



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPIJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 14,5 PLN

09 STYCZEŃ 2024, 11:20 CET

Podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla Agory i podnosimy cenę docelową do 14,5 PLN/akcję (poprzednio było to 10,46 PLN/akcję), czyli ok 39% powyżej bieżącej ceny rynkowej. Spółka jest dla nas kolejny rok z rzędu najlepszą propozycją inwestycyjną w obszarze TMT (z grupy podmiotów notowanych na polskim rynku akcji). Przez cały 2023 rok definiowaliśmy Agorę jako „absolutny top pick”. W bieżącym 2024 roku utrzymujemy to stwierdzenie.

Bardzo wysoko oceniamy sposób w jaki Zarząd Agory, w szczególności jej Prezes przeprowadził spółkę przez ostatnie wyjątkowo trudne lata. Przed Agorą, według nas, otwiera się jakościowo inna perspektywa działania. Sprawdzona w wyjątkowo trudnych warunkach biznesowych organizacja jest w naszym odczuciu bardzo dobrze przygotowana do walki o mocną pozycję jednego z wiodących i rozwijających się koncernów w obszarze media/rozrywka w Polsce.

Zwracamy uwagę, że przedstawiony przez nas obecnie scenariusz bazowy dla modelu wyceny w wielu punktach wykracza optymizmem 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 obciążone istotnym ryzykiem błędu. Przypominamy, że strategia spółki zakłada, iż celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) odpowiednio 204,7 i 250,9 mln PLN (poprzednio w naszym modelu było to odpowiednio 180 i 226 mln PLN).

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2023-09-13) podnieśliśmy założenia na poziomie EBITDA skor. na rok 2023 z 213,3 mln PLN do 228,7 mln PLN (liczymy na mocne odczyty za Q4 2023 i w naszej symulacji zakładamy, że EBITDA skor. Agory mogła wynieść 86,8 mln PLN). Główny wpływ rewizji dla roku 2023 miał segment film i książka, który jest beneficjentem bardzo mocnej frekwencji kinowej w Q3 i Q4 2023. W średnim horyzoncie, czyli na lata 2024-2026 nasze spojrzenie w obecnym raporcie jest również bardziej optymistyczne aniżeli przyjęte założenia z 2023-09-13. Na rok 2024 prognoza EBITDA skor. jest obecnie wyższa o 11%, natomiast w latach 2025-2026 korekta w górę wyniosła odpowiednio 9% i 8%.

Przedstawione w niniejszym raporcie prognozy na kolejne lata, w naszym odczuciu, nadal nie uwzględniają pełnego potencjału jaki przedstawiają biznesy skupione w Agorze. W szczególności przy rozpatrywaniu bazy przychodowej z reklamy, zwracamy uwagę na zasięgi, którymi dysponuje Agora. Tak jak akcentujemy w szczególnym opisie, dla segmentu radio nadal nie uwzględniamy scenariusza zrównania udziałów rynkowych Eurozet z dotychczasowym liderem rynku.

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody razem [mln PLN]	966	1 113	1 406	1 517	1 656	1 782
EBITDA skor. [mln PLN]	128	143	229	263	313	359
EBIT [mln PLN]	-42	-65	49	91	142	189
Wynik netto [mln PLN]	-45	-103	74	22	64	103
P/E	---	---	6,5	22,1	7,6	4,7
EV/Przychody	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,1	8,5	5,3	5,2	4,2	3,4
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,65
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	6,2%

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

Wycena końcowa [PLN]	14,5
Wycena DCF [PLN]	14,68
Wycena mnożnikowa [PLN]	14,29
Potencjał do wzrostu / spadku	+39%

Cena rynkowa [PLN]	10,45
Kapitalizacja [mln PLN]	487
Ilość akcji [mln szt.]	46,6

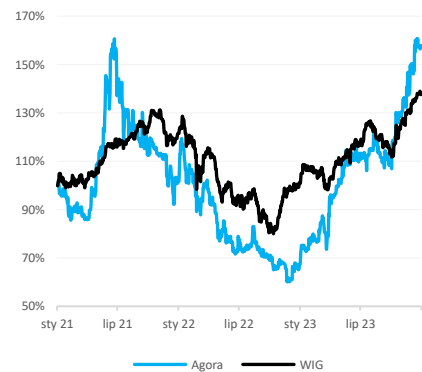
Cena maksymalna za 12 mc [PLN]	5,0
Cena minimalna za 12 mc [PLN]	11,6

Zmiana kursu za 3 mc	22%
Zmiana kursu za 6 mc	30%
Zmiana kursu za 12 mc	92%
Zmiana kursu YTD	-8%

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

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI AGORY ZA Q3 2023	8
DŁUG FINANSOWY	13
PRZEJĘCIE KONTROLI NAD EUROZET.....	14
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU).....	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla Agory i podnosimy cenę docelową do 14,5 PLN/akcję (poprzednio było to 10,46 PLN/akcję), czyli ok 39% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 14,64 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,5x) na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 14,33 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 14,5 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Agora

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	14,64
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	14,33
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	14,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

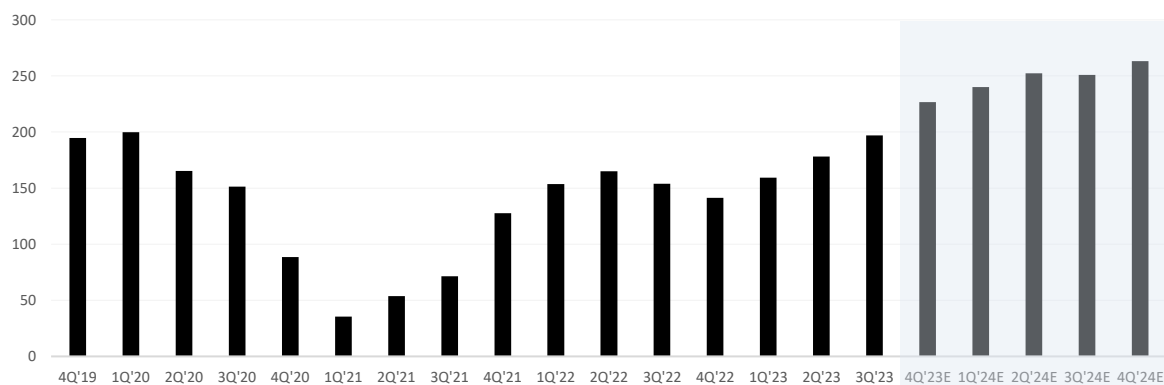
Spółka jest dla nas kolejny rok z rzędu najlepszą propozycją inwestycyjną w obszarze TMT (z grupy podmiotów notowanych na warszawskim parkiecie). Przez cały 2023 rok definiowaliśmy Agorę jako „absolutny top pick”. W bieżącym 2024 roku utrzymujemy to stwierdzenie. Rok 2023 według naszych założeń (Q4 2023) zakończył się mocnym akcentem zarówno w segmencie film i książka za sprawą wysokiej frekwencji w kinach oraz w dywizjach biznesowych z ekspozycją na rynek reklamy. W 2024 roku zakładamy, że w wynikach będą materializowały się pozytywne scenariusze, które sygnalizowaliśmy wcześniej w naszych analizach z ubiegłego roku.

Bardzo wysoko oceniamy sposób w jaki Zarząd Agory, w szczególności jej Prezes przeprowadził spółkę przez ostatnie wyjątkowo trudne lata. Przed Agorą, według nas, otwiera się jakościowo inna perspektywa działania. Sprawdzona w wyjątkowo trudnych warunkach biznesowych organizacja jest w naszym odczuciu bardzo dobrze przygotowana do walki o mocną pozycję jednego z wiodących i rozwijających się koncernów w obszarze media/rozrywka w Polsce.

Zwracamy uwagę, że przedstawiony przez nas obecnie scenariusz bazowy dla modelu wyceny w wielu punktach wykracza optymizmem 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 MSSF 16) przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA (z wyłączeniem MSSF 16) odpowiednio 204,7 i 250,9 mln PLN (poprzednio w naszym modelu było to odpowiednio 180 i 226 mln PLN).

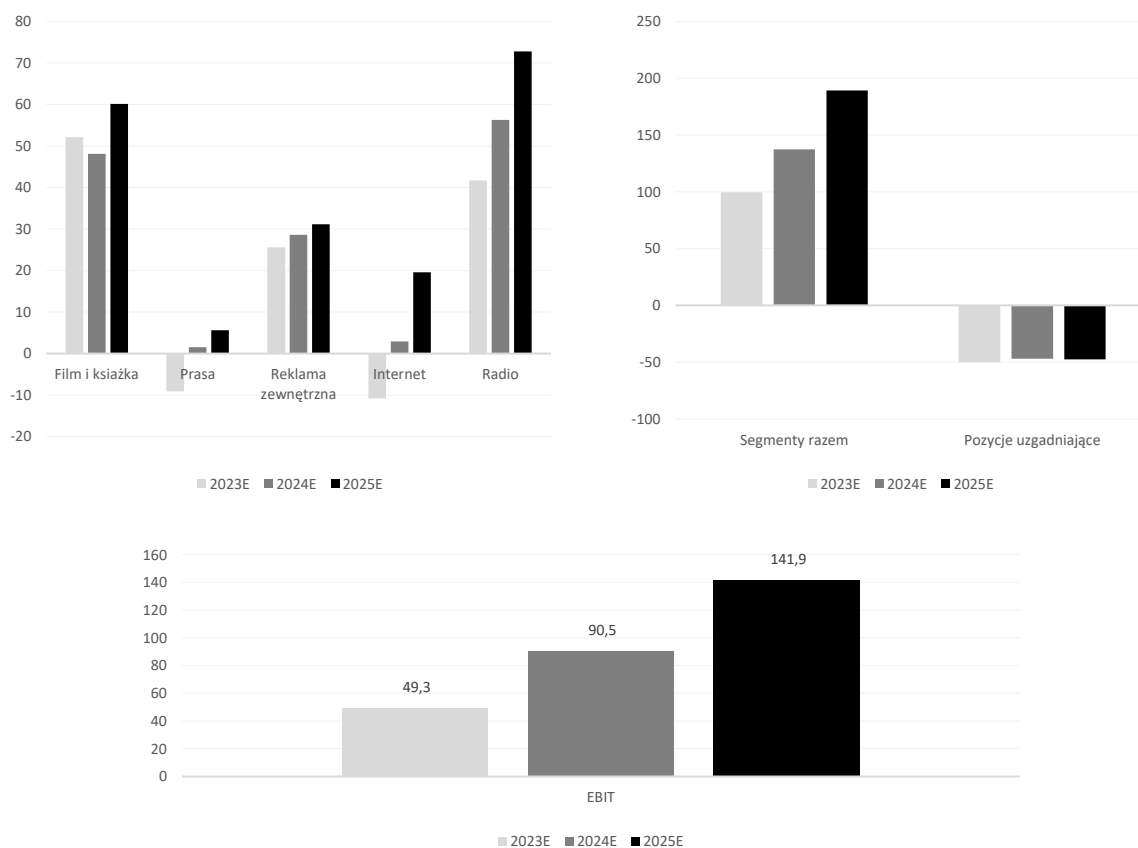
Zwracamy również uwagę, iż w 2023 roku Agora została wyróżniona w ramach badania CCA (Climate Crisis Awareness) tytułem „Spółki Świadomej Klimatycznie 2023”. Spółka w ostatnich 2 latach zaliczyła spory awans (ostatnio otrzymała 8,67 punktów; w poprzedniej edycji 8,17, natomiast w roku 2021 jedynie 0,83 pkt.). W omawianym badaniu Agora znalazła się w TOP15 wszystkich podmiotów oraz w TOP3 spółek z indeksu SWIG80 wyróżnionych w rankingu.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Zwracamy uwagę, że przedstawiony przez nas scenariusz bazowy modelu wyceny w wielu 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.

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

Redakcja Gazety Wyborczej (GW) pozostaje w Polsce ostatnim tytułem z ogólnopolskich dzienników, który utrzymuje tak rozbudowany zespół dziennikarzy (nie uwzględniamy dzienników związanych z PKN Orlen, które obecnie w naszym odczuciu nie działają na zasadach rynkowych). Z naszej perspektywy kluczowym aktywem segmentu prasa jest zbudowana na przestrzeni lat baza subskrypcji cyfrowych, która wynosi blisko 300 tys. czytelników GW.

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

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

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 13,1%.

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

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

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

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 14,64 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-01-09.

