



Dom Maklerski BDM S.A.

## AGORA

### RAPORT ANALITYCZNY

**Wznaviamy pokrycie analityczne i wydajemy dla walorów Agory zalecenie Kupuj z ceną docelową 10,16 PLN/akcję, czyli 78% powyżej obecnego kursu rynkowego. Oceniamy, że Agora jest w bardzo ciekawym momencie. Po wielu, wielu latach nieustannych perturbacji spółka według naszych założeń począwszy od 2023 roku ma szansę wejść w okres dynamicznej odbudowy wyników.**

W naszych założeniach przyjęliśmy, że EBIT spółki w 2023 roku wyniesie 54,6 mln PLN i w kolejnych dwóch latach widzimy potencjał do dalszego wzrostu (96,3 mln PLN w 2024 roku i 122,6 mln PLN w 2025 roku). Kluczowe znaczenie w istotnej budowie wyniku EBIT ma konsolidacja Eurozet od 1Q'23 (zakładamy, że Agora przed końcem 2024 roku będzie posiadała 100% pakiet w Eurozet). Na poziomie netto (przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej) nasza symulacja wskazuje, że Agora w najbliższych okresach także pokaże jakościową zmianę i po raz pierwszy od lat będzie w stanie pokazywać dodatnie wyniki w ujęciu rocznym! W 2023 roku zakładamy wynik netto rządu 17,5 mln PLN (dodatni odczyt głównie za sprawą aktualizacji wartości posiadanych udziałów w Eurozet w 1Q'23). W kolejnych dwóch latach (już bez zdarzeń jednorazowych) liczymy na zysk netto na poziomie odpowiednio 10,1 i 38,4 mln PLN.

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

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

Na początku lutego'23 zarząd Agory przedstawił akcjonariuszom propozycje reorganizacji struktury grupy. Projekt polega na wyodrębnieniu poszczególnych obszarów z dotychczasowej struktury do spółek zależnych (zmiany mają objąć m.in. takie obszary jak HR, IT, Prasa Drukowana i Cyfrowa, Wydawnictwo). NWZA w dniu 27 marca 2023 roku przyjęło zaproponowane projekty uchwał (po korektach). Według nas, nakreślone przez zarząd Agory zmiany w średnim terminie mogą być kluczowe w osiągnięciu celu jakim jest podniesienie efektywności działania grupy i poprawa rentowności posiadanych aktywów.

Czekamy również na nowe założenia strategii średnioterminowej Agory. Prezes spółki zapowiedział podczas konferencji wynikowej za 4Q'22, iż strategia może być zaprezentowana inwestorom w ciągu kilku najbliższych tygodni.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody razem [mln PLN]	836	966	1 113	1 422	1 559	1 651
EBITDA skor. [mln PLN]	89	128	143	219	263	292
EBIT [mln PLN]	-111,7	-41,9	-64,8	54,6	96,3	122,6
Wynik netto [mln PLN]	-117,2	-44,5	-102,7	17,5	10,1	38,4
P/E	---	---	---	15,4	26,7	7,0
EV/EBITDA	11,3	7,4	7,0	5,0	4,9	4,4
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	0%	0%	9%

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

## KUPUJ

(WZNOWIENIE POKRYCIA ANALITYCZNEGO)

**WYCENA 10,16 PLN**

28 MARZEC 2023, 10:05 CEST

Wycena końcowa [PLN]	10,16
Wycena DCF [PLN]	10,31
Wycena mnożnikowa [PLN]	10,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+78%

Cena rynkowa [PLN]	5,7
Kapitalizacja [mln PLN]	266
Ilość akcji [mln szt.]	46,6

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,31
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,34

Zmiana kursu za 3 mc	19%
Zmiana kursu za 6 mc	14%
Zmiana kursu za 12 mc	-21%
Zmiana kursu YTD	19%

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

#### Autor raportu:

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



## SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI SKONSOLIDOWANE AGORY ZA 4Q'22 ORAZ 2022 .....	8
DŁUG FINANSOWY .....	11
PROPOZYCJA ZMIAN W STRUKTURZE ORGANIZACYJNEJ AGORY.....	12
PRZEJĘCIE KONTROLI NAD EUROZET.....	13
PROGNOZA NA 2023 I KOLEJNE OKRESY.....	14

## WYCENA I PODSUMOWANIE

**Wznawiamy pokrycie analityczne i wydajemy dla walorów Agory zalecenie Kupuj z ceną docelową 10,16 PLN/akcję, czyli 78% powyżej obecnego kursu rynkowego. Oceniamy, że Agora jest w bardzo ciekawym momencie. Po wielu, wielu latach nieustannych perturbacji spółka według naszych założeń począwszy od 2023 roku ma szansę wejść w okres dynamicznej odbudowy wyników.**

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 10,31 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,5x) na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 10,0 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 10,16 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

### Podsumowanie wyceny Agora

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	10,31
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	10,00
<b>C = (A*50%+B*50%)</b>	<b>Wycena końcowa [PLN/akcję]</b>	<b>10,16</b>

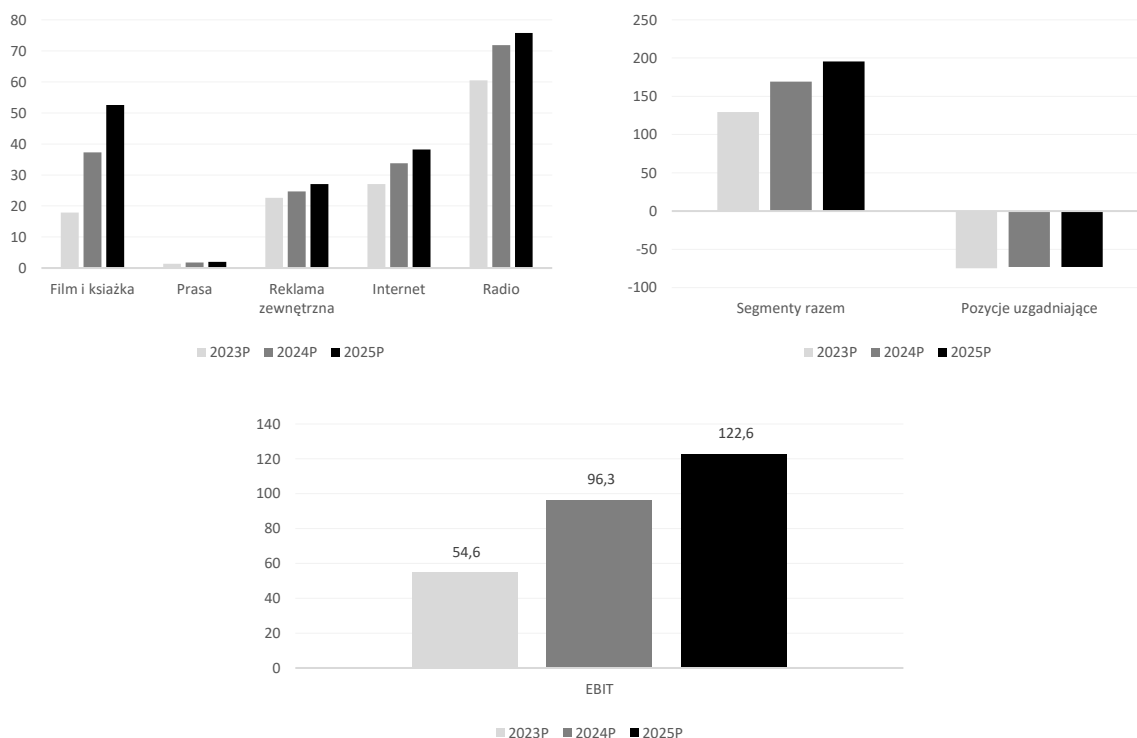
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszych założeniach przyjęliśmy, że EBIT spółki w 2023 roku wyniesie 54,6 mln PLN i w kolejnych dwóch latach widzimy potencjał do dalszego wzrostu (96,3 mln PLN w 2024 roku i 122,6 mln PLN w 2025 roku). Kluczowe znaczenie w istotnej budowie wyniku EBIT ma konsolidacja Eurozet od 1Q'23 (zakładamy, że Agora przed końcem 2024 roku będzie posiadała 100% pakiet w Eurozet). Na poziomie netto (przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej) nasza symulacja wskazuje, że Agora w najbliższych okresach także pokaże jakościową zmianę i po raz pierwszy od lat będzie w stanie pokazywać dodatnie wyniki w ujęciu rocznym! W 2023 roku zakładamy wynik netto rzędu 17,5 mln PLN (dodatni wynik głównie za sprawą aktualizacji wartości posiadanych udziałów w Eurozet w 1Q'23). W kolejnych dwóch latach (już bez zdarzeń jednorazowych) liczymy na zysk netto na poziomie odpowiednio 10,1 mln PLN i 38,4 mln PLN.

