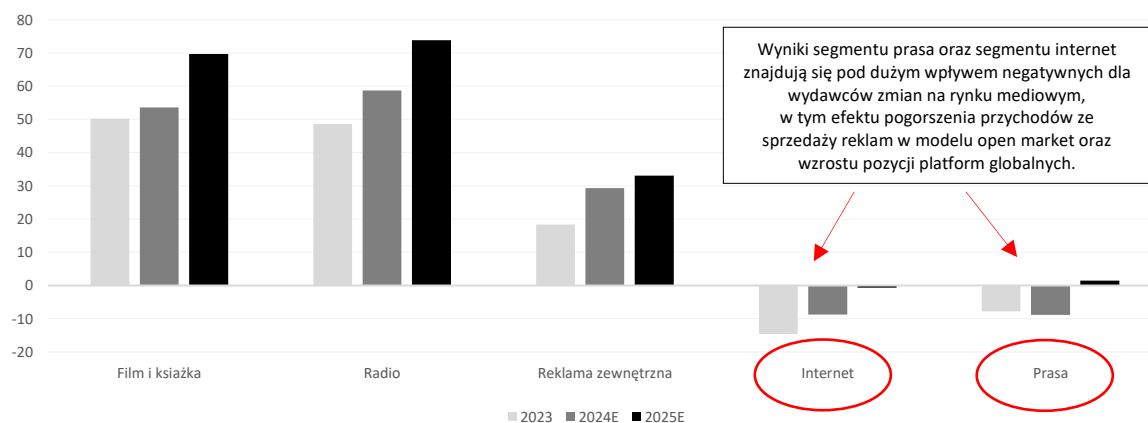
W raporcie zwracamy też uwagę na trudne uwarunkowania biznesowe dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych/publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna jeśli spoglądamy na relację generowanych przychodów i poziom ponoszonych przez nich kosztów na utrzymanie redakcji. Dlatego wskazujemy na trwające rozmowy i prace nad nowym prawem mogącym w istotny sposób wpłynąć na przyszły kształt mediów w Polsce.

Członkowie Izby Wydawców Prasy oraz innych organizacji skupionych wokół środowiska wydawców i dziennikarzy zaapelowali publicznie do polityków aby na nowo pochylili się nad kwestią praw autorskich i praw pokrewnych. W innym razie (według Izby Wydawców Prasy) przegłosowane dotychczas przez Sejm nowe prawo „..... utrwali patologie rynkowe i jeszcze bardziej umocni hegemonię zagranicznych gigantów technologicznych...”.

W dniu 2024-07-10 odbyło się spotkanie Premiera RP z przedstawicielami środowiska wydawców/dziennikarzy, w trakcie którego zasygnalizowano powołanie „zespołu roboczego”, który ma zaproponować nowe regulacje dotyczące prawa autorskiego i praw pokrewnych regulujących bezpośrednio kwestię wydawców i dziennikarzy. Po dwóch tygodniach prac zespołu, nowe poprawki mają zostać poddane pod głosowanie w Senacie oraz w Sejmie jeszcze w lipcu br.

Oceniamy, iż scenariusz wprowadzenia do nowego prawa mechanizmu / instytucji określającej możliwie szybką ścieżkę administracyjną dla rozstrzygnięć potencjalnych sporów na linii wydawca- big tech oraz uwzględnienie postulatów środowiska dziennikarskiego dotyczących modyfikacji zapisów regulujących kwestię praw pokrewnych może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży mediów w Polsce. W obecnym raporcie nie wprowadzamy zmian w ekosystemie działania segmentu prasa oraz internet.

Dane za 2023 rok oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa na 2024-2025 segmentów operacyjnych Agory [EBIT; PLN m; dane przed wyłączeniami]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Zwracamy uwagę, że przedstawiony przez nas scenariusz bazowy dla modelu wyceny w niektórych punktach wykracza optyimizmem poza cele wyznaczone w materiale „Kierunki Strategiczne Grupy Agora na lata 2023-2026” przyjętym przez zarząd spółki w kwietniu 2023 roku. Dlatego należy mieć na uwadze, że nasze podejście może być obarczone istotnym ryzykiem błędu. Przypominamy, że strategia spółki zakłada, iż celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA (z wyłączeniem IFRS 16) przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA (z wyłączeniem IFRS 16) odpowiednio na poziomie w okolicy 196 mln PLN i 240 mln PLN.

Agora przez wiele lat była pozbawiona istotnego strumienia przychodów w związku z decyzjami podmiotów związanych z byłą administracją rządową i spółkami zależnymi od SP. Każda ewentualna zmiana w kierunku lepszej monetyzacji posiadanych zasiegów, którymi dysponują media Agory będzie silnym impulsem budowy wartości dla akcjonariuszy.

Rynek kinowy w Polsce po pandemii odbudowuje swoją wartość. Liczymy się jednak z tym, że w najbliższych latach zmniejszy się liczba multiplexów w Polsce. Oceniamy zatem, że kolejne lata mogą wskazać na realizację scenariusza, w którym Helios dokona przeglądu własnej bazy multiplexów (szczególnie w momentach podejmowania decyzji o odnowieniu umów najmu sal).

Stany Zjednoczone są tradycyjnie kluczowym obszarem dla branży kinowej. Należy mieć na uwadze, że po okresie pandemii dwie największe sieci multiplexów 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 bardzo mocne wyniki. Nie należy wykluczać scenariusza, iż może dojść do znaczących zmian własnościowych na amerykańskim rynku multiplexów, co finalnie będzie rzutować na przyszłość branży w kolejnych latach.

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 5,3% (poprzednio 5,6%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 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 13,6%.

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

Poziom długi netto z końca 2023 roku uwzględnia ujęcie zgodne z IFRS 16. Wycenę pomniejszyliśmy dodatkowo o wartość opcji put (na przejęcie aktywów mniejszościowych głównie w segmencie film i książka) oraz o inne szacowane korekty.

W wydatkach kapitałowych uwzględniliśmy przejęcie pełnej kontroli nad Eurozet.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 14,43 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-11-01.

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%	
9,1%	19,5	20,7	22,1	23,7	25,6	27,8	30,5	
10,6%	16,6	17,4	18,4	19,5	20,7	22,1	23,7	
12,1%	14,4	15,1	15,8	16,6	17,4	18,4	19,5	
WACC	13,6%	12,8	13,3	13,8	14,43	15,1	15,8	16,6
	15,1%	11,5	11,9	12,3	12,8	13,3	13,8	14,4
	16,6%	10,5	10,8	11,1	11,5	11,9	12,3	12,8
	18,1%	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	11,1	11,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	1 526,2	1 623,7	1 732,3	1 829,6	1 914,1	1 986,0	2 047,5	2 107,5	2 162,7	2 219,6
EBITDA [PLN m]	248,0	306,3	350,6	378,8	403,6	421,6	434,3	444,4	453,3	462,4
EBIT [PLN m]	71,3	130,7	175,6	204,9	230,0	247,9	260,2	269,7	277,9	286,1
NOPAT [PLN m]	57,7	105,9	142,2	165,9	186,3	200,8	210,8	218,5	225,1	231,8
Amortyzacja [PLN m]	176,8	175,6	175,0	173,9	173,6	173,7	174,1	174,7	175,4	176,3
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-12,3	-1,4	-8,7	-2,9	-3,6	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7
CAPEX +odnowienie leasingu [PLN m]	-147,1	-215,0	-172,7	-176,9	-179,2	-180,8	-183,3	-185,7	-187,9	-190,2
Inwestycje kapitałowe [PLN m]	-167,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF [PLN m]	-91,9	65,1	135,8	160,1	177,1	193,5	201,2	206,9	211,9	217,1
Suma PV FCFF [PLN m]	719,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	640,8									
Wartość firmy EV [PLN m]	1 360,2									
Dług netto [PLN m]	642,3									
Inne korekty [PLN m]	45,7									
Wartość kapitału [PLN m]	672,3									
Ilość akcji [mln szt.]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,43									

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

WACC w okresie rezydualnym: 13,6%

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	7,2%	6,4%	6,7%	5,6%	4,6%	3,8%	3,1%	2,9%	2,6%	2,6%
Marża EBITDA	16,3%	18,9%	20,2%	20,7%	21,1%	21,2%	21,2%	21,1%	21,0%	20,8%
Marża EBIT	4,7%	8,0%	10,1%	11,2%	12,0%	12,5%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%
CAPEX / Przychody	9,6%	13,2%	10,0%	9,7%	9,4%	9,1%	9,0%	8,8%	8,7%	8,6%
D / E	137%	103%	83%	67%	56%	42%	36%	35%	35%	34%
E / (E+D)	42%	49%	55%	60%	64%	71%	74%	74%	74%	75%
D / (E+D)	58%	51%	45%	40%	36%	29%	26%	26%	26%	25%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Kosz kapitału własnego	20,6%	19,1%	18,2%	17,5%	17,0%	16,3%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
WACC	12,6%	12,8%	13,0%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2024-2025. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2024-2025 w wysokości 5,5x (tak jak poprzednio). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 688 mln PLN, czyli 14,76 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,84	8,81	11,79	14,76	17,74	20,71	23,69

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2024E	2025E
SCHIBSTED	36,9	26,8
VIVENDI	8,7	8,0
INFORMA	12,4	11,0
PEARSON	9,5	9,1
WOLTERS KLUWER	21,4	19,8
NEW YORK TIMES	17,8	16,0
ALPHABET	16,4	14,5
META PLATFORMS	15,8	13,6
CLEAR CHANNEL	13,5	12,7
JCDECAUX	10,6	9,7
LAMAR ADVERTIS	14,9	14,0
STROEER	8,1	7,3
LAGARDERE SA	8,8	8,3
KINEPOLIS	8,7	7,8
CINEMARK	9,3	7,4
IMAX CORP	8,8	7,8
AMC ENTERTAINMEN	39,7	14,1
GRUPA PRACUJ	14,3	13,6
CYFROWY POLSAT	5,8	5,4
WIRTUALNA POLSKA	7,9	7,1
KINO POLSKA	3,0	2,7
ATM GRUPA	4,4	4,0
DIGITAL NETWORK	4,7	4,5

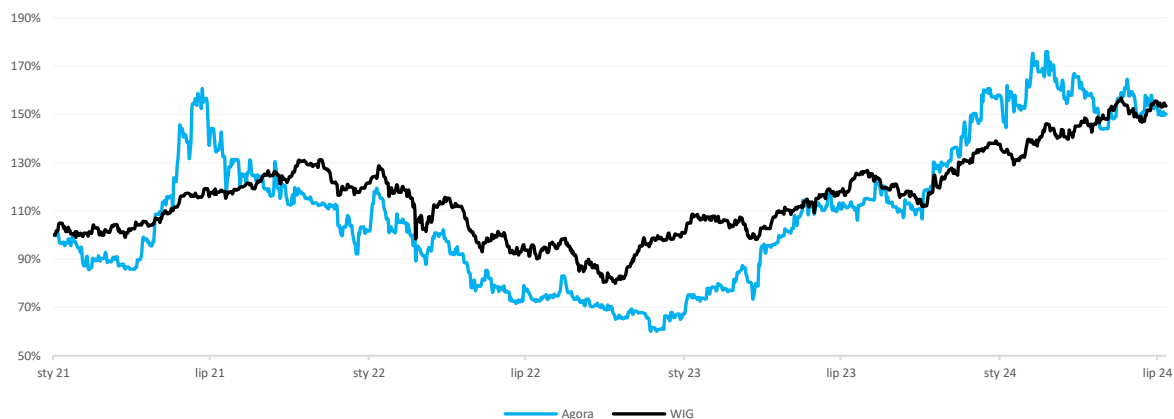
Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2024-2025 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 12,4x oraz 11,1x.

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, reklama zewnętrzna, radio, kino).

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być Schibsted, czy The New York Times (inwestorzy akceptują wskaźniki EV/EBITDA rzędu 16x na rok 2025).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle indeksu WIG w okresie 2021-lipiec 2024



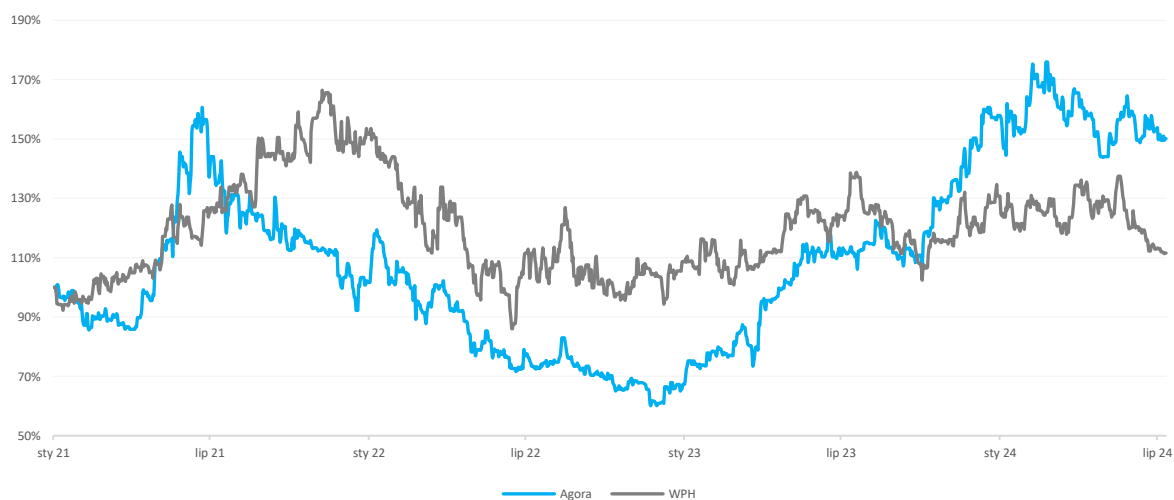
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Cinemark (operator multiplexów w USA) w okresie 2021-lipiec 2024



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Wirtualna Polska w okresie 2021-lipiec 2024



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q1 2024

- Przychody skonsolidowane Agory wyniosły w Q1 2024 prawie 386 mln PLN (+36% r/r). Wpływy z reklamy były wyższe o 27% r/r (m.in. efekt konsolidacji Eurozet). Wysoką dynamikę wzrostu odnotowały też kategorie związane z działalnością kinową (m.in. wpływy z biletów do kina i barów kinowych oraz dystrybucji kinowej).
- W Q1 2024 EBITDA skor. wyniosła 54,6 mln PLN, co oznacza wzrost o 53% r/r. W ujęciu LTM EBITDA skor. wyniosła 243,5 mln PLN (+55% r/r). Na poziomie EBIT w Q1 2024 spółka raportowała odczyt 10,5 mln PLN. w ujęciu LTM EBIT wyniósł 60 mln PLN.
- Wynik netto przypisany akcjonariuszom w Q1 2024 wyniósł -0,6 mln PLN. W ujęciu LTM wynik netto przypisany akcjonariuszom to 32,2 mln PLN. Spoglądając na odczyt netto należy mieć na uwadze, że w minionych kwartałach na saldzie finansowym Agora odnotowała istotny dodatni wpływ różnic kursowych.