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

	wzrost FCFF w okresie rezydualnym							
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
8,6%	20,4	21,8	23,5	25,4	27,7	30,4	33,7	
10,1%	17,0	18,0	19,1	20,4	21,8	23,5	25,4	
11,6%	14,6	15,4	16,2	17,0	18,0	19,1	20,4	
WACC	13,1%	12,8	13,4	14,0	14,64	15,4	16,2	17,0
	14,6%	11,4	11,9	12,3	12,8	13,4	14,0	14,6
	16,1%	10,3	10,7	11,0	11,4	11,9	12,3	12,8
	17,6%	9,4	9,7	10,0	10,3	10,7	11,0	11,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 516,8	1 655,9	1 781,9	1 892,7	1 973,6	2 042,3	2 108,4	2 175,1	2 232,2	2 285,1
EBITDA [mln PLN]	263,1	313,1	359,3	391,7	413,0	428,8	442,0	453,8	462,4	468,3
EBIT [mln PLN]	90,5	141,9	188,5	220,6	237,5	250,4	263,0	274,1	282,4	288,4
NOPAT [mln PLN]	73,3	114,9	152,7	178,7	192,4	202,8	213,0	222,0	228,8	233,6
Amortyzacja [mln PLN]	172,6	171,2	170,7	171,1	175,5	178,4	179,0	179,7	180,0	179,8
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6
CAPEX [mln PLN]	-157,8	-151,8	-157,4	-162,7	-175,5	-179,5	-178,9	-180,8	-181,8	-184,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-196,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF [mln PLN]	-108,6	133,8	165,4	186,7	192,2	201,4	212,7	220,5	226,4	228,9
Suma PV FCFF [mln PLN]	778,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	675,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 453,9									
Dług netto [mln PLN]	727,9									
Inne korekty [mln PLN]	44,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	681,8									
Ilość akcji [mln szt.]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,64									

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

WACC w okresie rezydualnym: 13,1%

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	7,9%	9,2%	7,6%	6,2%	4,3%	3,5%	3,2%	3,2%	2,6%	2,4%
Marża EBITDA	17,3%	18,9%	20,2%	20,7%	20,9%	21,0%	21,0%	20,9%	20,7%	20,5%
Marża EBIT	6,0%	8,6%	10,6%	11,7%	12,0%	12,3%	12,5%	12,6%	12,7%	12,6%
CAPEX / Przychody	10,4%	9,2%	8,8%	8,6%	8,9%	8,8%	8,5%	8,3%	8,1%	8,1%
D / E	159%	113%	90%	71%	60%	51%	43%	42%	41%	41%
E / (E+D)	39%	47%	53%	58%	63%	66%	70%	71%	71%	71%
D / (E+D)	61%	53%	47%	42%	37%	34%	30%	29%	29%	29%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Kosz kapitału własnego	21,1%	19,0%	18,0%	17,2%	16,6%	16,2%	15,9%	15,8%	15,8%	15,8%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
WACC	12,1%	12,3%	12,5%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2023-2025. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 5,5x (tak jak poprzednio). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 667,5 mln PLN, czyli 14,33 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,69	8,57	11,45	14,33	17,21	20,09	22,97

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2023E	2024E
SCHIBSTED	26,9	20,6
NEW WORK	4,5	4,5
ADEVINTA	21,6	18,2
SCOUT24	17,3	15,1
AUTO TRADER	18,2	16,5
RIGHTMOVE	17,1	16,4
VIVENDI	10,3	8,3
INFORMA	13,2	11,8
PEARSON	9,8	9,2
WOLTERS KLUWER	19,4	17,9
NEW YORK TIMES	19,4	17,6
ALPHABET	13,7	11,9
META PLATFORMS	12,5	10,7
CLEAR CHANNEL	14,5	13,5
JCDECAUX	12,9	11,2
LAMAR ADVERTIS	15,8	14,9
STROEER	8,4	7,4
LAGARDERE SA	9,6	8,9
KINEPOLIS	10,7	9,5
CINEMARK	7,7	8,5
IMAX CORP	7,8	8,0
AMC ENTERTAINMEN	22,9	24,4
GRUPA PRACUJ	14,1	13,3
CYFROWY POLSAT	5,7	5,5
WIRTUALNA POLSKA	9,2	8,3
KINO POLSKA	3,7	3,2
ATM GRUPA	5,2	5,1

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023-2024 dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 13,5x oraz 11,8x.

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

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być Schibsted, czy The New York Times (inwestorzy akceptują wskaźniki EV/EBITDA rzędu 17,6x na rok 2024).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q3 2023

Wyniki za Q3 2023 oceniamy pozytywnie. EBITDA skor. wyniosła 4% powyżej naszych założeń (56,8 mln PLN). Po stronie przychodowej widzimy szereg wzrostowych impulsów zarówno w obszarze kinowym jak i w segmentach z ekspozycją na rynek reklamy. Punktowo zwracamy uwagę na rekordowy odczyt w kinach Helios w sezonie letnim. Miniony kwartał potwierdził również mocne odbicie w segmencie OOH. Podsumowując, okres Q3 2023 był kolejnym z rzędu udanym kwartałem dla Agory.

Wyniki za Q3 2023 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	3Q'22*	3Q'23	zmiana r/r	3Q'22 LTM	3Q'23 LTM	zmiana r/r	3Q'23P	realizacja
Przychody	267,2	363,5	36%	1 133,8	1 317,2	16%	360,5	101%
Reklama	119,8	167,7	40%	529,0	631,6	19%	169,3	99%
Bilety do kina	47,9	71,7	50%	198,3	234,2	18%	68,6	104%
Sprzedaż wydawnictw	32,1	33,2	3%	137,9	139,1	1%	36,2	92%
Bary kinowe	27,3	39,8	46%	104,0	129,7	25%	38,8	103%
Sprzedaż gastronomiczna	10,2	11,4	12%	36,4	41,5	14%	11,1	103%
Działalność filmowa	4,5	4,2	-7%	29,5	20,8	-30%	4,6	92%
Pozostała sprzedaż	25,2	35,5	41%	98,7	120,3	22%	31,9	111%
EBITDA skorygowana	40,3	59,2	47%	154,0	197,0	28%	56,8	104%
EBIT	0,1	14,6		-10,3	-20,2	97%	13,3	110%
Film i książka	12,3**	18,2	47%				18,2	100%
Prasa	-7,9	0,6					-0,4	-155%
Reklama zewnętrzna	2,3	3,9	68%				2,0	197%
Internet	0,8	-4,1					-3,3	124%
Radio	-0,1	6,8					7,6	90%
Segmenty razem	7,6	25,4	236%				24,1	105%
Pozycje uzgadniające	-7,4	-10,8	46%				-10,8	100%
Saldo finansowe	-29,8	-32,6	9%	-48,7	30,1	-162%	-32,7	100%
Wynik brutto	-28,2	-18,3	-35%	-50,4	8,9	-118%	-19,9	92%
Wynik netto	-24,5	-13,2	-46%	-51,0	3,6	-107%	-17,4	76%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-23,5	-14,2	-40%	-47,1	-6,1	-87%	-19,4	73%
udziały niekontrolujące	-1,0	1,0	-205%	-3,9	9,7	-345%	2,0	50%

* dane dla segmentów za Q3'22 zostały przekształcone według nowej metodologii alokacji kosztów, którą spółka wprowadziła od Q1'23

** Wyniki za Q3'22 uwzględniają pozytywny wpływ umorzenia części pożyczki PFR w spółce Helios w wysokości 14,1 mln PLN

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Przychody skonsolidowane Agory wyniosły w Q3 2023 ponad 363 mln PLN (+36% r/r). Wpływy z reklamy były wyższe o 40% r/r (m.in. efekt konsolidacji Eurozet).
- Frekwencja w kinach Helios punktowo w Q3 2023 wyznaczyła rekord jeśli chodzi o odniesienie historyczne do kalendarzowego okresu trzeciego kwartału. Sieć Helios w omawianym okresie sprzedała o prawie 40% więcej biletów aniżeli w Q3 2022. Jednocześnie trzeci kwartał potwierdził, że Helios poprawił monetyzację widza w ujęciu r/r i przy rekordowej frekwencji udało się utrzymać średnią cenę biletów w ujęciu q/q. Ogółem wpływy z biletów do kin wzrosły +49,4% r/r, a sprzedaż barów kinowych wzrosła o 45,5% r/r.
- W drugiej połowie 2023 roku było widać wyraźne ożywienie frekwencji na polskich tytułach. Jest to zdecydowana poprawa względem bardzo słabego pierwszego półrocza. Ogółem w skali 2023 roku szacunkowa frekwencja na polskich tytułach może przekroczyć 20% ogółu sprzedaży biletów. Dla przypomnienia w latach przed pandemią, udział polskich tytułów w rocznej frekwencji był bliski 30%.

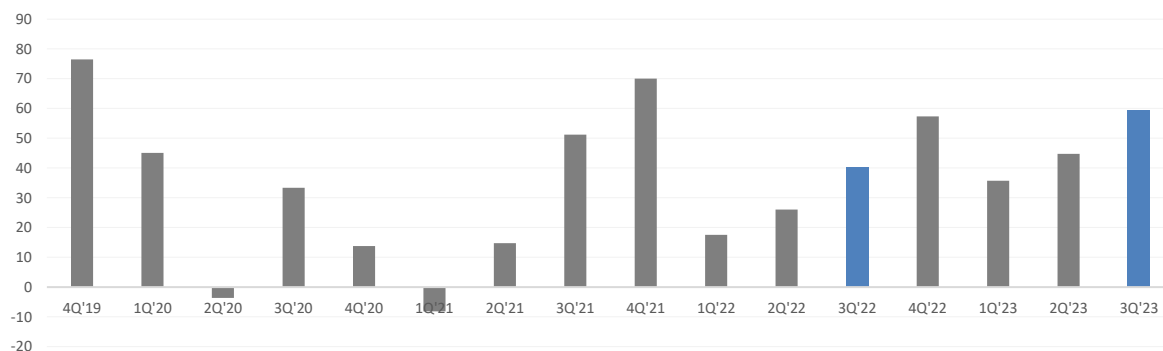
- Dane dot. słuchalności stacji radiowych Agory oceniamy pozytywnie. W relacji r/r grupa Eurozet zyskała 2 punkty % w grupie wszyscy 15+ oraz 0,9 punktu % w grupie mieszkańców miast 100 tys. +. Dodatkowo zwracamy uwagę, że w Q3 2023 spółka w segmencie radiowym wdrożyła nową długofalową strategię dla marki Radia ZET – Tu się dzieje! Kampania objęła działania contentowe (jesienna ramówka stacji, zmiany w newsroomie) i została wsparta ogólnopolską kampanią promocyjną. Spółka podała również, że we wrześniu został powołany nowy, zintegrowany dział marketingu segmentu radiowego (czyli połączonego Eurozetu i Grupy Radiowej Agory).
- W segmencie internet zakładamy, że spółka właśnie wyznaczyła dołek wynikowy. Kolejne kwartały, wg nas, powinny być bardziej optymistyczne pod względem wpływów reklamowych. Dodatkowo zwracamy uwagę, że podmiot Yieldbird zaczyna monetyzację własnego produktu w modelu SaaS.
- Odczyt EBITDA skor. w Q3 2023 wyniósł 59,2 mln PLN (nasze wcześniejsze oczekiwania wynosiły 56,8 mln PLN). EBITDA skor. w ujęciu LTM to 197 mln PLN (+28% r/r).
- Wynik EBIT za Q3 2023 wskazuje na zysk w kwocie 14,6 mln PLN i jest to zdecydowana poprawa względem Q3 2022, kiedy EBIT wyniósł 0,1 mln PLN, a po odjęciu efektu umorzenia pożyczki z PFR byłaby to strata rzędu 14 mln PLN.
- Ujemne saldo na działalności finansowej wpłynęło na wykazanie straty netto (wpływ różnic kursowych łącznie to -21,5 mln PLN). Tym samym strata netto przypisana akcjonariuszom to 14,2 mln PLN.
- Agora podtrzymała prognozy dla rynku reklamy na 2023 rok. Spółka przedstawiła swoje oczekiwanie wzrostu rynku ogółem w przedziale od +4 do +6% (w trakcie konferencji wynikowej za Q3 zasygnalizowano scenariusz niewielkiego wyjścia ponad górne widełki przedstawionego przedziału).

