



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

Wznawiamy pokrycie analityczne dotyczące Agory od zalecenia Kupuj z ceną docelową 16,0 PLN/walor (+21% potencjału). Z optymizmem podchodzimy do ścieżki wynikowej w kolejnych okresach (zakładamy poprawę r/r w 2Q'19, jak i całym roku), szczególnie w obszarach kinowym i internetowym. Pozytywnie na rezultaty powinny też wpływać zmiany w segmencie prasowym oraz zrestrukturyzowanie części drukarskiej. Zwracamy uwagę na zaktualizowaną przed rokiem strategię grupy, która zakłada osiągnięcie 155-165 mln PLN EBITDA w '22 (wg MSR 17; nasze prognozy są w pobliżu dolnej granicy). W przypadku realizacji naszych założeń spółka jest handlowana z ponad 30% dyskontem względem podmiotów o podobnym profilu działalności.

Prognozujemy, że w 2Q'19 grupa wypracuje ok. 279 mln PLN przychodów, ok. 32 mln PLN EBITDA raportowanej (wg metodologii MSR 17 15,3 mln PLN) oraz 5,7 mln PLN straty netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym Agora osiągnie 1,2 mld PLN przychodów, ok. 180 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 110 mln PLN) oraz niemal 19 mln PLN zysku netto (zakładamy, że wynik z jednostek stowarzyszony będzie bliski 8 mln PLN). Oczekujemy, że w '20 grupa będzie kontynuowała wzrost rezultatów i przyjmujemy zwiększenie obrotów do 1,24 mld PLN i EBITDA do 201 mln PLN (ok. 131 mln PLN wg MSR 17). Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec '19 wyniesie 3,2-3,3x (bez uwzględnienia kosztów zakupu Radio ZET ok. 2,6x).

W naszym modelu zakładamy jedynie wzrost organiczny. Zwracamy jednak uwagę, że w strategii na lata 2018-22 (opublikowania w czerwcu '18) grupa wskazywała, że na „nowe biznesy” może wydać do 500 mln PLN. Środki te mają być potencjalnie wydane na obszary „Rozrywka i gastronomia”, usługi B2B dla e-commerce oraz na „akwizycje wzmacniające obecne biznesy” (w 1Q'19 spółka nabyła 40% udziałów w Radio Zet za ponad 130 mln PLN i posiada opcję na wykupienie pozostałych udziałów w okresie 12-36 miesięcy od pierwszej transakcji). W przypadku realizacji takiego scenariusza przyjmujemy w projekcjach stopniowy wzrost wskaźnika wypłacanej dywidendy.

Wśród ryzyk dostrzegamy wolniejszy niż zakładany wzrost rynku reklamy, mocniejszą niż oczekujemy erozję w ramach prasy drukowanej, nieudane akwizycje (nie uwzględniamy ich w modelu, ale strategia grupy zakłada max. nakłady na ten cel w wys. 500 mln PLN do '22) oraz zmiany regulacji prawnych (np. ACTA 2).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem [mln PLN]	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 197,4	1 241,4	1 311,9
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	180,4	200,6	212,9
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	114,9	30,0	88,5	110,0	131,5	142,8
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	16,7	-73,0	0,9	37,8	61,4	71,7
Wynik netto [mln PLN]	-13,2	-79,3	9,4	18,7	38,3	46,4
P/BV	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
P/E	-	-	65,6x	32,9x	16,0x	13,3x
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	6,8x	6,1x	5,8x
EV/EBITDA MSR 17	5,5x	20,6x	6,7x	6,2x	5,2x	4,7x
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	32,2x	20,0x	17,2x
DPS [PLN]	0,8	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 16,0 PLN

1 LIPCA 2019, 09:12 CEST

Wycena końcowa [PLN]	16,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+21%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	13,2
Kapitalizacja [mln PLN]	614,9
Ilość akcji [mln. szt.]	46,6

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,9

Stopa zwrotu za 3 mc	+14,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	+29,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	+43,3%

Akcjonariat (% głosów):

Agora-Holding	35,4%
PTE PZU	11,9%
MDIF	8,4%
NN OFE	7,1%
Pozostali	37,3%

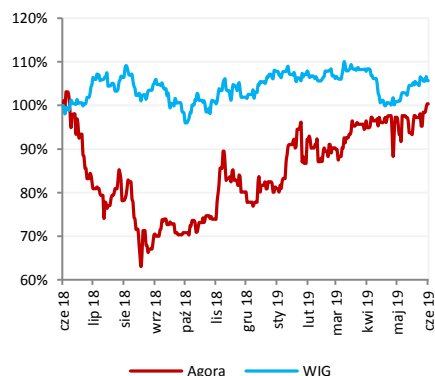
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	10
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI.....	11
DZIAŁALNOŚĆ FILMOWA I WYDAWNICZA	11
SEGMENTY PRASA I DRUK	11
SEGMENT REKLAMA ZEWNĘTRZNA	12
SEGMENT RADIO	12
SEGMENT INTERNET	13
OTOCZENIE RYNKOWE	15
KRAJOWY RYNEK REKLAMY	15
GLOBALNY RYNEK REKLAMY	17
RYNEK KINOWY	18
RYNEK PRASY	19
RYNEK RADIOWY	20
WYNIKI HISTORYCZNE	21
WYNIKI SEGMENTÓW I STRUKTURA KOSZTOWA	22
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	26
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	30

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Agory dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 14,4 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 19,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 747 mln PLN, czyli **16,0 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mld PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	671,6	14,4	9,2%
B	Wycena porównawcza	921,5	19,8	49,9%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		746,6	16,0	21,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

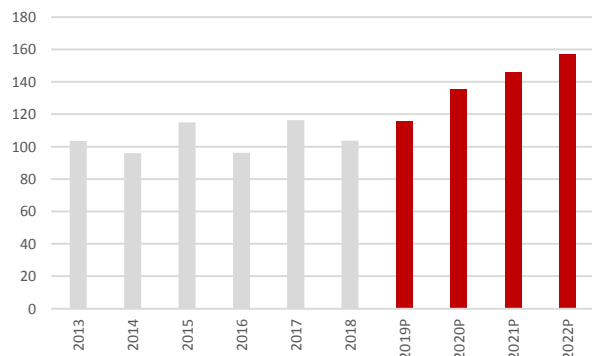
Prognozujemy, że w 2Q'19 grupa wypracuje ok. 279 mln PLN przychodów, ok. 32 mln PLN EBITDA raportowanej (wg metodologii MSR 17 15,3 mln PLN) oraz 5,7 mln PLN straty netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym Agora osiągnie 1,2 mld PLN przychodów, ok. 180 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 110 mln PLN) oraz niemal 19 mln PLN zysku netto (zakładamy, że wynik z jednostek stowarzyszony będzie bliski 8 mln PLN). Oczekujemy, że w '20 grupa będzie kontynuowała wzrost rezultatów i przyjmujemy zwiększenie obrotów do 1,24 mld PLN i EBITDA do 201 mln PLN (ok. 131 mln PLN wg MSR 17). Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec '19 wyniesie 3,2-3,3x (bez uwzględnienia kosztów zakupu Radio ZET ok. 2,6x).

W naszym modelu zakładamy jedynie wzrost organiczny. Zwracamy jednak uwagę, że w strategii na lata 2018-22 (opublikowania w czerwcu '18) grupa wskazywała, że na „nowe biznesy” może wydać do 500 mln PLN. Środki te mają być potencjalnie wydane na obszary „Rozrywka i gastronomia”, usługi B2B dla e-commerce oraz na „akwizycje wzmacniające obecne biznesy” (w 1Q'19 spółka nabyła 40% udziałów w Radio Zet za ponad 130 mln PLN i posiada opcję na wykupienie pozostałych udziałów w okresie 12-36 miesięcy od pierwszej transakcji). W przypadku realizacji takiego scenariusza przyjmujemy w projekcjach stopniowy wzrost wskaźnika wypłacanej dywidendy.

Zwracamy uwagę na wezwanie na akcje Axel Springer ogłoszone przez fundusz private equity KKR. Podmiot zaoferował za walory koncernu 63 EUR, co oznacza ponad 30% premii względem średnioważonej ceny z ostatnich 3 miesięcy. Obecnie papiery spółki są notowane przy mnożniku EV/EBITDA >10x wg konsensusu prognoz na lata 2019-20 (vs 6-7x w przypadku Agory).

Wznowiamy pokrywanie walorów Agory od zalecenia Kupuj i ustalamy cenę docelową na poziomie 16,0 PLN/akcję, co daje 21% potencjału. Liczymy, że nadchodzące kwartały przyniosą kontynuację trendu poprawy skonsolidowanych wyników. Głównymi kontrybutorami wzrostu powinny być segmenty Kino (silny pipeline tytułów w nadchodzących miesiącach, solidne tempo rozwoju sieci Helios) oraz Internet (najmocniej rosnący obszar rynku reklamy, ambitne plany w Yieldbird). Pozytywnie odbieramy postępującą cyfryzację w obszarze Prasa oraz przeprowadzony proces restrukturyzacji w dywizji Druk (wygaszenie działalności z końcem 2Q'19). Dodatkowo holding jest notowany z istotnym dyskontem względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności dla wskaźnika EV/EBITDA w latach 2019-21 (średnio -32%). Wśród ryzyk dostrzegamy wolniejszy niż zakładany wzrost rynku reklamy, mocniejszą niż oczekujemy erozję w ramach prasy drukowanej, nieudane akwizycje (nie uwzględniamy ich w modelu, ale strategia grupy zakłada max. nakłady na ten cel w wys. 500 mln PLN do '22) oraz zmiany regulacji prawnych (np. ACTA 2).

Oczekiwana ścieżka EBITDA adj. [mln PLN]*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wg MSR 17

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,0x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody grupy w latach 2019-20 wzrosną odpowiednio do 1,20-1,24 mld PLN (+5%/4% r/r), natomiast na poziomie EBITDA estymujemy 180-201 mln PLN (wg MSSF 16; zgodnie z MSR 17 byłoby to 110/131 mln PLN).
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny. Zwracamy jednak uwagę, że strategia grupy na lata 2018-22 zakłada, że spółka zainwestuje w nowe obszary działalności ok. 500 mln PLN.
- Szczegółowe założenia dot. przychodów w poszczególnych segmentach operacyjnych

Szczegółowe założenia modelu

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ogółem [mln PLN]	1 141,2	1 197,4	1 241,4	1 311,9	1 376,0	1 428,2	1 475,0	1 520,3	1 564,1	1 607,6	1 650,9
Film i książka	419,1	505,1	557,7	607,9	651,0	686,0	715,9	744,8	772,7	799,8	826,2
Prasa	214,1	211,0	213,2	214,1	214,5	214,9	215,4	216,0	216,5	217,2	217,8
Reklama zewn.	171,9	180,6	187,4	193,0	198,8	204,8	210,9	217,2	223,8	230,5	237,4
Internet	177,8	188,4	201,2	214,8	229,4	239,9	249,9	259,1	267,6	276,3	285,3
Radio	116,0	111,1	113,2	115,2	117,0	118,6	120,1	121,7	123,1	124,4	125,9
Druk	71,5	31,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dynamika [%]											
Przychody ogółem	-2,1%	4,9%	3,7%	5,7%	4,9%	3,8%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%
Film i książka	0,7%	20,5%	10,4%	9,0%	7,1%	5,4%	4,4%	4,0%	3,8%	3,5%	3,3%
Prasa	-9,1%	-1,4%	1,0%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Reklama zewn.	5,4%	5,1%	3,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Internet	5,5%	6,0%	6,8%	6,8%	6,8%	4,6%	4,1%	3,7%	3,3%	3,3%	3,3%
Radio	1,8%	-4,2%	1,9%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Druk	-29,7%	-56,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że grupa w kolejnych latach będzie stopniowo zwiększać poziom wypłaty dywidendy, o ile nie będą przeprowadzane kolejne akwizycje.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 1,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. ok. 460 mln PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- W pozycji dot. inwestycji kapitałowych wykazujemy środki wydane na zakup 40% udziałów w Radio Zet. Uwzględniamy również prognozowane przez nas przepływy z działalności podmiotu przypisane do Agory.
- W wycenie nie uwzględniamy ewentualnych wpływów ze sprzedaży aktywów segmentu Druk. Spółka posiada 3 drukarnie (grupa zamierza wygasić działalność w Tychach i Pile), a ich wartość bilansowa na koniec 1Q'19 wynosiła łącznie ok. 77 mln PLN.
- Do obliczeń przyjęliśmy 46,6 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 01.07.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Agora na poziomie 672 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 14,4 PLN.

Model DCF

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Przychody ogółem [mln PLN]	1 197,4	1 241,4	1 311,9	1 376,0	1 428,2	1 475,0	1 520,3	1 564,1	1 607,6	1 650,9
EBIT [mln PLN]	37,8	61,4	71,7	82,7	88,5	93,7	97,8	101,0	103,7	106,1
Stopa podatkowa	20,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,9	11,7	13,6	15,7	16,8	17,8	18,6	19,2	19,7	20,2
NOPLAT [mln PLN]	30,0	49,7	58,1	66,9	71,7	75,9	79,2	81,8	84,0	85,9
Amortyzacja [mln PLN]	142,6	139,2	141,3	143,3	145,3	146,9	148,6	150,2	151,8	153,3
- w tym prawo do użytku budynku	64,3	61,3	62,2	63,2	64,0	64,7	65,2	65,5	65,7	65,8
CAPEX [mln PLN]	-157,9	-154,7	-154,1	-152,9	-151,2	-150,7	-151,2	-151,5	-151,8	-152,8
- w tym opłaty leasingowe	-68,1	-69,1	-70,2	-70,4	-69,8	-68,8	-67,9	-66,9	-66,0	-65,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,5	-1,1	-1,8	-1,7	-1,4	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-132,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy Radio ZET [mln PLN]*	9,2	9,3	9,5	9,6	9,7	9,9	10,0	10,1	10,2	10,3
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-109,7	42,4	52,9	65,3	74,1	80,8	85,4	89,4	93,0	95,5
DFCF [mln PLN]	-105,9	38,1	44,3	51,0	53,9	54,7	53,7	52,3	50,5	48,2
Suma DFCF [mln PLN]	340,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 563,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	789,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 129,9									
Dług netto [mln PLN]**	437,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	21,1									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	671,6									
Ilość akcji [mln]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	14,4									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,5%

Przychody zmiana r/r	4,9%	3,7%	5,7%	4,9%	3,8%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%
EBIT zmiana r/r	4224,4%	62,3%	16,7%	15,3%	7,0%	5,9%	4,4%	3,3%	2,7%	2,2%
FCF zmiana r/r	-	-	24,7%	23,5%	13,5%	9,0%	5,7%	4,7%	4,1%	2,7%
Marża EBITDA	15,1%	16,2%	16,2%	16,4%	16,4%	16,3%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%
Marża EBIT	3,2%	4,9%	5,5%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%
Marża NOPLAT	11,9%	11,2%	10,8%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%
CAPEX / Przychody	13,2%	12,5%	11,7%	11,1%	10,6%	10,2%	9,9%	9,7%	9,4%	9,3%
CAPEX / Amortyzacja	110,8%	111,2%	109,1%	106,7%	104,1%	102,6%	101,8%	100,9%	100,0%	99,7%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *liczone wg formuły: NOPAT (19% TAX) + Amortyzacja – CAPEX; **dług netto wg MSSF 16

Kalkulacja WACC

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	61,7%	62,3%	63,3%	64,3%	65,3%	66,4%	67,5%	68,6%	69,7%	70,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	38,3%	37,7%	36,7%	35,7%	34,7%	33,6%	32,5%	31,4%	30,3%	29,2%
WACC	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
beta	0,7	12,6	13,7	15,0	16,5	18,2	20,3	22,9	26,0	30,1
	0,8	11,4	12,4	13,5	14,8	16,3	18,1	20,3	22,9	26,2
	0,9	10,3	11,1	12,1	13,3	14,6	16,1	18,0	20,2	22,9
	1,0	9,2	10,0	10,9	11,9	13,1	14,4	16,0	17,9	20,2
	1,1	8,3	9,0	9,8	10,7	11,7	12,9	14,3	15,9	17,8
	1,2	7,4	8,1	8,8	9,6	10,5	11,5	12,7	14,1	15,8
	1,3	6,6	7,2	7,8	8,5	9,3	10,3	11,3	12,5	14,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
premia za ryzyko	3,00%	14,0	15,2	16,7	18,4	20,4	22,9	25,9	29,8	34,8
	4,00%	11,4	12,4	13,5	14,8	16,3	18,1	20,3	22,9	26,2
	5,00%	9,2	10,0	10,9	11,9	13,1	14,4	16,0	17,9	20,2
	6,00%	7,4	8,1	8,8	9,6	10,5	11,5	12,7	14,1	15,8
	7,00%	5,9	6,4	7,0	7,6	8,3	9,1	10,1	11,1	12,4
	8,00%	4,5	4,9	5,4	5,9	6,5	7,2	7,9	8,7	9,7
	9,00%	3,3	3,7	4,1	4,5	5,0	5,5	6,1	6,8	7,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	26,7	25,3	24,0	22,9	21,8	20,9	20,0	19,1	18,4
	4,00%	21,8	20,4	19,2	18,1	17,1	16,2	15,4	14,6	13,9
	5,00%	17,9	16,6	15,4	14,4	13,5	12,7	11,9	11,3	10,6
	6,00%	14,8	13,5	12,4	11,5	10,7	9,9	9,3	8,7	8,1
	7,00%	12,1	11,0	10,0	9,1	8,4	7,7	7,1	6,6	6,1
	8,00%	9,9	8,8	8,0	7,2	6,5	5,9	5,4	4,9	4,5
	9,00%	8,0	7,0	6,2	5,5	4,9	4,4	3,9	3,5	3,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analiza porównawcza Agory została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych podmiotów z poszczególnych obszarów działalności grupy. W wycenie uwzględniliśmy wskaźnik EV/EBITDA. Obliczyliśmy EV segmentów, a następnie sumę wartości skorygowaliśmy o prognozowany dług netto na koniec danego roku. Końcowa wartość 1 akcji wynikająca z metody porównawczej wynosi **19,8 PLN/walor**.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	2019P	2020P	2021P
EV Kino [mln PLN]	904,0	904,2	890,9
EV Reklama zewnętrzna [mln PLN]	491,0	460,3	428,2
EV Internet [mln PLN]	364,7	315,4	323,2
EV Radio [mln PLN]	159,5	156,0	154,3
EV Prasa [mln PLN]	78,8	78,3	74,3
EV Radio Zet [mln PLN]	91,9	90,0	89,2
EV Druk [mln PLN]	0,0	0,0	0,0
Korekty konsolidacyjne	-527,3	-489,0	-432,1
SUMA [mln PLN]	1 562,5	1 515,2	1 527,9
Dług netto EoP [mln PLN]	603,3	616,1	621,7
Wycena spółki [mln PLN]	959,2	899,1	906,2
Wartość na 1 akcję [PLN]	20,6	19,3	19,5
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa [PLN]		19,8	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu Kino