Wyniki za Q1 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q1 23	Q1 24	y/y	Q1 23 LTM	Q1 24 LTM	y/y	Q1 24E	realizacja
Przychody	295,8	385,9	30%	1 155,8	1 514,4	31%	381,3	101%
Reklama	124,3	157,9	27%	531,7	737,3	39%	161,6	98%
Bilety do kina	62,0	78,1	26%	207,0	260,1	26%	73,9	106%
Sprzedaż wydawnictw	33,5	33,7	1%	137,4	140,2	2%	33,3	101%
Bary kinowe	33,9	45,9	36%	115,0	148,7	29%	41,2	112%
Sprzedaż gastronomiczna	9,1	10,8	18%	39,6	44,7	13%	10,8	100%
Działalność filmowa	5,5	29,5	436%	20,8	53,4	156%	28,9	102%
Pozostała sprzedaż	27,6	30,0	9%	104,4	129,9	24%	31,7	95%
EBITDA skorygowana	35,7	54,6	53%	157,4	243,5	55%	45,7	119%
EBIT	-5,0	10,5		-47,1	60,0		3,5	300%
Film i książka	16,0	32,2	102%	29,0	66,4	129%	29,8	108%
Prasa	-5,5	-10,3**	89%	-70,3	-12,6		-12,4	83%
Reklama zewnętrzna	0,1	-1,2		17,0	17,0	0%	-0,8	
Internet	-3,3	-7,1**		7,5	-18,4		-7,4	97%
Radio	0,8	7,2	791%	7,3	55,0	653%	7,7	94%
Segmenty razem	8,1	20,7	156%	-9,5	107,3		17,0	122%
Pozycje uzgadniające	-13,1	-10,2	-22%	-37,6	-47,3	26%	-13,5	76%
Saldo finansowe	41,0***	-4,5		7,0	15,8	128%	-2,8	
Wynik brutto	32,7	6,1	-81%	-36,0	75,0		0,5	
Wynik netto	34,7	3,8	-89%	-37,8	54,1		0,4	
akcjonariuszy jedn. dominującej	32,6	-0,6		-36,3	32,2		-5,7	
udziały niekontrolujące	2,1	4,4	107%	-1,5	21,9		6,1	

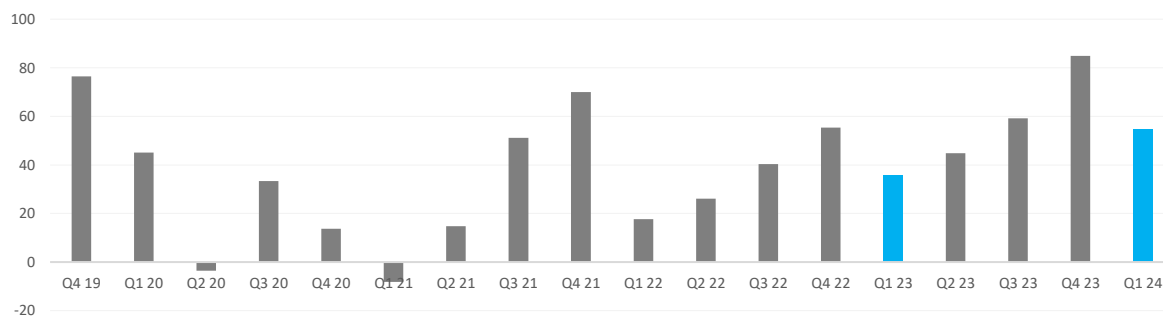
* Dane dla segmentów zostały przekształcone według nowej metodologii alokacji kosztów, którą spółka wprowadziła od Q1 2023

** Segment prasa oraz internet zostały obciążone kosztem restrukturyzacji zatrudnienia (6,658 mln PLN w segmencie prasa i 1,203 mln PLN w segmencie internet). Łącznie w tych dwóch segmentach w Q1 2024 efekt zwolnień grupowych wyniósł 7,861 mln PLN.

*** Przypominamy, że w Q1 2023 pozytywny wpływ na wynik miała aktualizacja wyceny udziałów w Eurozet na dzień przejścia kontroli (47,9 mln PLN).

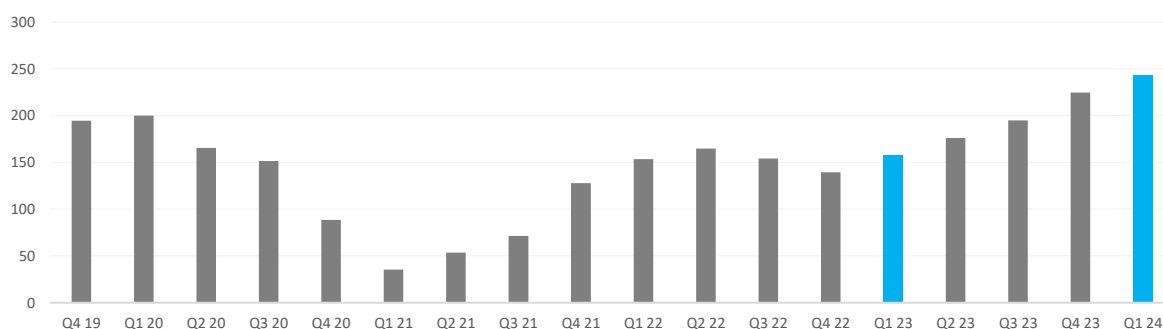
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w poszczególnych kwartałach [PLN m]



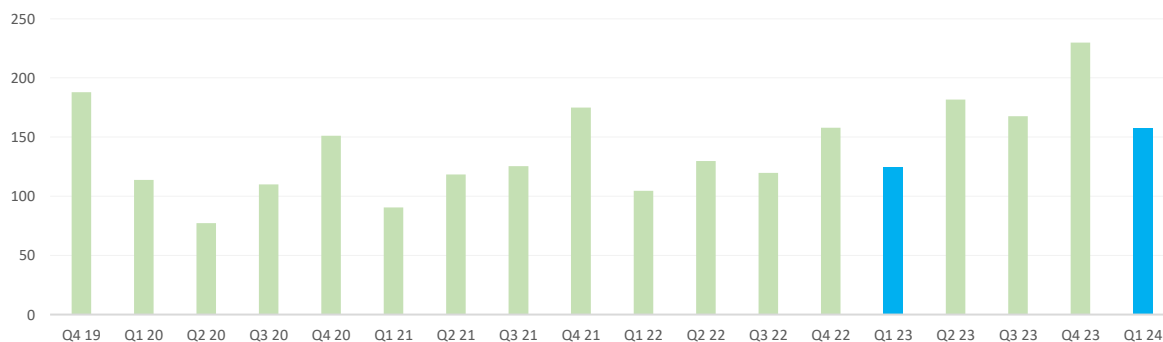
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



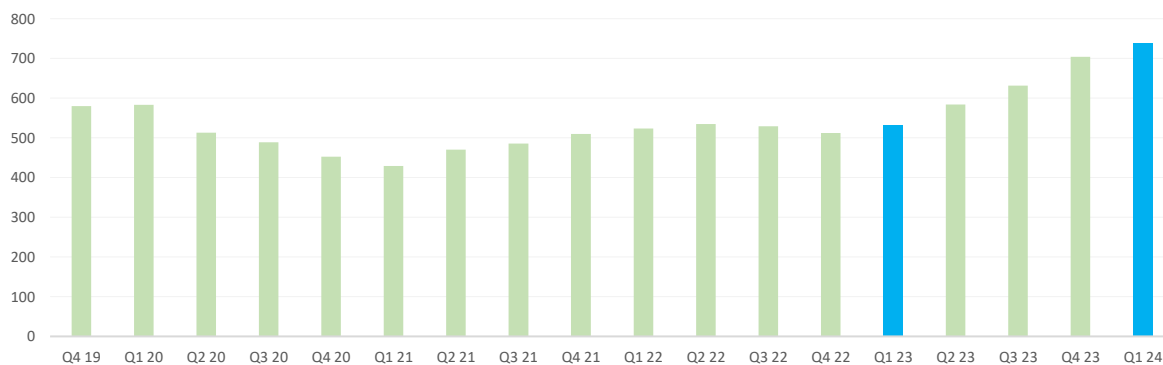
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe w grupie Agora [PLN m]



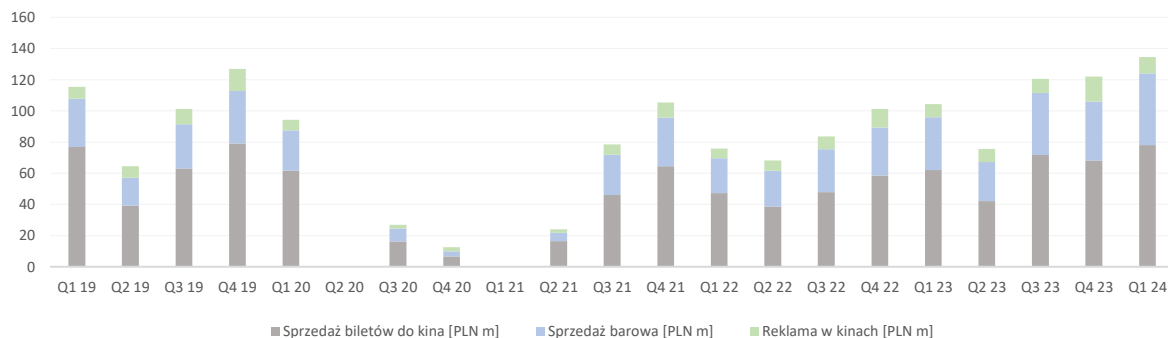
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe LTM w grupie Agora [mln PLN]



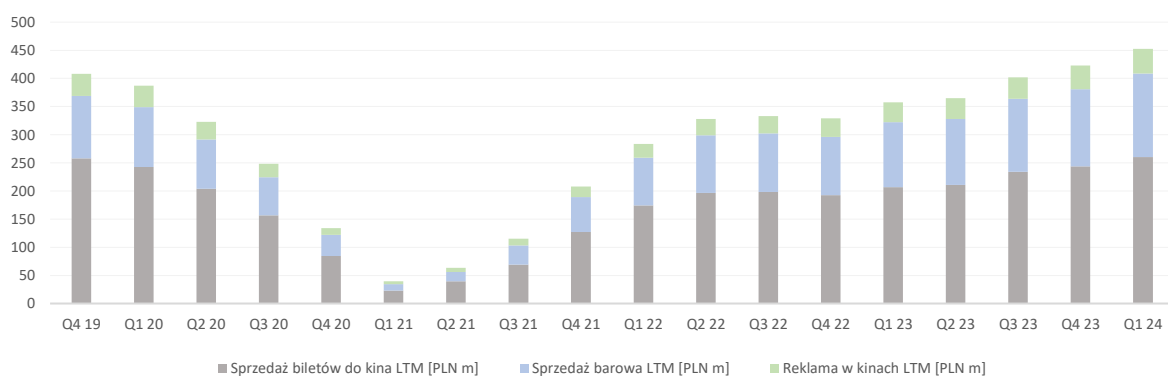
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



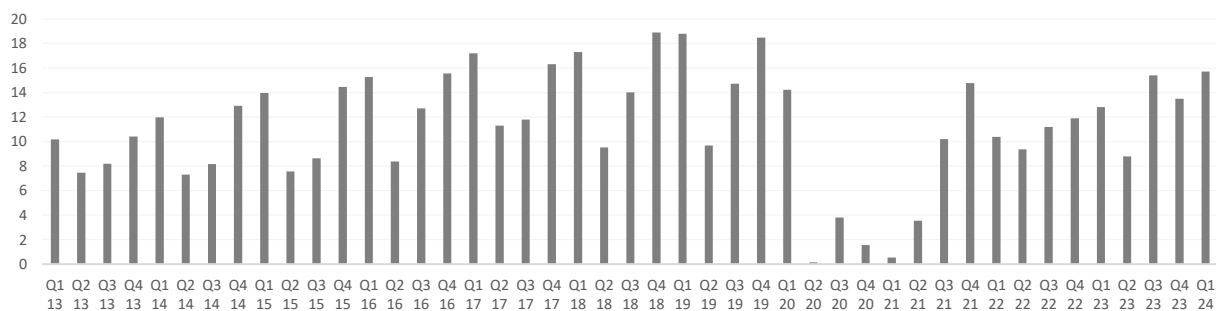
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



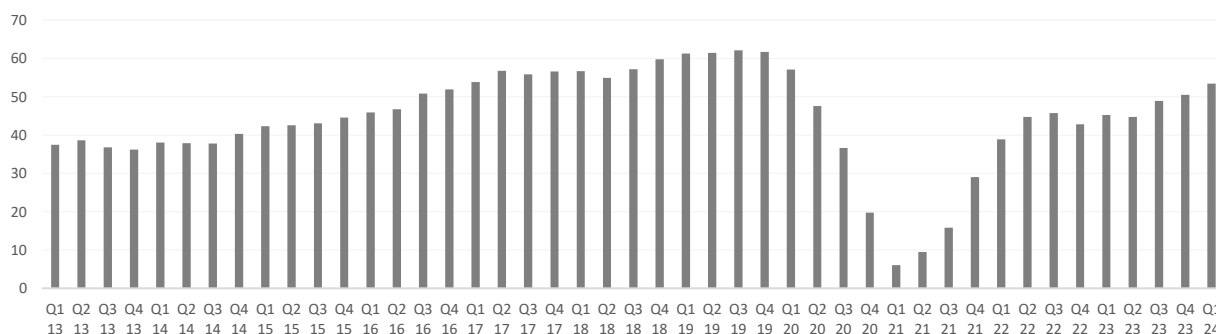
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