Założenia Agory dla dynamiki rynku reklamy w Polsce na 2023

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

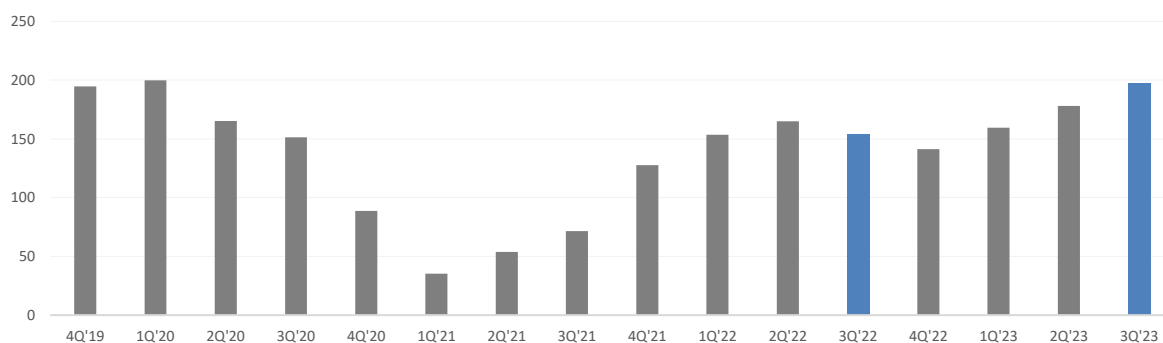
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w poszczególnych kwartałach [mln PLN]



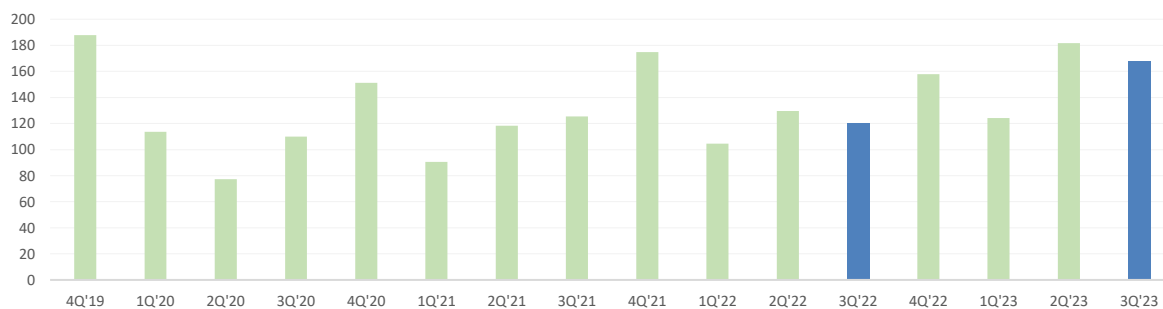
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty EBITDA w ujęciu LTM [mln PLN]



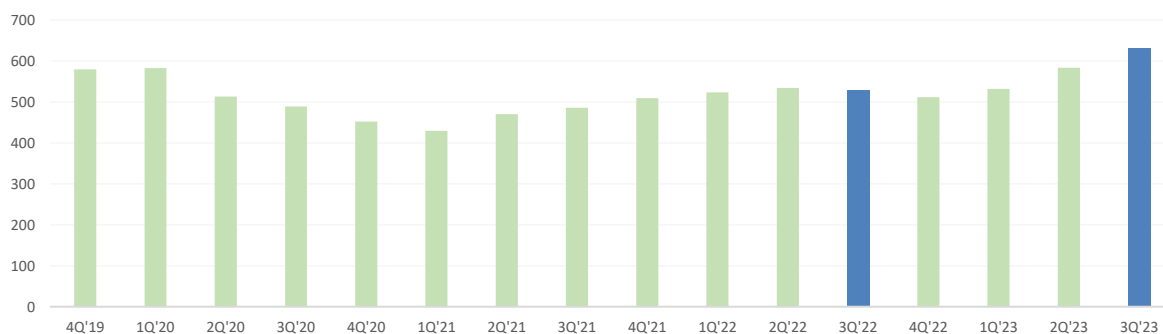
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe w grupie Agora [mln PLN]



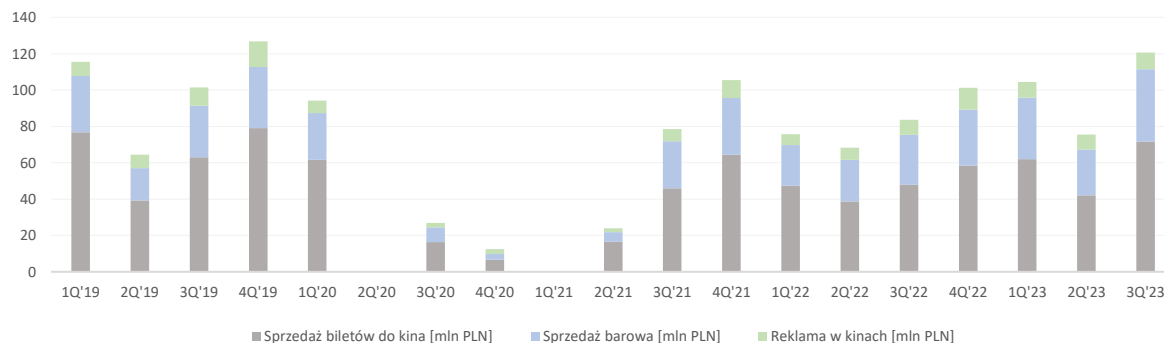
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe LTM w grupie Agora [mln PLN]



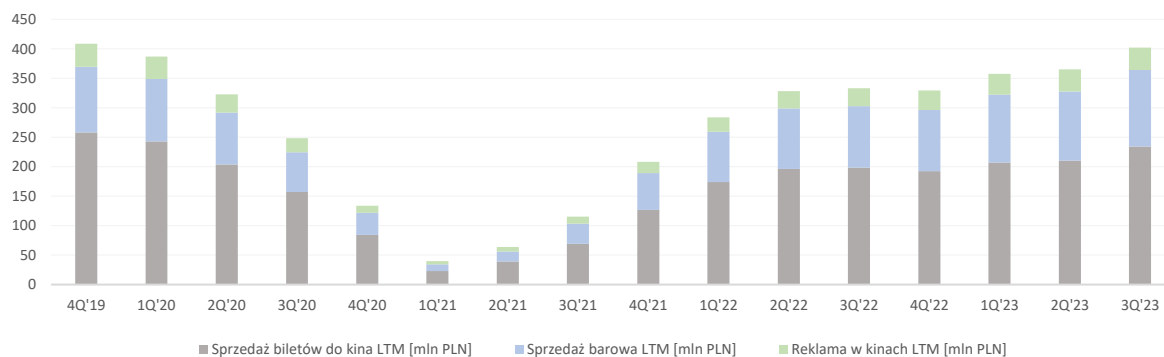
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



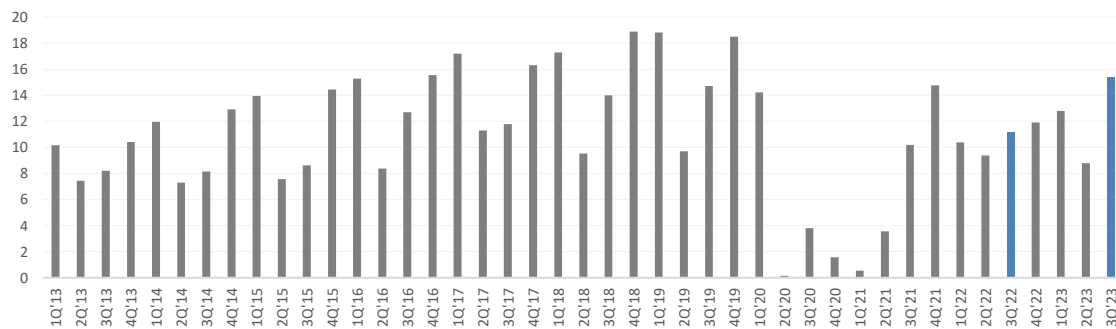
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



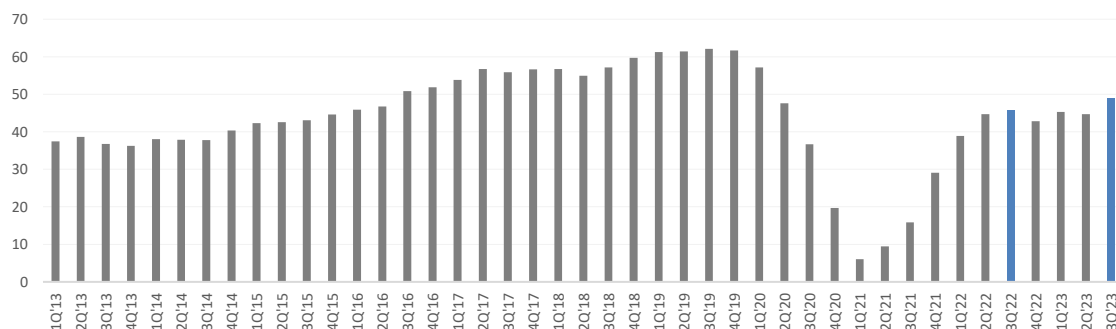
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



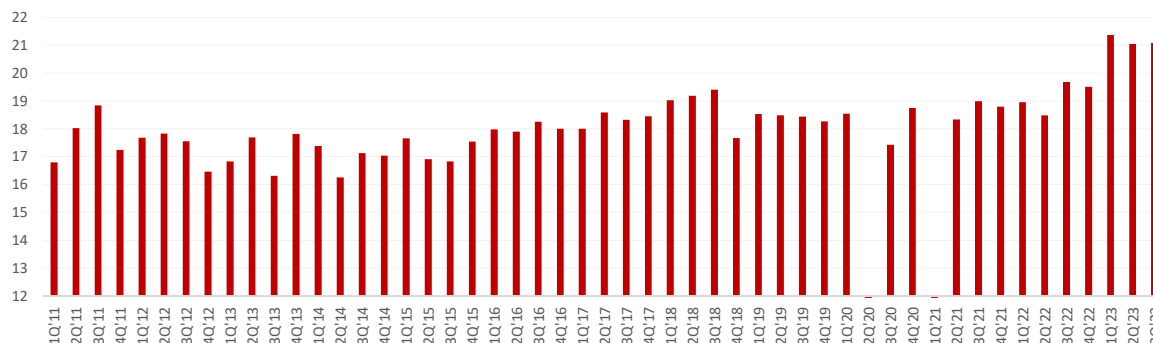
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [mln widzów]



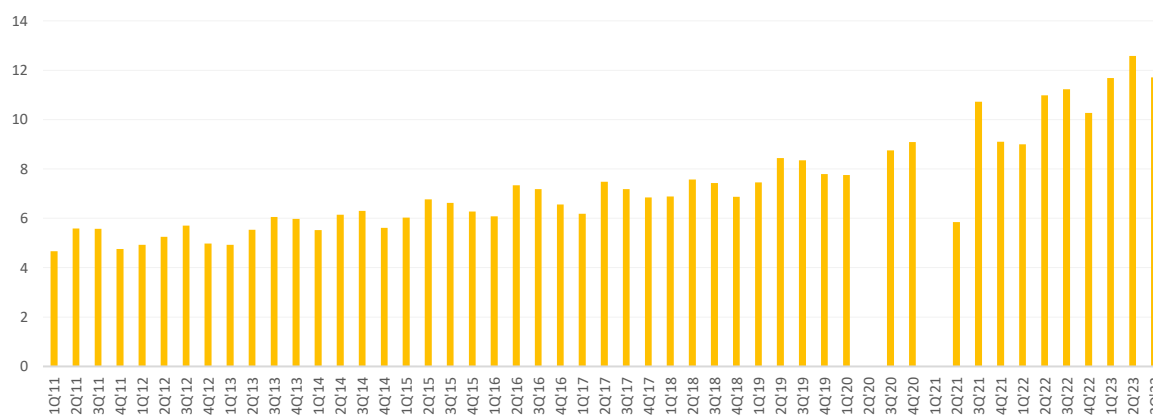
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane dotyczące słuchalności radia w Polsce

	3Q'22	3Q'23	zmiana w pkt %
Udział % w czasie słuchania w grupie wszyscy 15+			
Grupa Eurozet	24,8%	26,8%	2,0%
Radio ZET	12,5%	14,1%	1,6%
Stacje muzyczne	8,9%	9,8%	0,9%
Radio TOK FM	3,5%	2,9%	-0,6%
Udział % w czasie słuchania w grupie mieszkańców miast 100 tys. +			
Grupa Eurozet	34,2%	35,1%	0,9%
Radio ZET	10,0%	11,2%	1,2%
Stacje muzyczne	15,8%	16,9%	1,1%
Radio TOK FM	8,4%	7,0%	-1,4%
Udział % w czasie słuchania w grupie wszyscy 15+			
RMF FM	37,6%	35,1%	-2,5%
Grupa Eurozet	24,8%	26,8%	2,0%