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

Czekamy również na nowe założenia strategii średnioterminowej Agory. Prezes spółki zapowiedział podczas konferencji wynikowej za 4Q'22, iż strategia może być zaprezentowana inwestorom w ciągu kilku najbliższych tygodni.

Przyjęte w modelu założenia odbudowy EBIT dla segmentów operacyjnych i na poziomie Agory na lata 2023-2025 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Potencjalne impulsy wzrostowe dla wyceny:



- Udana konsolidacja Eurozet i walka o pozycję lidera na rynku radiowym
- Powrót do "stolika z tortem reklamowym" jako równoprawny podmiot medialny
- Zmiany w strukturze organizacyjnej Agory skutkujące optymalizacją kosztową i operacyjną
- Trwała i szybka odbudowa frekwencji kinowej w Polsce
- Przyspieszenie wdrożenia przez Yieldbird nowego produktu

Potencjalne impulsy dla obniżenia wyceny:



- Słaby rynek reklamy w Polsce w kolejnych latach
- Utrzymująca się niska frekwencja w kinach (w ujęciu rocznym) i długi proces wygaszania obiektów kinowych

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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

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

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

Spółka na przestrzeni ostatnich lat znacząco uszczupliła posiadane saldo gotówki. W 2022 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia łącznie wyniosły 36,5 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 23,8 mln PLN. W kolejnych dwóch latach spodziewamy się, że koszt obsługi zadłużenia może wynieść 52-56 mln PLN (razem z odsetkami od leasingu MSSF 16). Na koniec 2022 roku zadłużenie grupy Agora z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ok 797 mln PLN (na koniec grudnia 2021 było to ok 807 mln PLN, a na koniec 2020 roku 868 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z MSSF 16 stanowiły 662 mln PLN. Dług finansowy bez uwzględnienia MSSF 16 na koniec 2022 roku wyniósł ok 135 mln PLN. Jednocześnie saldo gotówki w spółce wyniosło prawie 70 mln PLN.

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

## WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 6,0%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,2 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu, przy czym w wyliczeniach D/E uwzględniamy strukturę długu bez uwzględnienia wpływu MSSF 16. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Agora.

W modelu amortyzacja została wykazana zgodnie z ujęciem jaki pokazuje spółka w CF (czyli po zastosowaniu MSSF 16), dlatego przy liczeniu przepływów uwzględniliśmy dodatkowo płatności leasingowe, które traktujemy jako wyływ operacyjny. Zwracamy też uwagę, że w pozycji Capex w roku 2023 i 2024 uwzględniliśmy zakup pakietu 11% i 49% w Eurozet.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% r/r i obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 15,32%.

Dług netto na koniec 2022 roku uwzględnia ujęcie bez zastosowania MSSF 16. Wycenę pomniejszyliśmy dodatkowo o wartość opcji put (na przejęcie aktywów mniejszościowych) oraz o inne szacowane udziały mniejszości (głównie strumień dywidend jaki mogą otrzymać akcjonariusze mniejszościowi Eurozet w 2023-2024).

**Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 10,31 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2023-03-28.**

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

	wzrost FCFF w okresie rezydualnym							
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	
10,82%	12,34	12,80	13,31	13,88	14,51	15,22	16,04	
12,32%	11,20	11,55	11,93	12,34	12,80	13,31	13,88	
13,82%	10,31	10,58	10,88	11,20	11,55	11,93	12,34	
<b>WACC</b>	<b>15,32%</b>	9,61	9,82	10,06	<b>10,31</b>	10,58	10,88	11,20
	16,82%	9,03	9,21	9,40	9,61	9,82	10,06	10,31
	18,32%	8,55	8,70	8,86	9,03	9,21	9,40	9,61
	19,82%	8,14	8,27	8,41	8,55	8,70	8,86	9,03

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 422,0	1 559,0	1 651,0	1 727,5	1 788,6	1 843,1	1 897,8	1 953,7	2 008,5	2 061,3
EBITDA [mln PLN]	218,8	263,2	292,3	317,1	334,4	349,1	362,0	377,1	388,7	400,0
EBIT [mln PLN]	54,6	96,3	122,6	144,5	158,6	169,6	172,1	184,9	199,0	209,3
NOPAT [mln PLN]	44,2	78,0	99,3	117,1	128,5	137,4	139,4	149,8	161,2	169,6
Amortyzacja [mln PLN]	164,2	166,9	169,7	172,6	175,8	179,4	189,9	192,2	189,7	190,7
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-15,4	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-115,1	-286,5	-88,2	-95,2	-100,1	-104,2	-106,6	-109,1	-111,5	-113,8
Płatności leasingowe [mln PLN]	-95,0	-98,3	-95,4	-92,5	-89,7	-87,0	-84,4	-81,9	-79,4	-77,1
FCFF [mln PLN]	-17,1	-140,7	84,9	101,5	114,1	125,3	138,0	150,7	159,6	169,1
Suma PV FCFF [mln PLN]	298,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	325,2									
<b>Wartość firmy EV [mln PLN]</b>	<b>623,9</b>									
Dług netto 2022 eop [mln PLN]	65									
Inne korekty (opcje put + udziały mniejszości) [mln PLN]	79									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,0%
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>480,4</b>									WACC w okresie rezydualnym: 15,32%
Ilość akcji [mln szt.]	46,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>10,31</b>									

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ogółem zmiana r/r	28%	10%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Marża EBITDA	15%	17%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Marża EBIT	4%	6%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
CAPEX / Przychody	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
D / E	55%	83%	64%	51%	40%	30%	23%	17%	12%	8%
E / (E+D)	64%	55%	61%	66%	72%	77%	81%	85%	89%	93%
D / (E+D)	36%	45%	39%	34%	28%	23%	19%	15%	11%	7%
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta nielewarowana	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Beta lewarowana	1,6	1,7	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3
Kosz kapitału własnego	18,5%	20,3%	19,4%	18,7%	18,1%	17,4%	16,9%	16,5%	16,2%	15,9%
Kosz długu po opadkowaniu	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
WACC	14,9%	15,0%	15,1%	15,3%	15,4%	15,4%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 5,5x. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 466 mln PLN, czyli 10,0 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	1,69	4,46	7,23	10,00	12,77	15,54	18,31

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2023P	2024P
CYFRPLSAT	5,8	5,6
WIRTUALNA POLSKA	8,7	7,3
ATMGRUPA	4,1	3,9
NEW YORK TIMES	15,4	13,8
SCHIBSTED	19,1	15,9
INFORMA	12,1	10,5
PEARSON	8,4	7,8
WOLTERS KLUWER	17,0	16,0
ALPHABET	11,1	9,7
META PLATFORMS	9,3	8,0
CLEAR CHANNEL	12,9	11,9
JCDECAUX	13,7	11,8
LAMAR ADVERTIS	14,2	13,4
LAGARDERE SA	8,7	9,3
KINEPOLIS	9,6	8,4
CINEMARK	6,2	5,4
IMAX CORP	9,8	8,9
AMC ENTERTAINMEN	40,7	26,5

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023-2024 dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 11,1x oraz 9,5x.