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Cineworld	5,9	5,5	5,1
Kinepolis	11,4	10,7	9,7
Cinemark	7,0	6,8	6,3
AMC	7,6	7,0	6,5
Mediana	7,3	6,9	6,4
EBITDA segmentu	123,6	131,3	138,8
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	904,0	904,2	890,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu Reklama zewnętrzna

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
JC Decaux	9,4	8,5	7,7
Stroeer	8,3	7,6	7,0
Mediana	8,9	8,0	7,3
EBITDA segmentu	55,3	57,2	58,5
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	491,0	460,3	428,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu Internet

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
WP	10,3	9,4	8,4
Yandex	13,7	9,6	6,7
Google	11,3	9,4	7,8
Facebook	13,5	10,7	8,4
Mediana	12,4	9,5	8,1
EBITDA segmentu	29,5	33,1	40,0
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	364,7	315,4	323,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu Prasa

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Axel Springer	10,8	10,7	9,6
DMGT	9,5	9,5	9,0
Schibsted	13,9	11,3	9,4
Sanoma	5,7	5,3	4,9
Mediana	10,2	10,1	9,2
EBITDA segmentu	7,8	7,8	8,0
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	78,8	78,3	74,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV segmentu Radio

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Lagardere	7,0	6,8	6,6
Mediana	7,0	6,8	6,6
EBITDA segmentu	22,7	23,1	23,4
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	159,5	156,0	154,3

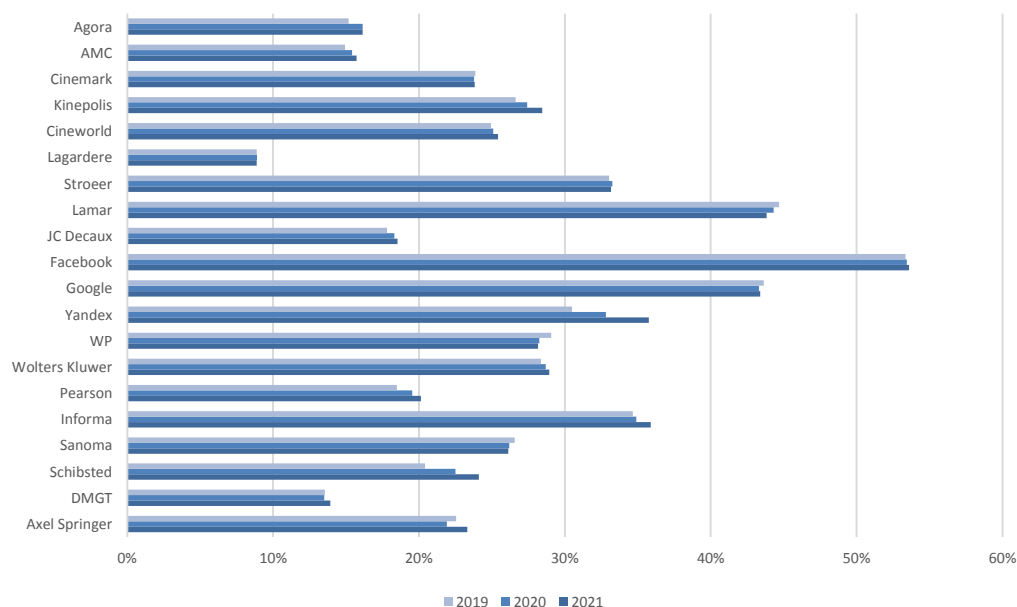
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena EV Radio Zet

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Lagardere	7,0	6,8	6,6
Mediana	7,0	6,8	6,6
EBITDA segmentu	13,1	13,3	13,5
EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]	91,9	90,0	89,2

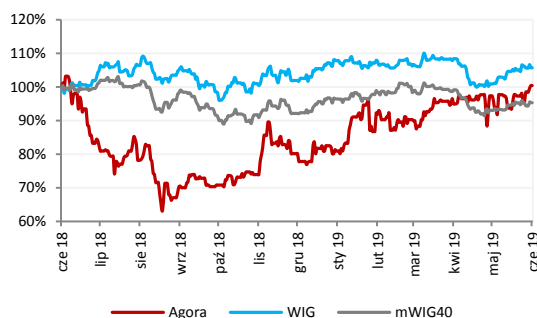
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie marż EBITDA w latach 2019-21



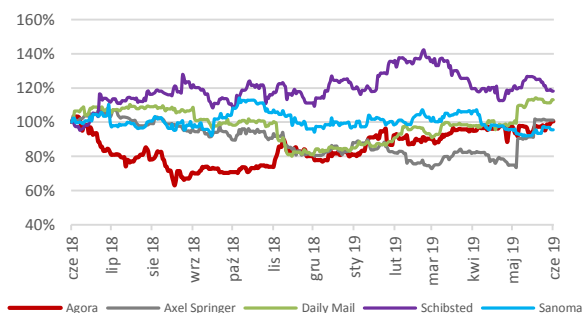
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i mWIG40



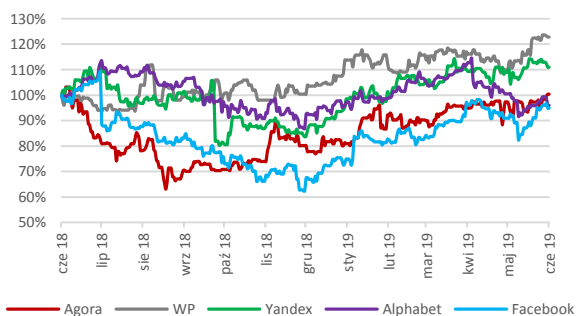
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Prasa



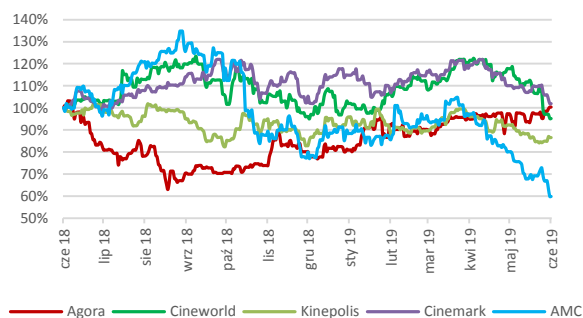
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Rekl.internetowa



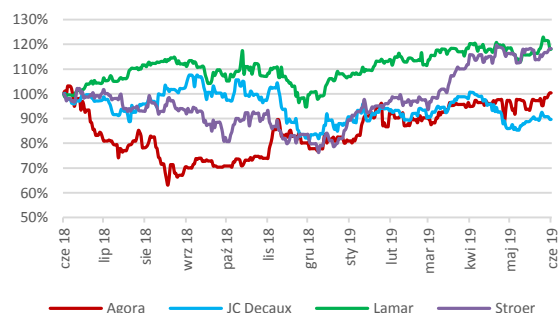
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Kino



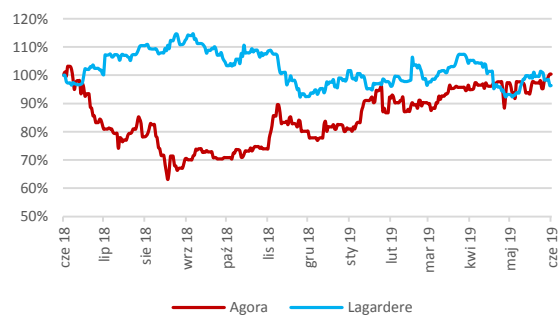
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Rekl.zewnętrzna



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Radio



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne**
Obszar, w którym działa Agora, jest bardzo mocno powiązany ze wzrostem gospodarczym i sytuacją makroekonomiczną kraju. Ewentualne spowolnienie gospodarki może negatywnie przekładać się na klientów grupy, zarówno po stronie podmiotów nabywających powierzchnie reklamowe (obniżenie budżetów marketingowych), jak i klientów spółki (np. poprzez spadek siły nabywczej klientów kin).
- **Konkurencja na rynku reklamy**
Rynek reklamy cechuje się wysoką konkurencyjnością. Grupa jest zmuszona rywalizować o klientów z innymi portalami internetowymi (jak np. WP, Onet czy Interia), ale także z podmiotami oferującymi różne usługi internetowe (należy tu wskazać przede wszystkim Google i Facebook, które znajdują się w TOP3 liczby realnych użytkowników). Konkurentami są również podmioty, które funkcjonują w innych obszarach rynku reklamowego (np. radio, prasa, OOH).
- **Koncentracja wyników grupy w segmencie Kino**
Najważniejszym segmentem dla wyników Agory jest obecnie obszar Film i Książka (ze zdecydowanym wskazaniem na działalność kinową). Obszar odpowiadał w '18 za ok. 37% przychodów grupy oraz za ponad 60% skonsolidowanej EBITDA. Dostrzegamy ryzyko, że w przypadku spowolnienia w tym obszarze (np. w wyniku działań konkurencji, słabszego box-office, czynników sezonowych, słabszego makro), może to mieć duże przełożenie na spowolnienie/pogorszenie rezultatów całej spółki.
- **Zmiany regulacji prawnych (RODO, Ust. Radiofonii i Telewizji, ACTA 2)**
Wśród głównych aktów prawnych, których musi przestrzegać Agora, należy wymienić ogólne rozporządzenie o ochronie danych osobowych (RODO), które weszło w życie w dn. 25 maja 2018 roku i dotyczy przede wszystkim przetwarzania danych osobowych, które są wykorzystywane np. w reklamie targetowanej czy e-mailingu reklamowego. Drugim istotnym aktem jest Ustawa o Radiofonii i Telewizji, która reguluje treść audycji oraz treści i czas nadawania reklam. Zwracamy także uwagę na dyrektywę ACTA 2, która została przegłosowana w PE pod koniec marca '19 i ma być wprowadzona w ciągu 2 lat (akt dotyczy udostępniania kontentu objętego prawami autorskimi i wprowadza m.in. obowiązek podpisania licencji z właścicielami praw na treści chronione prawem autorskim, a także uprzedniego filtrowania treści m.in. przez Facebook czy Youtube, które mogłyby być uznane jako akt piractwa).
- **Ryzyko nieudanych akwizycji**
W opublikowanej w ubiegłym roku strategii grupa wskazała, że zamierza wydać na akwizycje max. 500 mln PLN (największym dotychczasowym zakupem z tej puli było nabycie 40% udziałów w Radio Zet w 1Q'19). Niesie to ze sobą ryzyko, że część nabywanych podmiotów może obciążać wyniki finansowe i bilans Agory w pewnym okresie czasu.
- **Erozja na rynku prasy**
Segment prasy w ostatnim czasie systematycznie zmniejsza udziały w przychodach grupy (w '18 niecałe 19%), co wynika przede wszystkim z globalnego trendu spadku sprzedaży egzemplarzowej i następującym za tym ograniczaniem wydatków reklamowych w tym obszarze. Odpowiedzią Agory na te tendencje jest prowadzona cyfryzacja oraz monetyzacja treści w serwisach związanych z Gazetą Wyborczą. Problemem, który w ubiegłym roku dotknął segmentu, były także problemy finansowe Ruch S.A., czyli podmiotu, który obsługiwał 30% rynku, co wymusiło na Agorze dokonanie kilkunastomilionowych odpisów w '18.
- **Utrata koncesji**
Spółka posiada koncesję na działalność radiową, która ściśle określa zakres i formę prowadzonych audycji. Istnieje zatem ryzyko, że KRRiT odbierze Agorze koncesję w przypadku rażącego naruszenia Ustawy o Radiofonii i Telewizji lub warunków przyznanej licencji.

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Agora jest jedną z największych grup medialnych w kraju, która działa w obszarze prasy i radio (m.in. Tok FM i Złote Przeboje). W jego obszarze funkcjonują również spółki z segmentów kino (poprzez sieć Helios oraz Next Film, który zajmuje się dystrybucją filmową), reklama zewnętrzna (AMS) oraz druk. Grupa prowadzi także kilkadziesiąt portali internetowych, takich jak Gazeta.pl, Sport.pl, Tokfm i Blox.pl oraz rozwija obszar reklamy programmatic (poprzez Yieldbird). Historia spółki sięga roku 1989, kiedy powstała „Gazeta Wyborcza”. Spółka jest notowana na GPW od 1999 roku.

Głównym akcjonariuszem grupy jest Agora-Holding, który ma 11,6% udziałów w kapitale zakładowym oraz 35,4% głosów na WZA spółki. W akcjonariacie jest także Media Development Investment Fund, który dysponuje 11,5% udziałów. Z podmiotów instytucjonalnych ok. 16% akcji posiada PTE PZU, a kolejne 9,6% ma NN OFE. W wolnym obrocie znajduje się 51% walorów.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji [mln szt.]	%kap.podst.	Liczba głosów [mln szt.]	%głosów
Agora-Holding	5,4	11,6%	22,5	35,4%
PTE PZU	7,6	16,3%	7,6	11,9%
MDIF	5,4	11,5%	5,4	8,4%
NN OFE	4,5	9,6%	4,5	7,1%
Pozostali	23,7	51,0%	23,7	37,3%
RAZEM	46,6	100,0%	63,7	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

DZIAŁALNOŚĆ FILMOWA I WYDAWNICZA

Spółka jest właścicielem sieci kin Helios od 2010 roku. Obecnie sieć posiada 47 obiektów, które dysponują 269 ekranami i ponad 52 tys. miejsc dla widzów. Głównym obszarem działalności są miasta średniej wielkości oraz duże aglomeracje miejskie (m.in. Warszawa, Trójmiasto, Łódź). Grupa podaje, że większość kin zostało otwartych w latach 2005-08 i są one wyposażone min. w technologię DOLBY 3D.

W ramach segmentu funkcjonuje także spółka Next Film, która zajmuje się produkcją filmową oraz dystrybucją polskich produkcji. Do tej pory podmiot wprowadził na ekrany film prawie 30 tytułów, w tym wszystkie filmy, w które zaangażowana była Agora.

Poza działalnością filmową, dywizja prowadzi też działalność wydawniczą, która opiera się na wydawaniu książek (w tym audiobooków; m.in. poprzez działającą od '12 księgarnię internetową publico.pl), ale również produkcją i dystrybucją muzyki i filmów na nośnikach DVD i BluRay.

Historyczne wyniki segmentu Film i Książka

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	98,4	70,7	83,4	111,5	126,9	78,9	87,7	122,7	115,1	67,7	95,3	141,0	158,0		364,0	416,2	419,1
sprzedaż biletów do kina	58,0	31,2	44,7	61,2	64,6	43,5	47,7	66,6	66,3	35,0	55,1	80,2	76,8		195,1	222,4	236,6
sprzedaż barowa	19,6	12,8	17,6	22,3	22,2	17,5	18,7	24,7	24,0	13,8	21,1	31,3	30,9		72,3	83,1	90,2
sprzedaż reklam w kinach	7,1	5,3	7,2	10,6	8,5	5,6	9,3	11,7	6,3	5,7	7,8	10,4	6,9		30,2	35,1	30,2
działalność filmowa	1,9	1,7	1,6	3,3	20,1	1,4	2,0	4,6	5,4	1,7	1,7	3,2	28,3		8,5	28,1	12,0
działalność wydawnicza	8,6	16,6	9,5	10,9	8,5	8,3	7,5	12,2	10,7	9,6	7,7	12,7	11,9		45,6	36,5	40,7
pozostałe	3,2	3,1	2,8	3,2	3,0	2,6	2,5	2,9	2,4	1,9	1,9	3,2	3,2		12,3	11,0	9,4
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45,0		-	-	-
EBITDA MSR 17	23,9	1,4	12,6	18,7	28,6	5,9	10,6	18,5	24,3	-2,9	14,8	27,1	31,3		56,6	63,6	63,3
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28%		-	-	-
marża EBITDA MSR 17	24%	2%	15%	17%	23%	7%	12%	15%	21%	-	16%	19%	20%		16%	15%	15%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 obowiązuje od 1Q'19

SEGMENTY PRASA I DRUK

W obszarze prasy spółka zajmuje się wydawaniem m.in. Gazety Wyborczej, w tym również jej cyfrowej formy (18 czerwca Agora podała, że liczba cyfrowych prenumerat przekroczyła 190 tys. szt.). Dodatkowo grupa jest wydawcą czasopism i związanych z nimi serwisów internetowych, wśród których należy wymienić m.in. Avanti (pismo shoppingowe), Logo (miesięcznik dla mężczyzn o charakterze lifestyle'owym) czy Kuchnia.