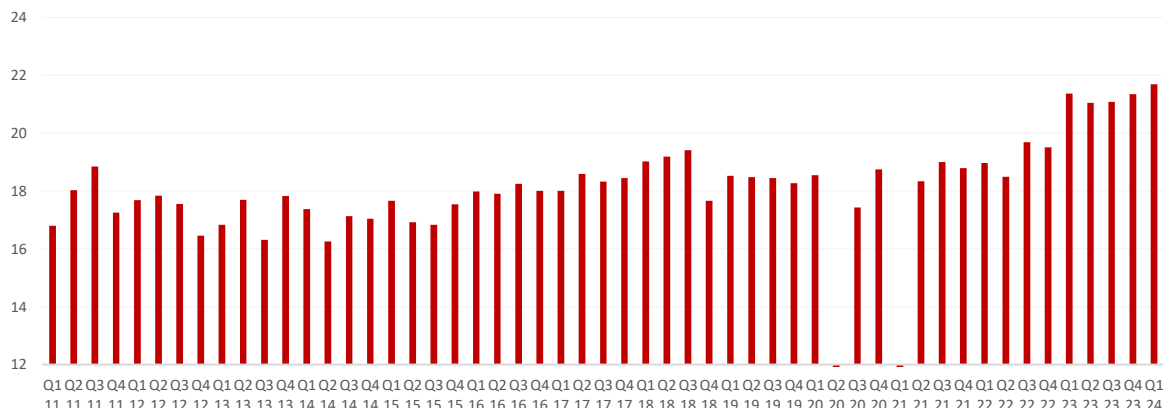
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [mln widzów]



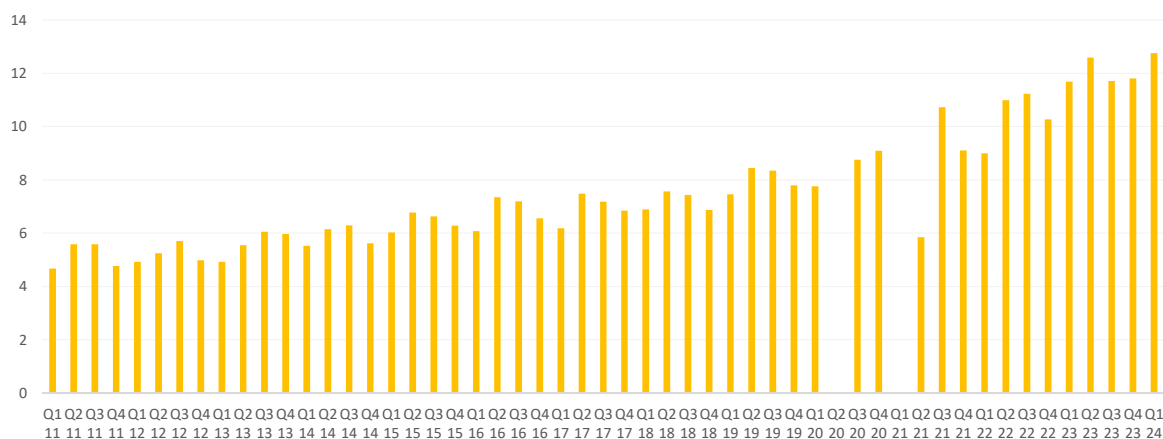
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



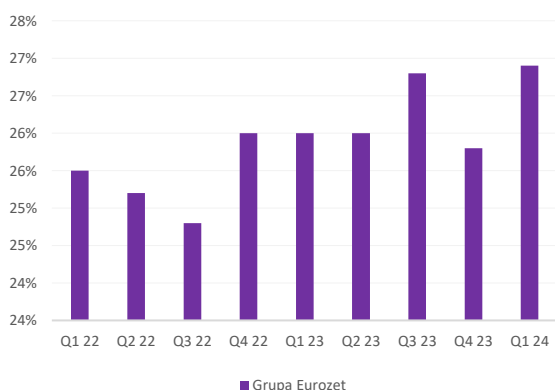
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

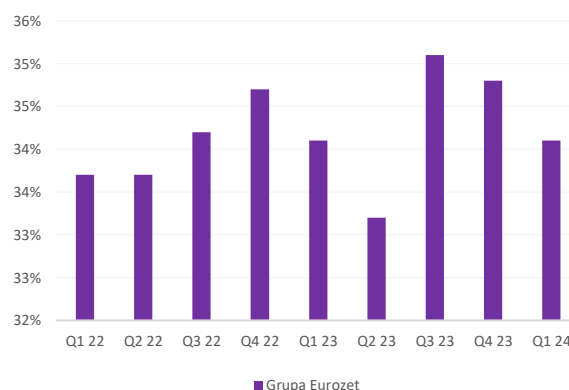


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie mieszkańców miast 100 tys. +



W Q1 2024 różnica w udziale słuchalności pomiędzy Eurozet a liderem rynku Grupą RMF wyniosła 7,9 pkt %. Jednocześnie w grupie mieszkańców miast

100 tys.+ Eurozet wyprzedza Grupę RMF o 4,7 pkt % i jest liderem w tej kategorii rynku. W miastach 200 tys.+ różnica ta wynosi ponad 10 pkt %, a w miastach powyżej 500 tys. przewaga Eurozet wynosi 14 pkt %.

Udział w słuchalności Radia ZET w okresie luty-kwiecień 2024 to 15,1% (najwyższy odczyt od fali badań sierpień-październik 2014). Łącznie grupa Eurozet jest jedyną grupą radiową ze wzrostem udziałów w słuchalności (+1,9 pkt%).

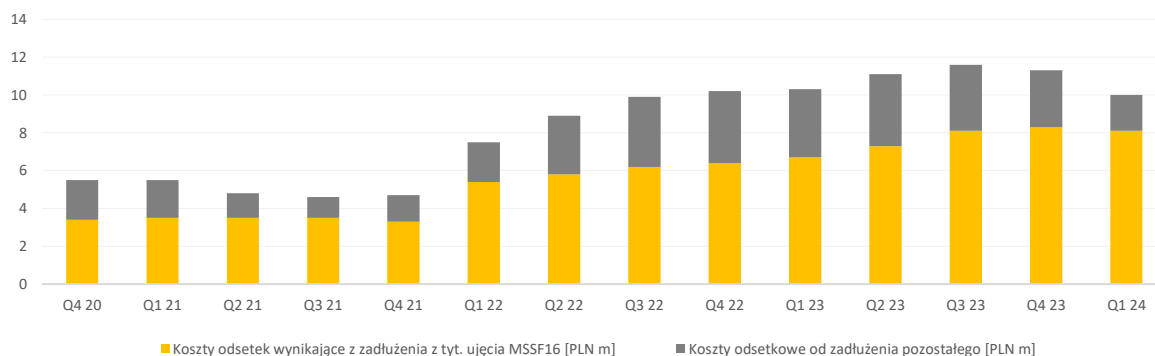
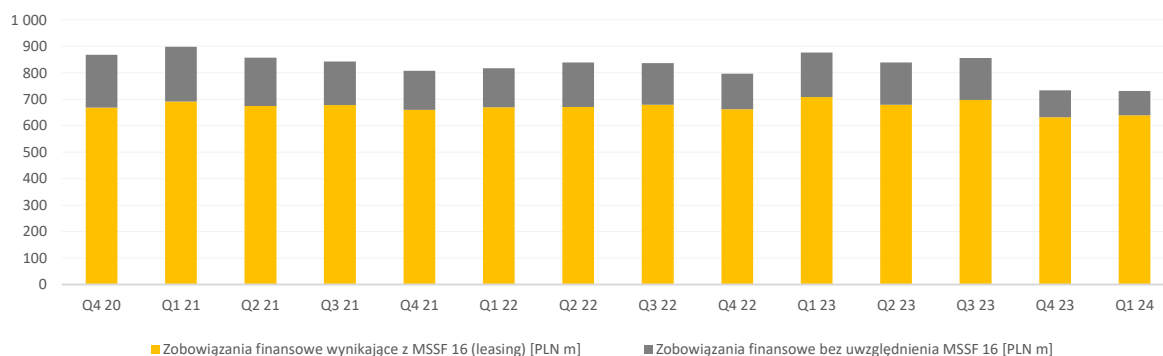
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

DŁUG FINANSOWY

Na koniec marca 2024 roku zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ok 731 mln PLN (na koniec grudnia 2023 było to ok 734 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z MSSF 16 stanowiło prawie 654 mln PLN (na koniec 2023 było to 631 mln PLN). Dług finansowy bez uwzględnienia MSSF 16 na koniec Q1 2024 wyniósł ok 92,5 mln PLN (na koniec 2023 roku ponad 102 mln PLN). Jednocześnie na koniec Q1 2024 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło prawie 120 mln PLN.

W 2023 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia wyniosły łącznie 44,3 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 30,4 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zwracamy uwagę, że spółka w Q2 2024 zdobyła nowe finansowanie, które zostało przeznaczone na sfinansowanie przejęcia 49% udziałów w Eurozet. Agora poinformowała, że konsorcjum banków udzieliło finansowanie w łącznej kwocie do 362 mln PLN.

Łącznie kredyty terminowe stanowią kwotę do 246 mln PLN:

- Kredyt terminowy A udzielony Agorze w wysokości 104 mln PLN z 5-letnim okresem spłaty w równych ratach kapitałowych płatnych w ostatnim dniu roboczym kwartału kalendarzowego;
- Kredyt terminowy B w wysokości 104 mln PLN z terminem spłaty (zapadalności) przypadającym w dniu 5. rocznicy podpisania umowy kredytów;
- Kredyt terminowy A udzielony Helios w wysokości 19 mln PLN z 5-letnim okresem spłaty w równych ratach kapitałowych płatnych w ostatnim dniu roboczym kwartału kalendarzowego;
- Kredyt terminowy B udzielony Helios w wysokości 19 mln PLN z terminem spłaty (zapadalności) przypadającym w dniu 5. rocznicy podpisania umowy kredytów.

Nowe finansowanie przewiduje również udostępnione kredyty obrotowe dla grupy do kwoty 116 mln PLN. Dotyczy to kredytów obrotowych udzielonych Agorze do maksymalnej kwoty 38 mln PLN (33 mln PLN + 5 mln PLN), Heliosowi do maksymalnej kwoty 63 mln PLN (38 mln PLN + 25 mln PLN) i dla AMS do maksymalnej kwoty 15 mln PLN.

PROGNOZA NA Q2 2024

Po serii mocnych odczytów wynikowych przygotowujemy się na scenariusz, że Q2 2024 wskaże na zaburzenie ścieżki wzrostu EBITDA w relacji r/r. Jest to w dużej mierze efekt słabej frekwencji w kinach w Q2 2024. Dodatkowo w naszej symulacji staramy się uwzględnić po stronie kosztowej dynamiczną budowę słuchalności przez Radio Zet, co w krótkim horyzoncie może skutkować obniżeniem marżowości w segmencie radio z uwagi na wzrost kosztów reklamy i promocji. In plus w Q2 2024, według nas, może wyróżniać się segment reklamy zewnętrznej (ale będzie to miało miejsce po względnie słabym odczycie z Q1 2024).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, że EBITDA skor. w Q2 2024 mogła wynieść 40,2 mln PLN, czyli o 10% mniej r/r. W ujęciu LTM EBITDA skor. według naszych prognozy po Q2 2024 wyniesie 238,9 mln PLN. Na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom zakładamy w Q2 2024 stratę rządu 18 mln PLN. W ujęciu LTM po Q2 2024 wynik netto przypisany akcjonariuszom może wynieść 7,3 mln PLN.

Prognozy wyników na Q2 2024 [PLN m]

	Q2 23	Q2 24E	zmiana r/r	Q2 23 LTM	Q2 24E LTM	zmiana r/r
Przychody	326,9	335,2	3%	1 220,9	1 522,7	25%
Reklama	181,8	195,1	7%	583,8	750,7	29%
Bilety do kina	42,1	38,5	-9%	210,5	256,5	22%
Sprzedaż wydawnictw	33,9	34,2	1%	138,1	140,5	2%
Bary kinowe	25,2	23,4	-7%	117,2	146,9	25%
Sprzedaż gastronomiczna	10,7	12,2	14%	40,2	46,2	15%
Działalność filmowa	3,1	3,3	6%	21,1	53,6	154%
Pozostała sprzedaż	30,1	28,4	-6%	110,0	128,3	17%
EBITDA skorygowana*	44,8	40,2	-10%	176,1	238,9	36%
EBIT	0,7	-4,2		-34,6	55,2	
Film i książka	-6,3	-8,3		30,1	64,4	114%
Prasa	-2,7	-0,8**		-68,3	-10,8	
Reklama zewnętrzna	10,6	15,0	42%	21,7	21,5	-1%
Internet	-2,3	-2,5**		3,8	-18,6	
Radio	14,7	11,6	-21%	21,0	51,9	148%
Segmenty razem	13,9	15,0	8%	8,2	108,4	1221%
Pozycje uzgadniające	-13,2	-19,2		-42,9	-53,3	
Saldo finansowe	20,8	-10,8		32,9	-15,8	
Wynik brutto	21,0	-14,9		-1,1	39,0	
Wynik netto	12,5	-14,9		-7,7	26,6	
akcjonariuszy jedn. dominującej	6,9	-18,0		-15,4	7,3	

*odczyt EBITDA skor. obliczony przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje Agora w raportach okresowych

** zakładany przez nas wynik został obciążony kosztami restrukturyzacji zatrudnienia (w segmencie prasa oraz internet w łącznej kwocie ok 1,5 mln PLN; efekt przesunięcia rozliczeń programu zwolnień z Q1 2024)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Po odczycie wynikowym za Q1 2024 założenia Agory dla wzrostu wartości całego rynku reklamy na 2024 to przedział od +5% do +7% w relacji r/r. Po Q1 2024 w obszarze reklamy zewnętrznej zauważamy podniesione założenia (w porównaniu do danych z prezentacji za Q4 2023) dla dynamiki rynku z przedziału +4/+7% do przedziału +10/+15%. Dla pozostałych obszarów rynku reklamy spółka podtrzymała założenia na bieżący rok.