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

Zwracamy też uwagę, że liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być Schibsted, dla którego szacunkowe prognozy wynoszą 19-15x EV/EBITDA. Innym przykładem może być The New York Times, gdzie inwestorzy akceptują wskaźniki EV/EBITDA rzędu 15,4-13,8x na lata 2023-2024.

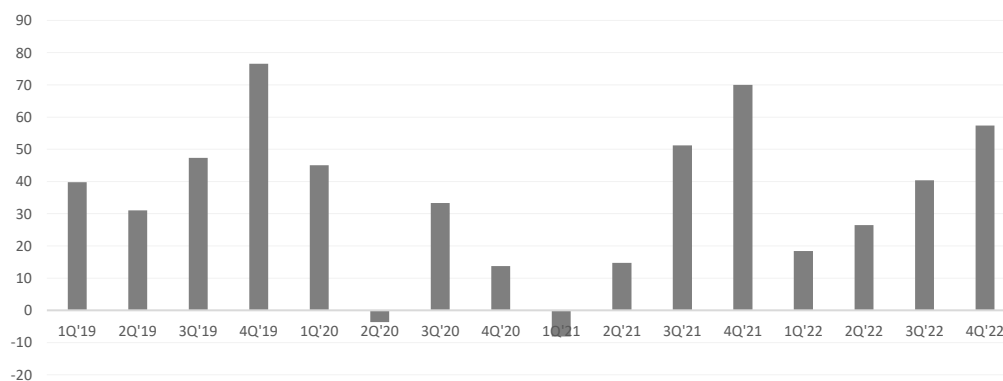
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI SKONSOLIDOWANE AGORY ZA 4Q'22 ORAZ 2022

### Najciekawsze w wynikach/raporcie okresowym:

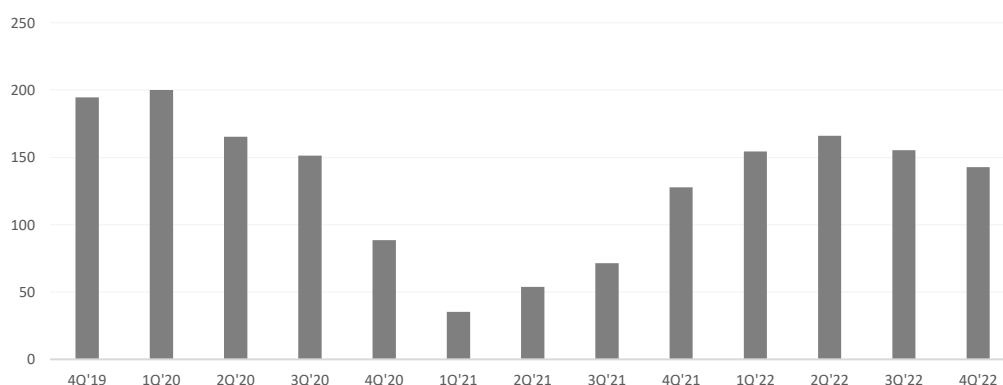
- Ostatni kwartał, czyli najważniejszy dla Agory okres w 2022 roku był słaby operacyjnie. W omawianym okresie było widać spadki przychodów na głównych pozycjach i jednocześnie Agora odczuwała wyższe koszty działalności.
- W 4Q'22 wzrost EBIT odnotował wyłącznie segment reklamy zewnętrznej. Płaski odczyt w ujęciu r/r pokazał segment radio. Erozja wyników objęła z kolei segment film i książka, internet oraz prasa.
- Na wyniki raportowane negatywny wpływ miały w 4Q'22 zdarzenia jednorazowe w postaci ujęcia kosztów restrukturyzacji (zwolnienia) w kwocie ok 5,3 mln PLN oraz odpisy aktualizujące głównie dotyczące segment prasa (łącznie w grupie wpływ za 4Q'22 netto to ok 47,2 mln PLN).
- Skorygowana EBITDA, wg naszych szacunków, wyniosła 57,3 mln PLN, co oznacza spadek o ponad 18% r/r (EBITDA bez MSSF 16 spadła o niemal 37% r/r do 31,6 mln PLN).
- Strata netto (przypisana akcjonariuszom jednostki dominującej) w 4Q'22 wniosła 31,4 mln PLN, a w analogicznym okresie 2021 roku był to zysk rzędu 22,2 mln PLN.

EBITDA skorygowana w poszczególnych kwartałach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skorygowana w poszczególnych kwartałach (ujęcie ostatnich czterech kwartałów)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



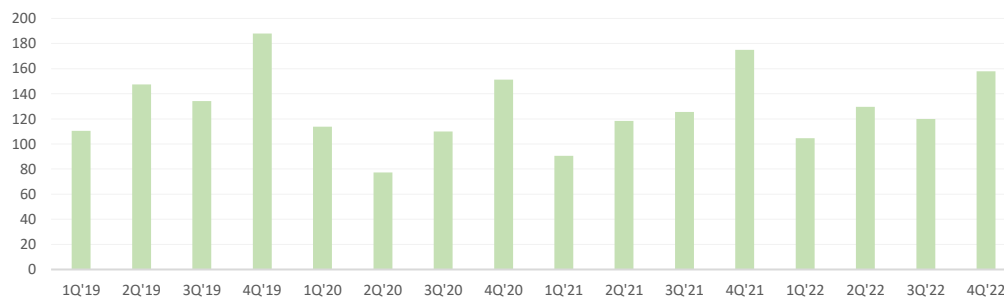
**Wyniki skonsolidowane za 4Q'22 [mln PLN]**