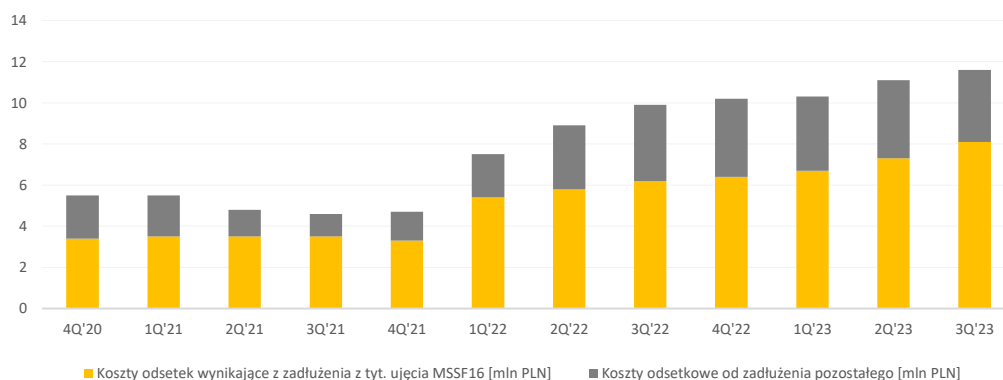
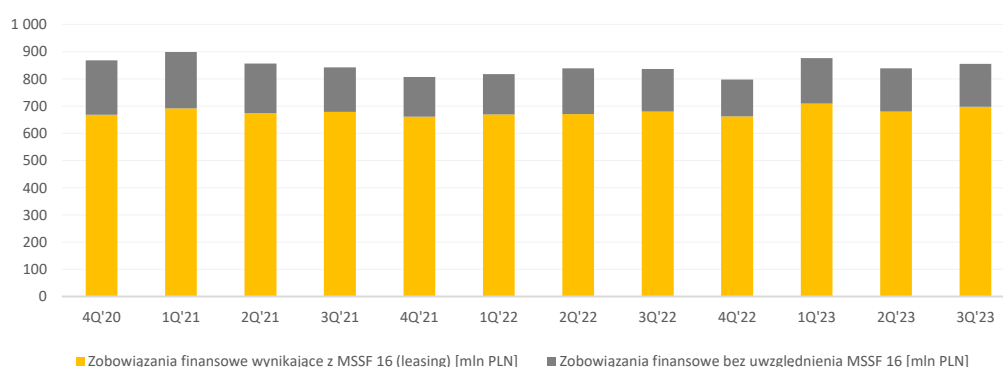
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DŁUG FINANSOWY

Na koniec września 2023 roku zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ok 855 mln PLN (na koniec grudnia 2022 było to ok 797 mln PLN, a na koniec 2020 roku 868 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z MSSF 16 stanowiły 698 mln PLN. Dług finansowy bez uwzględnienia MSSF 16 na koniec Q3 2023 wyniósł ok 158 mln PLN. Jednocześnie na koniec omawianego okresu saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło ponad 104 mln PLN.

W 2022 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia łącznie wyniosły 36,5 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 23,8 mln PLN. Na koniec Q3 2023 w ujęciu LTM koszty obsługi zadłużenia wyniosły 43,2 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 28,5 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PRZEJĘCIE KONTROLI NAD EUROZET

Pod koniec listopada 2023 roku Agora podała informację, iż zawarła z SFS Ventures porozumienie w sprawie ustalenia ostatecznej ceny sprzedaży 11% udziałów w kapitale zakładowym Eurozet (pakiet 11% został kupiony przez Agorę wcześniej w trakcie 2023 roku; porozumienie zakłada 0,33 mln EUR dopłaty na rzecz sprzedającego). W dniu 28 grudnia 2023 roku Agora dokonała całkowitej (dobrowolnej i przedterminowej) spłaty pożyczki udzielonej na odkupienie tych udziałów w kwocie 4,77 mln EUR.

Dodatkowo Agora i SFS Ventures ustaliły nowe parametry odkupu pozostałych 49% udziałów w Eurozet (Opcja Call 2). Zgodnie z przedstawionym komunikatem, Agora będzie uprawniona do nabycia udziałów w Eurozet w za cenę:

- 38,75 mln EUR, jeżeli złoży SFS Ventures zawiadomienie o zamiarze wykonania Opcji Call 2 („Zawiadomienie”) w terminie do 31 maja 2024 roku;
- w przypadku niezłożenia przez Agorę zawiadomienia do 31 maja 2024 roku cenę ustaloną w oparciu o formułę określoną w umowie oraz skorygowaną o parametry wynikowe Eurozet, przy czym cena ta będzie nie niższa niż 38,75 mln EUR, jeżeli spółka złoży SFS Ventures Zawiadomienie w terminie do 30 września 2024 roku lub 40 mln EUR, jeżeli spółka złoży Zawiadomienie po dacie 30 września 2024 roku.

Ceny minimalne wskazane powyżej zostaną powiększone o kwotę równą 49 % zysku netto Eurozet za 2023 rok, jeżeli do dnia złożenia Zawiadomienia nie zostanie podjęta uchwała wspólników Eurozet o podziale zysku za rok obrotowy 2023.

Przedstawione parametry zakupu pakietu 49% w Eurozet wskazują, że finalna płatność (łącznie z korektą o strumień dywidendy) może być poniżej tego, co uwzględnialiśmy w naszym poprzednim modelu (ok 207 mln PLN). Biorąc pod uwagę szczegółowy parametry dotyczące harmonogramu przygotowujemy się, że Agora będzie chciała mieć 100% udziałów w Eurozet wcześniej niż na koniec 2024 roku. Z drugiej strony nasze dotychczasowe podejście, iż transakcja będzie miała miejsce przed końcem 2024 roku pozostało niezmiennie z perspektywy ujęcia w CF.

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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Miniony 2023 rok był według nas bardzo udany dla Agory. W trakcie roku obserwowaliśmy w segmentach operacyjnych z ekspozycją na reklamę odczuwalne pozytywne impulsy związane z odbudową rynku (tradycyjnych nośników). Dodatkowo Q3 oraz Q4 2023 dla branży kinowej okazały się wyjątkowo mocne. Dynamiczne odbicie w kinach w Polsce przyszło tuż po tym jak spółka „chwilowo” podczas konferencji wynikowej za Q2 2023 zwątpiła w ustalone przez siebie na początku 2023 roku oczekiwania dla odbudowy ubiegłorocznej frekwencji.

W naszej symulacji zakładamy, że EBITDA skor. w Q4 2023 Agory mogła wynieść 86,8 mln PLN. Odczyt EBIT zakładamy na poziomie 39,1 mln PLN (z uwzględnieniem odpisu na HRLink w kwocie ponad 5,1 mln PLN). Saldo finansowe w Q4 2023 prawdopodobnie było pod silnym wpływem umocnienia PLN względem EUR. Tym samym punktowo w Q4 2023 założyliśmy, iż Agora na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom mogła wypracować 49,2 mln PLN.

W założeniach przyjęliśmy, że EBIT spółki w 2023 roku mógł wynieść 49,3 mln PLN i w kolejnych dwóch latach widzimy potencjał do dalszego wzrostu EBIT do 90,5 mln PLN w 2024 roku i 141,9 mln PLN w 2025 roku. Kluczowe znaczenie w budowie wyników ma konsolidacja Eurozet, lepsze dynamiki sprzedaży reklamowej oraz dobra kondycja segmentu film i książka (choć zaznaczamy, iż na 2024 rok przyjęliśmy spadek wyniku Helios względem 2023 z uwagi na mocną bazę oraz silną presję na pozycje kosztowe indeksowane do płacy minimalnej).

Przedstawione w niniejszym raporcie prognozy na kolejne lata, w naszym odczuciu, nadal nie uwzględniają pełnego potencjału jaki przedstawiają biznesy skupione w Agorze. W szczególności przy rozpatrywaniu bazy przychodowej z reklamy, zwracamy uwagę na zasięgi, którymi dysponuje Agora. Tak jak akcentujemy w szczegółowym opisie, dla segmentu radio nadal nie uwzględniamy scenariusza zrównania udziałów rynkowych Eurozet z dotychczasowym liderem rynku radiowego w Polsce.

Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy

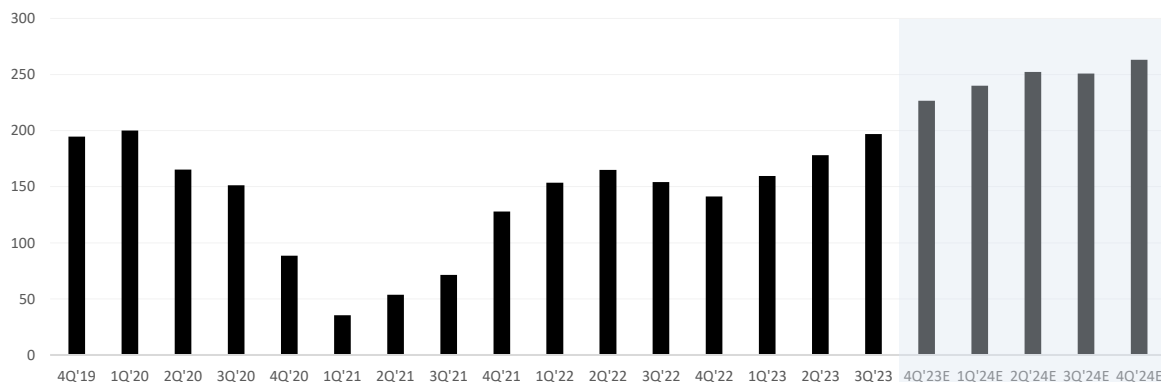
	4Q'23E	1Q'24E	2Q'24E	3Q'24E	4Q'24E	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	420,2	353,6	353,3	354,4	455,5	1 113,1	1 406,3	1 516,8	1 655,9
Reklama	223,9	163,2	193,4	175,6	241,1	511,9	697,7	773,4	862,6
Bilety do kina	68,3	67,3	50,1	59,0	80,0	192,3	244,0	256,4	281,2
Sprzedaż wydawnictw	38,1	34,2	34,6	36,1	37,1	136,9	138,7	142,0	143,8
Bary kinowe	38,0	37,5	29,0	33,6	45,3	103,5	136,8	145,4	159,9
Sprzedaż gastronomiczna	11,9	10,9	12,2	13,1	13,6	38,3	43,2	49,9	56,2
Działalność filmowa	9,5	10,9	3,5	3,5	7,2	31,2	22,4	25,1	26,7
Pozostała sprzedaż	30,4	29,6	30,4	33,5	31,1	99,0	123,6	124,6	125,5
EBITDA skorygowana*	86,8	49,2	57,0	57,8	99,1	142,7	228,7	263,1	313,1
EBIT	39,1	5,9	13,8	14,7	56,2	-64,8	49,3	90,5	141,9
Film i książka	24,3	18,8	0,2	4,6	24,5	16,0	52,1	48,1	60,2
Prasa	-1,5	-3,4	-0,5	3,9	1,4	-50,9	-9,1	1,5	5,6
Reklama zewnętrzna	11,0	-1,8	13,3	4,0	13,1	15,7	25,6	28,6	31,2
Internet	-1,1**	-3,6	-0,9	-0,7	8,1	24,0	-10,8	2,9	19,6
Radio	19,4	7,7	14,8	11,5	22,4	8,2	41,7	56,3	72,8
Segmenty razem	52,1	17,8	27,0	23,2	69,5	13,0	99,5	137,4	189,4
Pozycje uzgadniające	-13,0	-11,9	-13,2	-8,5	-13,3	-77,8	-50,1	-46,9	-47,5
Saldo finansowe	32,3	-11,1	-10,9	-10,8	-11,4	-47,4	61,5	-44,3	-59,1
Wynik brutto	71,1	-5,5	2,7	3,6	44,5	-103,7	106,5	45,4	82,7
Wynik netto	57,6	-5,5	2,1	2,9	36,1	-105,7	91,6	35,7	67,0
akcjonariuszy jedn. dominującej	49,2	-9,6	-2,0	-1,2	34,7	-102,7	74,5	22,0	63,7

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

** wynik segmentu internet w Q4 2023 uwzględnia spodziewany przez nas odpis na aktywach HRLink (ok 5,1 mln PLN; efekt sprzedaży przez Agorę biznesu za ok 6,2 mln PLN)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