W komentarzu do wyników za Q1 2024 Agora wskazała na sprzyjającą sytuację w otoczeniu biznesowym: „... na rynku reklamy utrzymuje się dobra koniunktura, co znajduje odzwierciedlenie w wynikach za pierwszy kwartał, a jednocześnie pozwala patrzeć z optymizmem w przyszłość.... Jeśli tempo wzrostów w reklamie utrzyma się, to realne jest podniesienie naszych prognoz dla rynku na kolejne kwartały tego roku.”

Założenia Agory dla dynamiki rynku reklamy w Polsce na 2024

	PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q4 2023) przedział od/do:		PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q1 2024) przedział od/do:	
	+5%	+7%	+5%	+7%
Rynek reklamy ogółem	+5%	+7%	+5%	+7%
Telewizja	+3%	+5%	+3%	+5%
Internet	+5%	+8%	+5%	+8%
Radio	+4%	+7%	+4%	+7%
Reklama zewnętrzna	+4%	+7%	+10%	+15%
Prasa	-8%	-5%	-8%	-5%
Kino	+9%	+14%	+9%	+14%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przyjęliśmy w modelu założenie, że w kolejnych kwartałach spółka będzie wykazywać dynamikę wzrostu wpływów reklamowych na poziomie powyżej 7% r/r w Q2 2024 i powyżej 5% w drugim półroczu bieżącego roku. Na rok 2025 dynamika wpływów reklamowych w naszym modelu uwzględnia scenariuszu budowy udziałów rynkowych w segmencie radio oraz poprawie wpływów w obszarze prasy (ale to jest już niszowy element rynku reklamy). W pozostałych segmentach staramy się uwzględnić założenia dynamiki wpływów reklamowych zbieżne z zachowaniem danego obszaru reklamy. Ogółem w całym 2025 roku wpływy reklamowe w naszym modelu rosną o 7,3% r/r.

Choć w modelu zakładamy, że najbliższe kwartały będą wskazywać na spadki wyników w segmencie film i książka to podkreślamy nasz optymizm dotyczący dalszej budowy wyników przez ten segment w perspektywie lat 2025-2026 (szczegółowy opis dla segmentu znajduje się w dalszej części raportu).

Nasza prognoza zakłada wzrost EBITDA skor. do 248 mln PLN w 2024 roku, co będzie oznaczało poprawę o 8,6% w relacji do 2023 roku. Na relatywnie mniejszą dynamikę wzrostu w 2024 roku wpływają ujęte koszty związane z restrukturyzacją zatrudnienia (ok 10 mln PLN) oraz przyjęta w modelu odczuwalna rewizja w dół założeń dla segmentu internet i w mniejszym stopniu dla segmentu prasa (opis dla tych dwóch dywizji biznesowych znajduje się w dalszej części raportu).

Przypominamy, że w styczniu br., spółka poinformowała o kolejnym planie zwolnień grupowych (ok 180 pracowników zatrudnionych w obszarze prasa cyfrowa i drukowana oraz internet). Przeprowadzona restrukturyzacja powinna mieć istotny wpływ na przyszłą sytuację wynikową wspomnianych dwóch segmentów. Szacowana wysokość rezerwy z tytułu zwolnień grupowych, która miała obciążyć wynik Agory w Q1 2024 to około 10 mln PLN. W raporcie za Q1 2024 wartość kosztów rezerw została wykazana w kwocie ok 7,9 mln PLN (odpowiednio 6,7 mln PLN w segmencie prasa i 1,2 mln PLN w segmencie internet). Spodziewamy się, że jeszcze w Q2 2024 będą rozpoznane końcowe koszty restrukturyzacji (ok 1,5 mln PLN).

Liczymy, że rok 2025 przyniesie odczuwalne przyśpieszenie dynamiki wyników dla Agory. W naszej prognozie zakładamy odczyt EBITDA skor. na poziomie 306,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 23,5% względem 2024 roku. Na rok 2026 nasz model zakłada wzrost EBITDA skor. o 14,5% r/r do pułapu powyżej 350 mln PLN. Na bazie danych bez uwzględnienia IFRS 16 nasza symulacja wskazuje, iż EBITDA skor. (non IFRS 16) w latach 2024-2026 może wzrosnąć z poziomu ok 138 mln PLN do ok 240 mln PLN.

Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy

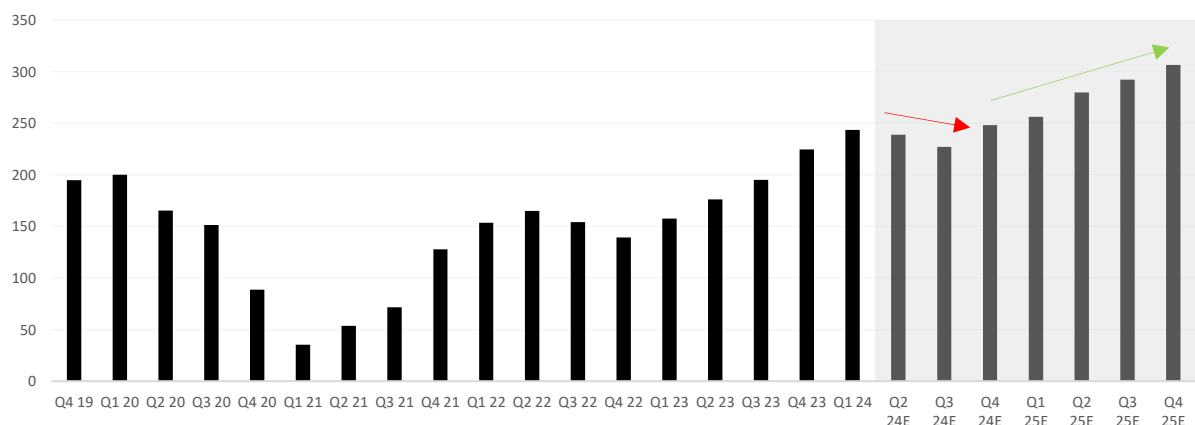
	Q1 24	Q2 24E	Q3 24E	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2023	2024E	2025E
Przychody	385,9	335,2	353,7	451,3	380,9	373,1	384,9	484,8	1 424,3	1 526,2	1 623,7
Reklama	157,9	195,1	174,3	244,4	167,2	210,0	187,3	263,4	703,7	771,7	827,9
Bilety do kina	78,1	38,5	60,5	74,9	82,4	46,8	66,7	81,0	244,0	252,0	276,9
Sprzedaż wydawnictw	33,7	34,2	35,3	36,9	34,6	35,2	35,7	36,9	139,9	140,2	142,5
Bary kinowe	45,9	23,4	34,5	42,6	48,9	28,7	38,4	46,4	136,6	146,4	162,4
Sprzedaż gastronomiczna	10,8	12,2	13,1	13,5	12,3	14,0	14,9	15,4	43,0	49,5	56,6
Działalność filmowa	29,5	3,3	3,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	29,5	43,8	40,0
Pozostała sprzedaż	30,0	28,4	32,6	31,5	26,8	28,9	31,4	30,2	127,5	122,6	117,3
EBITDA skorygowana*	54,6	40,2	47,2	106,0	62,8	63,9	59,4	120,3	228,3	248,0	306,3
EBIT	10,5	-4,2	3,0	62,0	18,8	20,0	15,6	76,3	44,6	71,3	130,7
Film i książka	32,2	-8,3	5,5	24,2	26,4	0,9	13,1	29,3	50,2	53,6	69,7
Prasa	-10,3	-0,8	0,4	1,9	-2,5	0,5	1,0	2,5	-7,8	-8,8	1,5
Reklama zewnętrzna	-1,2	15,0	4,1	11,4	-0,7	17,1	4,3	12,5	18,4	29,3	33,1
Internet	-7,1	-2,5	-2,9	3,8	-4,1	-0,5	-1,4	5,3	-14,6	-8,7	-0,7
Radio	7,2	11,6	7,2	32,6	11,2	13,6	10,3	38,8	48,6	58,7	73,8
Segmenty razem	20,7	15,0	14,4	74,0	30,3	31,5	27,3	88,3	94,7	124,1	177,3
Pozycje uzgadniające	-10,2	-19,2	-11,4	-11,9	-11,5	-11,5	-11,7	-12,0	-50,1	-52,8	-46,6
Saldo finansowe	-4,5	-10,8	-13,4	-13,3	-12,9	-12,8	-12,6	-13,0	61,3	-42,1	-51,3
Wynik brutto	6,1	-14,9	-10,3	48,8	6,0	7,3	3,1	63,4	101,6	29,6	79,7
Wynik netto	3,8	-14,9	-10,3	39,5	4,8	5,9	2,5	51,3	85,0	18,0	64,5
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	-18,0	-10,6	38,2	3,4	5,8	1,8	49,7	65,4	8,9	60,7

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

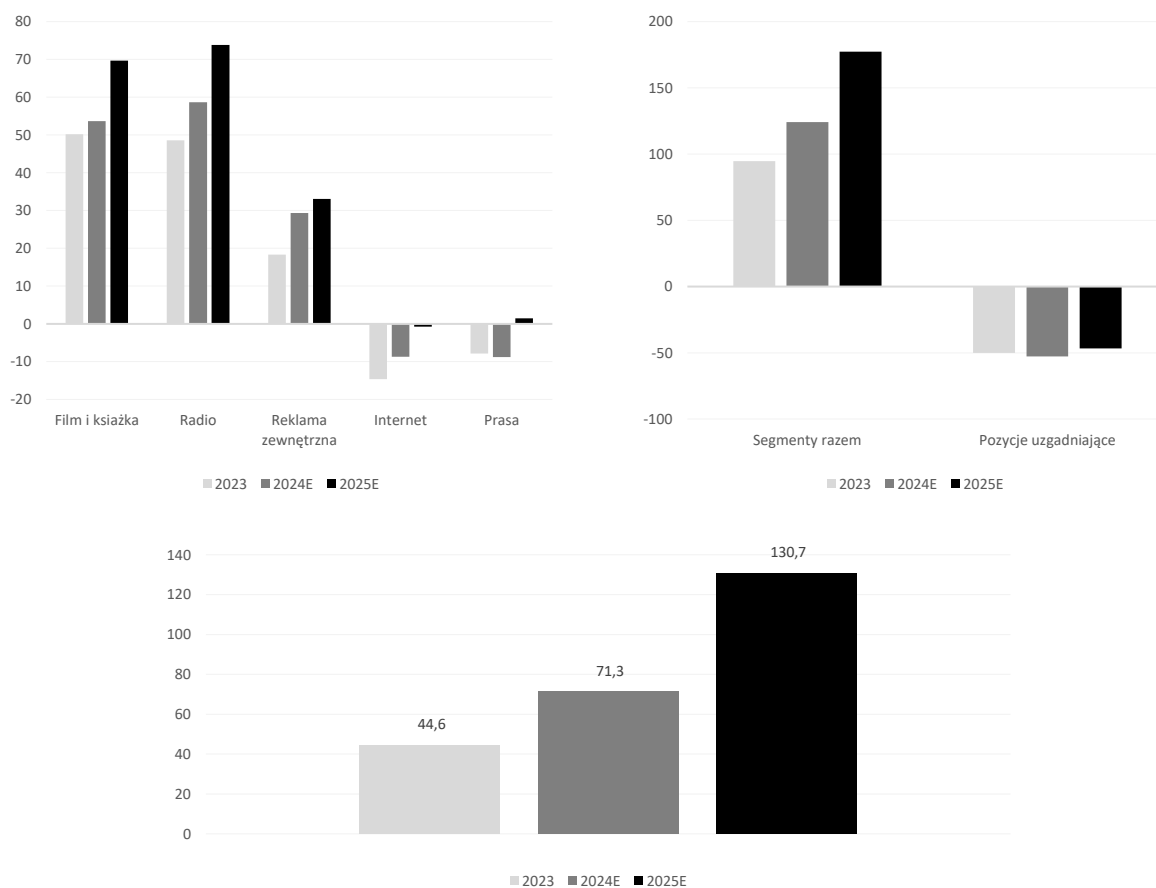
Po Q1 2024 odczyt EBITDA LTM wyniósł 243,5 mln PLN. Przygotowujemy się na scenariusz, że po Q2 2024 i po odczycie za Q3 2024 odczyt EBITDA LTM będzie niższy niż ten wykazany po Q1 2024. Tym samym będzie to według naszej symulacji krótkotrwałe zaburzenie wzrostowej trajektorii wyników Agory. Nasze prognozy wskazują, że finalnie Agora za cały 2024 rok powinna wskazać na wzrost EBITDA skor. do poziomu 248 mln PLN, czyli o 8,6% r/r.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu EBITDA skor. w ujęciu LTM [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane za 2023 rok oraz nasze założenia na lata 2024-2025 dla EBIT wg segmentów operacyjnych i dla pozycji uzgadniających oraz łącznie na poziomie skonsolidowanym w Agorze [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2024-01-09) nieznacznie obniżyliśmy założenia na poziomie EBITDA skor. na lata 2024-2026. Powodem niższej projekcji dla EBITDA skor. na rok 2024 oraz lata 2025-2026 jest chłodniejsze spojrzenie na segment prasa oraz istotna korekta in minus dokonana w segmencie internet. Jednocześnie w modelu podnieśliśmy założenia wyników w segmencie film i książka, radio oraz reklama zewnętrzna (na kolejne lata ścieżka wynikowa dla wspomnianych segmentów jest również podwyższona).