Historyczne wyniki segmentu Prasa

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	61,9	73,8	63,7	68,5	52,6	62,8	55,2	61,9	49,7	54,7	51,5	58,2	46,4		267,9	232,5	214,1
Sprzedaż wydawnictw	30,9	31,7	30,4	29,8	28,0	29,5	27,7	27,1	26,8	25,5	25,7	28,8	27,3		122,8	112,3	106,8
Gazeta Wyborcza	25,9	25,8	24,8	25,6	23,1	24,3	22,7	22,8	22,8	21,8	21,8	25,9	24,4		102,1	92,9	92,3
czasopisma	3,8	4,0	3,6	2,9	3,1	2,8	2,9	2,5	2,2	1,8	2,0	1,1	2,9		14,3	11,3	7,1
pozostałe	1,2	1,9	2,0	1,3	1,8	2,4	2,1	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	0,0		6,4	8,1	7,4
Sprzedaż reklam	29,9	39,8	31,3	37,0	23,7	32,2	26,0	33,7	22,0	27,8	23,8	28,1	18,1		138,0	115,6	101,7
Gazeta Wyborcza	17,5	23,7	17,9	23,3	14,7	24,8	19,8	19,4	12,8	22,1	19,3	22,5	14,8		82,4	78,7	76,7
czasopisma	5,1	6,6	5,7	7,2	4,2	5,9	5,2	6,3	3,7	4,3	3,5	4,0	3,2		24,6	21,6	15,5
pozostałe	7,3	9,5	7,7	6,5	4,8	1,5	1,0	8,0	5,5	1,4	1,0	1,6	0,1		31,0	15,3	9,5
Pozostałe	1,1	2,3	2,0	1,7	0,9	1,1	1,5	1,1	0,9	1,4	2,0	1,3	1,0		7,1	4,6	5,6
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,8		-	-	-
EBITDA MSR 17	-2,3	3,3	-0,5	-1,4	-2,0	4,3	2,4	-7,7	-4,3	-16,1	-0,5	-1,7	-1,8		-0,9	-3,0	-22,6
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-
marża EBITDA MSR 17	-	4%	-	-	-	7%	4%	-	-	-	-	-	-		-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 obowiązuje od 1Q'19

Grupa była także właścicielem trzech rolowych drukarni offsetowych, które były zlokalizowane w Warszawie, Tychach i Pile. Obiekty realizowały zlecenia zarówno ze strony tytułów prasowych spółki, jak i od klientów zewnętrznych.

Historyczne wyniki segmentu Druk

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	39,0	41,6	37,9	37,0	29,7	32,9	20,4	18,0	17,4	18,7	18,4	17,0	15,8		155,5	101,0	71,5
usługi poligraficzne	37,0	39,6	36,0	35,1	28,0	30,9	18,4	16,7	15,6	16,5	16,4	15,2	14,3		147,7	94,0	63,7
pozostałe	2,0	2,0	1,9	1,9	1,7	2,0	2,0	1,3	1,8	2,2	2,0	1,8	1,5		7,8	7,0	7,8
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,6		-	-	-
EBITDA MSR 17	4,9	3,8	3,6	2,8	2,9	4,2	1,3	-51,8	0,2	1,4	-0,8	-1,4	-6,6		15,1	-43,4	-0,6
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-	-	-
marża EBITDA MSR 17	13%	9%	9%	8%	10%	13%	6%	-	1%	7%	-	-	-		10%	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 obowiązuje od 1Q'19

SEGMENT REKLAMA ZEWNĘTRZNA

W strukturach grupy funkcjonuje AMS, który jest jednym z liderów rynku reklamy OOH. Podmiot dysponuje systemami nośników premium (citylight, backlight), cityscroll, billboardami czy city transport (reklama na autobusach i tramwajach). Obecnie oferuje klientom ponad 23 tys. powierzchni reklamowych, zlokalizowanych przede wszystkim we wszystkich największych aglomeracjach miejskich w Polsce.. Dodatkowo AMS jest liderem w segmencie mebli miejskich w kraju i wyposażył już ponad 30 miast, m.in. we wiaty przystankowe. Według danych za 1Q'19 podmiot miał 36% udział w rynku wydatków na reklamę zewnętrzną.

Historyczne wyniki segmentu Reklama zewnętrzna

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	35,7	45,7	38,2	48,4	35,3	45,2	34,2	48,3	35,9	47,3	37,3	51,4	35,9		168,0	163,0	171,9
sprzedaż reklam	35,0	54,1	37,7	47,8	34,7	44,5	33,8	47,8	35,9	46,9	36,9	50,9	35,1		174,6	160,8	170,6
pozostałe	0,7	-8,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,0	0,4	0,4	0,5	0,8		-6,6	2,2	1,3
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,1		-	-	-
EBITDA MSR 17	7,4	14,6	8,0	10,8	10,0	16,3	6,0	13,8	8,3	15,7	7,0	15,7	5,9		40,8	46,1	46,7
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23%		-	-	-
marża EBITDA MSR 17	21%	32%	21%	22%	28%	36%	18%	29%	23%	33%	19%	31%	16%		24%	28%	27%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 obowiązuje od 1Q'19

SEGMENT RADIO

Spółka posiada koncesje na prowadzenie lokalnych stacji radiowych takich jak Złote Przeboje, Radio Pogoda i Rock Radio oraz koncesję ponadregionalną dla Radio TOK FM. Oferta segmentu jest także skierowana dla internautów poprzez portale Tokfm.pl i Tuba.FM. W 1Q'19 grupa nabyła także 40% udziałów w Radio za 131 mln PLN (pozostałe 60% nabyło SFS Ventures; Agora ma opcje zakupu pozostałych 60% do czerwca '20).

Historyczne wyniki segmentu Radio

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	25,4	29,6	21,2	37,2	25,8	27,9	24,2	36,1	26,0	29,2	22,7	38,1	22,1		113,4	114,0	116,0
sprzedaż reklam	21,9	25,1	18,5	29,6	21,0	23,9	20,9	28,3	21,8	25,1	19,0	29,7	17,7		95,1	94,1	95,6
pozostałe	3,5	4,5	2,7	7,6	4,8	4,0	3,3	7,8	4,2	4,1	3,7	8,4	4,4		18,3	19,9	20,4
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8		-	-	-
EBITDA MSR 17	2,5	6,0	-1,2	8,6	1,2	5,6	3,5	9,8	3,3	6,8	2,8	8,4	2,1		15,9	20,1	21,3
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13%		-	-	-
marża EBITDA MSR 17	10%	20%	-	23%	5%	20%	14%	27%	13%	23%	12%	22%	10%		14%	18%	18%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 obowiązuje od 1Q'19

W dn. 20 lutego grupa nabyła od Czech Media Invest 40% udziałów w Eurozet (60% zostało zakupione przez SFS Ventures, w którym udziałowcem mniejszościowym jest MDIF; w gronie zainteresowanych byli także Zbigniew Jakubas oraz Fratria), która jest właścicielem Radio Zet. Wartość transakcji przypadająca na Agorę wyniosła 130,7 mln PLN. Jako akcjonariusz mniejszościowy podmiot nie ma wpływu na działalność operacyjną, ani na strategię programową rozgłośni (która jest ściśle określona przez koncesję uzyskaną od KRRiTv). Holding posiada opcję call, która uprawnia grupę do nabycia pozostałych udziałów w okresie 12-36 miesięcy od momentu zawarcia transakcji. Spółka zakomunikowała, że transakcja została sfinansowana z kredytu (75 mln PLN) oraz środków własnych. Agora podała w sprawozdaniu za 1Q'19, że 6 marca otrzymała pismo z UOKiK wzywające do przedstawienia informacji i dokumentów w ramach postępowania wyjaśniającego celem wstępnego ustalenia istnienia obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji (wskazano również, że postępowanie to ma charakter wyjaśniający i nie jest prowadzone przeciw spółce).

SEGMENT INTERNET

Agora prowadzi portal gazeta.pl, który jest jednym z największych krajowych portali internetowych (działa w obszarze publicystyki, stylu życia, sportu, rozrywki oraz hobby) oraz platformę GoldenLine.pl. Dodatkowo w ramach obszaru funkcjonują wyszukiwarki ogłoszeń rekrutacyjnych (Komunikaty.pl), z rynku nieruchomości (domiporta) i motoryzacyjnych (autotrader). Grupa jest również właścicielem spółki Yieldbird, której działalność polega na optymalizacji powierzchni reklamowych w modelu programmatic.

Historyczne wyniki segmentu Internet

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	36,3	43,5	38,6	49,5	39,0	42,0	37,4	52,6	40,2	46,5	39,8	51,3	37,6		167,9	171,0	177,8
sprzedaż reklam	28,2	35,7	30,1	41,2	31,3	35,3	30,7	44,9	34,4	41,2	34,6	45,9	32,8		135,2	142,2	156,1
pozostałe	8,1	7,8	8,5	8,3	7,7	6,7	6,7	7,7	5,8	5,3	5,2	5,4	4,8		32,7	28,8	21,7
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8		-	-	-
EBITDA MSR 17	3,1	9,0	6,4	9,4	1,1	7,6	3,6	-11,0	3,8	7,0	5,5	4,6	2,8		27,9	1,3	20,9
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7%		-	-	-
marża EBITDA MSR 17	9%	21%	17%	19%	3%	18%	10%	-	9%	15%	14%	9%	7%		17%	1%	12%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 obowiązuje od 1Q'19

Realni użytkownicy [mln osób]

	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19
Google	26,3	26,6	26,1	25,8	26,9	26,6	25,8	25,8	26,8	26,6
WP	21,2	21,1	20,0	20,2	21,8	20,9	20,9	21,1	22,2	21,8
Facebook	22,7	22,9	22,0	21,6	23,1	21,9	21,1	21,1	22,4	22,0
Onet (RASP)	21,4	21,5	20,5	20,6	21,8	20,8	20,6	20,9	21,1	21,0
Youtube	20,3	20,0	19,5	19,3	21,1	19,9	19,5	19,2	19,9	19,1
Interia	17,9	18,8	18,0	17,9	19,7	19,8	18,3	18,2	19,0	19,0
Allegro	16,0	16,8	15,3	15,6	17,6	17,2	17,4	17,5	18,0	17,8
OLX	15,7	16,4	15,8	15,9	16,8	16,3	16,3	16,6	17,2	17,1
gazeta.pl	17,1	16,3	15,1	15,6	16,8	15,7	16,0	16,5	17,3	17,2
Polska Press	15,3	15,6	14,3	14,7	16,3	15,4	15,9	16,2	17,3	17,6
RAZEM	193,9	196,0	186,6	187,2	201,9	194,5	191,8	193,1	201,2	199,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

Odśłony [mln wejść]

	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19
Google	9,2	8,6	7,4	7,7	8,5	6,6	7,0	5,6	6,5	7,7
WP	3,3	3,2	3,0	3,2	4,1	2,8	2,9	2,7	2,8	2,8
Facebook	5,7	6,0	5,4	4,7	5,1	4,6	3,9	3,1	3,8	4,1
Onet (RASP)	3,3	3,0	2,6	2,7	3,3	2,7	2,6	2,0	2,1	2,1
Youtube	1,3	1,2	1,1	1,1	1,6	1,3	1,0	1,2	0,8	0,9
Interia	1,3	1,3	1,2	1,2	1,4	1,3	1,3	1,2	1,3	1,4
Allegro	1,8	1,6	1,3	1,4	2,1	1,8	1,8	1,8	2,0	2,0
OLX	1,6	0,8	1,2	1,3	1,8	3,3	3,6	3,8	4,3	4,4
gazeta.pl	0,8	1,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
Polska Press	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
RAZEM	28,5	27,7	24,3	24,4	29,2	25,5	25,2	22,5	24,8	26,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

Spędzony czas [mln h]

	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19
Google	345,5	328,0	285,0	270,1	282,0	223,9	223,0	193,0	203,0	218,0
WP	118,6	117,0	104,0	107,7	130,0	124,0	115,0	116,0	120,0	121,0
Facebook	196,6	191,0	186,0	160,2	162,0	153,3	130,0	116,0	122,0	136,0
Onet (RASP)	97,8	94,0	82,0	79,8	95,0	84,0	77,0	71,0	72,0	70,0
Youtube	56,1	51,0	51,0	49,2	62,0	48,2	47,0	53,0	39,0	41,0
Interia	54,8	56,0	50,0	51,4	63,0	60,8	57,0	55,0	58,0	60,0
Allegro	32,0	30,0	24,0	25,7	36,0	30,8	29,0	28,0	31,0	31,0
OLX	29,7	16,0	23,0	25,1	34,0	39,6	43,0	45,0	51,0	49,0
gazeta.pl	16,8	31,0	14,0	13,9	17,0	13,8	14,0	13,0	14,0	14,0
Polska Press	7,3	4,0	3,0	3,3	4,0	3,9	4,0	4,0	4,0	5,0
RAZEM	955,1	918,0	822,0	786,4	885,0	782,3	739,0	694,0	714,0	745,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

STRATEGIA GRUPY NA LATA 2018-22

W czerwcu'18 spółka opublikowała strategię działania na kolejne 5 lat. Docelowo grupa zamierza w '22 generować ponad 1,6 mld PLN przychodów, z czego 1,31-1,36 mld PLN ma pochodzić z bieżących biznesów, oraz zwiększyć EBITDA do ponad 200 mln PLN (wg MSR 17; z obecnej działalności ma pochodzić 155-165 mln PLN). Agora wskazała, że głównymi źródłami wzrostu mają być m.in.:

- Wzrost organiczny i umocnienie pozycji rynkowej kin Helios – grupa planuje zwiększyć liczbę ekranów na koniec '22 do 380 (na koniec '17 był 241) oraz rozszerzyć ofertę sale premium (sale dream);
- Rozwój nośników premium i cyfrowych rozwiązań w obszarze reklamy OOH – spółka upatruje swoich szans w zwiększeniu powierzchni nośników citylight, które mają być zintegrowane z „meblami” miejskimi oraz dużym rozdrobieniu rynku;
- Przyspieszenie rozwoju Yieldbird poprzez rozszerzenie oferty produktów – grupa zakłada przede wszystkim rozszerzenie portfela klientów, który obecnie jest nakierowany na bardzo mały wydawców; docelowo z usług Yieldbird mają również korzystać więksi wydawcy zainteresowani reklamą programmatic, co ma przełożyć się na poprawę marż;
- Rozwój modeli subskrypcyjnych Gazety Wyborczej i TOK FM – spółka zamierza zwiększyć liczbę subskrybentów GW do 327 tys. w '22 (w czerwcu'19 liczby przekroczyła 190 tys. osób) oraz do 30 tys. osób w subskrypcji radiowej; docelowo przychody cyfrowe mają się zrównać z przychodami ze sprzedaży papierowych wydań;
- Wejście w segment gastronomiczny – Agora uruchomiła nowe koncepty takie jak Papa Diego, który zajmuje się kuchnią meksykańską, oraz Van Dog, którego lokale specjalizują się w hot-dogach; celem jest zbudowanie do '22 sieci, która będzie prowadziła kilkadziesiąt restauracji; grupa została również udziałowcem mniejszościowym w sieci burgerowni Pasibus; dodatkowo rozszerzona ma zostać oferta Helios Cafe;
- Pozostałe kierunki - rozwój usług B2B dla e-commerce (w tym narzędzia martech); tworzenie centrów rozrywki i zabaw w galeriach handlowych.

Szacowane przez grupę nakłady w latach 2018-22 wynoszą odpowiednio 430 mln PLN w przypadku już prowadzonych biznesów (ok. 49% ma być wydane w obszarze kin, 18% na AMS), z kolei na nowe inwestycje ma trafić max. 500 mln PLN.

Porównanie założeń strategii spółki z prognozami DM BDM

	2017	...	2022P	zmiana w okresie [%]
Przychody				
Agora	1 166		1310-1360	12/17%
DM BDM	1 166		1 376	18%
odchylenie vs strategia	-		1/5%	
EBITDA				
Agora	119		155-165	30/39%
DM BDM	119		156	31%
odchylenie vs strategia	-		0/-6%	

Źródła: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

KRAJOWY RYNEK REKLAMY

Po słabym '17, rok 2018 przyniósł zdecydowane odbicie na rynku reklamowym. Wartość krajowego rynku zwiększyła się do ok. 8,3 mld PLN, co oznacza wzrost o ok. 6% r/r. Najmocniejszy przyrost odnotowano w przypadku obszaru internetowego (+12% r/r), na kolejnych miejsca znalazły się reklama telewizyjna oraz reklama OOH, które osiągnęły dynamikę rzędu 6%. Ponownie pod kreską znalazły się dzienniki i magazyny. W strukturze rynku zdecydowanie przeważa reklama telewizyjna, która stanowi ok. 49% całości. Drugim największym obszarem jest internet, który ma 28% udział. Udział reszty segmentów nie przekracza 10%.

Według szacunków Zenith Media rynek reklamowy w Polsce wzrośnie ogółem o 5,3%, co oznacza, że będzie wyższe tempo niż w przypadku rynku globalnego (agencja prognozuje +4,7% r/r i zwiększenie wartości do 623 mld USD).

Prognozy rynku reklamy w Polsce na '19 [%]

	Zenith	Agora
RYNEK	5,3%	2,5-4,5%
TV	3,1%	2-4%
Dzienniki	-9,7%	-13/-11%
Internet	12,1%	5-8%
Magazyny	-10,4%	-10/-8%
Radio	3,0%	2-4%
Reklama zewnętrzna	5,2%	2-4%
Kino	3,1%	1-3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith, Agora

W przypadku telewizji oczekiwany jest spadek oglądalności, co ma być po części spowodowane brakiem dużych wydarzeń sportowych (np. Mistrzostw Świata w piłce nożnej). Z drugiej strony wiele stacji telewizyjnych założyło wzrost cenników, co ma offsetować ograniczenie oglądalności. Ubiegłoroczna wysoka baza wydaje się być trudna do przebicia, dlatego też Zenith przyjmuje, że rynek reklamy telewizyjnej zwiększy się o nieco ponad 3% r/r.