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	2021	2022	zmiana r/r
<b>Przychody</b>	<b>351,6</b>	<b>331,0</b>	<b>-5,9%</b>	<b>965,9</b>	<b>1 113,1</b>	<b>15,2%</b>
Sprzedaż usług reklamowych	174,9	157,8	-9,8%	509,4	511,9	0,5%
Sprzedaż biletów do kin	64,4	58,5	-9,2%	126,8	192,3	51,7%
Sprzedaż wydawnictw	39,5	38,6	-2,4%	142,8	136,9	-4,1%
Sprzedaż barowa w kinach	31,2	30,8	-1,4%	62,4	103,5	65,9%
Sprzedaż gastronomiczna	8,4	10,2	21,8%	28,7	38,3	33,5%
Przychody z działalności filmowej	6,3	7,9	25,6%	12,7	31,2	145,0%
Pozostała sprzedaż	26,9	27,2	1,1%	83,1	99,0	19,2%
<b>Koszty</b>	<b>-327,6</b>	<b>-361,5</b>	<b>10,4%</b>	<b>-1 007,7</b>	<b>-1 177,9</b>	<b>16,9%</b>
Usługi obce	-133,0	-107,2	-19,4%	-360,4	-384,0	6,5%
Koszty pracownicze	-91,4	-94,1	3,0%	-315,8	-365,4	15,7%
Zużycie mat. i energii	-32,5	-38,6	18,8%	-98,9	-140,8	42,4%
Amortyzacja	-41,5	-38,6	-6,9%	-161,4	-158,1	-2,0%
Reprezentacja i reklama	-17,0	-18,6	9,4%	-47,6	-57,7	21,2%
<b>EBIT</b>	<b>24,1</b>	<b>-30,5</b>	<b>-226,4%</b>	<b>-41,9</b>	<b>-64,8</b>	<b>54,9%</b>
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>70,0</b>	<b>57,3</b>	<b>-18,1%</b>	<b>127,8</b>	<b>142,7</b>	<b>11,7%</b>
Saldo finansowe	-0,4	0,9	---	-17,5	-47,4	171,3%
Udział w wyniku jedn. mpw	3,0	3,0	-0,1%	9,4	8,5	-8,8%
Wynik brutto	26,7	-26,5	---	-50,0	-103,7	107,5%
Podatek	-2,6	-4,0	52,3%	3,3	-2,0	---
<b>Wynik netto</b>	<b>24,1</b>	<b>-30,5</b>	<b>---</b>	<b>-46,6</b>	<b>-105,7</b>	<b>126,5%</b>
akcjonariuszy jedn. dominującej	22,2	-31,4	---	-44,5	-102,7	130,8%
udziały niekontrolujące	1,9	0,9	-53,5%	-2,1	-3,0	38,3%
<b>Dane skorygowane o wpływ MSSF 16</b>	<b>4Q'21</b>	<b>4Q'22</b>	<b>zmiana r/r</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>zmiana r/r</b>
Koszty operacyjne netto bez MSSF 16	-328,5	-367,9	12,0%	-993,0	-1 201,0	20,9%
EBIT bez MSSF 16	23,2	-36,9	---	-27,1	-87,9	224,2%
EBITDA bez MSSF 16	49,9	31,6	-36,7%	-73,8	-48,5	-34,3%
<b>EBIT w podziale na segmenty</b>	<b>4Q'21</b>	<b>4Q'22</b>	<b>zmiana r/r</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>zmiana r/r</b>
Film i książka	16,1	9,6	-40,2%	-23,2	16,0	-169,0%
Prasa	2,5	-46,4	---	16,1	-50,9	---
Reklama zewnętrzna	7,2	9,8	35,7%	-4,7	15,7	---
Internet	13,8	12,1	-12,3%	34,9	24,0	-31,2%
Radio	6,8	6,6	-2,1%	10,5	8,2	-21,7%
<b>Segmenty razem</b>	<b>46,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>---</b>	<b>33,6</b>	<b>13,0</b>	<b>-61,2%</b>
<b>Pozycje uzgadniające</b>	<b>-22,2</b>	<b>-22,2</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-75,4</b>	<b>-77,8</b>	<b>3,2%</b>
<b>Grupa razem</b>	<b>24,1</b>	<b>-30,5</b>	<b>---</b>	<b>-41,9</b>	<b>-64,8</b>	<b>54,9%</b>

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

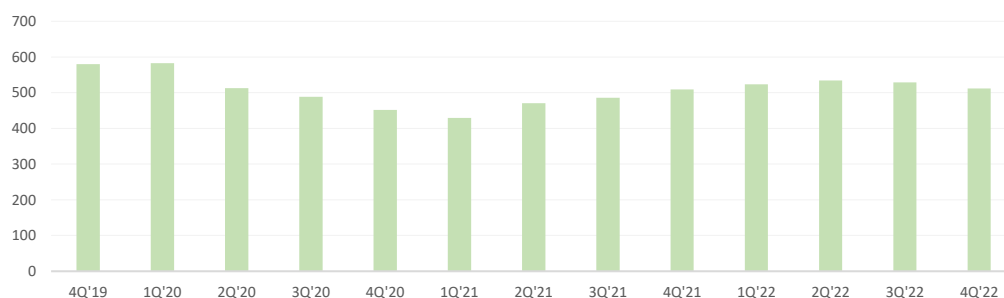
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody reklamowe w grupie Agora [mln PLN]**



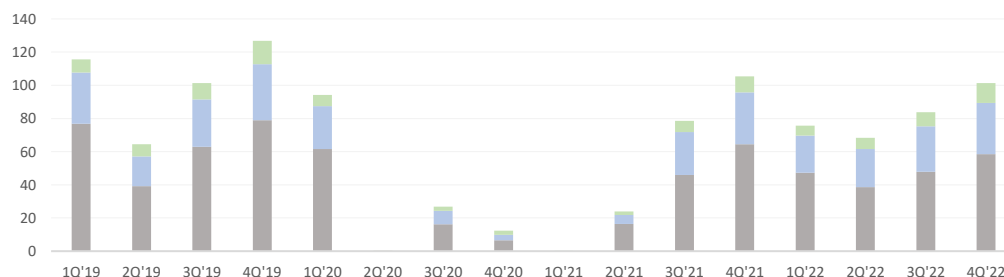
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody reklamowe w grupie Agora [mln PLN] – ujęcie LTM (ostatnich czterech kwartałów)**



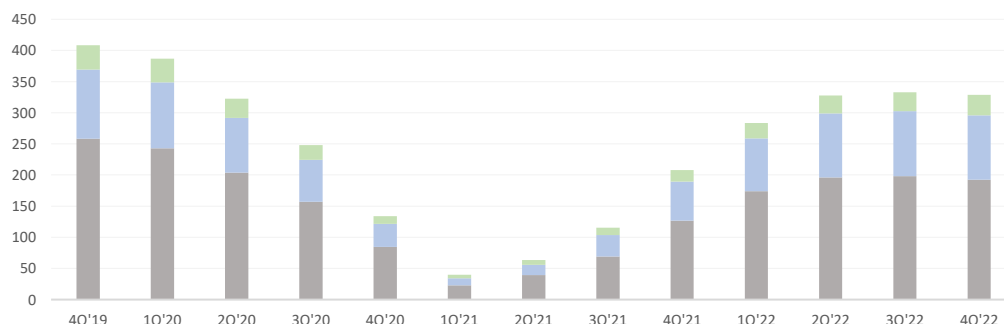
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody z działalności kinowej (sprzedaż biletów, bary kinowe, reklama) - ujęcie LTM (ostatnich czterech kwartałów)**