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2024-2026 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-01-09)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	1 526,2	1 623,7	1 732,3	1 516,8	1 655,9	1 781,9	1%	-2%	-3%
Reklama	771,7	827,9	888,6	773,4	862,6	935,3	0%	-4%	-5%
Bilety do kina	252,0	276,9	299,5	256,4	281,2	305,6	-2%	-2%	-2%
Sprzedaż wydawnictw	140,2	142,5	143,5	142,0	143,8	145,3	-1%	-1%	-1%
Bary kinowe	146,4	162,4	176,0	145,4	159,9	174,2	1%	2%	1%
Sprzedaż gastronomiczna	49,5	56,6	60,9	49,9	56,2	60,4	-1%	1%	1%
Działalność filmowa	43,8	40,0	43,4	25,1	26,7	27,2	74%	50%	59%
Pozostała sprzedaż	122,6	117,3	120,5	124,6	125,5	134,0	-2%	-6%	-10%
EBITDA skorygowana	248,0	306,3	350,6	263,1	313,1	359,3	-6%	-2%	-2%
EBIT	71,3	130,7	175,6	90,5	141,9	188,5	-21%	-8%	-7%
Film i książka	53,6	69,7	91,0	48,1	60,2	74,9	12%	16%	22%
Prasa	-8,8	1,5	1,6	1,5	5,6	7,1		-74%	-77%
Reklama zewnętrzna	29,3	33,1	35,8	28,6	31,2	33,9	2%	6%	6%
Internet	-8,7	-0,7	3,0	2,9	19,6	34,8			-91%
Radio	58,7	73,8	92,6	56,3	72,8	86,9	4%	1%	7%
Segmenty razem	124,1	177,3	224,0	137,4	189,4	237,6	-10%	-6%	-6%
Pozycje uzgadniające	-52,8	-46,6	-48,4	-46,9	-47,5	-49,1			
Saldo finansowe	-42,1	-51,3	-49,3	-44,3	-59,1	-55,7			
Wynik brutto	29,6	79,7	126,3	45,4	82,7	132,8	-35%	-4%	-5%
Wynik netto	18,0	64,5	102,3	35,7	67,0	107,6	-50%	-4%	-5%
akcjonariuszy jedn. dominującej	8,9	60,7	101,8	22,0	63,7	103,5	-60%	-5%	-2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment radio

W dniu 20 czerwca 2024 roku nastąpiło przeniesienie tytułu do 49% udziałów w Eurozet i Agora stała się jedynym wspólnikiem posiadającym łącznie 100% w kapitale Eurozet. Cena zapłaty za 49% udziałów w Eurozet wyniosła 38,75 m EUR.

W kierunkach strategicznych przyjętych przez Agorę na lata 2023-2026 znajduje się mocny punkt wskazujący, iż spółka chce zostać liderem rynku radiowego w Polsce (perspektywa kilku lat). Spodziewamy się, że po odkupieniu 49% udziałów w Eurozet nastąpi intensyfikacja działań zmierzających do osiągnięcia przytoczonego celu wyznaczonego w strategii średnioterminowej.

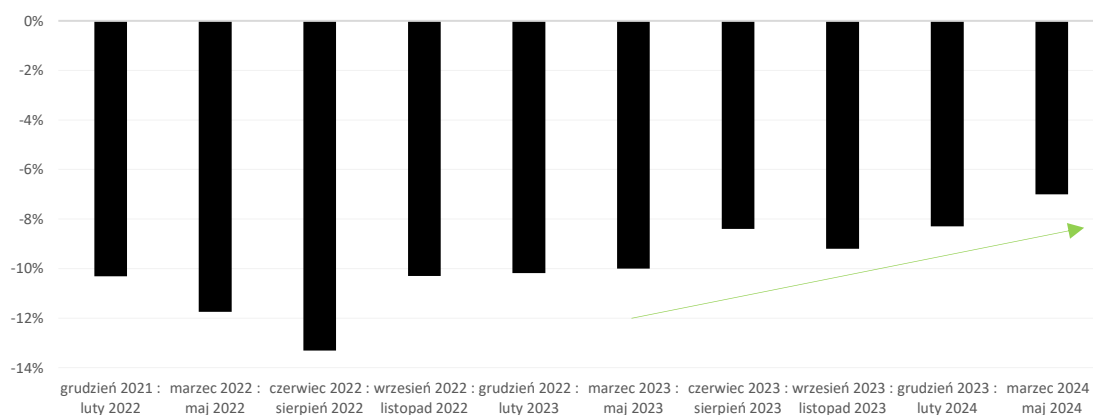
W modelu zakładamy, że kolejne kwartały wskażą na dalszą integrację operacyjną w ramach segmentu radio. Przygotowujemy się na scenariusz długoterminowej budowy słuchalności zwłaszcza przez Radio Zet i nowych inicjatyw po stronie przychodowej w ramach grupy. Dodatkowo w perspektywie kilku kwartałów spodziewamy się materialnych efektów optymalizacji bazy kosztowej.

W naszym modelu wciąż nie zakładamy, że Agora w kolejnych latach zdobędzie pozycję lidera rynku radiowego w Polsce i w tym obszarze upatrujemy potencjalnych kolejnych pozytywnych rewizji średnioterminowych w modelu wyceny. Na lata 2024 i 2025 założyliśmy, że EBIT segmentu radio wyniesie odpowiednio 58,7 mln PLN i 73,8 mln PLN (w poprzednim raporcie analitycznym było to 56,3 mln PLN oraz 72,8 mln PLN).

Porównanie dwóch głównych grup medialnych działających na rynku radiowym w Polsce wskazuje, że w H1 2024 dystans pomiędzy grupą rozgłośni skupionych wokół RMF FM a Eurozet skurczył się do około 7 punktów % (w grupie wszyscy 15+). Zwracamy uwagę, że według badania z panelu grudzień'23-luty'24 oraz marzec'24-maj'24 radiostacje skupione wokół Eurozet jako jedyna grupa radiowa w Polsce wykazały wzrost udziałów w słuchalności. Spodziewamy się, że również w kolejnych okresach spółka będzie chciała wykazywać rosnące udziały w rynku i skracać dystans do dotychczasowego lidera rynku.

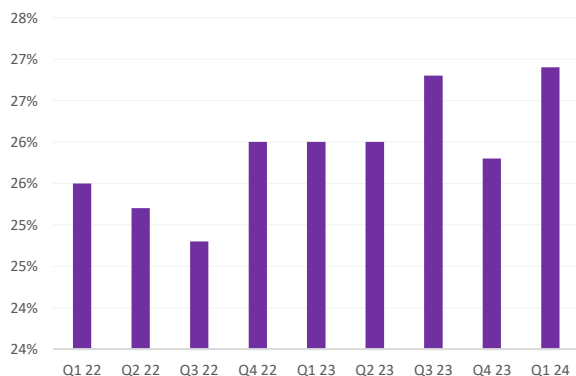
W pogoni za liderem rynku – dystans w słuchalności anten Eurozet do anten skupionych w grupie RMF FM [pkt% słuchalności]

(w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)

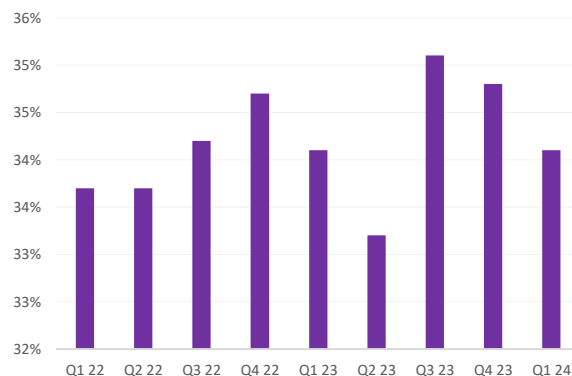


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+

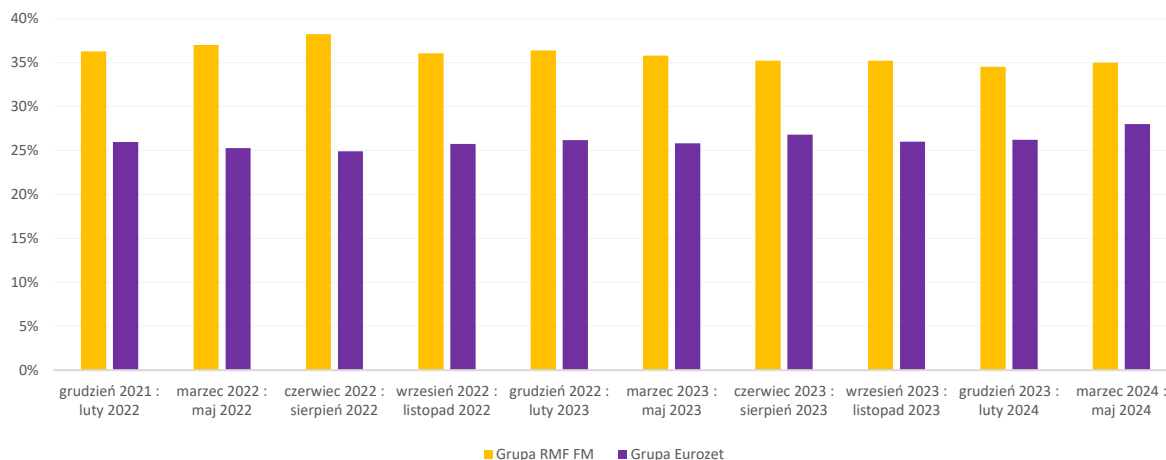


Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie mieszkańców miast 100 tys. +



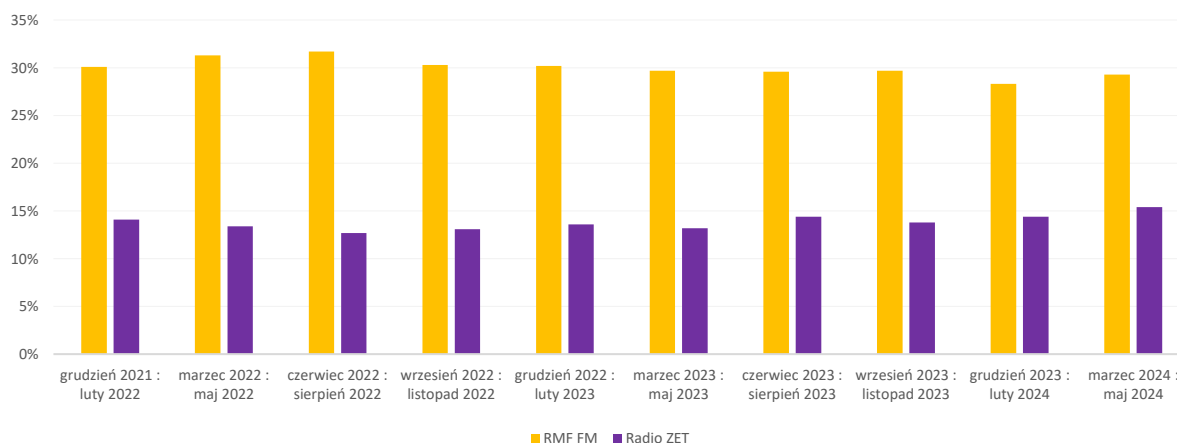
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

Udział w słuchalności radiostacji skupionych w Eurozet oraz w grupie RMF FM (w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)



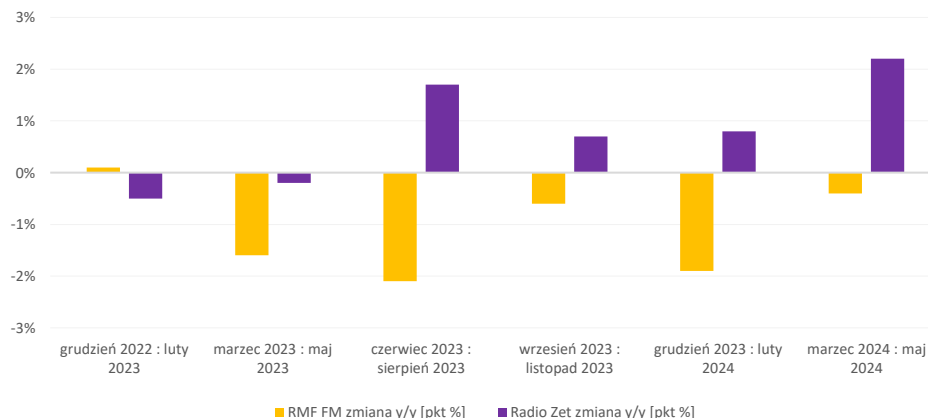
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

Udział w słuchalności głównej anteny Eurozet, czyli Radio Zet oraz anteny RMF FM (w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)



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

Zmiana w słuchalności Radio Zet w ujęciu r/r od momentu przejścia kontroli nad Eurozet przez Agorę na tle odczytów RMF FM (w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)



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

Segment film i książka

Spodziewamy się, iż Q2 2024 i Q3 2024 wskażą na odczuwalnie niższą frekwencję w kinach w ujęciu r/r. Jest to według naszych przemyśleń efekt: i) bardzo ambitnej bazy (zwłaszcza z Q3 2023), ii) dużego nasycenia rozrywką kinową w poprzednich kwartałach, iii) oraz słabszego „okienka premier” (wynik przesunięć wysokobudżetowych premier za sprawą ubiegłorocznego strajku scenarzystów i aktorów w USA).

W średnim i dłuższym horyzoncie nadal oczekujemy odbudowy frekwencji kinowej w Polsce. Zwracamy uwagę, że historycznie poszczególne kwartały wykazują różną dynamikę w ujęciu r/r i kluczowe dla nas jest ujęcie danych o widowni narastająco w okresie dwunastu miesięcy.

Zauważamy również bardzo duży optymizm odnośnie przyszłej ścieżki odbudowy frekwencji kinowej w USA wykazany przez menedżerów Cinemark podczas konferencji wynikowej za Q1 2024. Przytoczone przez nich pozytywne argumenty dla branży multipleksów bazowały m.in. na przesłaniu konferencji branżowej Cinemacore oraz planach mocnego zaistnienia w branży kinowej (przez pryzmat wysokobudżetowych produkcji) studiów filmowych z grupy Amazon czy Apple.

Władze Agory w ostatnich wypowiedziach dotyczących perspektyw frekwencji kinowej w Polsce w 2024 roku wskazywały, że finalny odczyt za 2024 rok podobny do tego z 2023 roku byłby dla nich dobrym rezultatem. W naszym raporcie ze stycznia br. zakładaliśmy, iż widownia w Polsce w 2024 roku będzie o 0,5% wyższa niż w 2023 roku. Z bieżącej perspektywy nieznacznie korygujemy w dół nasze oczekiwania na cały 2024 rok i spodziewamy się, że rynek będzie słabszy o ponad 1% względem 2023 roku (ogółem blisko 50 mln biletów). Przypominamy, że w Q1 2024 Helios sprzedał ponad 24% więcej biletów w ujęciu r/r. Na Q2 2024 założyliśmy spadek sprzedaży biletów przez Helios o ponad 11% r/r, na Q3 jest to spadek o ponad 20% r/r, a w Q4 przyjęliśmy wzrost liczby sprzedanych biletów o ponad 4% r/r. Na lata 2025-2026 spodziewamy się powrotu rynku pod względem wolumenu sprzedaży do przedziału 53,1 -56 mln biletów (niewielka korekta względem poprzedniej symulacji).