Mocnych wzrostów należy spodziewać się w obszarze reklamy online, które są prognozowane na ok. 12% w w porównaniu do '18. Zenith wskazuje, że sprzyjać temu ma m.in. polityka Google, która zakłada przejście na aukcje pierwszej ceny do końca bieżącego roku. Swoje stawki powinni podwyższać również lokalni gracze, których portale cały czas wzbudzają duże zainteresowanie ze strony reklamodawców. Agencja szacuje, że przychody ze stron głównych odpowiadają obecnie za ok. 25% wpływów z reklamy. Cały czas utrzymuje się trend dużych nakładów ponoszonych na rozwój digitalu i związanych z tym technologii.

Rok '18 przyniósł wysoki wzrost wartości rynku reklamy radiowej. W '19 oczekiwany jest dalszy wzrost, jednak w znacznie niższym tempie, które ma wynieść ok. 3%. Głównym powodem jest spodziewane przesunięcie wydatków w stronę obszaru internetu i tv. Cały czas głównymi reklamodawcami są podmioty z branży handlu, m.in. RTV, AGD i dyskonty.

W obszarze reklamy zewnętrznej (OOH) Zenith oczekuje dynamiki powyżej 5%. Agencja wskazuje na wzrost cen, która w przypadku niektórych klientów może jednak nie być akceptowana. Przyspieszenie trendu redukcji budżetów ma być widoczne w reklamie prasowej, gdzie spadek może wynieść ok. 10% r/r. Z niższą dynamiką należy się również liczyć w kinach. Po bardzo mocnym '18, wielu analityków branżowych spodziewa się słabszej frekwencji. Dlatego też wzrost reklamy kinowej w '19 może być bliski 3% (vs 6% w '18).

Krajowy rynek reklamy wg kategorii [mld PLN]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	3,35	3,83	3,41	3,68	3,70	3,49	3,37	3,56	3,72	4,07	3,83	4,07
Dzienniki	1,06	1,06	0,80	0,71	0,62	0,50	0,35	0,29	0,26	0,21	0,18	0,17
Internet	0,62	0,82	0,88	1,08	1,29	1,40	1,51	1,61	1,75	2,35	2,08	2,33
Magazyny	1,09	1,14	0,97	0,91	0,87	0,77	0,67	0,59	0,54	0,50	0,45	0,42
Radio	0,61	0,65	0,54	0,57	0,60	0,58	0,57	0,60	0,65	0,63	0,66	0,69
Reklama zewn.	0,61	0,65	0,61	0,60	0,60	0,56	0,48	0,47	0,49	0,50	0,50	0,53
Kino	0,00	0,00	0,09	0,09	0,09	0,11	0,09	0,09	0,10	0,13	0,12	0,12
Razem	7,33	8,16	7,29	7,65	7,77	7,41	7,04	7,22	7,51	8,40	7,82	8,32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

Struktura wydatków na reklamę wg kategorii [%]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	46%	47%	47%	48%	48%	47%	48%	49%	50%	49%	49%	49%
Dzienniki	14%	13%	11%	9%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%	2%
Internet	8%	10%	12%	14%	17%	19%	21%	22%	23%	28%	27%	28%
Magazyny	15%	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	6%	5%
Radio	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	8%	8%
Reklama zewn.	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%
Kino	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
Razem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

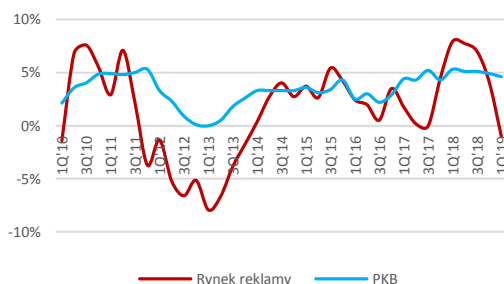
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

Dynamika wydatków na reklamę wg kategorii [%]

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	15%	-11%	8%	1%	-6%	-4%	6%	5%	9%	-6%	6%
Dzienniki	0%	-25%	-11%	-13%	-20%	-29%	-16%	-12%	-19%	-15%	-8%
Internet	31%	8%	23%	19%	9%	8%	6%	9%	34%	-12%	12%
Magazyny	5%	-15%	-5%	-5%	-11%	-14%	-12%	-8%	-7%	-10%	-7%
Radio	7%	-17%	4%	5%	-3%	-2%	6%	7%	-3%	4%	5%
Reklama zewn.	8%	-6%	-2%	-1%	-6%	-14%	-2%	3%	3%	-1%	6%
Kino	-	-	9%	3%	11%	-12%	0%	5%	29%	-6%	3%
Razem	11%	-11%	5%	2%	-5%	-5%	2%	4%	12%	-7%	6%

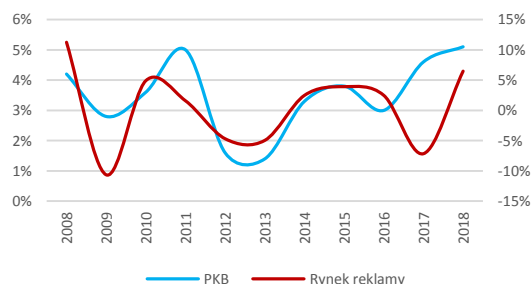
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. kwartalne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

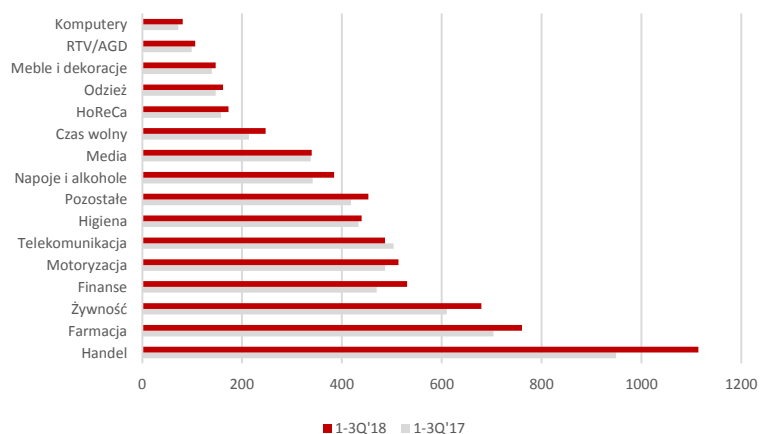
Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. roczne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Według analiz Starcom największy udział w wydatkach reklamowych w Polsce w okresie 1-3Q'18 miała branża handlu, która odpowiadała za 17% całkowitych wydatków. Sektor osiągnął też najwyższą dynamikę (+17% r/r), co można przypisać kampaniom reklamowym sieci Lidl, Euro RTV AGD, Kaufland i Allegro. Ponad 10% udziału posiadają też przedstawiciele farmacji (11%) oraz żywności (10%; gł. Ferrero, Wawel i Mars).

Wydatki branż na reklamę [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom

GLOBALNY RYNEK REKLAMY

Zgodnie z raportem Zenith Advertising Expenditure Forecasts globalny rynek reklamy urośnie w '19 o 4,7%. W perspektywie lat 2020-21 oczekiwane są wzrosty po 4,6%. Głównym „konikiem pociągowym” będzie segment internetu, który w '18 przebił założenia branżowych analityków o 4 p.p. (całorocznie +16% r/r). Do '21 obszar ma rosnąć po 10% rocznie, dzięki czemu wartość rynku reklamy internetowej wzrośnie do prawie 330 mld USD i będzie stanowiła 49% globalnych wydatków. Tak mocne wzrosty można wytłumaczyć rosnącym popytem na reklamę w kanałach online video oraz w social mediach, które w najbliższych latach mają rosnąć po odpowiednio 19% i 14%. Dwucyfrową dynamikę powinien wykazać też format display (13%), z kolei wysokich jednocyfrowych wartości można się spodziewać w obszarze reklamy w wyszukiwarkach i ogłoszeniach.

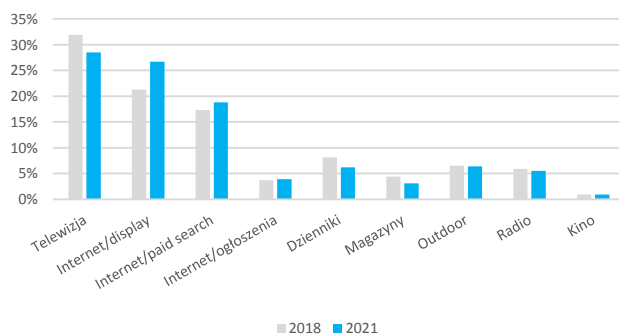
W segmencie tv Zenith prognozuje coroczne wzrosty o 0,7% do 2021 roku. Agencja wskazuje, że pomimo spadków oglądalności na kluczowych rynkach, wydatki na reklamę telewizyjną pozostają cały czas stabilne. Najszybciej rosnącym wolumenowo segmentem wśród kanałów tradycyjnych pozostaje rynek reklamy zewnętrznej. Według prognoz obszar ma zwiększyć swoją wartość w ciągu trzech lat o 4,4 mld USD (tv o 3,7 mld USD). OOH rośnie m.in. dzięki nowym digitalowym ekranom i zakupom programatycznym. Spadków należy się spodziewać w prasie, gdzie w okresie 2018-21 oczekuje się erozji w magazynach o 5 mld USD, a w dziennikach o 6,3 mld USD.

Największe rynki reklamowe na świecie

2018			//	2021		
Lp.	Kraj	Wartość [mld USD]		Lp.	Kraj	Wartość [mld USD]
1	USA	218,0		1	USA	250,0
2	Chiny	85,2		2	Chiny	101,6
3	Japonia	42,5		3	Japonia	44,7
4	Wielka Brytania	25,7		4	Wielka Brytania	28,7
5	Niemcy	23,0		5	Niemcy	24,0
6	Brazylia	15,7		6	Brazylia	18,3
7	Francja	12,6		7	Francja	14,3
8	Korea Południowa	12,6		8	Korea Południowa	14,3
9	Australia	12,5		9	Indie	14,2
10	Kanada	10,8		10	Australia	13,5
RAZEM		458,6		RAZEM		523,6

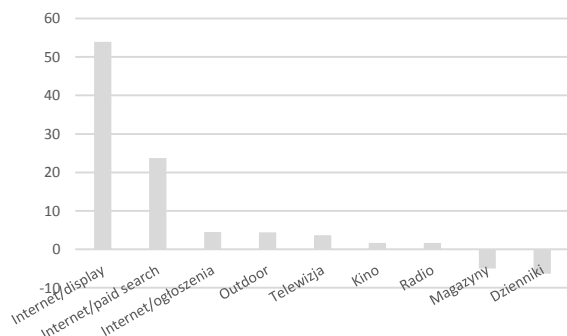
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

Udziałów mediów w wydatkach reklamowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

Udziałów mediów we wzroście wydatków reklamowych [mld USD]



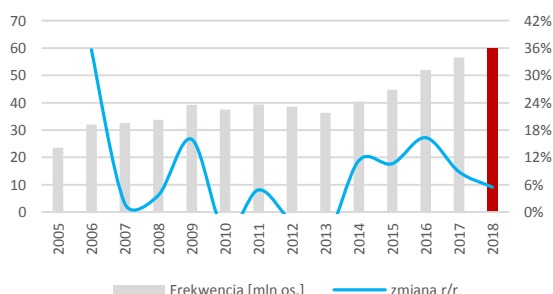
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

RYNEK KINOWY

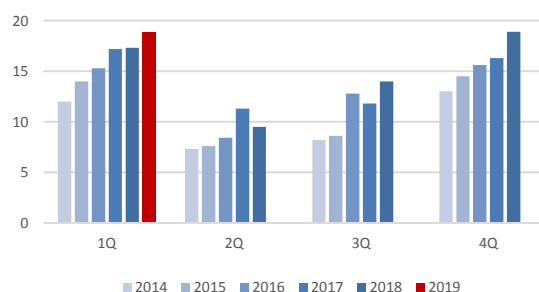
W '18 całkowita frekwencja w kinach wyniosła 59,7 mln widzów (w '17 ok. 56,6 mln), co oznacza że na rodzime produkcje wybrało się 19,8 mln osób. Premierowo wyświetlono 384 filmy, z czego 41 było filmami polskimi. W ubiegłym roku po raz pierwszy od 2000 roku przekroczono rezultat 4 mln sprzedanych biletów na jedną produkcję (rekord przypadł na „Kler” Wojciecha Smarzowskiego, który obejrzało blisko 5,2 mln widzów). Dobrymi rezultatami mogły pochwalić się także „Kobiety mafii” oraz „Planeta Singli 3”. Według analiz PISF coraz większą popularnością cieszą się polskie produkcje. Dane organizacji sugerują, że ok. 1/3 biletów kupionych w '18, zostało nabyte na rodzime filmy.

Okres 1Q'19 rekordowy odczyt pod względem frekwencji w polskich kinach. Liczba widzów ww. kwartale wyniosła 18,8 mln osób, co oznacza wzrost r/r aż o 9,4%. Wśród najpopularniejszych filmów znalazły się takie produkcje jak „Misz masz, czyli kogel mogel” (ok. 2,4 mln widzów), „Planeta Singli 3” (ok. 1,4 mln sprzedanych biletów) oraz „Jak wytresować smoka 3” (ok. 1,2 mln widzów). W gronie potencjalnie najpopularniejszych tytułów, które mają się ukazać od 2Q'19 można wymienić m.in. „Avengers: Endgame”, „Star Wars: Skywalker. Odrodzenie”, „Terminator: Mroczne przeznaczenie” oraz filmy skierowane do dzieci („Król lew”, „Toy Story 4”, „Pokemon. Detektyw Pikachu”).

Frekwencja w latach 2005-18 [mln widzów]



Frekwencja w podziale na kwartały [mln widzów]



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

Top 10 filmów w 1Q'19

Tytuł	Liczba widzów [mln osób]
Misz masz, czyli kogel mogel	2,38
Planeta singli 3	1,43
Jak wytresować smoka 3	1,22
Kobiety mafii 2	1,13
Underdog	0,90
Ralph Demolka w internecie	0,95
Green book	0,83
Kapitan Marvel	0,73
Lego przygoda 2	0,69
O psie, który wrócił do domu	0,68
RAZEM	10,95

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

Według danych Cushman & Wakefield na polskim rynku działa ok. 500 kin, które dysponują łącznie ponad 1,3 tys. sal. Kina wielosalowe stanowią ilościowo za ok. 25% wszystkich placówek, jednak jeśli weźmie się pod uwagę liczbę ekranów, to odpowiadają one za 75% kin. C&W wskazuje, że ok. 80% kin zlokalizowana jest w centrach handlowych oraz że cały czas nasycenie rynku jest znacznie mniejsze niż w krajach Europy Zachodniej.

Głównymi graczami na rynku kinowym są 3operatorzy, tj. Helios, Cinema City i Multikino, którzy skupiają ok. 90% udziału. Ich dynamiczny rozwój jest związany m.in. ze wzrostem liczby galerii handlowych, w których kina są zlokalizowane. C&W odnotowuje, że kina wielosalowe w latach 1998-2002 rozwijały się tylko w najmniejszych aglomeracjach. Wejście do miast liczących poniżej 400 tys. mieszkań nastąpiło dopiero po '02, z kolei wejście na mniejsze rynki (<100 tys. osób; wymusza to uruchamianie mniejszych obiektów) miało miejsce po '11. Według danych za '17 Helios posiadał 35% rynku wg liczby obiektów oraz 25% wg liczby ekranów. Drugie w kolejności Cinema City miało odpowiednio 27% i 39%, a trzecie Multikino 25% i 27%.

Udziały rynkowe głównych sieci kin

	% obiekty	% ekranów
Helios	35%	25%
Cinema City	27%	39%
Multikino	25%	27%
Pozostali	13%	9%
RAZEM	100%	100%

Źródła: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Charakterystyka głównych sieci kin w Polsce

Multikino	Pierwszy operator, który uruchomił w Polsce kino wieloeckranowe (w '98). Od '13 należy do grupy VUE Entertainment. Obecnie sieć jest operatorem 31 kin w 26 miastach i dysponuje łącznie 250 ekranami. Od '17 Multikino jako jedyna sieć w kraju dysponuje w swoich obiektach technologią VR (dostępne w 4 kinach). W ramach podmiotu funkcjonuje też sieć kawiarni Cavablanca Cinema Cafe.
Cinema City	Sieć jest częścią brytyjskiej grupy Cineworld, która jest nr 2 na światowym rynku kinowym. Cineworld działa w Euorpie na 9 rynkach, tj. w Polsce, Wielkiej Brytanii, Izraelu, Czechach, Bułgarii, Rumunii, Słowacji, Irlandii oraz na Węgrzech. Z danych ze strony Cinema City wynika, że sieć prowadzi 222 kina z prawie 2,05 tys. ekranów i obsługuje 90 mln klientów rocznie. W Polsce Cinema City jest operatorem 19 obiektów, które są zlokalizowane w 19 miastach i które obsługują technologie IMAX, SCREENX i 4DX.
Helios	Największa sieć kin pod względem liczby obiektów w Polsce. Obecnie dysponuje 47 kinami, które posiadają 269 ekranów oraz ponad 52 tys. siedzących miejsc.