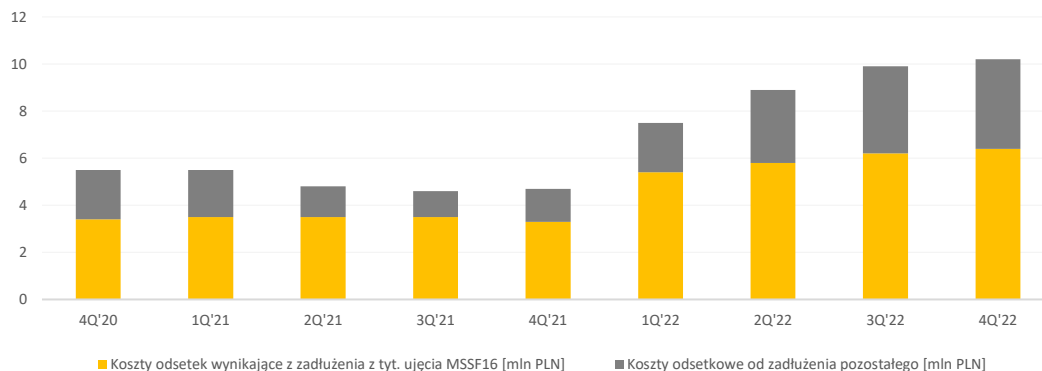
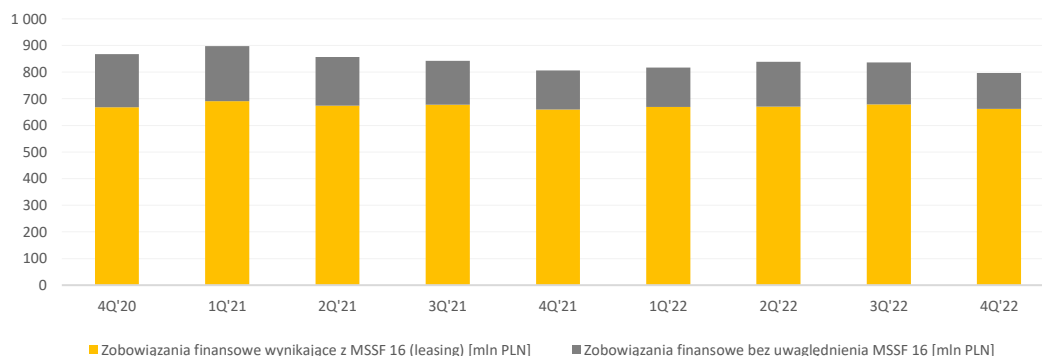
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## DŁUG FINANSOWY

Na koniec 2022 roku zadłużenie grupy Agora z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ok 797 mln PLN (na koniec grudnia 2021 było to ok 807 mln PLN, a na koniec 2020 roku 868 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z MSSF 16 stanowiły 662 mln PLN. Dług finansowy bez uwzględnienia MSSF 16 na koniec 2022 roku wyniósł ok 135 mln PLN. Jednocześnie saldo gotówki w spółce wyniosło prawie 70 mln PLN.

W 2022 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia łącznie wyniosły 36,5 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznane z zastosowaniem MSSF 16 przypadało 23,8 mln PLN.

### Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



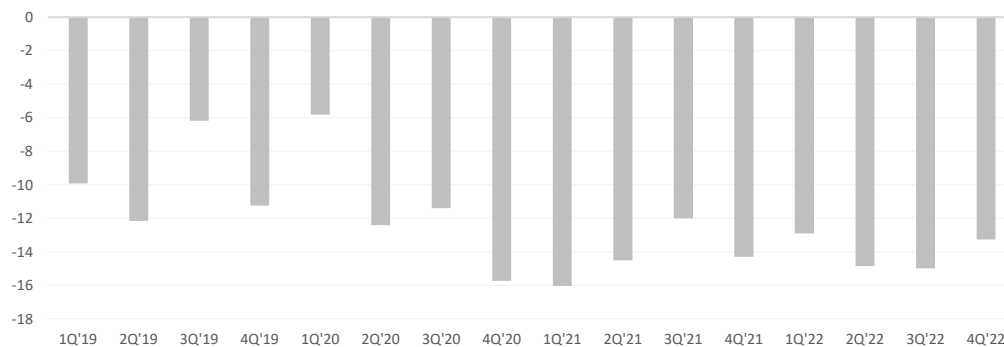
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROPOZYCJA ZMIAN W STRUKTURZE ORGANIZACYJNEJ AGORY

Na początku lutego br. zarząd spółki przedstawił akcjonariuszom propozycje reorganizacji struktury grupy. Projekt polega na wyodrębnieniu poszczególnych obszarów z dotychczasowej struktury do spółek zależnych (zmiany mają objąć m.in. takie obszary jak HR, IT, Prasa Drukowana i Cyfrowa, Wydawnictwo). NWZA z dnia 27 marca 2023 r. odu przyjęło zaproponowane projekty uchwał (po korektach). Według nas, nakreślone przez zarząd Agory zmiany w średnim terminie mogą być kluczowe w osiągnięciu celu jakim jest podniesienie efektywności działania grupy i poprawa rentowności posiadanych aktywów.

Jak czytamy w uzasadnieniu projektu uchwał na NWZA, „... zmiana ma na celu ujednoczenie zasad zarządzania w ramach GK Agora w taki sposób, aby zarządzający wszystkimi biznesami i segmentami wsparcia w Grupie funkcjonowali w ramach tych samych zasad pełnej odpowiedzialności za realizację strategii....” Liczymy, że skutkiem zmian będzie zatem dalsza optymalizacja kosztowa i operacyjna Agory. Bowiern zwracamy m.in. uwagę na dotychczasowe raportowanie wyników spółki i dostrzegamy, że od lat największą pozycją w wyniku są pozycje nieprzypisane bezpośrednio do segmentów. W ramach pozycji uzgadniających spółka w latach 2021-2022 wykazywała średniorocznie ok 56 mln PLN kosztów, które nie zostały alokowane do wyodrębnionych segmentów.

Nieprzypisane koszty do segmentów biznesowych w ramach grupy Agora [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PRZEJĘCIE KONTROLI NAD EUROZET

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

Pakiet 11% udziałów, który pozwolił na osiągnięcie progu 51% w kapitale Eurozet został wyceniony na ok 9,17 mln EUR, czyli ponad 43 mln PLN (ostateczna cena sprzedaży zostanie ustalona w oparciu o formułę określoną w umowie na podstawie sprawozdań finansowych grupy kapitałowej Eurozet za 2022 rok). Zwracamy uwagę, że jednocześnie Agora otrzymała pożyczkę od SFS Ventures (sprzedający udziały) w wysokości 9,17 mln EUR na zakup wspomnianych udziałów (pożyczka jest oprocentowana według stopy wynoszącej 9,5% rocznie).

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

Szacujemy, że w 2022 roku Eurozet wypracował następujące rezultaty:

- EBITDA >55 mln PLN
- EBIT > 47 mln PLN
- Wynik netto <38 mln PLN

Tym samym implikowane mnożniki transakcyjne są dla Agory, wg nas, racjonalne (P/E'22 ok 10,4x i EV/EBITDA ok 7,2x). Dodatkowo przypominamy, że Agora otrzymywała w ostatnich latach hojne strumienie dywidend z Eurozet. W latach 2020-2022 suma otrzymanych dywidend wyniosła 52 mln PLN:

	2020	2021	2022
Dywidendy otrzymane z Eurozet [mln PLN]	12	16	24

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

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

## PROGNOZA NA 2023 I KOLEJNE OKRESY

Oceniamy, że Agora jest w bardzo ciekawym momencie. Po wielu, wielu latach nieustannych perturbacji spółka według naszych założeń począwszy od 2023 roku ma szansę wejść w okres dynamicznej odbudowy wyników.