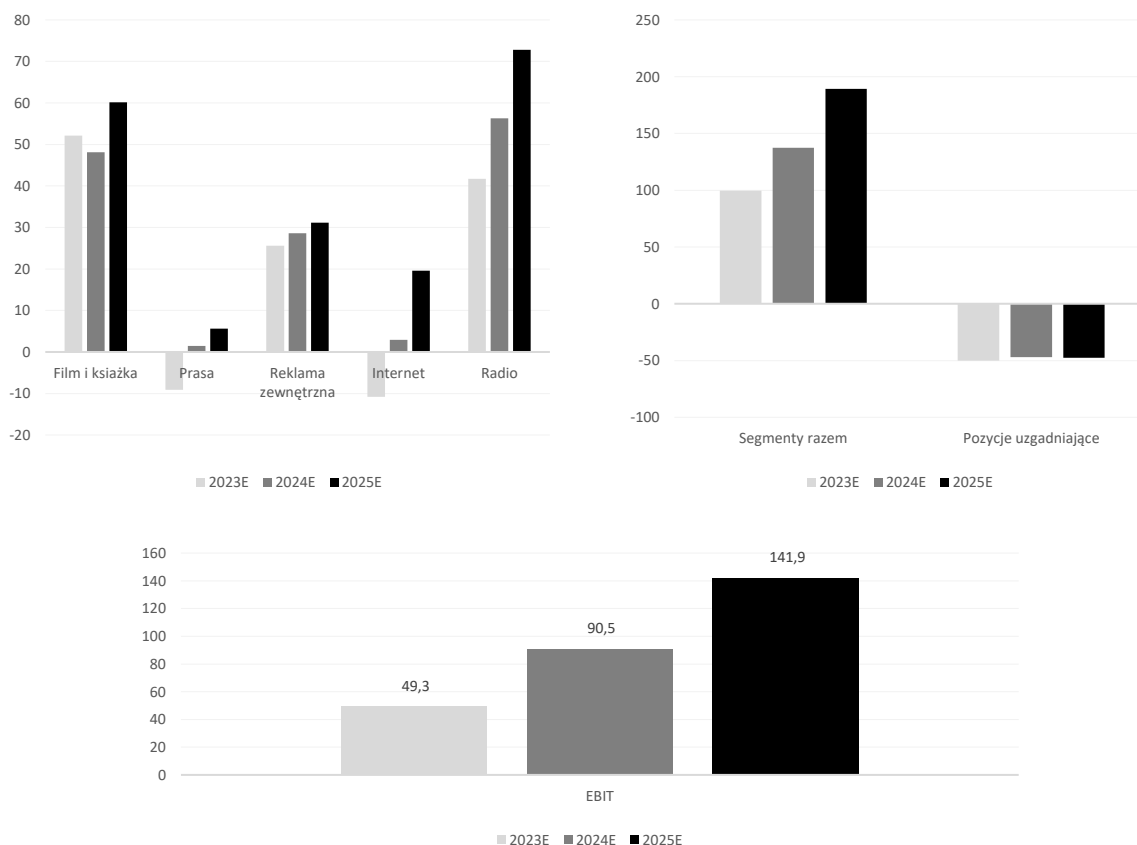
Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu EBITDA skor. w ujęciu LTM [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na poziomie netto (wyniku przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej) nasza symulacja wskazuje, że Agora w 2023 roku pokazała jakościową zmianę i po raz pierwszy od lat była w stanie wypracować dodatni wynik w ujęciu rocznym (należy jednocześnie mieć na uwadze dużą wrażliwość salda finansowego na zmiany kursu walutowego i powstające różnice kursowe). W 2023 roku zakładamy wynik netto rządu 74,5 mln PLN (przy dodatnich różnicach kursowych na saldzie finansowym w kwocie ok 50 mln PLN). W najbliższych dwóch latach (2024-2025) liczymy na zysk netto na poziomie odpowiednio 22 mln PLN i 63,7 mln PLN.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2023-09-13) podnieśliśmy założenia na poziomie EBITDA skor. na rok 2023 z 213,3 mln PLN do 228,7 mln PLN. Główny wpływ rewizji dla roku 2023 miał segment film i książka, który jest beneficjentem bardzo mocnej frekwencji kinowej w Q3 i Q4 2023.

W średnim horyzoncie, czyli na lata 2024-2026 nasze spojrzenie w obecnym raporcie jest również bardziej optymistyczne aniżeli przyjęte założenia z 2023-09-13. Na rok 2024 prognoza EBITDA skor. jest obecnie wyższa o 11%, natomiast w latach 2025-2026 korekta w górę wyniosła odpowiednio 9% i 8%.

W ujęciu segmentowym nasza korekta dla EBIT segmentu film i książka na lata 2024-2026 wynosi odpowiednio +1%, +2% oraz +2%. Zatem są to bardzo niewielkie zmiany. Podobnie dla segmentu radio nasze zaktualizowane spojrzenie determinuje podobną ścieżkę dla prognozy EBIT na lata 2024-2026. W obecnej analizie główny wpływ na rewizję w górę wyników skonsolidowanych na 2024 rok mają segment prasa, internet oraz reklamy zewnętrznej. Obniżyliśmy też o ok 4% ujemne saldo pozycji uzgadniających.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2024-2026 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2023-09-13)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	1 516,8	1 655,9	1 781,9	1 441,1	1 585,1	1 705,2	5%	4%	4%
Reklama	773,4	862,6	935,3	772,8	861,6	931,2	0%	0%	0%
Bilety do kina	256,4	281,2	305,6	223,6	252,1	275,2	15%	12%	11%
Sprzedaż wydawnictw	142,0	143,8	145,3	137,9	139,8	141,2	3%	3%	3%
Bary kinowe	145,4	159,9	174,2	125	141,3	154,6	16%	13%	13%
Sprzedaż gastronomiczna	49,9	56,2	60,4	44,9	48,3	51,9	11%	16%	16%
Działalność filmowa	25,1	26,7	27,2	19,1	20,4	20,7	31%	31%	31%
Pozostała sprzedaż	124,6	125,5	134,0	117,8	121,6	130,4	6%	3%	3%
EBITDA skorygowana	263,1	313,1	359,3	237,4	286,6	332,4	11%	9%	8%
EBIT	90,5	141,9	188,5	68	118,9	165,8	33%	19%	14%
Film i książka	48,1	60,2	74,9	47,7	59,2	73,3	1%	2%	2%
Prasa	1,5	5,6	7,1	-10,3	-8,4	-7,7	---	---	---
Reklama zewnętrzna	28,6	31,2	33,9	24,8	27,8	31,9	15%	12%	6%
Internet	2,9	19,6	34,8	0,5	19,1	34,7	481%	2%	0%
Radio	56,3	72,8	86,9	54,3	70,6	84,6	4%	3%	3%
Segmenty razem	137,4	189,4	237,6	116,9	168,3	216,7	18%	13%	10%
Pozycje uzgadniające	-46,9	-47,5	-49,1	-48,9	-49,4	-50,9	-4%	-4%	-4%
Saldo finansowe	-44,3	-59,1	-55,7	-22,5	-52,7	-53,4	97%	12%	4%
Wynik brutto	45,4	82,7	132,8	44	66,2	112,4	3%	25%	18%
Wynik netto	35,7	67,0	107,6	34,5	53,6	91	4%	25%	18%
akcjonariuszy jedn. dominującej	22,0	63,7	103,5	18,9	50,4	87	17%	26%	19%

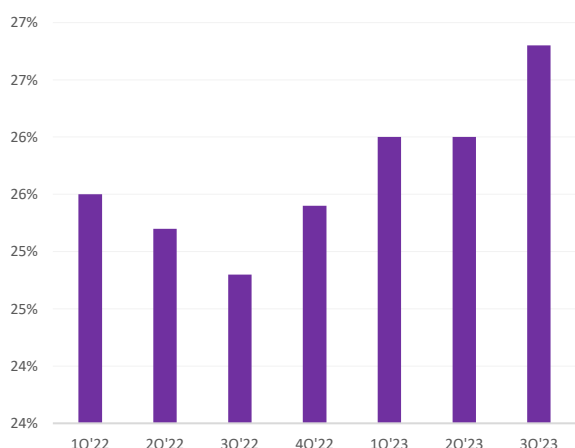
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment radio

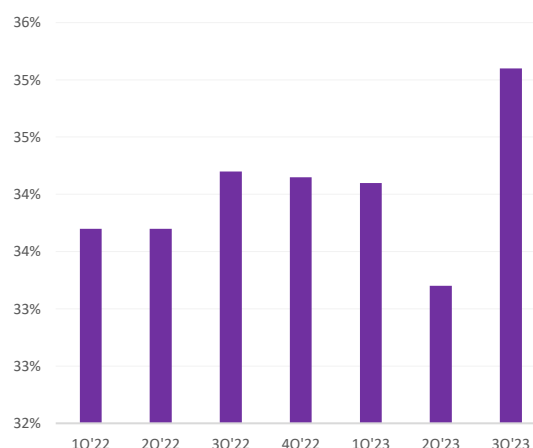
Konsolidacja wszystkich anten radiowych spółki w ramach Eurozet spowodowała, że Agora według naszych szacunków pod względem zasięgów jest blisko potencjału jaki ma grupa RMF (tygodniowe zasięgi). Jest to zatem zmiana jakościowa dla prowadzenia biznesu radiowego przez Agorę.

W Q3 2023 w relacji r/r anteny skupione w Eurozet zyskały 2 punkty % w grupie wszyscy 15+ oraz 0,9 punktu % w grupie mieszkańców miast 100 tys.+. Porównanie dwóch głównych grup medialnych działających na rynku radiowym wskazuje, że w Q3 2023 dystans pomiędzy RMF FM a Eurozet skurczył się do 8,3% punktów (w grupie wszyscy 15+). Jednocześnie Eurozet umocnił swoją pozycję jako lidera rynku w grupie mieszkańców miast 100 tys.+ z udziałem 35,9% (RMF FM w tej grupie miało niespełna 31%).

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



Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



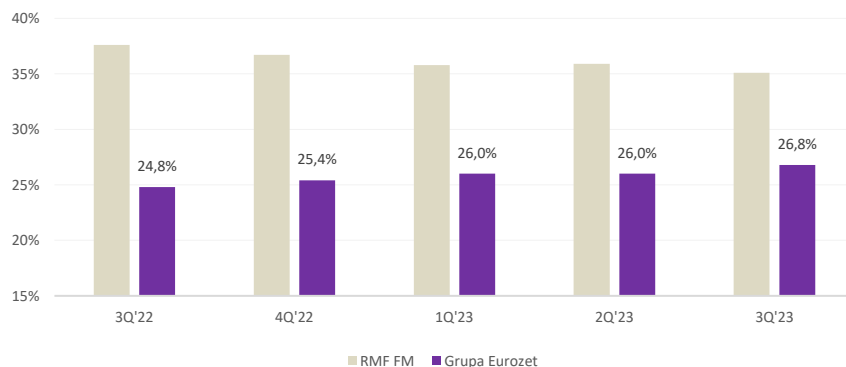
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

Zwracamy uwagę, że w Q3 2023 spółka w segmencie radiowym wdrożyła nową długofalową strategię dla marki Radia ZET – Tu się dzieje! Kampania objęła działania contentowe (jesienna ramówka stacji, zmiany w newsroomie) i została wsparta ogólnopolską kampanią promocyjną. Kolejną odsłoną akcji budujących słuchalność największej anteny, czyli Radia ZET jest kampania, która wystartowała w styczniu 2024 roku.

Przypominamy również, że we wrześniu został powołany nowy, zintegrowany dział marketingu segmentu radiowego, czyli połączonego Eurozetu i Grupy Radiowej Agory.

Dlatego założyliśmy, iż lata 2024-2025 mogą wskazać na dalsze ciekawe zmiany w udziałach poszczególnych grup mediowych. Z obecnej perspektywy wydaje nam się, że obecny lider tego rynku stracił dotychczasowy komfort działania (którym cieszył się przez kilkanaście lat).

Udział Eurozet oraz grupy RMF FM w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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

Liczymy, że przyszłe wyniki segmentu wskażą na szereg wzrostowych impulsów przychodowych, w tym wynikających z projektów crossmediowych i poprawy monetyzacji kanałów streamingowych (w listopadzie'23 na kanale YouTube filmy i podcasty Radia ZET odtwarzano przez ponad 2,3 miliona godzin, a łączna liczba wyświetleń przekroczyła 20 milionów).

Przypominamy, iż w kierunkach strategicznych przyjętych przez Agorę na lata 2023-2026 znajduje się mocny punkt wskazujący, że spółka chce zostać liderem rynku radiowego w Polsce (perspektywa kilku lat). W naszym modelu zakładamy, że Agora w kolejnych latach utrzyma obecnie posiadane udziały w rynku.

Jest to zatem jedyny punkt, w którym nasze założenia modelu są zdecydowanie bardziej zachowawcze aniżeli ogłoszone w ubiegłym roku cele średnioterminowe. Nie znaczy to, iż nie wierzymy w sukces tego projektu. Wręcz przeciwnie, dostrzegamy szereg mocnych argumentów za tym, iż Eurozet będzie kontynuować pościg za liderem rynku. Z bieżącej perspektywy jest to dla nas bufor ostrożnościowy w modelu wyceny, który w kolejnych aktualizacjach mamy nadzieję korygować z pozytywnym wydźwiękiem na przyszłą szacowaną przez nas wartość Agory.