Źródła: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

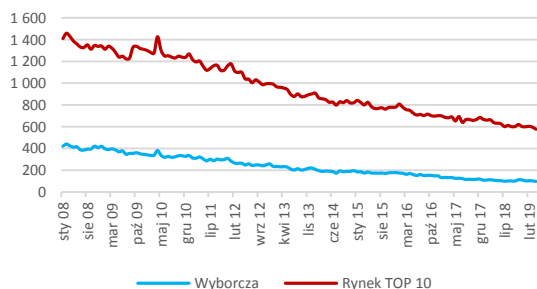
RYNEK PRASY

Krajowy rynek od dłuższego czasu znajduje się pod presją. Widać to przede wszystkim po danych dot. sprzedaży egzemplarzowej dzienników i czasopism w formie drukowanej. Taka tendencja przekłada się na osłabienie pozycji prasy jako potencjalnego medium reklamowego (konsekwentne spadki od 2008 roku).

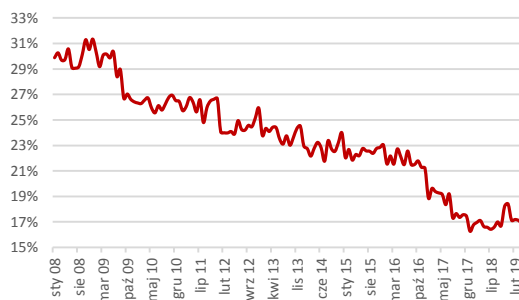
Z danych ZKDP wynika, że sprzedaż wolumenowa dzienników ogólnopolskich spada nieprzerwanie od '10. W '18 odnotowano spadek r/r o ok. 8% do poziomu 7,5 mln szt. (liczone dla 10 największych tytułów), z kolei 1Q'19 przyniósł erozję w wys. 10% r/r. Pod względem udziału rynkowego nr 1 jest Fakt, należący do grupy Ringier Axel Springer (38% sprzedaży wśród 10 najpopularniejszych tytułów), na drugim miejscu jest Super Express (20% rynku w 1Q'19), a na trzecim Gazeta Wyborcza (17%).

Obserwując te tendencje spółka dokonuje przeglądu portfela tytułów prasowych, co było widać po zamknięciu w '18 czterech tytułów tj. Ładny Dom, Cztery Kąty, Dziecko i Niezbędnik ogrodnika. Sprzedała również prawo do wydawania „Świata motocykli”. Drugim kierunkiem, w którym chce podążać Agora jest zwiększenie liczby płatnych prenumerat cyfrowych Gazety Wyborczej (w '18 ponad 170 tys. szt.).

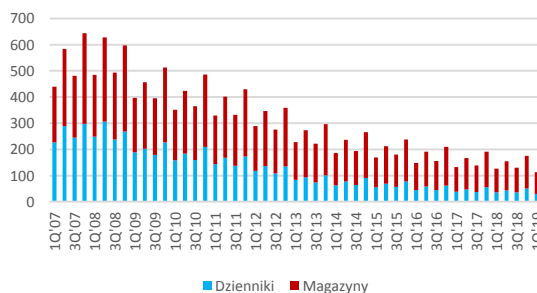
Sprzedaż wolumenowa dzienników ogólnopol. – uj.miesięczne[tys. szt.]



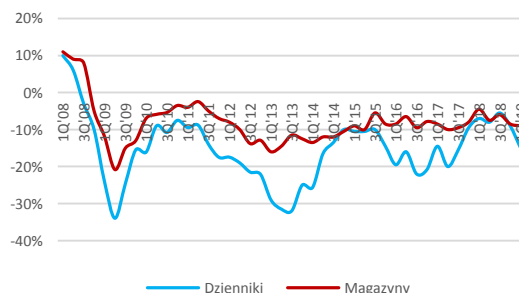
Udział Gazety Wyborczej w sprzedaży dzienników [%]



Rynek reklamy w prasie [mln PLN]



Dynamika wydatków na reklamę w prasie [%]



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

RYNEK RADIOWY

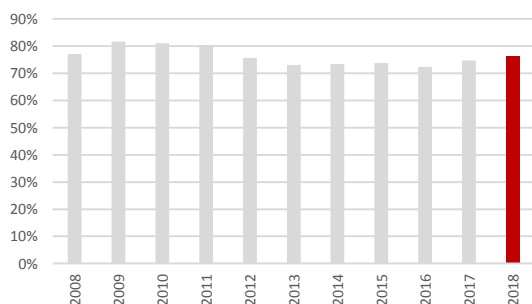
Według danych KRRiTv radio w '18 słuchało średnio dziennie 76,4% mieszkańców Polski w wieku 15-75 lat. Oznacza to wzrost o 1,7 p.p. r/r i równocześnie była to najwyższa wartość od 7 lat. Nieco mniejszy udział prezentują wyniki badań RadioTrack, z których wynika że słuchalność zwiększyła się r/r o 0,9 p.p. do 72,4%. Średniodziennie słuchacze poświęcali 4h 32 min na słuchania radio, co wg analizy KRRiTv jest niezmiennie od długiego czasu, podobnie jak dzienny rozkład słuchalności (najwięcej osób słucha w godz. 8-12).

KRRiTv podaje w raporcie dot. rynku radiowego w '18, że krajowy rynek radiofoniczny był podzielony pomiędzy radio publiczne (programy Polskiego Radia S.A.), 4 komercyjne grupy kapitałowe oraz pozostałe programy lokalne. Wśród podmiotów komercyjnych wyróżnia się:

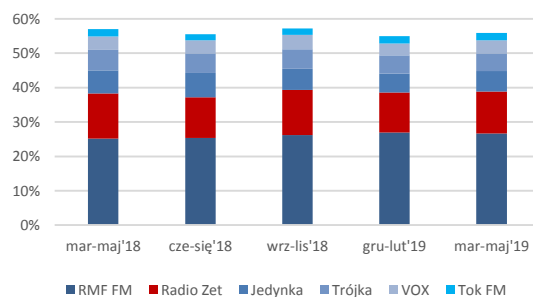
- Grupa RMF FM – w jego skład wchodzi ogólnopolski program RMF FM, ponadregionalny RMF Classic, sieć RMF MAXXX oraz 4 inne programy lokalne.
- Grupa Time – należą do niej m.in. Eska, Wawa, Radio VOX FM, Eska Rock.
- Grupa Agora – składowymi są ponadregionalne TOK FM, Rock Radio, Złote Przeboje i Radio Pogoda.
- Eurozet – znajdują się tu m.in. Radio ZET, ponadregionalne Antyradio, programy lokalne tj. Meloradio i Chilli ZET oraz część programów sieci Plus. Od 1Q'19 40% udziałów w grupie Eurozet ma Agora.

Według szacunków KRRiTv największy udział w czasie słuchania w '18 miało RMF FM, które osiągnęło 25,8%. Na drugim miejscu znalazło się Radio Zet z 12,4% udziałów, a na trzecim Program 1 PR, który miał 6,8% rynku. TOK FM należące do Agory odnotowało wynik na poziomie 2,0%. Świeższe dane przedstawia Kantar, według którego w okresie marzec-maj'19 udział w słuchalności ww. podmiotów wynosił odpowiednio 26,7/12,2/5,9/2,1%.

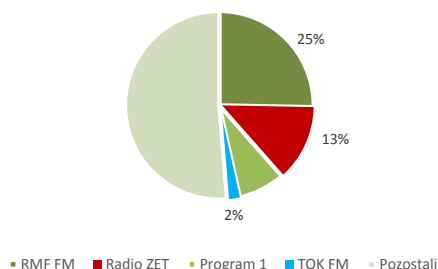
Odsetek radiosłuchaczy w Polsce [%]



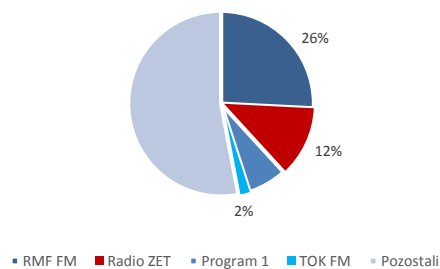
Udział w czasie słuchania [%]



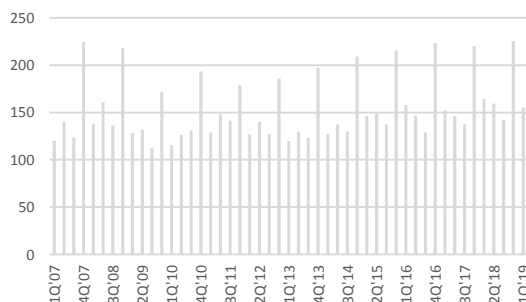
Udział w czasie słuchania 2017 [%]



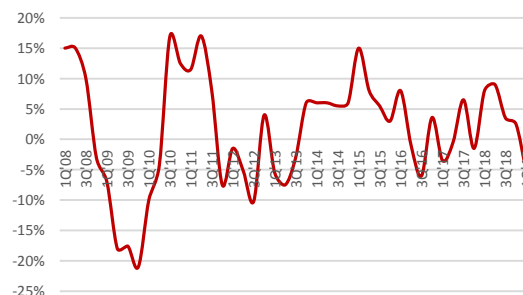
Udział w czasie słuchania 2018 [%]



Rynek reklamy w radio [mln PLN]



Dynamika wydatków na reklamę w radio [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, KRRiTv, Kantar Polska

WYNIKI HISTORYCZNE

Początek roku w wykonaniu Agory przyniósł wzrost przychodów o niemal 11% r/r, co w dużej mierze można przypisać bardzo dobrym rezultatom w obszarze Film i Książka (m.in. zwiększenie liczby sprzedanych biletów, wzrost sprzedaży barowej oraz działalności filmowej). Wynik netto ze sprzedaży wzrósł do 0,6 mln PLN (wg MSR 17; wg MSSF 16 do 1,9 mln PLN). Raportowana EBITDA spółki była bliska 18,3 mln PLN (wg MSSF 16 prawie 38 mln PLN), jednak należy zwrócić uwagę na zdarzenia jednorazowe, które miały miejsce w omawianych okresach (w 1Q'18 wykazano ok. 14 mln PLN zysku ze sprzedaży nieruchomości w Gdańsku i Warszawie; w 1Q'19 grupa odnotowała ok. 5 mln PLN kosztów restrukturyzacji w segmencie Druk). Strata netto była bliska 3,4 mln PLN (wg MSR 17 ok. -1,4 mln PLN).

Wyniki Agory za 1Q'19 [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19 kons. PAP	odchylenie
Przychody	278,0	308,4	10,9%	300,6	2,6%
Wynik netto ze sprzedaży	-0,9	1,9	-313,3%	-	-
EBITDA MSSF 16	-	37,9	-	-	-
EBITDA MSR 17	36,4	18,3	-49,6%	19,7	-6,9%
EBIT MSSF 16	-	0,5	-	-	-
EBIT MSR 17	13,1	-0,8	-	-3,3	-
Wynik brutto	12,5	-3,7	-	-	-
Wynik netto	9,7	-3,4	-	-5,5	-
marża netto ze sprzedaży	-	0,6%	-	-	-
marża EBITDA	-	12,3%	-	6,6%	-
marża EBIT	-	0,2%	-	-	-
marża netto	3,5%	-	-	-	-

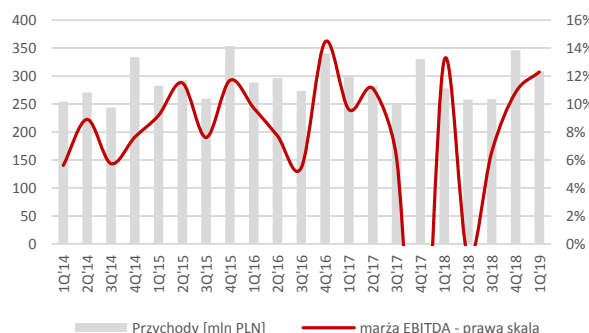
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Ścieżka wynikowa w poprzednich okresach [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2015	2016	2017	2018
Przychody	288,5	296,3	273,4	340,3	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4		1 189,3	1 198,4	1 165,5	1 141,2
Wynik netto ze sprzedaży	1,0	-2,3	-8,0	7,2	1,4	6,1	-8,5	14,3	-0,9	-8,2	-4,0	29,1	1,9		13,0	-2,1	13,2	16,0
EBITDA adj. MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39,3		-	-	-	-
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37,9		-	-	-	-
EBITDA adj. MSR 17	26,0	21,9	16,6	31,6	26,7	30,7	16,1	42,7	22,5	12,3	17,1	51,9	19,7		115,0	96,1	116,2	103,7
EBITDA MSR 17	28,0	22,9	14,9	49,1	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	18,3		120,7	114,9	30,0	88,5
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5		-	-	-	-
EBIT MSR 17	3,0	-1,4	-9,7	24,7	3,6	6,8	-9,1	-74,3	13,1	-22,8	-4,1	14,6	-0,8		18,7	16,7	-73,0	0,9
Wynik brutto	-2,7	-1,3	-10,7	14,8	1,0	4,7	-0,6	-80,2	12,5	3,3	-4,4	9,5	-3,7		16,8	0,2	-75,2	20,9
Wynik netto	-5,6	-5,5	-13,8	11,7	-6,1	0,7	-1,7	-72,2	9,7	0,2	-2,8	2,3	-3,4		15,3	-13,2	-79,3	9,4
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,3%		-	-	-	-
marża EBITDA MSR 17	9,7%	7,7%	5,4%	14,4%	9,6%	11,1%	6,2%	-	13,1%	-	6,6%	10,8%	5,9%		10,2%	9,6%	2,6%	7,8%
marża netto	-	-	-	3,4%	-	0,3%	-	-	3,5%	0,1%	-	0,7%	-		1,3%	-	-	0,8%
zmiana przychodów r/r [%]					4,3%	-4,6%	-8,0%	-2,9%	-7,6%	-8,7%	3,0%	4,7%	10,9%			1%	-3%	-2%
zmiana wyniku netto r/r [%]					-	-	-	-	-	-77,4%	-	-	-			-	-	-

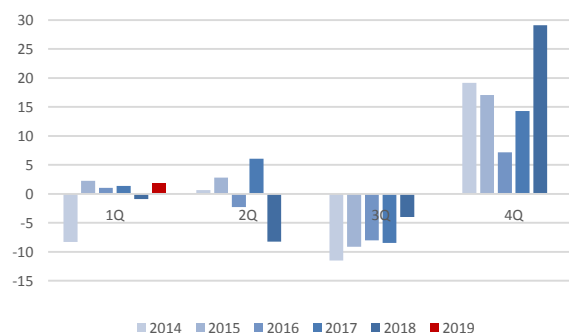
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *wynik netto ze sprzedaży + amortyzacja

Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA



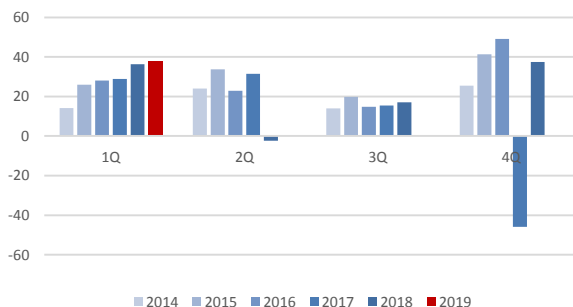
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Porównanie kwartalnego wyniku netto ze sprzedaży [mln PLN]



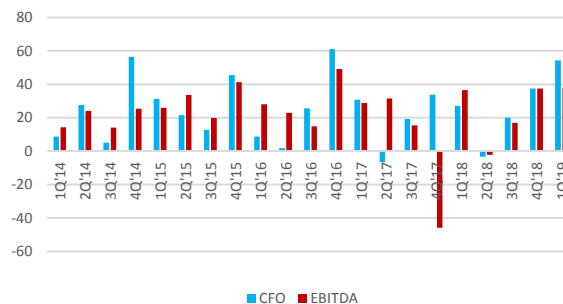
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Porównanie kwartalnej EBITDA rap. [mln PLN]



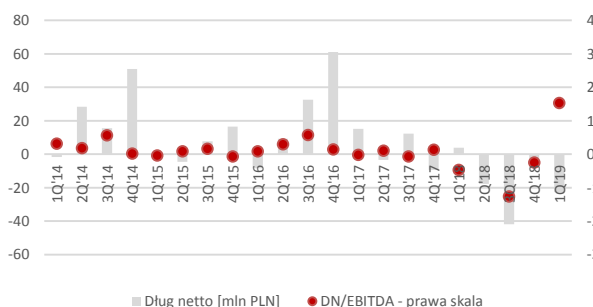
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF operacyjny vs EBITDA [mln PLN]



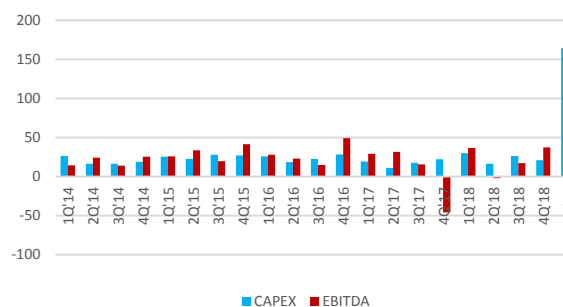
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm* [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *wg MSR 17

CAPEX* na tle EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *w tym wyd. na zakup jedn. zależnych

WYNIKI SEGMENTÓW I STRUKTURA KOSZTOWA

Segment Film i Książka wypracował w 1Q'19 ok. 158 mln PLN przychodów oraz zaraportował 31,4 mln PLN EBITDA (wg MSR 17; wg MSSF 16 ok. 45,1 mln PLN). Oznacza to tym samym przyrost odpowiednio o 37% r/r oraz o 29% r/r. Wysoka dynamika sprzedaży jest efektem bardzo dobrych rezultatów z działalności filmowej, która wygenerowała 28,3 mln PLN wpływów (3 produkcje: Underdog, Kogel Mogel 3 i Całe szczęście). Pozytywną cegiełkę dołożyły również kina, gdzie przychody z biletów osiągnęły wartość 76,8 mln PLN (+16% r/r), a sprzedaż barowa zwiększyła się o 29% r/r. Po stronie kosztowej największy udział miały pozycje „usługi obce” oraz „wynagrodzenia” (odpowiednio 75,4/16,7 mln PLN – wg MSR 17). Na koniec kwartału sieć Helios liczyła 47 kin.