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

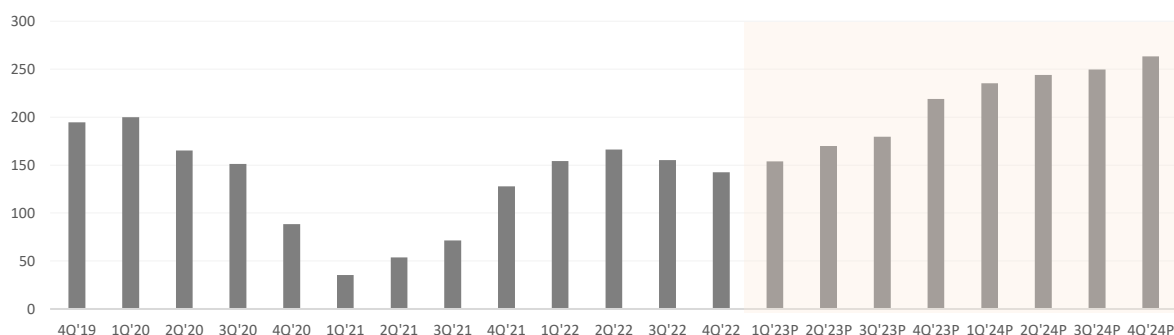
### Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>253,1</b>	<b>261,9</b>	<b>267,2</b>	<b>331,0</b>	<b>291,8</b>	<b>332,4</b>	<b>344,7</b>	<b>453,2</b>	<b>1 113,1</b>	<b>1 422,0</b>	<b>1 559,0</b>	<b>1 651,0</b>	<b>1 727,5</b>
Reklama	104,5	129,7	119,8	157,8	123,2	184,4	177,0	259,3	511,9	744,0	827,2	875,9	915,7
Bilety do kina	47,3	38,6	47,9	58,5	62,1	43,0	55,6	69,6	192,3	230,3	256,3	278,5	294,0
Sprzedaż wydawnictw	33,0	33,2	32,1	38,6	32,5	33,2	34,2	35,6	136,9	135,5	134,6	134,5	135,1
Bary kinowe	22,4	23,0	27,3	30,8	29,5	25,5	31,7	36,7	103,5	123,4	137,3	149,2	157,5
Sprzedaż gastronomiczna	7,8	10,0	10,2	10,2	8,4	10,8	10,9	11,0	38,3	41,1	44,2	47,5	51,1
Działalność filmowa	15,8	2,9	4,5	7,9	8,2	6,2	7,0	7,7	31,2	29,1	31,0	31,6	32,9
Pozostała sprzedaż	22,2	24,5	25,2	27,2	27,9	29,2	28,2	33,3	99,0	118,6	128,5	133,7	141,1
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>18,4</b>	<b>26,5</b>	<b>40,4</b>	<b>57,3</b>	<b>29,5</b>	<b>42,6</b>	<b>50,1</b>	<b>96,6</b>	<b>142,7</b>	<b>218,8</b>	<b>263,2</b>	<b>292,3</b>	<b>317,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>-22,7</b>	<b>-11,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-30,5</b>	<b>-9,3</b>	<b>0,9</b>	<b>8,3</b>	<b>54,8</b>	<b>-64,8</b>	<b>54,6</b>	<b>96,3</b>	<b>122,6</b>	<b>144,5</b>
Film i książka	-1,0	-6,2	13,6	9,6	7,1	-6,0	1,7	15,1	16,0	17,9	37,3	52,6	61,4
Prasa	-2,1	0,4	-2,8	-46,4	-1,6	-0,2	1,6	1,7	-50,9	1,4	1,8	1,9	2,6
Reklama zewnętrzna	-4,2	6,9	3,3	9,8	-1,8	7,6	5,8	11,0	15,7	22,6	24,7	27,0	31,0
Internet	3,6	4,5	3,8	12,1	2,6	3,8	4,4	16,3	24,0	27,1	33,7	38,2	42,6
Radio	-1,2	1,9	0,8	6,6	1,8	14,4	12,6	31,7	8,2	60,5	71,9	75,8	79,8
Segmenty razem	-5,0	7,5	18,8	-8,3	8,0	19,7	26,0	75,8	13,0	129,5	169,3	195,5	217,4
Pozycje uzgadniające	-17,7	-19,3	-18,7	-22,2	-17,3	-18,8	-17,7	-21,1	-77,8	-74,9	-73,0	-72,9	-72,9
<b>Saldo finansowe</b>	<b>-13,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-29,8</b>	<b>0,9</b>	<b>34,3</b>	<b>-12,7</b>	<b>-14,0</b>	<b>-14,0</b>	<b>-47,4</b>	<b>-6,5</b>	<b>-56,0</b>	<b>-71,7</b>	<b>-68,6</b>
Wynik brutto	-34,9	-14,0	-28,2	-26,5	24,7	-12,1	-6,0	40,5	-103,7	47,0	39,4	50,9	75,9
Wynik netto	-33,1	-17,6	-24,5	-30,5	20,0	-12,1	-6,0	32,8	-105,7	34,7	29,2	41,2	61,5
<b>akcjonariuszy jedn. dom.</b>	<b>-31,8</b>	<b>-14,0</b>	<b>-23,5</b>	<b>-31,4</b>	<b>19,0</b>	<b>-16,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>26,0</b>	<b>-102,7</b>	<b>17,5</b>	<b>10,1</b>	<b>38,4</b>	<b>58,1</b>
udziały niekontrolujące	-1,3	-3,6	-1,0	0,9	1,0	4,6	4,8	6,8	-3,0	17,2	19,1	2,9	3,4

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Projekcja dla przyszłych odczytów EBITDA w ujęciu LTM dla Agory [mln PLN]