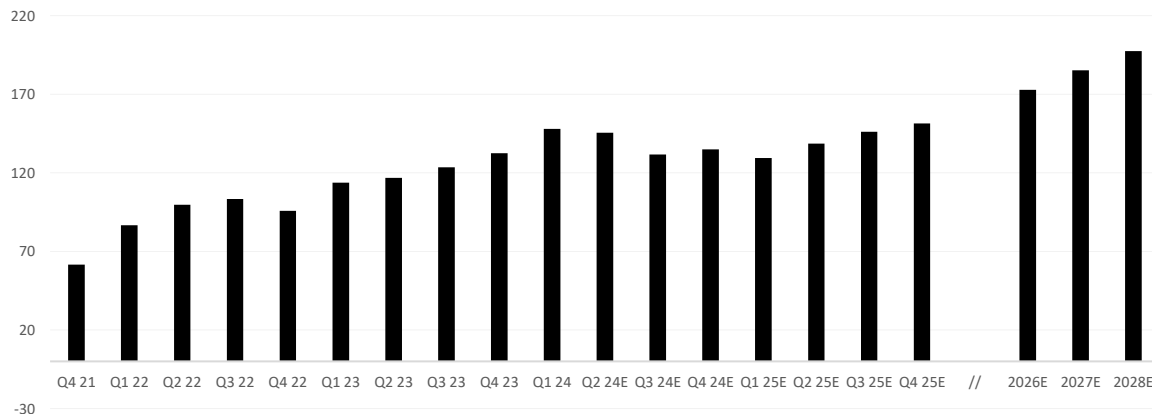
Jednocześnie w naszym modelu w bieżącej aktualizacji podnieśliśmy założenia dla działalności związanej z produkcją/koprodukcją oraz dystrybucją kinową. Jest to bezpośrednio związane z sukcesem komercyjnym tytułów, których dystrybutorem był Next Film oraz zakładaną przez nas trwałą odbudową widowni na polskie tytuły kinowe.

Wybrane filmy, za których dystrybucję będzie odpowiadać Next Film w najbliższych okresach:

- „Wróbel” (produkcja własna; premiera 23.08.2024 r.).
- „Drużyna A(A)” (produkcja własna; premiera 20.09.2024 r.)
- „Kulej. Dwie strony medalu” (dystrybucja; premiera 11.10.2024 r.)
- „Simona Kossak” (dystrybucja; premiera 15.11.2024 r.)
- „Kleks i Wynalazek Filipa Golarza” (dystrybucja; premiera 03.01.2025 r.).

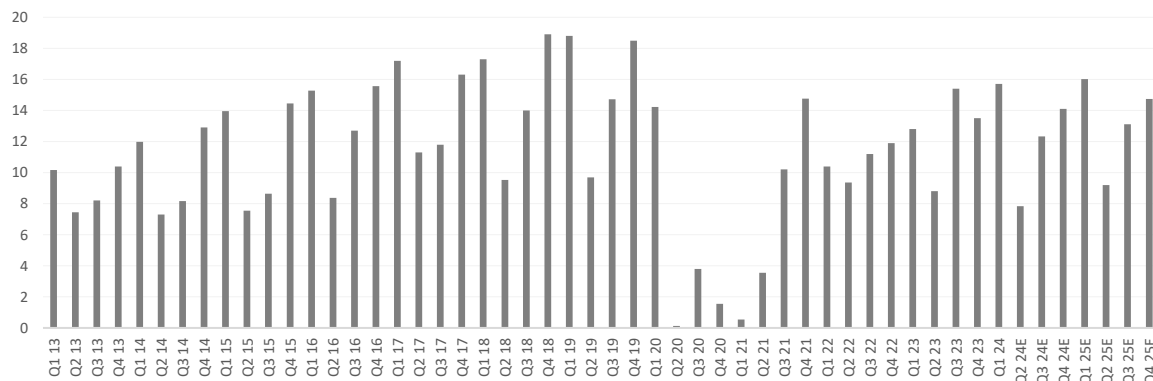
Na lata 2024 i 2025 założyliśmy, że EBIT segmentu film i książka wyniesie odpowiednio 53,6 mln PLN i 69,7 mln PLN (w poprzednim raporcie analitycznym było to 48,1 mln PLN oraz 60,2 mln PLN).

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa segmentu film i książka
[EBITDA skor w ujęciu zannualizowanym; PLN m]



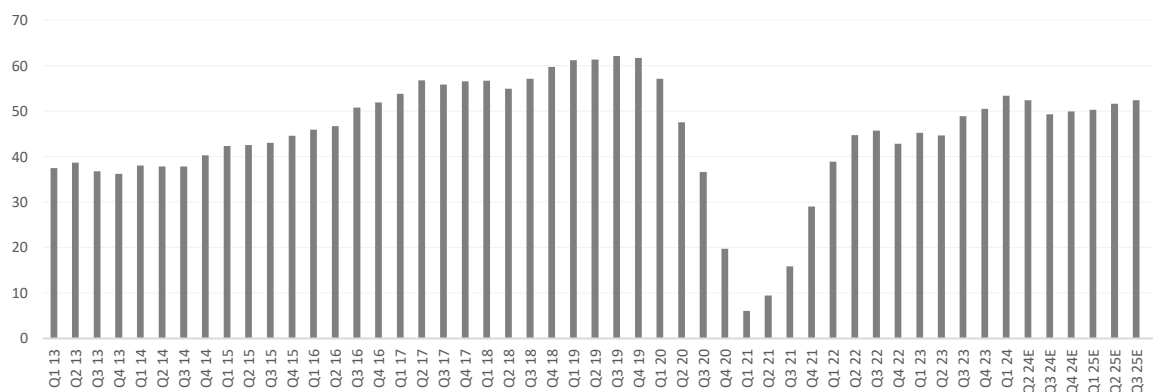
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



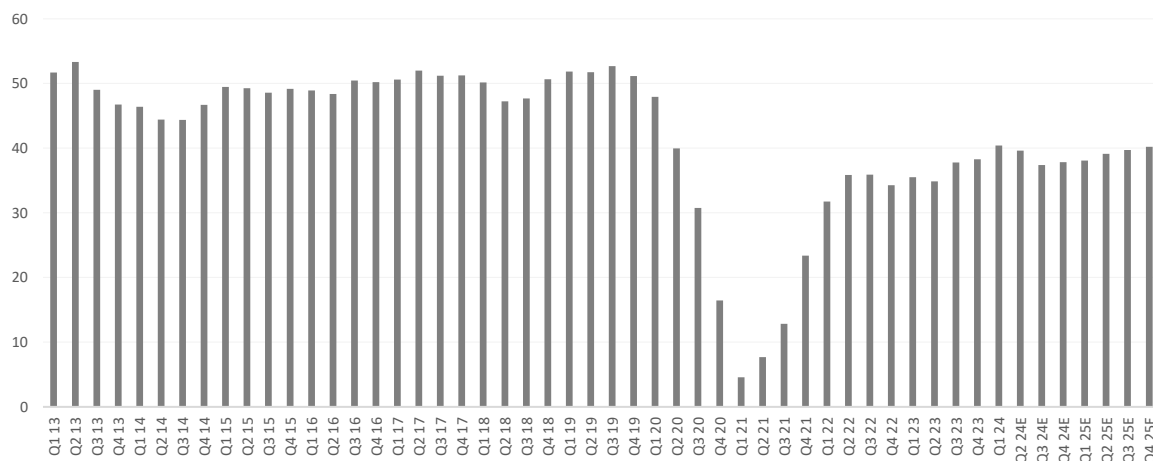
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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

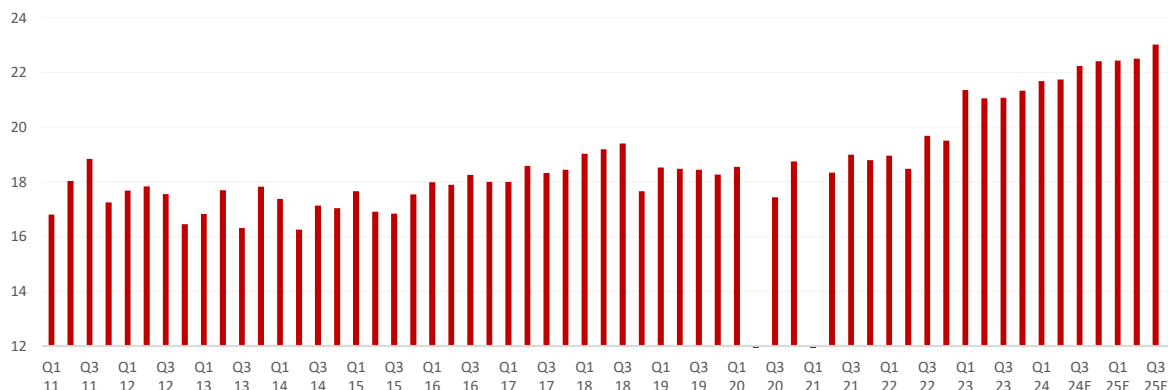
Historyczna widownia w Helios w przeliczeniu na 1 ekran oraz prognoza BDM (ujęcie zannualizowane) [tys. widzów na ekran]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W minionym 2023 roku w sieci Helios (ale też u innych operatorów multipleksów w Polsce) doszło do jakościowej zmiany w zakresie monetyzacji widzów. Po długich latach stałych cen doszło do odważniejszych ruchów cennikowych (choć i tak poniżej odczytów inflacyjnych). Nasza symulacja wskazuje, że w 2023 roku średnia cena biletu w Helios była o ponad 10% wyższa w ujęciu r/r. Na rok 2024 zakładamy, iż presja kosztowa m.in. wywołana silnym wzrostem płacy minimalnej skłoni operatorów, w tym Helios do kolejnych zmian cennikowych. W modelu przyjęliśmy, iż średnia cena biletu w 2024 roku w Helios wzrośnie o ok 4% r/r, a w 2025 roku o 3,5% r/r.

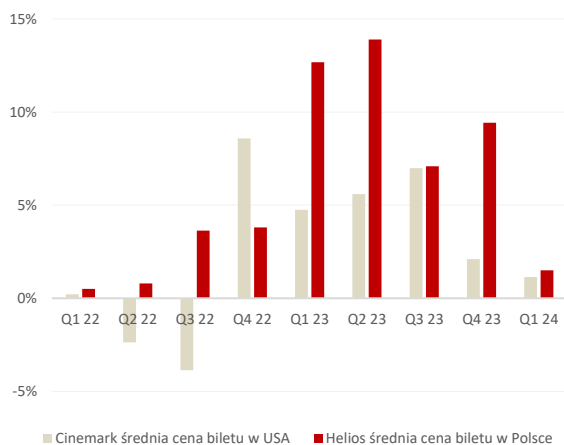
Historyczna średnia cena biletów w Helios oraz prognoza BDM na kolejne okresy [PLN]



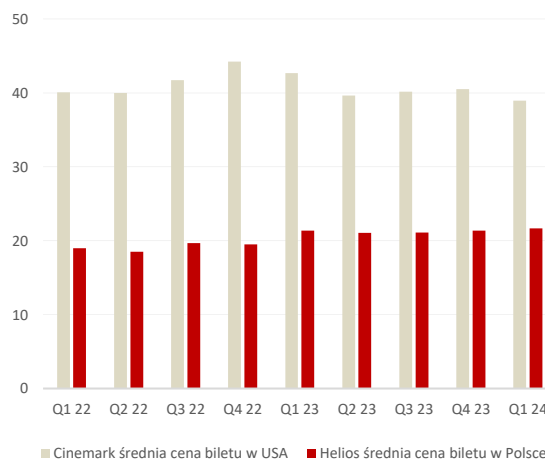
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Poniżej pokazujemy jak wyglądają próby podnoszenia cen biletów w Helios na tle tego, co robi sieć Cinemark na lokalnym rynku amerykańskim (bez rynków międzynarodowych). Od kilku kwartałów było widać wyraźną dynamikę wzrostów w ujęciu r/r (przy procesie odbudowy frekwencji) oraz wygaszenie dynamiki wzrostu cen biletów w Cinemark widoczne w Q1 przy względnie słabym okienku frekwencyjnym w USA (należy mieć na uwadze, że silne odczyty frekwencji w Polsce w Q4 2023 i Q1 2024 to w dużej mierze zasługa polskich tytułów).

Zmiana śr. ceny biletu r/r [waluta lokalna, PLN dla Helios i USD dla sieci Cinemark]



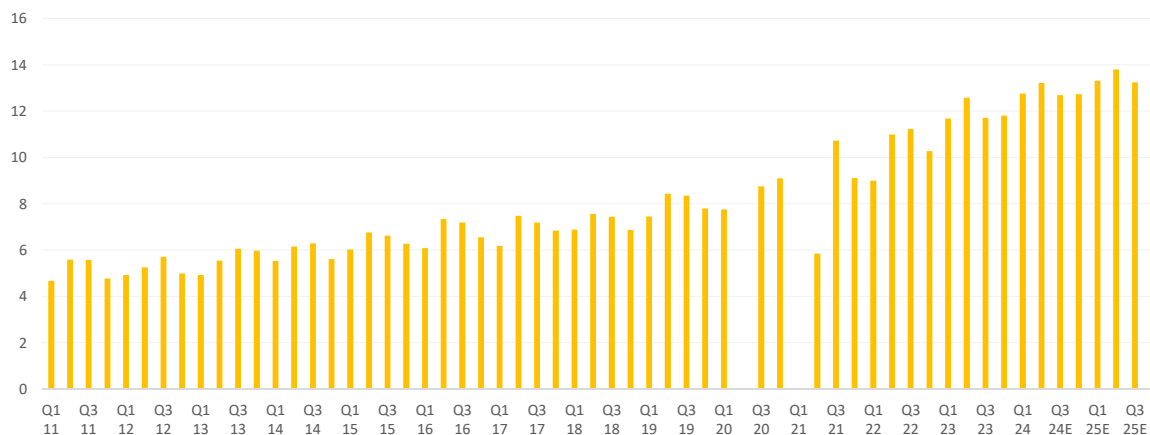
Średnia cena biletu wyrażona w PLN [PLN dla Helios; dla sieci Cinemark przeliczono na PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Agory oraz Cinemark Holdings

Kluczowe znaczenie dla biznesu kinowego ma rosnący przychód generowany w barach kinowych. W tej kategorii od kilkunastu lat widać dynamiczne wzrosty. W roku 2023 średni przychód z barów kinowych na widza wzrósł o niemal 15% r/r (w 2022 roku było to prawie 12%). W modelu założyliśmy, że średni przychód na jednego widza z barów kinowych w latach 2024-2025 wzrośnie odpowiednio o 7,8% r/r i 4,5% r/r. W kolejnych latach przyjęliśmy wzrost poniżej 3% w ujęciu 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

W segmencie film i książka ujmowane są wyniki Step Inside (franczyzobiorcy Pasibusa). Przypominamy, że spółka pod koniec marca br. zakomunikowała rozpoczęcie negocjacji w przedmiocie zbycia udziałów w kapitale zakładowym Step Inside. W 2023 roku przychody Step Inside wyniosły 43,7 mln PLN, co stanowiło ok 7,7% przychodów segmentu film i książka. Wynik netto Step Inside za 2023 rok to strata 0,7 mln PLN.