Obszar Prasa zmniejszył przychody w 1Q'19 o 7% r/r do 46,4 mln PLN. Część wydawnicza co prawda wygenerowała o 2% więcej obrotów r/r (27,3 mln PLN), jednak dużo gorzej wypadły przychody z reklam (-18% r/r), co jest pochodną spadkiem wydatków na reklamę w dziennikach w Polsce o 15%. Grupie udało się jednak ograniczyć koszty operacyjne segmentu, dzięki czemu strata EBITDA wg MSR 17 wyniosła 1,8 mln PLN (podobnie jak wg MSSF 16).

Dywidzia Reklama zewnętrzna utrzymała sprzedaż na zbliżonym poziomie r/r (ok. 36 mln PLN), pomimo spadku wartości krajowych wydatków na obszar OOH o 7% r/r w 1Q'19. Według danych Agory, AMS posiada 36% udziału w rynku. Równocześnie koszty operacyjne wzrosły o 7% r/r (m.in. realizacja kampanii i wynagrodzenia), co przełożyło się na spadek EBITDA do 5,9 mln PLN (wg MSSF 16 ok. 8,1 mln PLN).

W przypadku segmentu Internet doszło do spadku przychodów r/r o blisko 7%, co w znacznej mierze wynikało z zakończenia działalności Agora Performance (w pionie Gazeta.pl). Koszty operacyjne zmniejszyły się co prawda do 36,2 mln PLN, jednak nie pozwoliło to na utrzymanie EBITDA obszaru względem 1Q'18 (spadek do 2,8 mln PLN).

Część radiowa Agory wypracowała w 1Q'19 ok. 22 mln PLN przychodów (-15% r/r), w tym 17,7 mln PLN z tyt. działalności reklamowej (-19% r/r). W dużej mierze wpływ na erozję sprzedaży miał spadek wydatków na reklamę w tej części o 6% r/r. EBITDA segmentu zmniejszyła się do 2,1 mln PLN (wg MSSF 16 spadek do 2,8 mln PLN). Stacje spółki zwiększyły udziały w słuchalności do 6,8% (+0,7 p.p. r/r).

Dywidza Druk wygenerowała w 1Q'19 ok. 9% mniej przychodów w ujęciu r/r, co wynika z mniejszego wolumenu zamówień. Koszty obszaru wzrosły o 25% r/r do 24 mln PLN, jednak zawierają one prawie 5 mln PLN kosztów związanych z restrukturyzacją (m.in. efekt zwolnienia 142 pracowników). Tym samym strata EBITDA wyniosła 6,6 mln PLN.

Wyniki segmentów [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	288,5	296,3	273,4	340,3	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4		1 198,4	1 165,5	1 141,2
Film i książka	61,9	73,8	63,7	68,5	126,9	78,9	87,7	122,7	115,1	67,7	95,3	141,0	158,0		267,9	416,2	419,1
Prasa	98,4	70,7	83,4	111,5	53,5	64,0	56,1	61,9	49,7	54,7	51,5	58,2	46,4		364,0	235,5	214,1
Reklama zewn.	35,7	45,7	38,2	48,4	35,3	45,2	34,2	48,3	35,9	47,3	37,3	51,4	35,9		168,0	163,0	171,9
Internet	36,3	43,5	38,6	49,5	38,3	41,0	36,7	52,6	40,2	46,5	39,8	51,3	37,6		167,9	168,6	177,8
Radio	25,4	29,6	21,2	37,2	25,8	27,9	24,2	36,1	26,0	29,2	22,7	38,1	22,1		113,4	114,0	116,0
Druk	39,0	41,6	37,9	37,0	29,7	32,9	20,4	18,7	17,4	18,7	18,4	17,0	15,8		155,5	101,7	71,5
Korekty kons.	-8,2	-8,6	-9,6	-11,8	-8,5	-7,2	-7,9	-9,9	-6,3	-5,8	-6,1	-10,9	-7,4		-38,3	-33,5	-29,2
EBITDA MSR 17*	28,0	22,9	14,9	49,1	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	18,3		114,9	30,0	88,5
Film i książka	23,9	1,4	12,6	18,7	28,6	5,9	10,6	18,5	24,3	-2,9	14,8	27,1	31,3		56,6	63,6	63,3
Prasa	-2,3	3,3	-0,5	-1,4	-2,0	4,3	2,4	-7,7	-4,3	-16,1	-0,5	-1,7	-1,8		-0,9	-3,0	-22,6
Reklama zewn.	7,4	14,6	8,0	10,8	10,0	16,3	6,0	13,8	8,3	15,7	7,0	15,7	5,9		40,8	46,1	46,7
Internet	3,1	9,0	6,4	9,4	1,1	7,6	3,6	-11,0	3,8	7,0	5,5	4,6	2,8		27,9	1,3	20,9
Radio	2,5	6,0	-1,2	8,6	1,2	5,6	3,5	9,8	3,3	6,8	2,8	8,4	2,1		15,9	20,1	21,3
Druk	4,9	3,8	3,6	2,8	2,9	4,2	1,3	-51,8	0,2	1,4	-0,8	-1,4	-6,6		15,1	-43,4	-0,6
Korekty kons.	-11,5	-15,2	-14,0	0,2	-12,9	-12,5	-11,9	-17,4	0,8	-14,2	-11,8	-15,3	-15,4		-40,5	-54,7	-40,5
EBITDA MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37,9		-	-	-
Film i książka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1		-	-	-
Prasa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,8		-	-	-
Reklama zewn.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,1		-	-	-
Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8		-	-	-
Radio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8		-	-	-
Druk	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,6		-	-	-

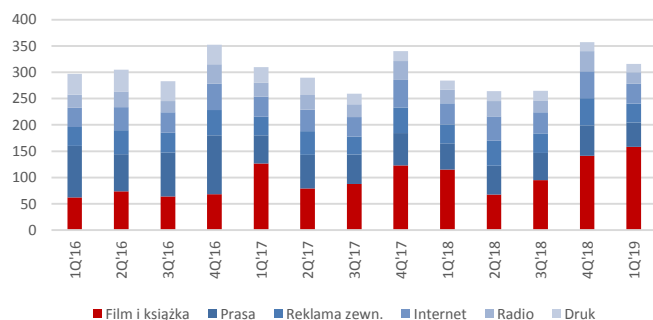
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; *EBIT + amortyzacja

Sprzedaż wg formatów [mln PLN]

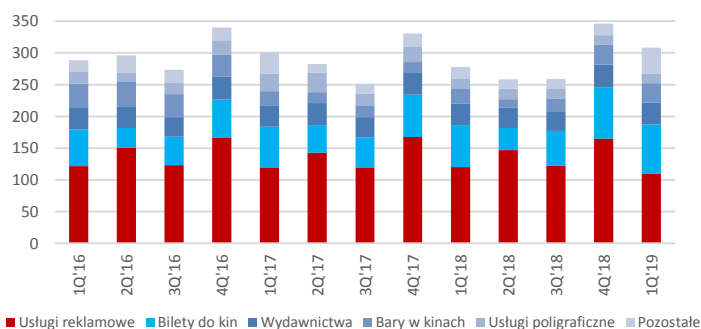
	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	//	2016	2017	2018
Przychody	288,5	296,2	273,4	340,3	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,8	346,1	308,4		1 198,4	1 165,5	1 141,2
Usługi reklamowe	121,7	150,5	123,2	166,2	119,4	142,8	119,6	167,6	120,2	146,8	122,3	165,2	110,3		561,6	549,4	554,5
Bilety do kin	57,9	31,2	44,7	60,4	64,4	43,6	47,6	66,6	66,2	35,0	55,0	80,2	76,8		194,2	222,2	236,4
Wydawnictwa	34,7	34,2	31,1	35,7	33,7	34,4	31,7	34,5	33,9	31,6	29,4	36,2	34,5		135,7	134,3	131,1
Bary w kinach	37,0	39,6	36,0	35,1	22,2	17,5	18,7	16,7	24,0	13,8	21,1	31,3	30,9		147,7	75,1	90,2
Usługi poligraficzne	19,6	12,8	17,6	22,3	28,0	30,9	18,4	24,7	15,6	16,5	16,4	15,2	14,3		72,3	102,0	63,7
Pozostałe	17,6	27,9	20,8	20,6	33,3	13,5	15,4	20,3	18,1	14,6	14,6	17,9	41,6		86,9	82,5	65,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

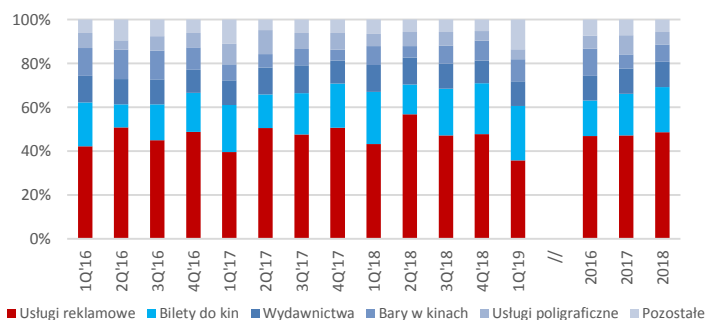
Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



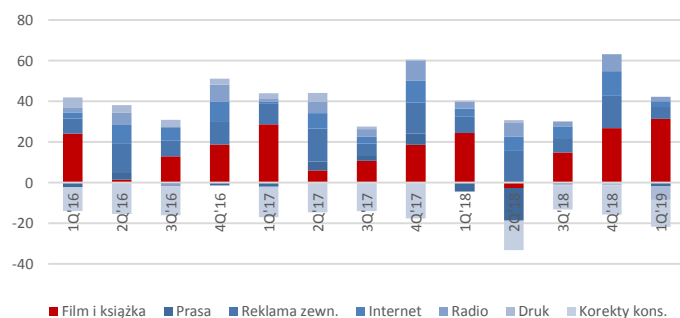
Przychody wg obszarów działalności [mln PLN]



Udział obszarów działalności w przychodach grupy [mln PLN]



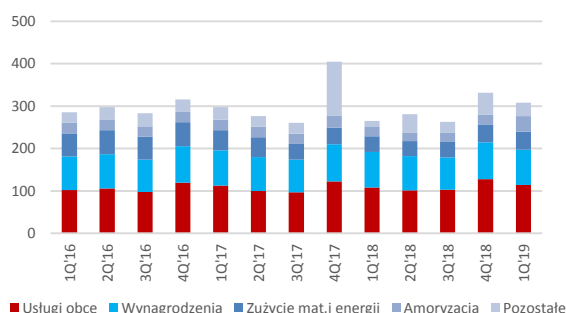
EBITDA w podziale na segmenty [mln PLN]



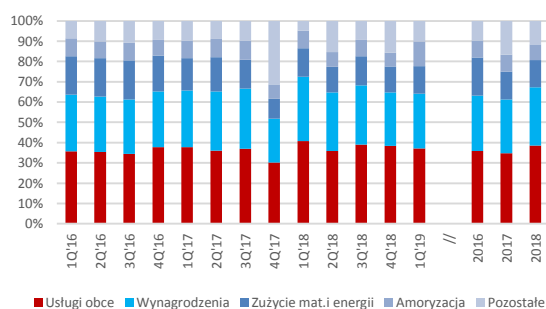
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W strukturze kosztów rodzajowych można wyróżnić 4 zasadnicze grupy, tj. usługi obce (ok. 38% kosztów), świadczenia pracownicze (ok. 29%), zużycie materiałów i energii (13%) oraz amortyzację (ok. 8% w '18). Pozostała część stanowiła w ubiegłym roku ok. 12% ogółu kosztów. W kolejnych okresach na strukturę będzie mocno oddziaływał MSSF 16 – wpływ standardu w przypadku amortyzacji wyniósł ok. 16 mln PLN w 1Q'19 (raportowane 37,5 mln PLN; wg MSR 17 byłoby 21,5 mln PLN), z kolei w odniesieniu do usług obcych było to ok. 17 mln PLN (były bliskie 114 mln PLN; wg MSR 17 ok. 131 mln PLN).

Kwartalna struktura kosztów rodzajowych [mln PLN]



Udział kosztów rodzajowych [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów rodzajowych

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19*	//	2016	2017	2018
Przychody	288,5	296,2	273,4	340,3	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,8	346,1	308,4		1 198,4	1 165,5	1 141,2
Koszty	285,5	297,5	283,1	315,6	297,4	276,0	260,5	404,6	264,9	281,1	262,9	331,4	307,9		1 181,7	1 238,5	1 140,3
Usługi obce	102,0	105,5	97,4	119,2	112,4	99,5	96,5	122,4	108,1	100,9	102,4	127,3	114,3		424,1	430,8	438,7
Wynagrodzenia	79,5	81,2	76,1	86,4	82,8	80,5	77,1	87,2	83,7	80,9	76,8	87,3	83,1		323,2	327,6	328,7
Zużycie mat.i energii	54,3	56,3	54,3	56,2	47,7	46,6	36,8	39,8	37,2	35,8	37,8	42,3	41,6		221,1	170,9	153,1
Amortyzacja	25,0	24,2	24,6	24,4	25,3	24,7	24,6	28,4	23,3	20,5	21,1	22,7	37,4		98,2	103,0	87,6
Reprezentacja i reklama	16,1	22,0	20,0	25,4	21,0	15,5	15,7	22,5	13,5	15,6	15,2	23,2	14,6		83,5	74,7	67,5
Odpisy	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	88,9	0,0	0,0	0,0	14,1	0,0		0,7	88,9	14,1
Pozostałe	8,6	8,3	10,7	-3,6	8,2	9,2	9,8	15,4	-2,3	25,2	9,6	14,5	11,3		24,0	42,6	47,0
Koszty restrukturyzacji	0,0	0,0	0,0	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	2,2	0,0	0,0	5,6		6,9	0,0	3,6
EBIT	3,0	-1,3	-9,7	24,7	3,6	6,7	-9,1	-74,2	13,1	-22,8	-4,1	14,7	0,5		16,7	-73,0	0,9
EBITDA	28,0	22,9	14,9	49,1	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	37,9		114,9	30,0	88,5
koszty jako % przychodów	99,0%	100,4%	103,5%	92,7%	98,8%	97,6%	103,6%	122,5%	95,3%	108,8%	101,6%	95,8%	99,8%		98,6%	106,3%	99,9%
Usługi obce	35,4%	35,6%	35,6%	35,0%	37,3%	35,2%	38,4%	37,0%	38,9%	39,1%	39,6%	36,8%	37,1%		35,4%	37,0%	38,4%
Wynagrodzenia	27,6%	27,4%	27,8%	25,4%	27,5%	28,5%	30,7%	26,4%	30,1%	31,3%	29,7%	25,2%	26,9%		27,0%	28,1%	28,8%
Zużycie mat.i energii	18,8%	19,0%	19,9%	16,5%	15,8%	16,5%	14,6%	12,0%	13,4%	13,9%	14,6%	12,2%	13,5%		18,4%	14,7%	13,4%
Amortyzacja	8,7%	8,2%	9,0%	7,2%	8,4%	8,7%	9,8%	8,6%	8,4%	7,9%	8,2%	6,6%	12,1%		8,2%	8,8%	7,7%
Reprezentacja i reklama	5,6%	7,4%	7,3%	7,5%	7,0%	5,5%	6,2%	6,8%	4,9%	6,0%	5,9%	6,7%	4,7%		7,0%	6,4%	5,9%
Odpisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	26,9%	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%	0,0%		0,1%	7,6%	1,2%
Pozostałe	3,0%	2,8%	3,9%	-1,1%	2,7%	3,3%	3,9%	4,7%	-0,8%	9,8%	3,7%	4,2%	3,7%		2,0%	3,7%	4,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wg MSSF 16 (wg MSR 17 usługi obce wyniosłyby 131,3 mln PLN, a amortyzacja 21,5 mln PLN)

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Początek roku w przypadku głównych rynków działalności Agory miał 2 oblicza. Bardzo dobrze zachowywał się obszar kinowy, co było widać po mocnym wzroście frekwencji w kinach (+9% r/r). Na drugim biegunie znalazły się obszary reklamy oraz sprzedaży prasy. Rynek reklamy musiał zmierzyć się z przesunięciem Świąt Wielkanocnych na 2Q'19, co przełożyło się na wartościowy spadek o blisko 1% r/r, z kolei trend w obszarze dzienników i gazet jest jednoznacznie negatywny od długiego czasu. W 2Q'19 spodziewamy się, że główne tendencje będą utrzymane. Odczyty weekendowego box-office publikowane przez PISF za kwiecień i maj sugerują kilkunastoprocentowe wzrosty w relacji r/r. Rynek reklamy w kończącym się kwartale z jednej strony był wsparty przez ww. święta, a z drugiej mierzył się z wysoką bazą z ubiegłego roku, spowodowaną rozgrywanymi mistrzostwami świata w piłce nożnej (oczekujemy płaskiej odczytu r/r). W obszarze sprzedaży prasy nie spodziewamy się odwrócenia ujemnych dynamik (potwierdzają to dane ZKDP za kwiecień).