Ogółem w skali całego 2023 roku założyliśmy, że EBIT segmentu radio mógł wynieść 41,7 mln PLN. W latach 2024-2025 przyjęliśmy założenie wzrostu EBIT odpowiednio do 56,3 oraz 72,8 mln PLN (poprzednio zakładaliśmy 54,3 mln PLN i 70,6 mln PLN).

Segment film i książka

Na rynku kinowym trwa proces odbudowy frekwencji kinowej. Poszczególne kwartały wykazują różną dynamikę w ujęciu r/r ale dla nas kluczowe jest ujęcie danych o widowni narastająco w okresie dwunastu miesięcy.

Przypominamy, że rok 2022 był zmienny jeśli chodzi o dynamikę frekwencji kinowej w poszczególnych kwartałach. W pierwszym półroczu było widać bardzo wysoką dynamikę odbudowy, która przygasła odczuwalnie w Q3'22, a w Q4'22 rynek kinowy w Polsce skurczył się o ok 19% r/r. Ogółem w 2022 roku liczba widzów w kinach wyniosła ok 42,8 mln i były to dane lepsze niż w 2014 roku i zarazem słabsze niż w 2015 roku.

Rok 2023 wskazywał na dalszą kontynuację odbudowy frekwencji. Punktowo w Q1'23 liczba sprzedanych biletów w kinach była wyższa o 23% r/r, z kolei Q2'23 przyniósł spadek widowni o blisko 6% r/r. Z kolei Q3'23 ustanowił historyczny odczyt (dla z reguły przeciętnego okienka wakacyjnego dla multipleksów w Polsce) wskazując na wzrost frekwencji o niemal 38% r/r. Nasza symulacja wskazuje, że także Q4 2023 był wyjątkowo dobry dla branży kinowej w Polsce (w modelu przyjęliśmy wzrost liczby sprzedaży biletów w Helios o ponad 10% r/r i traktujemy to jako wersję konserwatywną). W skali całego 2023 spodziewamy się przekroczenia bariery 50 mln sprzedanych biletów na całym rynku. Zatem rok 2023 według naszych szacunków mógł być bliski tego, co obserwowaliśmy w roku 2016, kiedy roczna frekwencja w Polsce wyniosła 51,9 mln widzów.

Dostrzegamy wzrost popularności polskich tytułów kinowych od przełomu Q3/Q4 2023 roku. Beneficjentem tego jest także podmiot z grupy Agora, czyli Next Film. Spodziewamy się, że z tytułu dystrybucji kinowej spółka wykaże bardzo dobre rezultaty zarówno w Q4 2023 jak i w Q1 2024. W Q1 2024 wpływ na Next Film mogą mieć m.in.: Akademia Pana Kleksa, Kogiel Mogel 5, czy Sami Swoi. Początek. Spodziewamy się, że w skali całego 2024 roku udział polskich tytułów we frekwencji ogółem powróci do mocnych odczytów rzędu 30%.

Wybrane tytuły, za których dystrybucję kinową odpowiada Next Film w Q1 2024



AKADEMIA PANA KLEKSA
Premiera 5.01.2024



BABY BOOM, CZYLI KOGIEL MOGEL 5
premiera 26.01.2024



SAMI SWOI. POCZĄTEK
Premiera 16.02.2024



ZA DUŻY NA BAJKI 2
Premiera 15.03.2024

W grudniu 2023 na pokazach przedpremierowych (między Świątami Bożego Narodzenia a Sylwestrem) film „Akademia Pana Kleksa” obejrzało ok 438 000 widzów i był to rekordowy wynik na pokazach przedpremierowych w historii polskiego box office.

W dniu 8 stycznia 2024 roku Next Film podała, że Akademia Pana Kleksa ustanowiła najlepszy wynik sprzedażowy po weekendzie otwarcia wśród wszystkich filmów od 2020 roku, czyli od czasów pandemii.

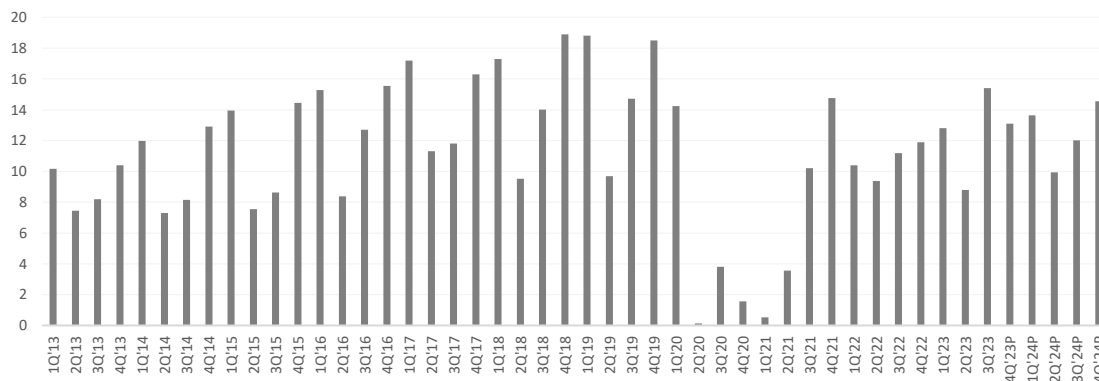
Źródło: Next Film

Obecnie przedstawione założenia na Q4 2023 oraz na pierwszą połowę 2024 roku są w naszym modelu wyższe niż w poprzedniej analizie. Wcześniej schłodziliśmy bowiem nasze oczekiwania z uwagi na trwający wówczas strajk w USA (aktorzy i scenarzyści walczyli długie miesiące o ochronę i przyszłość zawodu w związku z coraz częstszym wykorzystaniem przy produkcjach filmowych i telewizyjnych technologii AI). Obecnie dostrzegamy, iż branża kinowa w USA wróciła do pracy na „pełnych” obrotach. Dlatego spodziewamy się, iż tegoroczny box office w Polsce będzie mocny (według nas w Q1 oraz Q2 2024 produkcje polskie w dużym stopniu powinny zrekomensować skromniejszy repertuar tytułów z USA).

Z bieżącej perspektywy nasze spojrzenie na cały 2024 rok to wzrost widowni o 0,5% w ujęciu r/r (na Q1, Q2 oraz Q4 założyliśmy rosnącą widownię, natomiast punktowo w Q3 2024 przyjęliśmy spadek rynku o ponad 22% r/r z uwagi na wyjątkowo mocną bazę porównawczą z 2023 roku).

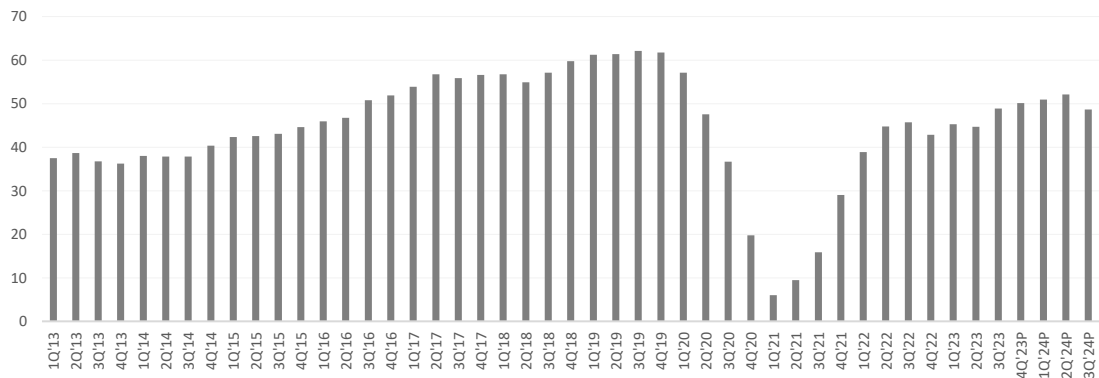
W latach 2025-2026 spodziewamy się powrotu rynku do 53,6-56,9 mln widzów (poprzednio było to 49-52 mln widzów) w skali roku i następnie stopniowo do poziomu blisko 62,5 mln widzów w skali roku w kolejnych latach (czyli poziomy jakiego notował rynek w roku 2019).

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



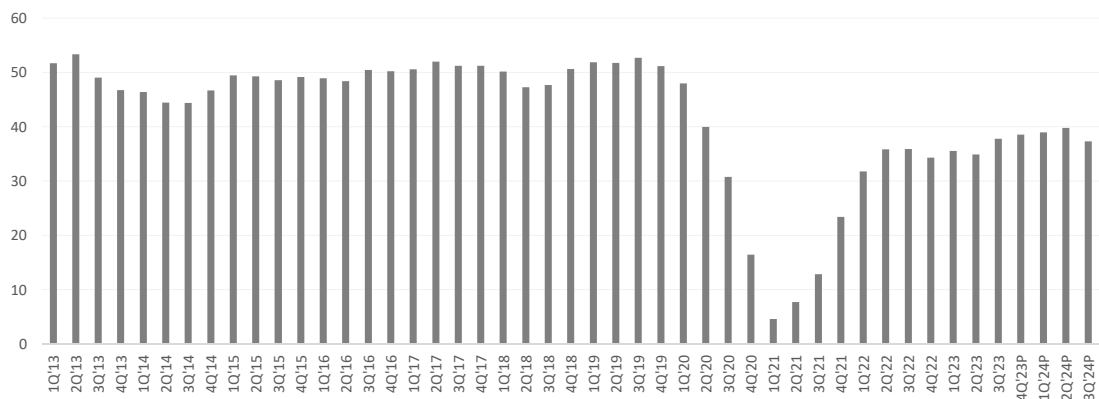
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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

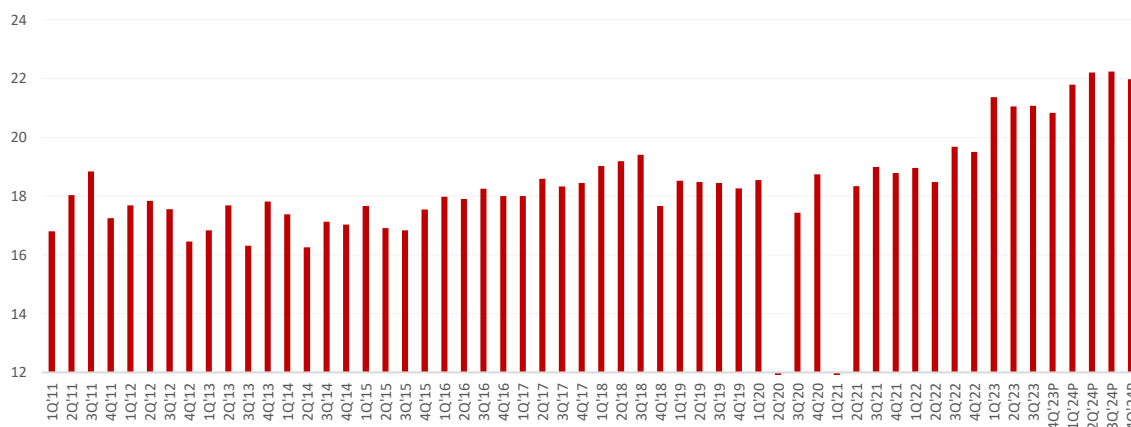
Historyczna widownia w Helios w przeliczeniu na 1 ekran oraz prognoza BDM (ujęcie zannualizowane) [tys. widzów na ekran]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W minionym 2023 roku w 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 mogła być o ponad 9% 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 4,5% r/r (a w 2025 roku o ok 2,5% r/r).

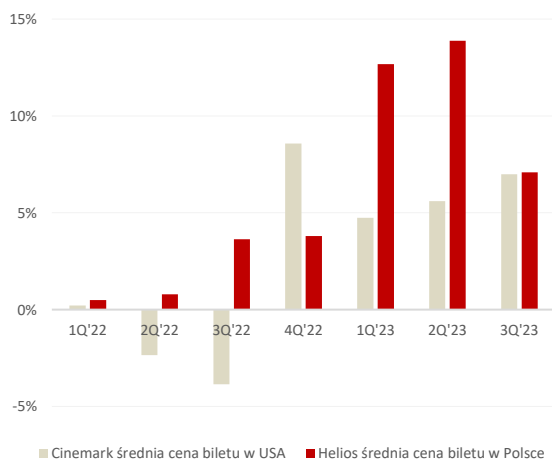
Historyczna średnia cena biletów w Helios oraz prognoza BDM na kolejne okresy [PLN]



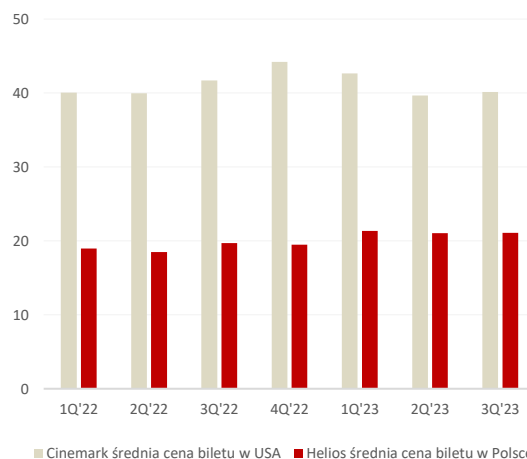
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Poniżej pokazujemy również 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 widać wyraźną dynamikę wzrostów w ujęciu r/r (przy procesie odbudowy frekwencji).