Segment reklama zewnętrzna

Segment korzysta z bardzo dobrej koniunktury na rynku reklamy zewnętrznej. Poprzednie kwartały (poza Q1 2024) wskazywały na dynamiczne wzrosty przychodów w ujęciu r/r oraz powrót segmentu do dobrej marżowości. Dostrzegamy szereg inicjatyw mających zdopingować przyszłe wyniki spółki w tym segmencie. W bieżącym roku doliczyliśmy się już kilku modyfikacji cenników (w tym wprowadzające nowe rozliczenia w obszarze DOOH) oraz próby wprowadzania dodatkowych indeksów aglomeracyjnych. Na lata 2024-2025 przyjmujemy, iż EBIT segmentu wzrośnie odpowiednio do 29,3 mln PLN i 33,1 mln PLN. Oznacza to rewizję w górę naszych założeń o 2% dla roku 2024 i 6% dla roku 2025 (względem raportu analitycznego z 2024-01-09).

Przyjmujemy w modelu założenie, że AMS w średnim terminie będzie realizował ambitny proces transformacji posiadanych nośników w kierunku digital. W szczególności dotyczyć to powinno miejsc premium, gdzie obecne są dziś tradycyjne nośniki AMS. Na koniec 2023 roku AMS dysponowało blisko 12,5 tys. nośników citylight i spodziewamy się, iż kilkanaście procent lokalizacji z tej bazy nośników reklamowych będzie zmodyfikowane w kierunku reklamy digital.

Przypominamy również, że kluczowe znaczenie dla obecnej struktury przychodów segmentu ma kontrakt na wiaty przystankowe w Warszawie (konsorcjum AMS - Ströer Polska podpisało z Miastem Stołecznym Warszawa aneks do umowy koncesji na budowę i eksploatację wiat przystankowych wydłużający okres jej obowiązywania do dnia 10 czerwca 2025 roku). W modelu przyjmujemy założenie, że AMS będzie nadal posiadał istotną ekspozycję na meble miejskie w Warszawie. Należy mieć jednak na uwadze, że przyszłe warunki przetargu na obsługę wiat przystankowych mogą skutkować odczuwalnie innymi parametrami biznesowymi dla operatorów tych powierzchni (m.in. może to być kontrakt o innej strukturze Capex vs Opex).

W modelu nie zakładamy istotnych negatywnych skutków uchwał krajobrazowych dla biznesu AMS, choć jednocześnie spodziewamy się punktowo zmniejszenia powierzchni reklamowych.

Jednocześnie jednak zauważamy, iż AMS traci udziały rynkowe i taka sytuacja może mieć miejsce także w kolejnych okresach. Od kilku kwartałów rynek reklamy zewnętrznej wskazuje na „eksplozję” wartości kategorii digital, czyli DOOH. W 2023 roku udział reklamy cyfrowej w rynku OOH to już niemal 25%. Szacujemy, iż w 2023 roku udział przychodów cyfrowych w segmencie reklamy zewnętrznej był niższy o ok 10 pkt % versus szeroki rynek. W naszym modelu bliski jest nam scenariusz, iż wartość rynku DOOH w Polsce w kolejnych 4-5 latach będzie rosła w dwucyfrowym tempie r/r i w 2028 będzie stanowiła ponad 40% wartości całego rynku OOH.

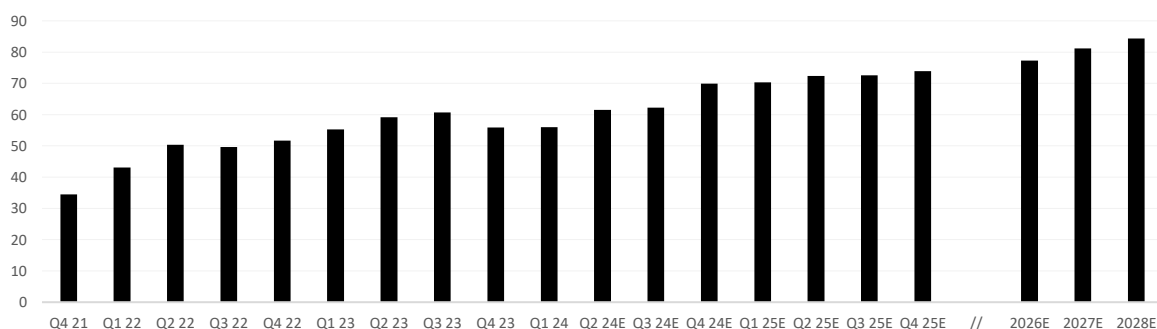
Zatem w naszym odczuciu będzie to wyzwanie dla Agory by w przyszłych okresach w segmencie reklama zewnętrzna przedstawiać odczyty dot. dynamiki wzrostu w okolicy całego rynku OOH. Tym samym kierunki strategiczne dla segmentu reklama zewnętrzna zdefiniowane w strategii Agory na lata 2023-2026 w następujący sposób:

- „utrzymanie i umocnienie pozycji lidera na rynku reklamy OOH”,
- „umocnienie pozycji lidera na atrakcyjnym rynku mebli miejskich”

są według nas obarczone coraz większym ryzykiem niezrealizowania.

Nasza symulacja wskazuje, że udział rynkowy AMS w całym rynku OOH z poziomów powyżej 30% (utrzymywany w ostatnich latach) spadnie w kolejnych 4 latach przynajmniej o 5 pkt % i będzie w przedziale 21-25%.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa segmentu reklama zewnętrzna
[EBITDA skor w ujęciu zannualizowanym; PLN m]



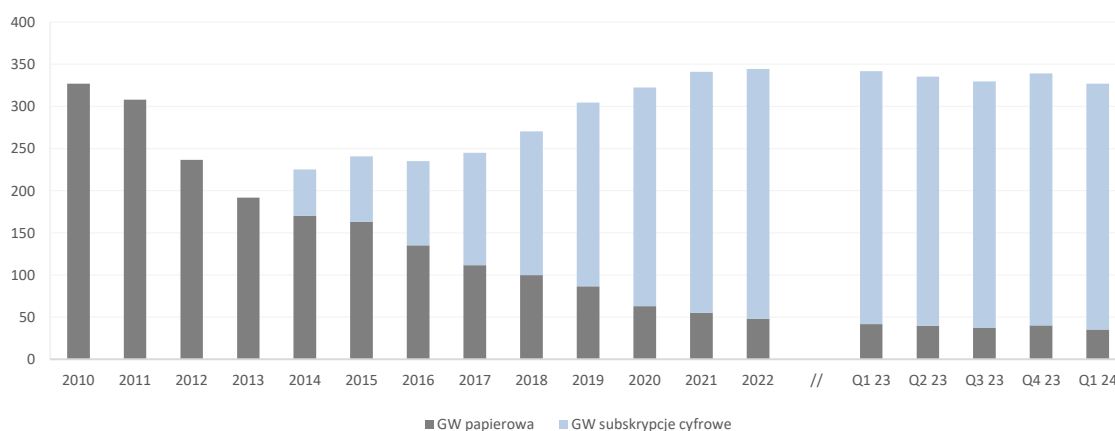
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment prasa

Na przestrzeni ostatnich lat model biznesowy Gazety Wyborczej (GW) uległ istotnemu przeobrażeniu. Kluczowe znaczenie dla GW ma zbudowana baza subskrypcji cyfrowych (na koniec Q1 2024 to blisko 292 tys. subskrypcji). W przyszłych okresach przyjmujemy utrzymanie obecnej bazy na porównywalnym poziomie (nasytanie jak na polskojęzyczną formułę gazety jest już duże) i wg nas przyszły wzrost przychodów tego obszaru biznesowego będzie związany z poprawą monetyzacji czytelników.

Po długich latach erozji rynku papierowego doszło już do marginalizacji tej formy sprzedaży. W Q1 2024 liczba wydań papierowych wyniosła 35,2 tys. egzemplarzy, co oznaczało erozję o ponad 15% r/r. 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).

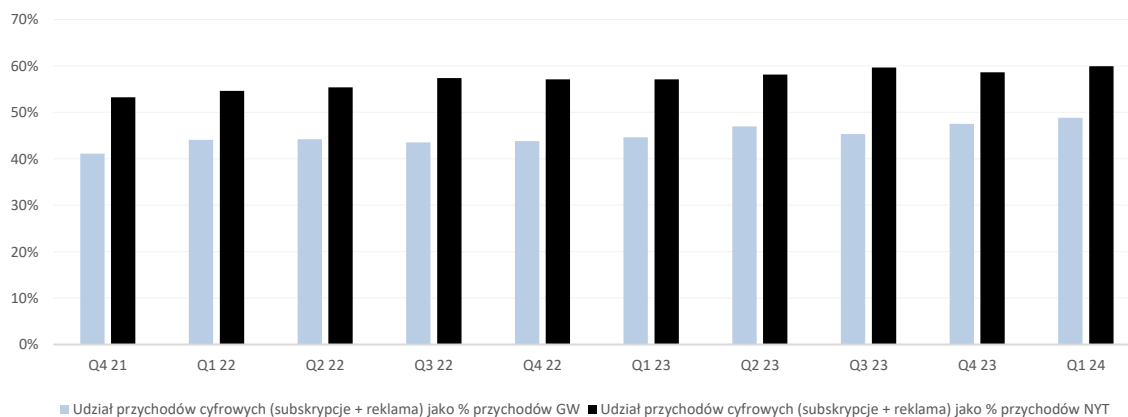
Transformacja modelu biznesowego Gazety Wyborczej (sprzedaż papierowa GW i subskrypcje cyfrowe)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Szacujemy, że w Q1 2024 udział przychodów cyfrowych w łącznych przychodach GW oscylował w okolicy 48%. Uważamy, że są to dobre odczyty. Dla porównania wskazujemy, że przychody cyfrowe dla The New York Times (NYT) wynoszą niewiele ponad 60%, 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 Q1 i Q2 2024 w redakcji Gazety Wyborczej doszło do istotnych zmian organizacyjnych. Od stycznia 2024 roku kluczową funkcję pierwszego zastępcy redaktora naczelnego objął Roman Imielski. W ramach procesu tworzenia nowego zarządczego modelu operacyjnego grupy Agora został także ustalony trzyosobowy zarząd podmiotu Wyborcza. Przypominamy, że spółka Wyborcza została zarejestrowana w sierpniu 2023 roku, a rozpoczęcie działalności operacyjnej nastąpiło 1 kwietnia 2024 roku.

Przypominamy również, że w styczniu br., spółka poinformowała o kolejnym planie zwolnień grupowych (ok 180 pracowników zatrudnionych w obszarze prasa cyfrowa i drukowana oraz internet). Przyczyną podejmowanych działań sanacyjnych w obszarze prasa cyfrowa i drukowana są czynniki rynkowe wynikające ze stałego trendu spadkowego sprzedaży prasy drukowanej związanego z odpływem czytelników do innych kanałów komunikacji. W obszarze cyfrowym przyczyną restrukturyzacji jest m.in. pogorszenie przychodów ze sprzedaży reklam w modelu open market oraz wzrost pozycji platform globalnych.

Dynamika wpływów reklamowych w segmencie prasa w ostatnich kwartałach wykazywała silne dwucyfrowe spadki w ujęciu r/r. W Q1 2024 wpływy reklamowe segmentu to -1% r/r przy odczycie dla rynku reklamy w prasie w okolicy -14,5% r/r. Zauważamy zatem punktowe powstrzymanie silnej erozji wpływów reklamowych w segmencie.

Spodziewamy się, że strata EBIT segmentu w roku 2024 wyniesie -8,8 mln PLN (w tym blisko 8 mln PLN kosztów związanych ze zwolnieniami grupowymi). Na rok 2025 przyjęliśmy osiągnięcie dodatniego wyniku EBIT segmentu, co jest wynikiem przeprowadzonych głębokich zwolnień grupowych z 2024 roku oraz niewielkiego wzrostu przychodów reklamowych. Jest to projekcja bardziej zachowawcza niż symulacja z poprzedniego raportu analitycznego z 2024-01-09.

Przypominamy także, że pod koniec lutego 2024 roku w holenderskim Sądzie Okręgowym w Amsterdamie został złożony pozew przeciwko Google, w którym Greyfield Capital domaga się odszkodowania wynikającego z roszczeń europejskich wydawców publikacji prasowych, w kwocie około 2,1 mld EUR z tytułu naruszenia zasad uczciwej konkurencji na europejskim rynku technologii reklamy internetowej w latach 2014 -2023. Agora jest jedną z ponad 30 europejskich mediowych grup kapitałowych zaangażowanych we wszczęty proces. Potencjalne odszkodowanie należne spółkom z grupy kapitałowej Agora zostało ocenione na wartość ponad 44 mln EUR. Jak podała spółka w komunikacie: „..... Należy zaznaczyć, że powyższe kwoty stanowią szacunek wysokości odszkodowania obliczony przez CRA International, Inc. i w konsekwencji wskazane kwoty nie są ostateczne i mogą ulec zmianie w szczególności z powodu ewentualnego miarkowania dokonanego przez sąd oraz koniecznych do poniesienia dodatkowych kosztów i wynagrodzeń na rzecz doradców. Warto również zaznaczyć, iż postępowanie wszczęte przez Powoda ma w dużej mierze charakter precedensowy i będzie bazowało na analizach i szacunkach stron, co również wpływa na zwiększenie niepewności zarówno w zakresie jego wyniku jak i ewentualnej kwoty zasądzzonego odszkodowania....”