W segmencie Film i książka spodziewamy się, że spółka wypracuje ok. 87 mln PLN przychodów, co implikuje wzrost o ok. 30% r/r. Szacujemy, że ze sprzedaży biletów będzie pochodziło ok. 45 mln PLN wpływów (pozytywny efekt ww. zwiększenia frekwencji), a ze sprzedaży barowej kolejne 18 mln PLN. Na poziomie EBITDA prognozujemy ok. 11 mln PLN (wg MSSF; wg MSR 17 strata EBITDA 2,9 mln PLN, podobnie jak przed rokiem). W ujęciu całorocznym estymujemy ok. 505 mln PLN obrotów oraz 124 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 niecałe 68 mln PLN).

W obszarze prasy spodziewamy się lekkiego spadku sprzedaży (do 54 mln PLN). Nieco lepiej niż przed rokiem powinny wypaść przychody ze sprzedaży wydawnictw, co w naszej ocenie będzie pochodną podwyżek cenników i postępującą cyfryzacją prenumerat; z drugiej strony mniejszej wpływów oczekujemy ze sprzedaży reklam. EBITDA segmentu powinna wynieść 1,1 mln PLN (podobnie wg MSR 17), co oznacza poprawę oczyszczony rezultatów r/r. Całorocznie zakładamy, że obroty dywizji lekko spadną (do 211 mln PLN), jednak dzięki kontroli kosztów oraz digitalizacji biznesu lepiej r/r powinna zaprezentować się EBITDA segmentu.

W przypadku reklamy zewnętrznej oczekujemy stabilizacji rezultatów po słabszym 1Q'19. Liczymy, że sprzedaż segmentu w 2Q'19 wyniosła 48 mln PLN (+2% r/r) i że EBITDA była bliska 17,9 mln PLN (wg MSR 17: 16 mln PLN). W '19 estymujemy zwiększenie obrotów do 181 mln PLN i ok. 55,3 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 zbliżone rezultaty r/r; wskazujemy jednak, że spodziewamy się wzrostowej ścieżki wynikowej w kolejnych kwartałach). Zwracamy uwagę, że w strategii na lata 2018-22 zarząd wskazał na mocniejszy rozwój oferty nośników premium przez AMS, co może przełożyć się na zwiększenie udziałów w rynku (nie zakładamy jednak takiego efektu w modelu).

Solidnej poprawy wyników oczekujemy w segmencie internetowym. Liczymy, że obszar reklamy internetowej będzie najbardziej odporny na wahania koniunktury, co wraz z rozwojem Yieldbird powinno pozwolić na wypracowanie w 2Q'19 ok. 51,5 mln PLN przychodów oraz wzrost EBITDA do 8,2 mln PLN (z 7,0 mln PLN przed rokiem; identycznie wg MSR 17). W ujęciu całorocznym prognozujemy, że dywizja osiągnie 188 mln PLN przychodów oraz 29,5 mln PLN EBITDA. Wskazujemy, że (naszym zdaniem) w dłuższej perspektywie podchodzimy dosyć konserwatywnie do ścieżki wynikowej, biorąc pod uwagę ambitne cele stawiane przez zarząd względem Yieldbird oraz perspektywę wzrostu rynku reklamy internetowej.

W przypadku obszaru radiowego 1Q'19 nie był udany dla spółki, co wynikało przede wszystkim ze spadku przychodów reklamowych (-4 mln PLN r/r). Spodziewamy się, że także w 2Q'19 należy liczyć się z mniejszą sprzedażą, jednak ubytek nie powinien już być tak duży. Dlatego też szacujemy, że obroty zmniejszyły się do ok. 28 mln PLN, z kolei EBITDA powinna wynieść 7,5 mln PLN (6,8 mln PLN wg MSR 17, płasko r/r). W perspektywie '19 prognozujemy 111 mln PLN wpływów i 22,7 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 niecałe 20 mln PLN; stabilna ścieżka wynikowa w kolejnych kwartałach). Dla perspektyw segmentu bardzo ważna jest kwestia potencjalnego nabycia reszty udziałów w Radio ZET (Agora ma 40% od marca '19), co powinno przełożyć się na umocnienie pozycji rynkowej radiostacji grupy (zwiększenie atrakcyjności dla reklamodawców) i przynieść synergii.

Od wielu kwartałów wyniki w obszarze druku podlegały postępującej erozji, co wynikało m.in. ze spadku przychodów z usług poligraficznych oraz spadku sprzedaży prasy drukowanej (w technologii coldset). W marcu '19 zarząd spółki podjął decyzję o przeprowadzeniu konsultacji ws. zmniejszenia zatrudnienia oraz o wygaszeniu działalności w drukarniach w Tychach i Pile (proces ma być zakończony do 30 czerwca br.). Dlatego też w modelu zakładamy, że 2Q'19 będzie ostatnim okresem, w którym publikowane będą wyniki segmentu. Prognozujemy, że obroty spadną do 15,4 mln PLN, a EBITDA do 1,3 mln PLN.

Podsumowując, prognozujemy, że w 2Q'19 grupa wypracuje ok. 279 mln PLN przychodów, ok. 32 mln PLN EBITDA raportowanej (wg metodologii MSR 17 15,3 mln PLN) oraz 5,7 mln PLN straty netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym Agora osiągnie 1,2 mld PLN przychodów, ok. 180 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 110 mln PLN) oraz niemal 19 mln PLN zysku netto (zakładamy, że wynik z jednostek stowarzyszony będzie bliski 8 mln PLN). Oczekujemy, że w '20 grupa będzie kontynuowała wzrost rezultatów i przyjmujemy zwiększenie obrotów do 1,24 mld PLN i EBITDA do 201 mln PLN (ok. 131 mln PLN wg MSR 17). Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec '19 wyniesie 3,2-3,3x (bez uwzględnienia kosztów zakupu Radio ZET ok. 2,6x).

W naszym modelu zakładamy jedynie wzrost organiczny. Zwracamy jednak uwagę, że w strategii na lata 2018-22 (opublikowania w czerwcu '18) grupa wskazywała, że na „nowe biznesy” może wydać do 500 mln PLN. Środki te mają być potencjalnie wydane na obszary „Rozrywka i gastronomia”, usługi B2B dla e-commerce oraz na „akwizycje wzmacniające obecne biznesy” (w 1Q'19 spółka nabyła 40% udziałów w Radio Zet za ponad 130 mln PLN i posiada opcję na wykupienie pozostałych udziałów w okresie 12-36 miesięcy od pierwszej transakcji). W przypadku realizacji takiego scenariusza przyjmujemy w projekcjach stopniowy wzrost wskaźnika wypłacanej dywidendy.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4	279,2	264,4	345,4	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 197,4	1 241,4	1 311,9
Wynik netto ze sprz.	1,4	6,1	-8,5	14,3	-0,9	-8,2	-4,0	29,1	1,9	-3,5	3,1	39,1	-2,1	13,2	16,0	40,6	64,0	74,4
EBITDA adj.*	26,7	30,7	16,1	42,7	22,5	12,3	17,1	51,9	39,3	32,3	37,7	73,9	96,1	116,2	103,7	183,1	203,2	215,7
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	37,9	31,9	37,3	73,4	-	-	-	180,4	200,6	212,9
EBITDA MSR 17	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	18,3	15,3	20,1	56,2	114,9	30,0	88,5	110,0	131,5	142,8
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-4,0	2,7	38,6	-	-	-	37,8	61,4	71,7
EBIT MSR 17	3,6	6,8	-9,1	-74,3	13,1	-22,8	-4,1	14,6	-0,8	-5,3	0,9	36,9	16,7	-73,0	0,9	31,7	53,6	63,8
Wynik z jv	-2,0	-1,6	-1,4	0,3	-0,5	-0,3	0,1	-0,2	0,2	3,0	1,3	3,6	-1,5	-4,7	-0,8	8,0	8,9	9,0
Wynik netto	-6,1	0,7	-1,7	-72,2	9,7	0,2	-2,8	2,3	-3,4	-5,7	-1,5	29,2	-13,2	-79,3	9,4	18,7	38,3	46,4
marża EBITDA adj.	-	-	-	-	-	-	-	-	12,3%	11,4%	14,1%	21,2%	-	-	-	15,1%	16,2%	16,2%
marża EBITDA MSSF 16	9,6%	11,1%	6,2%	-	13,1%	-	6,6%	10,8%	5,9%	5,5%	7,6%	16,3%	9,6%	2,6%	7,8%	9,2%	10,6%	10,9%
marża EBIT	-	-	-	-	-	-	-	-	0,2%	-	1,0%	11,2%	-	-	-	3,2%	4,9%	5,5%
marża netto	-	0,3%	-	-	3,5%	0,1%	-	0,7%	-	-	-	8,5%	-	-	0,8%	1,6%	3,1%	3,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wynik netto ze sprzedaży + amortyzacja

Prognoza na lata 2019-2028 [mln PLN]

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 073,9	1 102,4	1 189,3	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 197,4	1 241,4	1 311,9	1 376,0	1 428,2	1 475,0	1 520,3	1 564,1	1 607,6	1 650,9
Wynik netto ze sprzedaży	7,4	0,0	13,0	-2,1	13,2	16,0	40,6	64,0	74,4	85,5	91,5	96,8	101,0	104,3	107,1	109,5
EBITDA adj.*	103,5	96,0	115,0	96,1	116,2	103,7	183,1	203,2	215,7	228,9	236,7	243,8	249,6	254,5	258,9	262,9
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	180,4	200,6	212,9	226,0	233,7	240,7	246,4	251,2	255,5	259,4
EBITDA MSR 17	103,5	77,7	120,7	114,9	30,0	88,5	110,0	131,5	142,8	155,6	164,0	171,8	178,5	184,3	189,6	194,4
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	37,8	61,4	71,7	82,7	88,5	93,7	97,8	101,0	103,7	106,1
EBIT MSR 17	7,4	-18,3	18,7	16,7	-73,0	0,9	31,7	53,6	63,8	75,4	82,7	89,6	95,1	99,6	103,5	106,9
Wynik z jv	-0,2	-2,9	-0,9	-1,5	-4,7	-0,8	8,0	8,9	9,0	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	9,7	9,8
Wynik netto	1,2	-11,0	15,3	-13,2	-79,3	9,4	18,7	38,3	46,4	55,1	60,0	64,7	68,4	71,5	74,2	76,5
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	15,1%	16,2%	16,2%	16,4%	16,4%	16,3%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%
marża EBITDA MSR 17	9,6%	7,1%	10,2%	9,6%	2,6%	7,8%	9,2%	10,6%	10,9%	11,3%	11,5%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	3,2%	4,9%	5,5%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%
marża netto	0,1%	-	1,3%	-	-	0,8%	1,6%	3,1%	3,5%	4,0%	4,2%	4,4%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wynik netto ze sprzedaży + amortyzacja

Prognoza segmentów w kolejnych okresach – cz. 1 [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4	279,2	264,4	345,4	1 165,5	1 141,2	1 197,4	1 241,4	1 311,9
Film i książka	126,9	78,9	87,7	122,7	115,1	67,7	95,3	141,0	158,0	87,4	111,1	148,5	416,2	419,1	505,1	557,7	607,9
Prasa	53,5	64,0	56,1	61,9	49,7	54,7	51,5	58,2	46,4	54,0	52,8	57,9	235,5	214,1	211,0	213,2	214,1
Reklama zewn.	35,3	45,2	34,2	48,3	35,9	47,3	37,3	51,4	35,9	48,2	40,6	55,8	163,0	171,9	180,6	187,4	193,0
Internet	38,3	41,0	36,7	52,6	40,2	46,5	39,8	51,3	37,6	51,5	43,3	56,0	168,6	177,8	188,4	201,2	214,8
Radio	25,8	27,9	24,2	36,1	26,0	29,2	22,7	38,1	22,1	28,3	22,7	38,0	114,0	116,0	111,1	113,2	115,2
Druk	29,7	32,9	20,4	18,7	17,4	18,7	18,4	17,0	15,8	15,4	0,0	0,0	101,7	71,5	31,2	0,0	0,0
Korekty kons.	-8,5	-7,2	-7,9	-9,9	-6,3	-5,8	-6,1	-10,9	-7,4	-5,8	-6,2	-10,9	-33,5	-29,2	-30,2	-31,4	-33,1
EBITDA MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	37,9	31,9	37,3	73,4	-	-	180,4	200,6	212,9
Film i książka	-	-	-	-	-	-	-	-	45,0	11,0	26,4	41,1	-	-	123,5	131,3	138,8
Prasa	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,8	1,1	2,8	5,6	-	-	7,8	7,8	8,0
Reklama zewn.	-	-	-	-	-	-	-	-	8,1	17,9	10,1	19,2	-	-	55,3	57,2	58,5
Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	8,2	6,1	12,4	-	-	29,5	33,1	40,0
Radio	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	7,5	3,5	8,9	-	-	22,7	23,1	23,4
Druk	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,6	1,3	0,0	0,0	-	-	-5,3	0,0	0,0
Korekty kons.	-	-	-	-	-	-	-	-	-12,4	-15,1	-11,7	-13,8	-	-	-53,1	-51,9	-55,9
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	12,3%	11,4%	14,1%	21,2%	-	-	15,1%	16,2%	16,2%
Film i książka	-	-	-	-	-	-	-	-	28,5%	12,6%	23,8%	27,7%	-	-	24,5%	23,5%	22,8%
Prasa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,1%	5,4%	9,6%	-	-	3,7%	3,7%	3,8%
Reklama zewn.	-	-	-	-	-	-	-	-	22,6%	37,2%	24,9%	34,3%	-	-	30,6%	30,5%	30,3%
Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	7,4%	15,9%	14,0%	22,2%	-	-	15,6%	16,5%	18,6%
Radio	-	-	-	-	-	-	-	-	12,7%	26,6%	15,6%	23,3%	-	-	20,5%	20,4%	20,3%
Druk	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,3%	-	-	-	-	-	-	-

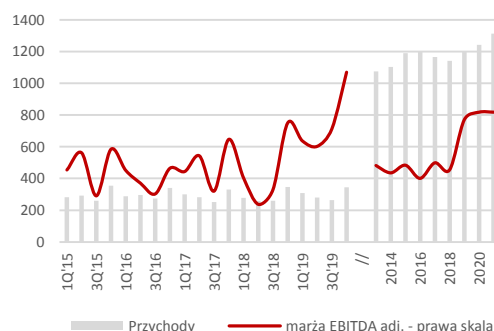
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *EBIT+amortyzacja

Prognoza segmentów w kolejnych okresach – cz. 2 [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
EBITDA MSR 17*	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	18,3	15,3	20,1	56,2	30,0	88,5	110,0	131,5	142,8
Film i książka	28,6	5,9	10,6	18,5	24,3	-2,9	14,8	27,1	31,3	-2,9	12,4	27,0	63,6	63,3	67,8	74,1	80,7
Prasa	-2,0	4,3	2,4	-7,7	-4,3	-16,1	-0,5	-1,7	-1,8	1,1	2,8	5,6	-3,0	-22,6	7,8	7,8	8,0
Reklama zewn.	10,0	16,3	6,0	13,8	8,3	15,7	7,0	15,7	5,9	16,0	7,6	16,9	46,1	46,7	46,4	48,1	49,4
Internet	1,1	7,6	3,6	-11,0	3,8	7,0	5,5	4,6	2,8	8,2	6,1	12,4	1,3	20,9	29,5	33,1	40,0
Radio	1,2	5,6	3,5	9,8	3,3	6,8	2,8	8,4	2,1	6,8	2,8	8,1	20,1	21,3	19,9	20,2	20,5
Druk	2,9	4,2	1,3	-51,8	0,2	1,4	-0,8	-1,4	-6,6	1,3	0,0	0,0	-43,4	-0,6	-5,3	0,0	0,0
Korekty kons.	-12,9	-12,5	-11,9	-17,4	0,8	-14,2	-11,8	-15,3	-15,4	-15,1	-11,7	-13,8	-54,7	-40,5	-56,0	-51,9	-55,9
marża EBITDA MSR 17	9,6%	11,1%	6,2%	-	13,1%	-	6,6%	10,8%	5,9%	5,5%	7,6%	16,3%	2,6%	7,8%	9,2%	10,6%	10,9%
Film i książka	22,5%	7,5%	12,1%	15,1%	21,1%	-	15,5%	19,2%	19,8%	-	11,2%	18,2%	15,3%	15,1%	13,4%	13,3%	13,3%
Prasa	-	6,7%	4,3%	-	-	-	-	-	-	2,1%	5,4%	9,6%	-	-	3,7%	3,7%	3,8%
Reklama zewn.	28,3%	36,1%	17,5%	28,6%	23,1%	33,2%	18,8%	30,6%	16,4%	33,1%	18,7%	30,3%	28,3%	27,2%	25,7%	25,7%	25,6%
Internet	2,9%	18,5%	9,8%	-	9,5%	15,1%	13,8%	9,0%	7,4%	15,9%	14,0%	22,2%	0,8%	11,8%	15,6%	16,5%	18,6%
Radio	4,7%	20,1%	14,5%	27,1%	12,7%	23,3%	12,3%	22,0%	9,5%	24,1%	12,6%	21,3%	17,6%	18,4%	17,9%	17,9%	17,8%
Druk	9,8%	12,8%	6,4%	-	1,1%	7,5%	-	-	-	8,3%	-	-	-	-	-	-	-

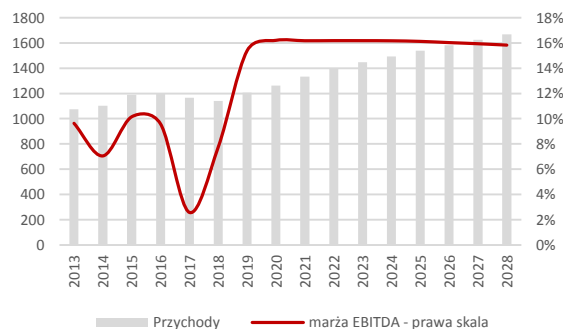
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * EBIT+amortyzacja