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



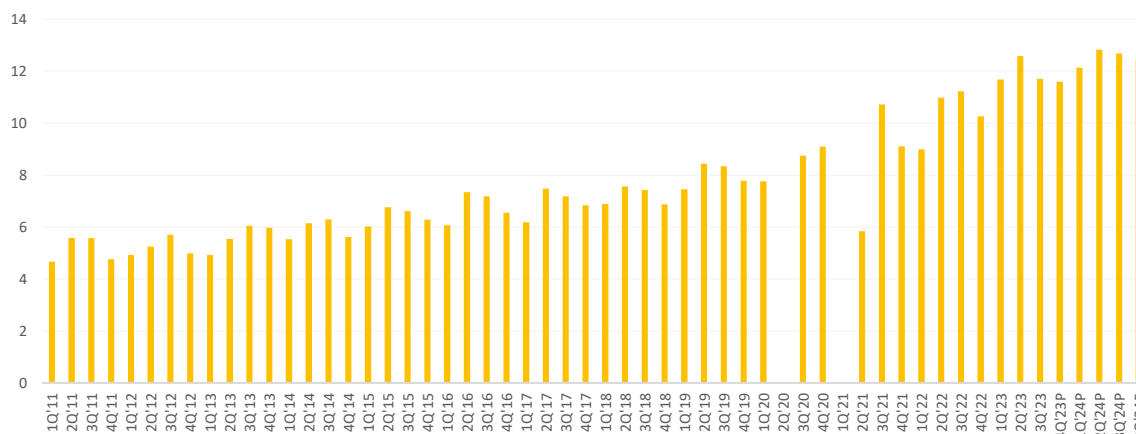
Średnia cena biletu wyrażona w PLN [PLN dla Helios; dla sieci Cinemark przeliczone na PLN]



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

Kluczowe znaczenie dla biznesu kinowego ma rosnący przychód ze sprzedaży barów kinowych. W tej kategorii od kilkunastu lat widać dynamiczne wzrosty. W roku 2022 średni przychód z barów kinowych na widza wzrósł o niemal 12% r/r (w 2021 roku było to prawie 15%). Szacujemy, że rok 2023 potwierdził mocne wpływy od klientów i spodziewamy się odczytu ponad +14% r/r w przeliczeniu na 1 widza. W modelu założyliśmy, że średni przychód na jednego widza z barów kinowych w latach 2024-2025 wzrośnie odpowiednio o 5,7% r/r i 2,8% r/r. W kolejnych latach przyjęliśmy wzrost w przedziale 2,6-2,8% r/r.

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

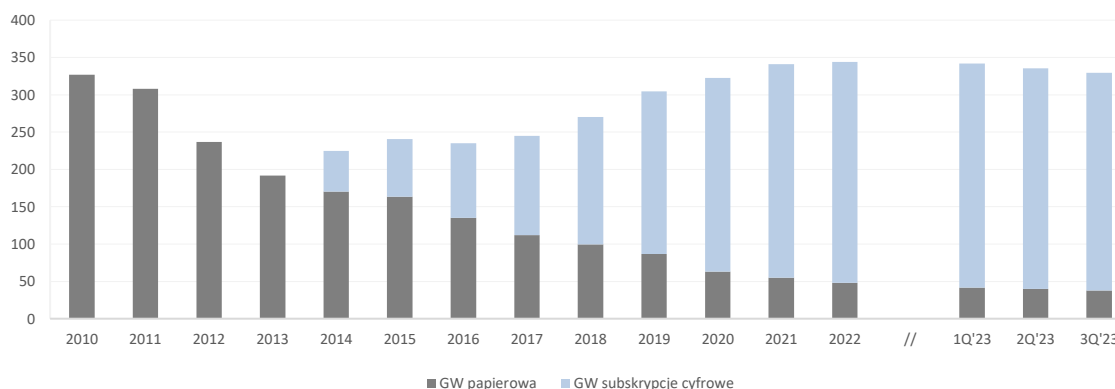


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment prasa

Na przestrzeni ostatnich lat model biznesowy Gazety Wyborczej (GW) uległ istotnemu przeobrażeniu. Po długich latach erozji rynku papierowego doszło już do marginalizacji tej formy sprzedaży. W okresie Q1-Q3 2023 średnia sprzedaż wydań papierowych GW wyniosła 39,8 tys. egzemplarzy (-18,4% r/r). Punktowo w Q3 2023 liczba wydań papierowych wyniosła 37,6 tys. egzemplarzy, co oznaczało erozję o 5,9% 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)

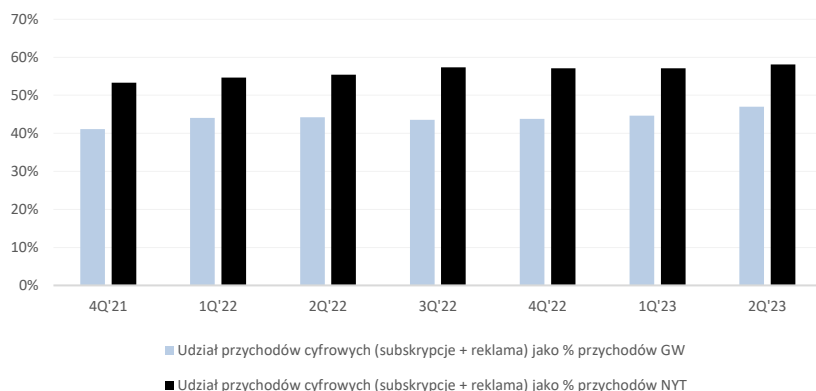


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Tak jak opisywaliśmy we wcześniejszych komentarzach, kluczowe znaczenie dla GW ma zbudowana baza subskrypcji cyfrowych (na koniec Q3'23 to 292 tys. subskrypcji). Oceniamy, że jest to obecnie kluczowe aktywo jakie posiada segment. W przyszłych okresach przyjmujemy utrzymanie obecnej bazy na porównywalnym poziomie (nasytanie jak na polskojęzyczną formułę gazety jest duże) i kluczowym elementem wzrostu powinny być inicjatywy zmierzające do coraz lepszej monetyzacji czytelników.

Szacujemy, że w ostatnich kwartałach udział przychodów cyfrowych w łącznych przychodach GW oscylował w okolicy 45%. Uważamy, że są to dobre odczyty. Dla porównania wskazujemy, że przychody cyfrowe dla The New York Times (NYT) wynoszą blisko 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 ramach redakcji Gazety Wyborczej w ostatnim czasie 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 jej działalności operacyjnej planowane jest na 1 kwietnia 2024 roku.

W modelu przyjmujemy założenie, że wraz z 2024 rokiem w ramach segmentu prasa zakończy się okres długich lat, kiedy Agora wykazywała straty na poziomie EBIT. Spodziewamy się, że EBIT segmentu w latach 2024-2026 będzie wynosił odpowiednio +1,5 mln PLN, +5,6 mln PLN i +7,1 mln PLN. Jest to projekcja zakładająca bardziej optymistyczny scenariusz aniżeli symulacja z poprzedniego modelu. Jednocześnie nadal oceniamy, że nasze oczekiwania nie są ambitne biorąc pod uwagę obecną pozycję rynkową GW oraz zbudowaną bazę subskrybentów cyfrowych.

Segment internet

Segment internet w ostatnich latach nie miał dobrych wiadomości dla inwestorów. Pomysł na „ucieczkę do przodu” i wykorzystanie nadchodzących zmian na rynku reklamy cyfrowej poprzez wykorzystanie zbudowanych atutów w ramach segmentu internet i segmentu prasa spotkał się z wewnętrznym protestem w organizacji. Tym samym portal gazeta.pl realizuje odrębną koncepcję biznesową wobec wyborcza.pl.

W dniu 4 stycznia 2024 roku spółka poinformowała, że sprzedaje posiadane udziały w HRlink (79,83% kapitału) za kwotę 6,2 mln PLN do grupy kapitałowej Grupa Pracuj.

HRlink oferuje przede wszystkim narzędzie w modelu abonamentowym oraz inne usługi informatyczne związane z procesem rekrutacji. Agora została 30% udziałowcem w HRlink Sp. z o.o. w 2012 roku (Online Technologies HR). W 2018 roku podmiot ten zadebiutował nawet na 26. miejscu zestawienia Deloitte „Technology Fast 50 Central Europe”. W roku 2019 Agora zwiększyła swój udział w HRlink z 46,15% do 79,83% i transakcja miała wzmocnić pozycję Agory na rynku usług B2B oferowanych w modelu SaaS.

Przychody za 2022 rok HRlink wyniosły niespełna 11 mln PLN, a strata netto ok 1 mln PLN. Na koniec 2022 roku wartość firmy związana z działalnością HRlink (segment internet) to ok 11,12 mln PLN. Jak wskazano w komunikacie bieżącym: „... Cena sprzedaży udziałów nie jest materialna z perspektywy Grupy Agora”. Ostateczne rozliczenie transakcji ma nastąpić w sprawozdaniu finansowym za Q1 2024. Pozytywnie oceniamy odzyskanie przez Agorę ponad 6 mln PLN z tego projektu. Jednocześnie przygotowujemy się, iż w wynikach skonsolidowanych za Q4 2023 w segmencie internet (wg naszych symulacji) może być widoczny odpis rzędu 5,1 mln PLN jako efekt zakomunikowanej sprzedaży HRlink.

Historyczne wyniki HRlink [tys. PLN]

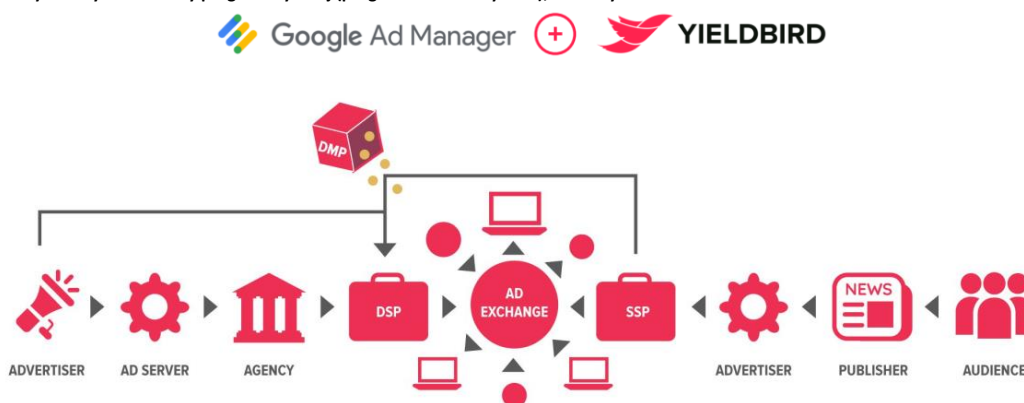
	2020	2021	2022
Przychody	7 089	10 175	10 690
Wynik netto	-432	-45	-1 010

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych ze sprawozdań rocznych Agory

Działający w ramach segmentu internet podmiot Yieldbird stanął przed koniecznością budowy nowego modelu biznesowego, co wymusiło głęboką zmianę koncepcji działania. Agora w końcówce 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 zakładamy, że miała miejsce dalsza silna erozja „starej” bazy przychodowej Yieldbird.

Spodziewamy się, że w drugiej połowie 2024 roku w wynikach segmentu będą widoczne pierwsze pozytywne impulsy związane z nowym produktem Yieldbird w modelu SaaS. Jak wskazała Agora w czerwcu 2023 roku miał miejsce udany launch platformy Yieldbird. Agora w raporcie półrocznym zaakcentowała, że platforma stała się „... pierwszą na świecie aplikacją dla wydawców stron internetowych umożliwiającą wygodne zarządzanie wieloma parametrami monetyzacji swojego serwisu w jednym miejscu. Wydawcy mogą między innymi: zarządzać automatycznym wycenianiem powierzchni reklamowej za pomocą zaawansowanych algorytmów AI Yieldbirda (Price Genius), zarządzać źródłami popytu w systemie Header Bidding, kontrolować odświeżanie reklam, moduły anti ad block, zaawansowaną analitykę źródeł popytu, Uniwersal IDs (rozwiązania mające zastąpić obecnie używane do identyfikacji użytkowników pliki 3rd party cookies) i wiele innych.”