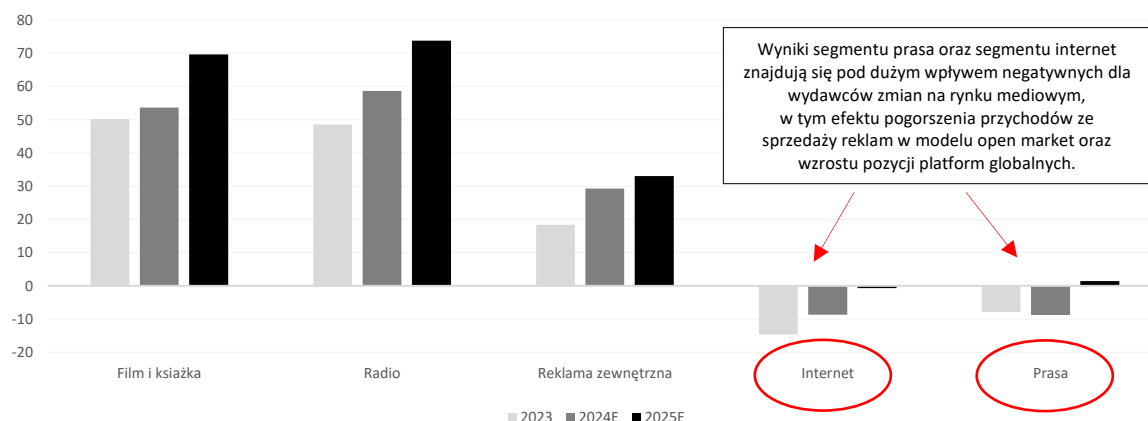
Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna jeśli spoglądamy na relację generowanych przychodów i poziom ponoszonych przez nich kosztów na utrzymanie redakcji. Dlatego zwracamy szczególną uwagę na głośny ogólnopolski protest wydawców (łącznie około 400 tytułów prasowych, portali, serwisów informacyjnych ogólnopolskich, regionalnych i lokalnych, nadawców telewizyjnych i radiowych), który miał miejsce w dniu 2024-07-04.

Członkowie Izby Wydawców Prasy oraz innych organizacji skupionych wokół środowiska wydawców i dziennikarzy zaapelowali publicznie do polityków aby na nowo pochylili się nad kwestią praw autorskich i praw pokrewnych. W innym razie (według Izby Wydawców Prasy) przegłosowane dotychczas przez Sejm nowe prawo „..... utrwali patologie rynkowe i jeszcze bardziej umocni hegemonię zagranicznych gigantów technologicznych...”.

W dniu 2024-07-10 odbyło się spotkanie Premiera RP z przedstawicielami środowiska wydawców/dziennikarzy, w trakcie którego zasygnalizowano powołanie „zespołu roboczego”, który ma zaproponować nowe regulacje dotyczące prawa autorskiego i praw pokrewnych regulujących bezpośrednio kwestię wydawców i dziennikarzy. Po dwóch tygodniach prac zespołu, nowe poprawki mają zostać poddane pod głosowanie w Senacie oraz w Sejmie jeszcze w lipcu br.

Oceniamy, iż scenariusz wprowadzenia do nowego prawa mechanizmu / instytucji określającej możliwie szybką ścieżkę administracyjną dla rozstrzygnięć potencjalnych sporów na linii wydawca- big tech oraz uwzględnienie postulatów środowiska dziennikarskiego dotyczących modyfikacji zapisów regulujących kwestię praw pokrewnych może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży mediów w Polsce. W obecnym raporcie nie wprowadzamy zmian w ekosystemie działania segmentu prasa oraz internet.

Dane za 2023 oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa segmentów operacyjnych Agory (dane przed wyłączeniami) [EBIT; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Segment internet

Segment internet w ostatnich latach nie miał dobrych wiadomości dla inwestorów i nie spodziewamy się aby coś uległo zmianie w średnim okresie. Przypominamy, że wcześniejszy 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. Tym samym portal gazeta.pl realizuje odrębną koncepcję biznesową wobec wyborcza.pl.

Na obecnym etapie trudno nam dostrzec impulsy budowy wartości w tym segmencie w jego obecnej formule (przypominamy, iż działalność internetowa / strony internetowe biznesów radiowych są przypisane do segmentu radio, a portal wyborcza.pl jest przypisana do segmentu prasa). Z bieżącej perspektywy nie znajdujemy argumentów wskazujących, iż segment internet jest w stanie zrealizować średnioterminowe cele biznesowe opisane w dokumencie „Kierunki Strategiczne Grupy Agora 2023-2026”. Nasz sceptycyzm dotyczy zarówno obszaru gazeta.pl jak i Yieldbird. Wprowadzona przez nas w bieżącym raporcie aktualizacja średnioterminowej ścieżki finansowej dla segmentu internet jest odczuwalnie negatywna.

Kierunki strategiczne dla segmentu internet na lata 2023-2025 (założenia Agory z marca 2023 r.)



- zdobycie i umocnienie 3. miejsca na rynku portali
- lider innowacyjnych projektów dziennikarskich
- nowoczesne medium multiplatformowe
- lider jakościowej powierzchni reklamowej



- koncentracja na kluczowych rynkach zagranicznych i wzrost sprzedaży
- konsekwentny rozwój produktów w oparciu o AI i Machine Learning
- zakończenie transformacji spółki do modelu w pełni produktowego
- pozycjonowanie narzędzi Yieldbird jako synonimu skutecznej reklamy programmatic

Źródło: spółka

Działający w ramach segmentu internet podmiot Yieldbird stanął przed koniecznością budowy nowego modelu biznesowego, co wymusiło głęboką zmianę koncepcji działania. Agora w końcu 2022 roku odkupiła udziały mniejszościowe w Yieldbird i obecnie jest jedynym akcjonariuszem tego podmiotu. Przypominamy, że w samym tylko 2022 roku przychody Yieldbird spadły do 107,7 mln PLN z poziomu 161,3 mln PLN w 2021 roku (wynik netto uległ erozji z poziomu 8 mln PLN w 2021 roku do 0,34 mln PLN w 2022 roku). W roku 2023 w wyniku głębokiej transformacji modelu biznesowego (w kierunku wdrożenia produktu SaaS) przychody Yieldbird wyniosły 37 mln PLN, a wynik netto to strata 1,2 mln PLN. Z bieżącej perspektywy nasze oczekiwania dla Yieldbird to wynik netto poniżej 1 mln PLN w perspektywie 2025-2026 (poprzednio bazowaliśmy na scenariuszu dynamicznego powrotu do wyników z lat 2020/2021).

Spodziewamy się, że proces dostosowawczy strukturę kosztową do aktualnego potencjału przychodowego Yieldbird będzie ukończony jeszcze w H2 2024. Aktywa trwałe i obrotowe przypisane do Yieldbird na koniec 2023 roku to kilkanaście mln PLN. Ewentualna skala odpisów związana z utratą wartości według nas nie powinna być odczuwalnym obciążeniem wyników Agory w 2024 roku.

Historyczne wyniki Yieldbird (od podmiotu typu „perła w koronie” w grupie Agora do tematu typu „rynek nas przerósł”) [PLN m]

	2020	2021	2022	2023	2024E
Przychody	150,4	161,3	107,7	37,0	?
Wynik netto	10,5	8,0	0,3	-1,2	?

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przypominamy również, że w Q1 2024 Agora sprzedała posiadane udziały w HRlink (79,83% kapitału) za kwotę 6,2 mln PLN do grupy kapitałowej Grupa Pracuj (środki widoczne już w CF za Q1 2024).

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2024-2028

RACHUNEK WYNIKÓW [mln PLN]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 113,1	1 424,3	1 526,2	1 623,7	1 732,3	1 829,6	1 914,1
Reklama	511,9	703,7	771,7	827,9	888,6	942,5	990,8
Bilety do kina	192,3	244,0	252,0	276,9	299,5	319,2	335,4
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	140,2	142,5	143,5	145,1	146,5
Bary kinowe	103,5	136,6	146,4	162,4	176,0	188,1	198,0
Sprzedaż gastronomiczna	38,3	43,0	49,5	56,6	60,9	65,4	69,0
Działalność filmowa	31,2	29,5	43,8	40,0	43,4	43,1	44,8
Pozostała sprzedaż	99,0	127,5	122,6	117,3	120,5	126,0	129,7
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 453,4	-1 491,5	-1 555,7	-1 620,2	-1 678,7
EBITDA skorygowana*	142,7	228,3	248,0	306,3	350,6	378,8	403,6
EBIT	-64,8	44,6	71,3	130,7	175,6	204,9	230,0
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-42,1	-51,3	-49,3	-45,0	-41,3
Udział w wyniku jedn. mpw	8,5	-4,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-103,7	101,6	29,6	79,7	126,3	159,9	188,7
Wynik netto	-105,7	85,0	18,0	64,5	102,3	129,5	152,8
akcjonariuszy jedn. dominującej	-102,7	65,4	8,9	60,7	101,8	128,9	152,2
udziały niekontrolujące	-3,0	19,6	9,1	3,8	0,5	0,6	0,6
EBIT w podziale na segmenty **	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Film i książka	10,8	50,2	53,6	69,7	91,0	103,6	115,7
Prasa	-71,5	-7,8	-8,8	1,5	1,6	2,9	3,0
Reklama zewnętrzna	11,8	18,4	29,3	33,1	35,8	39,8	43,0
Internet	11,5	-14,6	-8,7	-0,7	3,0	4,2	5,4
Radio	4,5	48,6	58,7	73,8	92,6	104,4	114,5
Segmenty razem	-32,8	94,7	124,1	177,3	224,0	254,9	281,5
Pozycje uzgadniające	-32,0	-50,1	-52,8	-46,6	-48,4	-50,1	-51,5
Grupa razem	-64,8	44,6	71,3	130,7	175,6	204,9	230,0
BILANS [mln PLN]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNIP	722	1 020	1 068	1 068	1 075	1 087	1 102
Prawa do użytkowania aktywów	587	582	585	624	615	605	596
Inwestycje rozl. met praw własności	127	14	14	14	14	14	14
Pozostałe aktywa trwałe	59	65	63	63	63	63	63
Aktywa trwałe	1 496	1 680	1 730	1 770	1 767	1 770	1 776
Zapasy	30	35	40	42	52	55	58
Należności kr. Term i rozliczenia mo	195	238	243	258	285	301	315
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	3	3	3	3	3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69	90	126	159	208	279	362
Aktywa obrotowe	297	365	411	462	548	637	737
Aktywa razem	1 793	2 045	2 141	2 232	2 315	2 407	2 513
Kapitał własny	674	848	781	846	941	1 057	1 189
Zobowiązania długoterminowe	709	636	835	838	800	762	724
Zobowiązania krótkoterminowe	410	562	524	548	574	589	600
Zobowiązania razem	1 119	1 198	1 359	1 386	1 374	1 351	1 324
Pasywa razem	1 793	2 045	2 141	2 232	2 315	2 407	2 513

*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 Q1 2023

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2024-2028

CF [mln PLN]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy z działalności operacyjnej	77	247	235	293	322	350	368
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-39	-19	-222	-85	-87	-92	-94
Przepływy z działalności finansowej	-104	-206	22	-175	-186	-188	-191
w tym płatności leasingowe	-81	-91	-90	-90	-95	-95	-94
w tym dywidendy	0	0	0	0	-7	-14	-21
Środki pieniężne eop	69	90	126	159	208	279	362
ZADŁUŻENIE FINANSOWE [mln PLN]							
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu [dług %]	797	734	898	907	868	828	789
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	105	84	251	221	191	161	131
Zobowiązania z tyt. leasingu	692	649	646	686	676	667	658
Dług % wynikający z zastosowania IFRS 16	662	631	631	671	661	652	642
Dług % bez efektu IFRS 16	135	102	267	237	207	177	147
Środki pieniężne + ekwiwalenty	70	91	127	160	209	280	363
Dług netto	727	642	771	747	659	549	426
Dług netto bez uwzględnienia IFRS 16	65	11	140	77	-3	-103	-216
WSKAŹNIKI RYNKOWE							
Kurs [PLN]	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80
Kapitalizacja [mln PLN]	503	503	503	503	503	503	503
EV [mln PLN]	1 230	1 145	1 274	1 250	1 162	1 052	929
EV (bez IFRS 16) [mln PLN]	568	514	643	580	500	400	287
EPS [PLN]	-2,20	1,40	0,19	1,30	2,18	2,77	3,27
BVPS [PLN]	14,5	15,9	16,0	17,3	19,4	21,8	24,7
P/E (x)	---	7,7	56,6	8,3	4,9	3,9	3,3
P/BV (x)	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/Przychody (x)	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	8,6	5,0	5,1	4,1	3,3	2,8	2,3
Przychody zmiana r/r	15,2%	28,0%	7,2%	6,4%	6,7%	5,6%	4,6%
Marża EBITDA	13%	16%	16%	19%	20%	21%	21%
Marża netto	-9,2%	4,6%	0,6%	3,7%	5,9%	7,0%	8,0%
ROA	-6%	3%	0%	3%	4%	5%	6%
ROE	-14%	9%	1%	8%	12%	13%	14%
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	7	14	21
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30	0,45
Rentowność dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	1%	3%	4%

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

Andrzej Wodecki
Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Piotr Dedećus
tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

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

Tomasz Grzeszczyk
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@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	14,6	kupuj	14,5	2024-07-12	13:49 CEST	10,8	88 454
kupuj	14,5	kupuj	10,46	2024-01-09	11:20 CET	10,45	77 250
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 Q3 2024*:			, 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	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	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: 2024-07-12.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-07-12 (13:49 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-07-12 (13:49 CEST).

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 uwzględniał 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 obarczona 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 portfelowa 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. Dodatkowe 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 2024-07-12:

- 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 świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.