Rentowność EBITDA (od '19 wg MSSF 16)



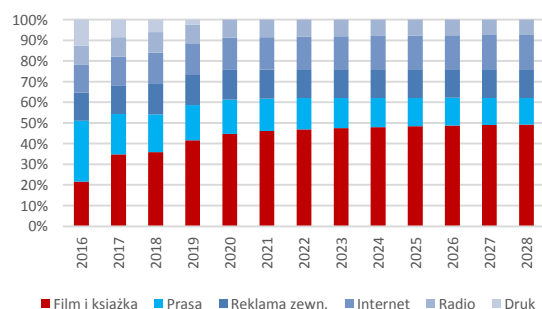
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBITDA w ujęciu rocznym (od '19 wg MSSF 16)



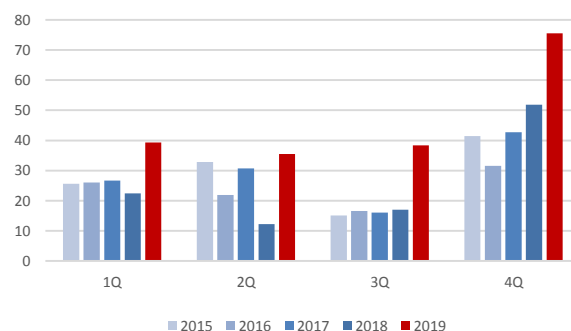
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział segmentów w sprzedaży [%]



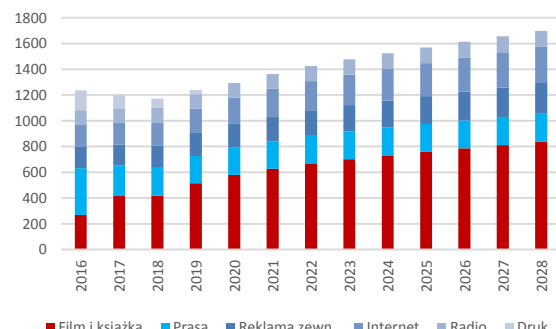
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ścieżka EBITDA adj. w kolejnych okresach (od 1Q'19 wg MSSF 16)*



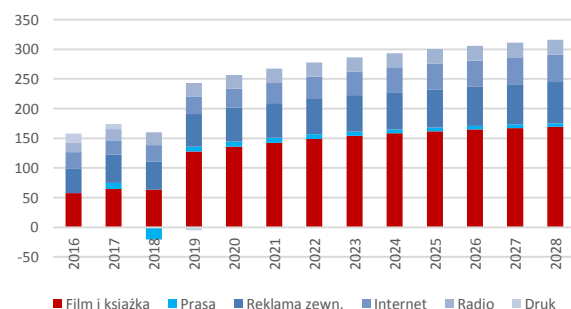
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *wynik netto ze sprz.+amortyzacja

Sprzedaż w podziale na segmenty [mln PLN]



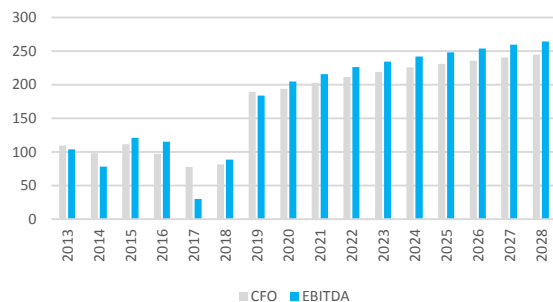
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w podziale na segmenty (od '19 wg MSSF 16) [mln PLN]



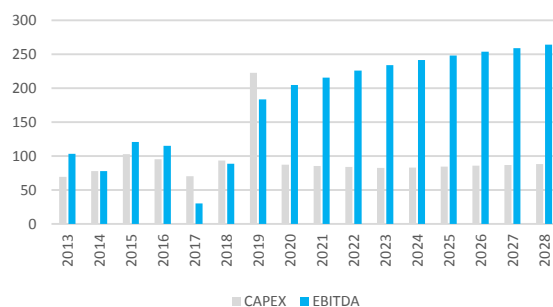
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CFOper. na tle EBITDA [mln PLN]



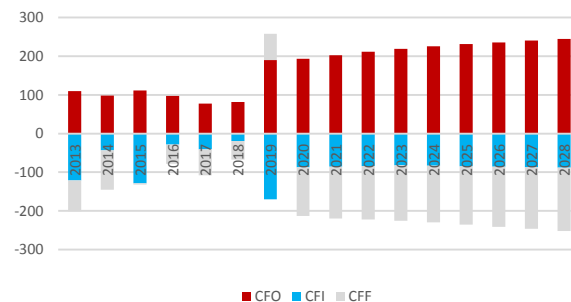
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]*



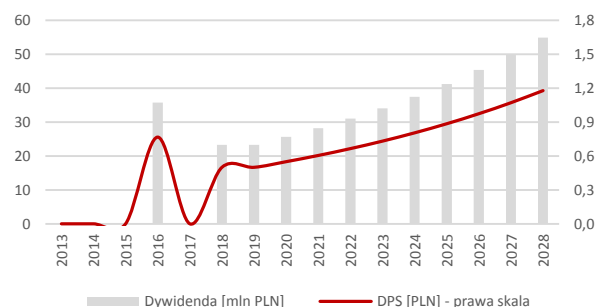
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w tym nabycie udz. w jedn.zal.

CFO, CFI, CFF [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ścieżka dywidendy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	1 139,5	991,3	981,3	1 607,8	1 632,2	1 654,1	1 672,9	1 688,1	1 701,2	1 713,3	1 724,2	1 733,9	1 743,3
WNiP	462,8	437,9	420,7	424,8	405,6	387,5	370,4	354,4	339,4	325,6	312,8	300,9	290,0
RzAT	627,5	514,0	519,5	454,8	481,7	504,8	524,2	540,4	555,0	568,8	581,6	593,2	604,5
Prawo do użytkowania aktywów	0,0	0,0	0,0	545,1	552,8	560,8	568,0	573,8	577,9	580,6	581,9	582,2	581,3
Inwestycje rozl.metodą praw własności	21,4	7,8	11,3	151,4	160,3	169,3	178,4	187,7	197,1	206,6	216,2	225,9	235,7
Pozostałe aktywa trwałe	27,7	31,6	29,9	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
Aktywa obrotowe	429,9	414,4	418,5	468,4	456,7	455,1	460,5	467,4	474,8	481,6	486,8	490,1	490,2
Zapasy	33,8	34,8	35,8	37,5	38,9	41,1	43,1	44,8	46,2	47,7	49,0	50,4	51,8
Należności krótkoterminowe	254,4	253,6	226,8	237,9	246,7	260,7	273,4	283,8	293,1	302,1	310,8	319,5	328,1
Gotówka	50,2	19,2	33,0	118,6	96,8	79,0	69,6	64,5	61,2	57,5	52,6	46,0	36,1
Pozostałe	91,6	106,8	123,0	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3	74,3
Kapitał własny	1 117,3	1 014,7	996,2	991,9	1 004,7	1 022,9	1 047,0	1 073,0	1 100,1	1 127,3	1 153,4	1 177,6	1 199,3
Zobowiązania długoterminowe	128,4	106,4	115,0	768,1	764,0	756,5	748,3	738,7	727,4	714,7	700,6	685,5	669,2
Zadłużenie	96,6	86,7	97,8	750,4	746,4	738,9	730,7	721,1	709,8	697,1	683,0	667,8	651,6
Pozostałe zob. długoterminowe	31,8	19,7	17,2	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Zobowiązania krótkoterminowe	323,7	284,6	288,7	316,1	320,3	329,8	338,0	343,8	348,5	352,9	356,9	361,0	364,9
Zadłużenie	48,8	29,2	34,8	45,4	40,5	35,7	30,8	25,9	21,1	16,2	11,3	6,5	1,6
Zob.handlowe	160,9	231,9	232,9	244,4	253,4	267,8	280,8	291,5	301,0	310,3	319,2	328,1	337,0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	114,0	23,6	20,9	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 197,4	1 241,4	1 311,9	1 376,0	1 428,2	1 475,0	1 520,3	1 564,1	1 607,6	1 650,9
Wynik brutto ze sprzedaży	349,2	350,8	363,7	385,1	414,7	443,0	469,9	489,6	507,3	523,7	539,1	554,0	568,6
Koszty sprzedaży	226,1	206,1	206,6	203,5	207,1	217,7	227,0	235,1	242,4	249,7	256,8	263,9	271,1
Koszty zarządu	125,2	131,4	141,1	141,0	143,5	150,9	157,3	163,0	168,0	173,0	178,0	182,9	187,9
Wynik netto ze sprzedaży	-2,1	13,2	16,0	40,6	64,0	74,4	85,5	91,5	96,8	101,0	104,3	107,1	109,5
Saldo PPO-PKO	18,8	-86,3	-15,2	-2,7	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5
EBITDA MSSF 16	-	-	-	180,4	200,6	212,9	226,0	233,7	240,7	246,4	251,2	255,5	259,4
EBITDA MSR 17	114,9	30,0	88,5	110,0	131,5	142,8	155,6	164,0	171,8	178,5	184,3	189,6	194,4
EBIT MSSF 16	-	-	-	37,8	61,4	71,7	82,7	88,5	93,7	97,8	101,0	103,7	106,1
EBIT MSR 17	16,7	-73,0	0,9	31,7	53,6	63,8	75,4	82,7	89,6	95,1	99,6	103,5	106,9
Saldo finansowe	-15,0	2,5	20,8	-22,3	-23,0	-23,5	-23,7	-23,6	-23,3	-22,8	-22,3	-21,8	-21,4
Wynik z jv	-1,5	-4,7	-0,8	8,0	8,9	9,0	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	9,7	9,8
Wynik brutto	0,2	-75,2	20,9	23,6	47,3	57,3	68,1	74,1	79,8	84,5	88,3	91,6	94,5
Wynik netto	-13,2	-79,3	9,4	18,7	38,3	46,4	55,1	60,0	64,7	68,4	71,5	74,2	76,5
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	97,0	77,3	81,1	185,4	190,5	200,2	211,4	218,3	224,3	229,2	233,3	237,0	240,3
CF inwestycyjny	-28,7	-41,2	-19,8	-169,2	-85,7	-84,0	-82,6	-81,4	-81,9	-83,3	-84,6	-85,8	-87,8
CF finansowy	-49,3	-67,0	-47,5	69,4	-126,6	-134,1	-138,2	-142,0	-145,8	-149,6	-153,5	-157,8	-162,4
CF netto	19,0	-31,0	13,8	85,6	-21,8	-17,9	-9,3	-5,1	-3,3	-3,7	-4,9	-6,7	-9,9
Środki pieniężne na początek okresu	31,2	50,2	19,2	33,0	118,6	96,8	79,0	69,6	64,5	61,2	57,5	52,6	46,0
Środki pieniężne na koniec okresu	50,2	19,2	33,0	118,6	96,8	79,0	69,6	64,5	61,2	57,5	52,6	46,0	36,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	0,8%	-2,7%	-2,1%	4,9%	3,7%	5,7%	4,9%	3,8%	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%
EBITDA zmiana r/r	-4,8%	-73,9%	195,3%	103,8%	11,2%	6,2%	6,1%	3,4%	3,0%	2,4%	1,9%	1,7%	1,5%
EBIT zmiana r/r	-10,9%	-537,8%	-101,2%	4224,4%	62,3%	16,7%	15,3%	7,0%	5,9%	4,4%	3,3%	2,7%	2,2%
Wynik netto zmiana r/r	-186,1%	501,4%	-111,8%	99,0%	105,5%	21,0%	18,9%	8,9%	7,7%	5,8%	4,5%	3,8%	3,2%
Marża EBITDA	9,6%	2,6%	7,8%	15,1%	16,2%	16,2%	16,4%	16,4%	16,3%	16,2%	16,1%	15,9%	15,7%
Marża EBIT	1,4%	-	0,1%	3,2%	4,9%	5,5%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%
Marża brutto	0,0%	-	1,8%	2,0%	3,8%	4,4%	4,9%	5,2%	5,4%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%
Marża netto	-	-	0,8%	1,6%	3,1%	3,5%	4,0%	4,2%	4,4%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%
ROE	-	-	0,9%	1,9%	3,8%	4,5%	5,3%	5,6%	5,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%
ROA	-	-	0,7%	0,9%	1,8%	2,2%	2,6%	2,8%	3,0%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%
Dług	145,4	115,9	132,6	795,8	786,9	774,6	761,5	747,0	730,9	713,3	694,4	674,3	653,2
D/(D+E)	11,5%	10,2%	11,8%	44,5%	43,9%	43,1%	42,1%	41,0%	39,9%	38,8%	37,6%	36,4%	35,3%
D/E	13,0%	11,4%	13,3%	80,2%	78,3%	75,7%	72,7%	69,6%	66,4%	63,3%	60,2%	57,3%	54,5%
Odsetki/EBIT	111,9%	-14,8%	1019,9%	66,2%	45,1%	38,1%	32,5%	29,8%	27,6%	25,8%	24,4%	23,1%	21,9%
Dług/Kapitał własny	13,0%	11,4%	13,3%	80,2%	78,3%	75,7%	72,7%	69,6%	66,4%	63,3%	60,2%	57,3%	54,5%
Dług netto MSSF 16	15,2	3,9	-22,8	603,3	616,1	621,7	617,9	608,5	595,7	581,9	567,8	554,4	543,2
Dług netto MSR 17	15,2	3,9	-22,8	61,8	63,3	60,9	50,0	34,8	17,8	1,3	-14,1	-27,7	-38,1
Dług netto/Kapitał własny	1,4%	0,4%	-2,3%	60,8%	61,3%	60,8%	59,0%	56,7%	54,2%	51,6%	49,2%	47,1%	45,3%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	-	-	-	334,4%	307,2%	291,9%	273,4%	260,3%	247,5%	236,1%	226,0%	217,0%	209,4%
Dług netto/EBITDA MSR 17	13,2%	12,8%	-25,8%	56,2%	48,1%	42,7%	32,1%	21,2%	10,4%	0,7%	-7,7%	-14,6%	-19,6%
Dług netto/EBIT	-	-	-	1594,4%	1003,4%	867,2%	747,6%	687,9%	635,6%	594,8%	562,2%	534,4%	512,1%
Dług netto/EBIT MSR 17	91,2%	-5,3%	-	194,9%	118,0%	95,5%	66,2%	42,1%	19,9%	1,3%	-14,2%	-26,8%	-35,6%
EV	630,1	618,7	592,1	1 218,2	1 231,0	1 236,5	1 232,8	1 223,4	1 210,6	1 196,7	1 182,7	1 169,3	1 158,1
Dług/EV	23,1%	18,7%	22,4%	65,3%	63,9%	62,6%	61,8%	61,1%	60,4%	59,6%	58,7%	57,7%	56,4%
CAPEX/Przychody	7,4%	6,0%	7,3%	13,2%	12,5%	11,7%	11,1%	10,6%	10,2%	9,9%	9,7%	9,4%	9,3%
CAPEX/Amortyzacja	90,6%	68,0%	95,5%	110,8%	111,2%	109,1%	106,7%	104,1%	102,6%	101,8%	100,9%	100,0%	99,7%
Amortyzacja/Przychody	8,2%	8,8%	7,7%	11,9%	11,2%	10,8%	10,4%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	9,4%	9,3%
Zmiana KO/Przychody	1,5%	6,1%	2,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	191,9%	-214,8%	-110,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	-46,6	-7,8	65,6	32,9	16,0	13,3	11,1	10,2	9,5	9,0	8,6	8,3	8,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/CE	5,3	18,8	3,7	2,9	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,3
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	6,8	6,1	5,8	5,5	5,2	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5
EV/EBITDA MSR 17	5,5	20,6	6,7	6,2	5,2	4,7	4,3	4,0	3,7	3,5	3,3	3,1	3,0
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	32,2	20,0	17,2	14,9	13,8	12,9	12,2	11,7	11,3	10,9
EV/EBIT MSR 17	37,8	-8,5	676,6	21,3	12,6	10,6	8,8	7,9	7,1	6,5	6,0	5,7	5,4
EV/S	0,5	0,5	0,5	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
BVPS	24,0	21,8	21,4	21,3	21,6	22,0	22,5	23,0	23,6	24,2	24,8	25,3	25,7
EPS	-0,3	-1,7	0,2	0,4	0,8	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
CEPS	2,5	0,7	3,5	4,5	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,0
Dywidenda [mln PLN]	35,7	0,0	23,3	23,3	25,6	28,2	31,0	34,1	37,5	41,3	45,4	49,9	54,9
DPS	0,8	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
Dyield	5,8%	0,0%	3,8%	3,8%	4,2%	4,6%	5,0%	5,5%	6,1%	6,7%	7,4%	8,1%	8,9%
Payout ratio	233,4%	0,0%	-29,4%	248,3%	137,3%	73,5%	66,8%	61,8%	62,5%	63,8%	66,3%	69,8%	74,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 13,2 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny, energetyka

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji na temat spółki*:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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	trzymaj	10,2	07.02.2014		9,3	52 139
Kupuj	10,2	trzymaj	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 (wyplacona dywidenda 1 PLN/akcję)	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

*do 26.05.2017 autorem raportów był Maciej Bobrowski, a od 28.06.2019 jest A. Górniak

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 (zasieg 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 2Q'19*:			, 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%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 jakiegokolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 wahaniom 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 poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 01.07.2019 roku (09:12 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.07.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendację 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.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 01.07.2019 roku:

- 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 nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 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.
- Nie 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.

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 zaistnieć 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.