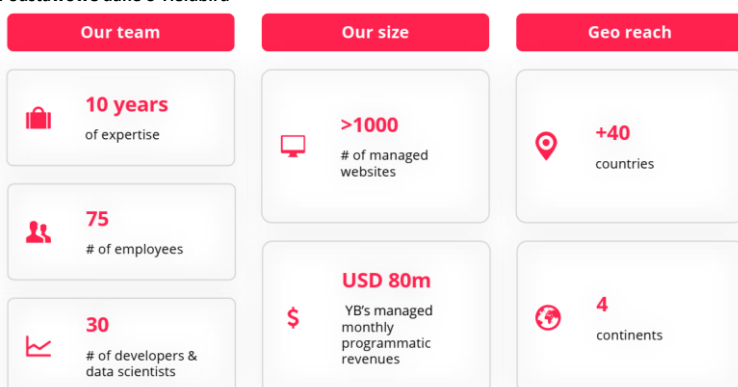
Ekosystem rynku reklamy programatycznej (programmatic ecosystem), na którym działa Yieldbird



Przykładowe SSP to Google Ad Manager (serwer reklam z połączeniem z rynkiem programmatic), Adform, Pubmatic, Xandr, Magnite, czy Equativ. Z kolei aby kupić wyświetlenia, kupujący muszą mieć dostęp do DSP. DMP na górze grafiki oznacza Data Management Platform, gdzie zagregowane są informacje o odbiorcach dostępnych w zasobach wydawcy w SSP. DMP udostępnia te dane kupującym w DSP w celu kierowania kampanii.

Źródło: ilustracja zbudowana w oparciu o materiały publikowane przez Yieldbird

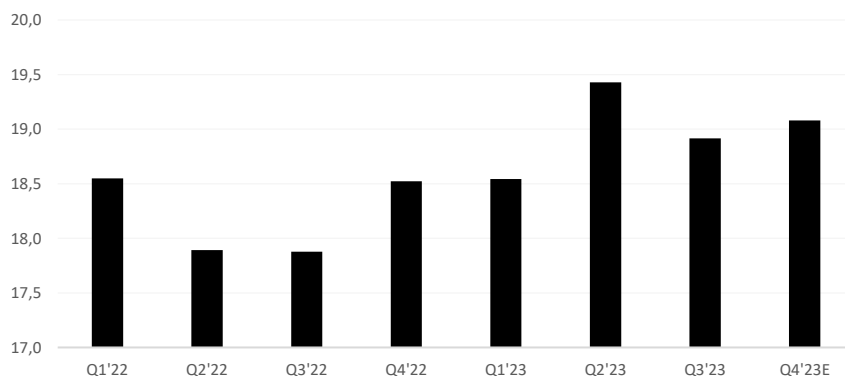
Podstawowe dane o Yieldbird



Źródło: ilustracja Yieldbird

Agora posiadając własne DMP (m.in. gazeta.pl czy wyborcza.pl) ma w naszej ocenie szansę umocnić swoją pozycję na rynku reklamy cyfrowej. Zwracamy również uwagę, że po przejęciu kontroli nad Eurozet znacząco wzrosła liczba użytkowników portali oraz serwisów Agory i spółka zmniejszyła dystans do pozostałej trójki największych graczy na rynku. Portale oraz serwisy Agory w Q3 2023 były najczęściej odwiedzane w Polsce przez użytkowników korzystających z urządzeń mobilnych (średnio 18,3 mln RU).

Wzrost liczby użytkowników portali i serwisów Agory [mln RU]



Należy mieć na uwadze, że gazeta.pl wpływa na wyniki segmentu internet, strona wyborcza.pl jest przypisana do wyników segmentu prasa, z kolei radiozet.pl wpływa na wyniki segmentu radio.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, CPS, WPL

Mamy nadzieję, że Yieldbird w perspektywie lat 2025/2026 wskaże, iż ma zadatki na bycie ponownie „perłą w koronie” segmentu internet. W modelu przyjęliśmy założenie, że EBIT skorygowany o odpis HRlink w segmencie internet w 2023 roku wyniesie -5,7 mln PLN (poprzednio spodziewaliśmy się odczytu -4,6 mln PLN). Rok 2024 powinien przynieść już (wg nas) odbicie wpływów z reklam internetowych jak i przychodów z pozostałych usług internetowych realizowanych w ramach modelu SaaS. Na rok 2024 nasza prognoza EBIT to zysk rzędu 2,9 mln PLN. Silny impuls wzrostowy w EBIT widoczny jest w naszym modelu w latach 2025-2026. Przyjęliśmy, że EBIT segmentu wzrośnie w tych latach odpowiednio do 19,6 mln PLN i 34,8 mln PLN.

Segment reklama zewnętrzna

Od 2022 roku do Q3 2023 w wynikach segmentu reklama zewnętrzna widać wyraźne odbicie przychodów oraz odbudowę marżowości biznesu. W ujęciu LTM na koniec Q3 2023 przychody segmentu wyniosły ponad 188 mln PLN, czyli w ujęciu nominalnym już powyżej tego, co obserwowaliśmy na przełomie 2019/2020. Dwucyfrowe dynamiki odbicia przychodów z ostatnich kwartałów to efekt poprawy koniunktury na całym rynku OOH oraz wprowadzanych nowych rozwiązań cyfrowych w ofercie AMS (co jest jakościową zmianą dla formuły dotychczasowego biznesu). Jedną z ostatnich zmian w cennikach AMS jest np. możliwość rozliczania kampanii w modelu CPM DOOH na wybranych nośnikach, a także program badań widowni z użyciem innowacyjnych narzędzi, m.in. z wykorzystaniem sztucznej inteligencji, która mierzy ruch wokół nośników indoorowych (wdrożony model rozliczeń kampanii Digital OOH znany z obszaru online).

Przypominamy również, że kluczowe znaczenie dla obecnej struktury przychodów ma kontrakt na wiaty przystankowe w Warszawie (oceniaamy, że spółka ma przed sobą jeszcze ponad 2 lata funkcjonowania na obecnych warunkach). Docelowo przyjmujemy założenie, że AMS będzie nadal posiadał bieżące udziały w rynku reklamy zewnętrznej w Warszawie.

W 2023 roku spodziewamy się, że EBIT segmentu wzrośnie do 25,6 mln PLN (poprzednio 23,8 mln PLN). W kolejnych latach liczymy na dalsze wzrosty wartości rynku OOH (w tym w szczególności DOOH) oraz pozytywne efekty zmian modelu działania segmentu. Dlatego na lata 2024-2025 przyjmujemy EBIT w przedziale 28,6-31,2 mln PLN (wcześniej wskazywaliśmy na przedział 24,8-27,8 mln PLN).

Wybrane prognozy dla modelu na lata 2023-2027

RACHUNEK WYNIKÓW [mln PLN]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody	965,9	1 113,1	1 406,3	1 516,8	1 655,9	1 781,9	1 892,7
Reklama	509,4	511,9	697,7	773,4	862,6	935,3	992,9
Bilety do kina	126,8	192,3	244,0	256,4	281,2	305,6	328,9
Sprzedaż wydawnictw	142,8	136,9	138,7	142,0	143,8	145,3	146,7
Bary kinowe	62,4	103,5	136,8	145,4	159,9	174,2	188,0
Sprzedaż gastronomiczna	28,7	38,3	43,2	49,9	56,2	60,4	65,0
Działalność filmowa	12,7	31,2	22,4	25,1	26,7	27,2	28,3
Pozostała sprzedaż	83,1	99,0	123,6	124,6	125,5	134,0	143,0
Koszty operacyjne	-1 007,7	-1 177,9	-1 359,0	-1 428,7	-1 520,1	-1 597,2	-1 672,9
EBITDA skorygowana*	127,8	142,7	228,7	263,1	313,1	359,3	391,7
EBIT	-41,9	-64,8	49,3	90,5	141,9	188,5	220,6
Saldo finansowe	-17,5	-47,4	61,5	-44,3	-59,1	-55,7	-48,7
Udział w wyniku jedn. mpw	9,4	8,5	-4,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-50,0	-103,7	106,5	45,4	82,7	132,8	171,9
Wynik netto	-46,6	-105,7	91,6	35,7	67,0	107,6	139,3
akcjonariuszy jedn. dominującej	-44,5	-102,7	74,5	22,0	63,7	103,5	134,5
udziały niekontrolujące	-2,1	-3,0	17,2	13,7	3,3	4,1	4,8
EBIT w podziale na segmenty **			2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Film i książka			52,1	48,1	60,2	74,9	87,8
Prasa			-9,1	1,5	5,6	7,1	8,0
Reklama zewnętrzna			25,6	28,6	31,2	33,9	36,5
Internet			-10,8	2,9	19,6	34,8	45,1
Radio			41,7	56,3	72,8	86,9	93,5
Segmenty razem			99,5	137,4	189,4	237,6	270,9
Pozycje uzgadniające			-50,1	-46,9	-47,5	-49,1	-50,3
Grupa razem			49,3	90,5	141,9	188,5	220,6
BILANS [mln PLN]			2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
RZAT + WNIP	777	722	1 017	1 087	1 073	1 067	1 066
Prawa do użytkowania aktywów	610	587	617	615	609	602	595
Inwestycje rozl. met praw własności	143	127	14	13	13	13	13
Pozostałe aktywa trwałe	57	59	73	73	73	73	73
Aktywa trwałe	1 587	1 496	1 721	1 788	1 769	1 756	1 747
Zapasy	20	30	46	50	54	59	62
Należności kr. Term i rozliczenia mo	177	195	231	249	272	293	311
Pozostałe aktywa obrotowe	2	2	2	2	2	2	2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	135	69	103	124	146	179	232
Aktywa obrotowe	334	297	382	425	474	532	607
Aktywa razem	1 921	1 793	2 103	2 213	2 243	2 288	2 354
Kapitał własny	780	674	855	771	815	892	994
Zobowiązania długoterminowe	694	709	736	809	805	799	793
Zobowiązania krótkoterminowe	447	410	512	633	624	597	567
Zobowiązania razem	1 141	1 119	1 248	1 442	1 429	1 396	1 360
Pasywa razem	1 921	1 793	2 103	2 213	2 243	2 288	2 354

*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 prognozy dla modelu na lata 2023-2027

CF [mln PLN]	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Przepływy z działalności operacyjnej	127	77	216	254	297	333	359
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-19	-39	-22	-287	-84	-94	-100
Przepływy z działalności finansowej	-112	-104	-160	54	-190	-207	-205
w tym płatności leasingowe	-54	-81	-86	-76	-73	-71	-69
w tym dywidendy	0	0	0	0	-23	-30	-37
Środki pieniężne eop	135	69	103	124	146	179	232
ZADŁUŻENIE FINANSOWE [mln PLN]							
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu	807	797	832	1005	964	907	850
Dług % - wynikający z zastosowania MSSF 16	660	662	697	695	690	683	676
Dług % - bez ujęcia MSSF 16	147	135	134	309	274	224	174
Dług netto	671	727	728	880	817	727	617
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	11	65	31	184	127	44	-59
WSKAŹNIKI RYNKOWE							
Kurs [PLN]	10,45	10,45	10,45	10,45	10,45	10,45	10,45
Kapitalizacja [mln PLN]	487	487	487	487	487	487	487
EV [mln PLN]	1 158	1 214	1 215	1 366	1 304	1 214	1 104
EV (bez MSSF 16) [mln PLN]	497	551	518	671	614	531	428
EPS [PLN]	-0,96	-2,20	1,60	0,47	1,37	2,22	2,89
BVPS [PLN]	16,6	14,5	16,1	16,5	17,4	19,0	21,1
P/E (x)	---	---	6,5	22,1	7,6	4,7	3,6
P/BV (x)	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Przychody (x)	1,2	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	9,1	8,5	5,3	5,2	4,2	3,4	2,8
Przychody zmiana r/r	15,5%	15,2%	26,3%	7,9%	9,2%	7,6%	6,2%
Marża EBITDA	13%	13%	16%	17%	19%	20%	21%
Marża netto	-4,6%	-9,2%	5,3%	1,5%	3,8%	5,8%	7,1%
ROA	-2%	-6%	4%	1%	3%	5%	6%
ROE	-6%	-14%	10%	3%	8%	12%	14%
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	23	30	37
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	5%	6%	8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedecjus

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	14,5	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 Q1 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	5	45%	0	0%
Akumuluj	3	27%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	2	18%	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: 2024-01-09

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-01-09 (11:20 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-09 (11:20 CET).

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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura 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 2024-01-09:

- 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.