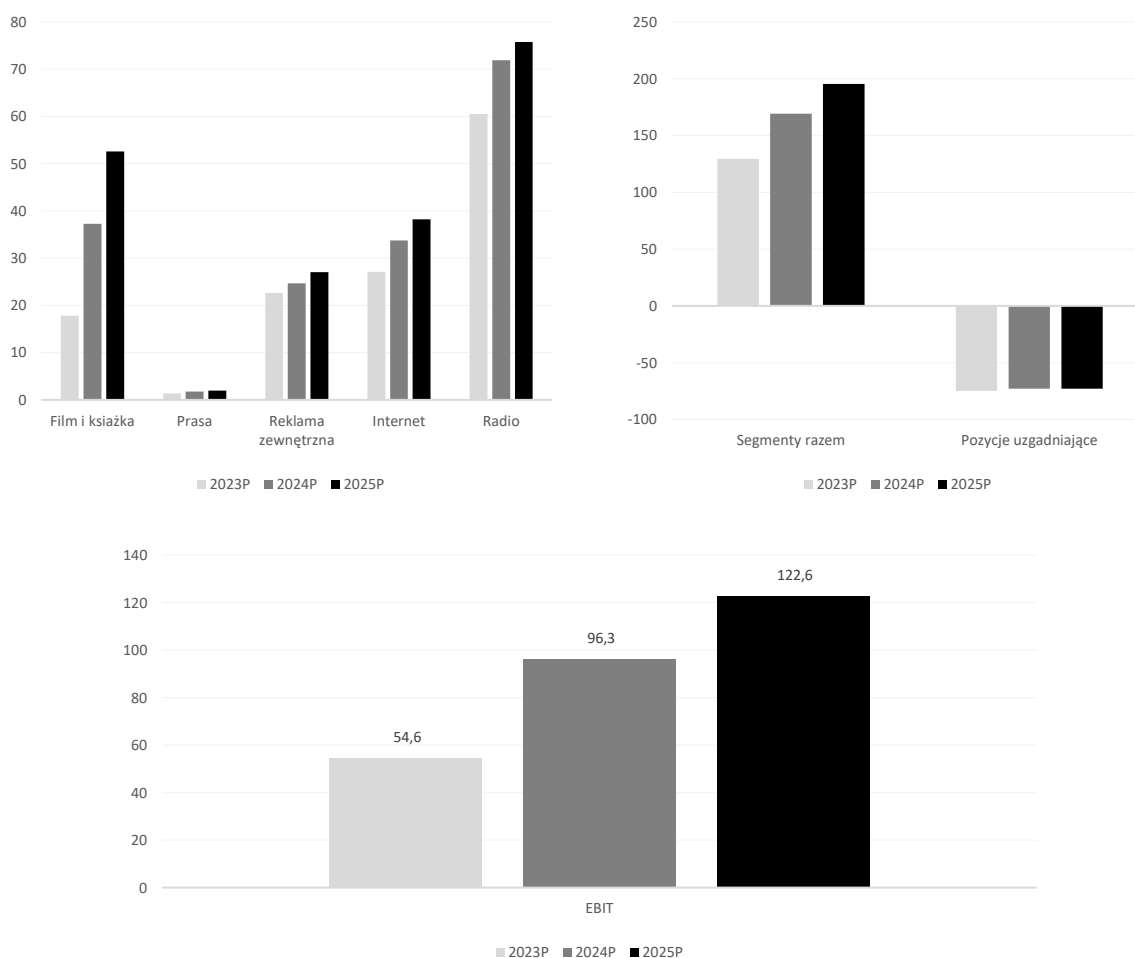


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszych założeniach przyjęliśmy, że EBIT spółki w 2023 roku wyniesie 54,6 mln PLN i w kolejnych dwóch latach widzimy potencjał do dalszego wzrostu (96,3 mln PLN w 2024 roku i 122,6 mln PLN w 2025 roku). Kluczowe znaczenie w istotnej budowie wyniku EBIT ma konsolidacja Eurozet od 1Q'23.

Na poziomie netto (wyniku przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej) nasza symulacja wskazuje, że Agora w najbliższych okresach także pokaże jakościową zmianę i po raz pierwszy od lat będzie w stanie pokazywać dodatnie wyniki w ujęciu rocznym! W 2023 roku zakładamy wynik netto rzędu 17,5 mln PLN (dodatni wynik głównie za sprawą aktualizacji wartości posiadanych udziałów w Eurozet w 1Q'23). W kolejnych dwóch latach (już bez zdarzeń jednorazowych) liczymy na zysk netto na poziomie odpowiednio 10,1 mln PLN i 38,4 mln PLN.

Przyjęte w modelu założenia odbudowy EBIT dla segmentów operacyjnych i na poziomie Agory na lata 2023-2025 [mln PLN]

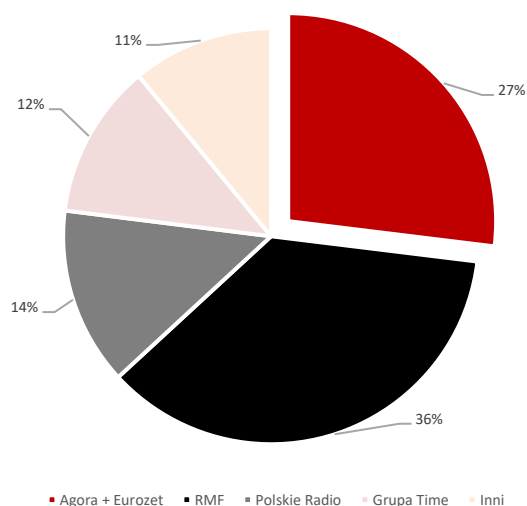


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Segment radio

Szacujemy, że Agora (razem w Eurozet) miała ok 27% udział w słuchalności w Polsce na koniec 2022 roku (aktualnie 7 anten Agory znajduje się wśród 20 najchętniej słuchanych stacji radiowych w Polsce). Tym samym dystans do lidera rynku, czyli RMF znacznie się zmniejszył. Dodatkowo przypominamy, że dotychczas w ramach segmentu radio, Agora nie posiadała jednej silnej anteny ogólnopolskiej i budowała biznes w oparciu o częstotliwości lokalne. Konsolidacja rynku radiowego spowodowała, że Agora według naszych szacunków pod względem zasięgów jest już blisko potencjału jaki ma grupa RMF (tygodniowe zasięgi). Jest to zatem zmiana jakościowa dla prowadzenia biznesu radiowego przez Agorę.

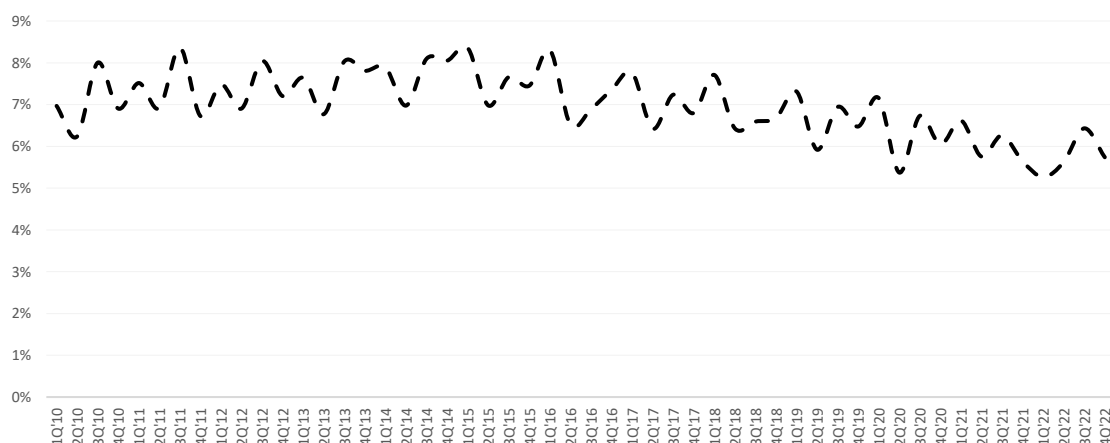
Udział poszczególnych grup w rynku radiowym w Polsce [stan na koniec 2022 roku]



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

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

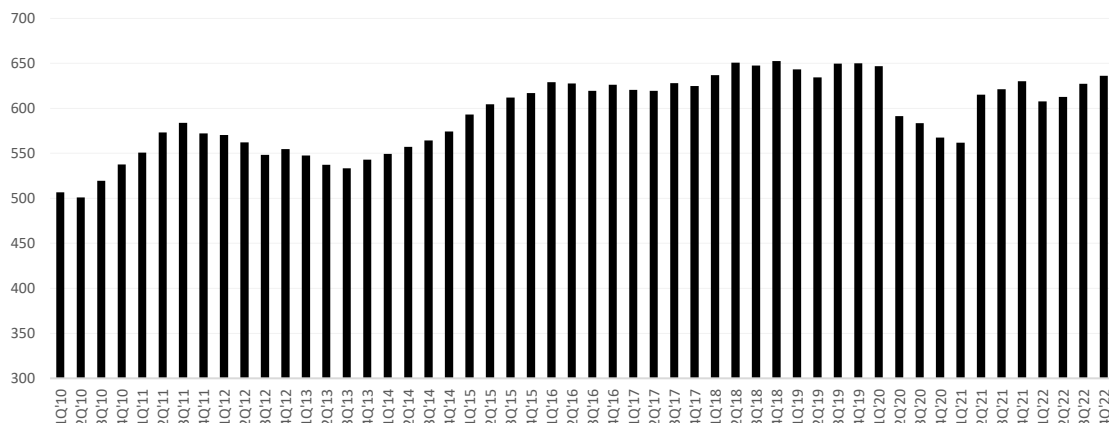
Szacunkowy udział reklamy radiowej w całym rynku reklamy w Polsce



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



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



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

W naszym modelu zakładamy, że Agora w kolejnych latach utrzyma obecnie posiadane udziały w rynku. Zdobycie nowych udziałów w rynku pozwoli nam w przyszłości na aktualizację założeń. Jednocześnie w modelu przyjmujemy założenie, że udział rynku reklamy radiowej w całym rynku reklamy będzie stabilny i w końcowych latach prognozy oscyluje w okolicy 5%.

Po konsolidacji Eurozet, w ramach kosztów pracowniczych oraz usług obcych (m.in. czynsze) widzimy obszary do optymalizacji. Zwracamy uwagę, że szacunkowe koszty usług obcych oraz koszty pracownicze w 2021 roku w Eurozet wyniosły ok 88 mln PLN, co stanowiło 59% łącznych kosztów rodzajowych. Przyjęliśmy w modelu, że od 2025 roku łączne koszty z tytułu działań optymalizacyjnych wyniosą ok 7 mln PLN rocznie.

Struktura kosztów rodzajowych w Eurozet [stan na koniec 2021 roku]

	mln PLN	udział
	2021	2021
Amortyzacja	8	6%
Usługi obce	44	29%
Koszty pracownicze	45	30%
Pozostałe	53	35%
Razem koszty rodzajowe	150	100%

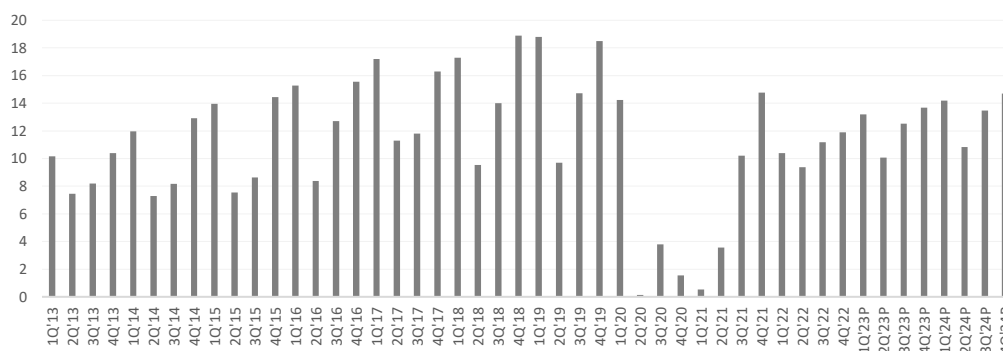
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Eurozet

Ogółem w skali całego 2023 roku prognozujemy (wg nas konserwatywnie), że EBIT segmentu radio wyniesie 60,5 mln PLN. W latach 2024-2025 przyjęliśmy założenie wzrostu EBIT odpowiednio do 71,9 mln PLN i 75,8 mln PLN.

## Segment film i książka

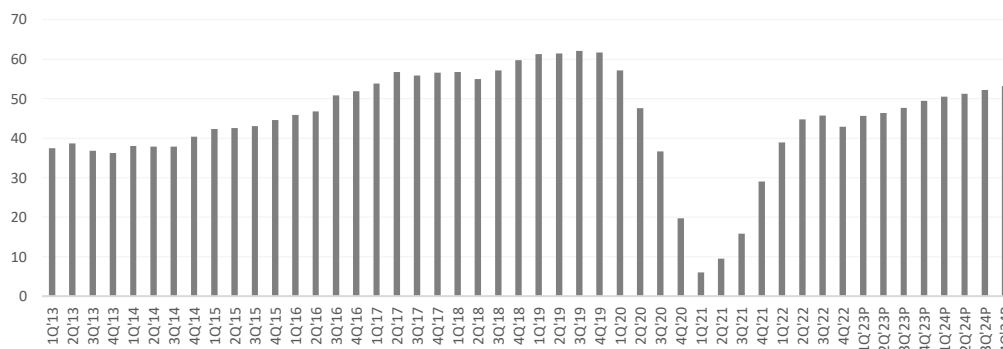
Rok 2022 był zmienny jeśli chodzi o dynamikę frekwencji kinowej w poszczególnych kwartałach. W pierwszym półroczu było widać bardzo wysoką dynamikę odbudowy, która przygasła odczuwalnie w 3Q'22, a w 4Q'22 rynek kinowy w Polsce skurczył się o ok 19% r/r. Niemniej zwracamy uwagę, że w ujęciu zannualizowanym następuje systematyczna odbudowa rynku kinowego w Polsce i na koniec 4Q'22 nasze szacunkowe dane wskazują, że liczba widzów wyniosła ok 42,8 mln (były to poziomy lepsze niż w 2014 roku i zarazem słabsze niż w 2015 roku). W naszej prognozie zakładamy, że kolejne dwa lata przyniosą dalszą odbudowę wolumenu rynku w Polsce i na koniec 2023 i 2024 roku przyjęliśmy w modelu wzrost do 49,5 mln i 53,2 mln widzów (oznacza to dynamikę r/r odpowiednio +15% i +8%). W kolejnych okresach utrzymujemy wolumen rynku w przedziale 45-55 mln widzów rocznie.

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



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

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



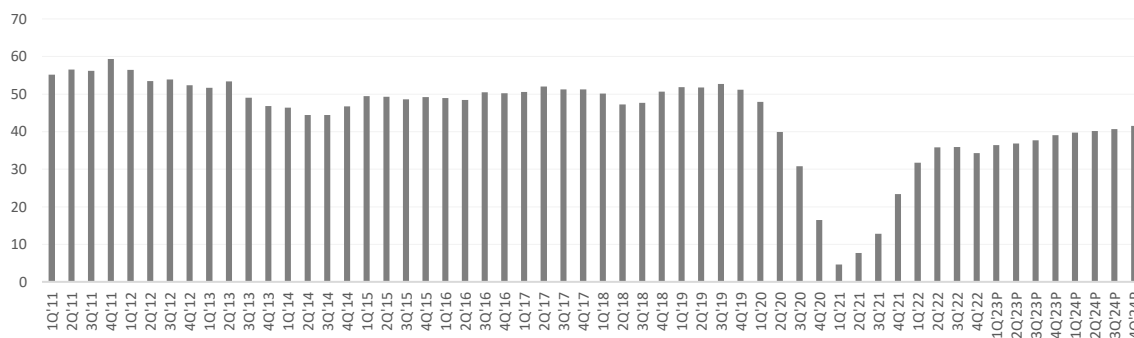
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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

Przy naszym założeniu, że rynek kinowy docelowo będzie oscylował w przedziale 45-55 mln widzów rocznie potencjalny proces wygaszenia części kin w Polsce jest wg nas nieuchronny (uwzględniając obecne wzrosty kosztów operacyjnych). Szacujemy, że Multikino działa w 45 lokalizacjach, natomiast Cinema City posiada 35 kin. Helios z kolei prowadzi multiplexy w 54 lokalizacjach (planowane jest 1 otwarcie w Koszalinie w 2023 roku). Zwracamy uwagę na ważną różnicę pomiędzy Helios a konkurentami, która dotyczy średniej liczby sal przypadającej na 1 multiplex. Ma to kluczowe znaczenie dla progu rentowności w obecnym otoczeniu gospodarczym (możolny proces odbudowy widowni i jednocześnie bolesny wzrost kosztów działania). Dlatego oceniamy, że przyjęty model standardowej sali kinowej przez Helios, czyli średnio 6 sal kinowych na obiekt, jest z perspektywy czasu zdecydowanie lepszym wariantem aniżeli obiekty składające się z kilkunastu sal (co miało sens ekonomiczny wiele lat temu).

Ostatnie kilkanaście lat wskazywało, że średnia zannualizowana frekwencja na 1 ekran w Helios wynosiła blisko 50 tys. widzów. W modelu przyjęliśmy, że w kolejnych dwóch latach frekwencja w przeliczeniu na 1 ekran Helios powróci ponad 40 tys. widzów. Docelowo po roku 2024 przyjęliśmy, że średnia frekwencja na 1 ekran wyniesie 46 tys. widzów.

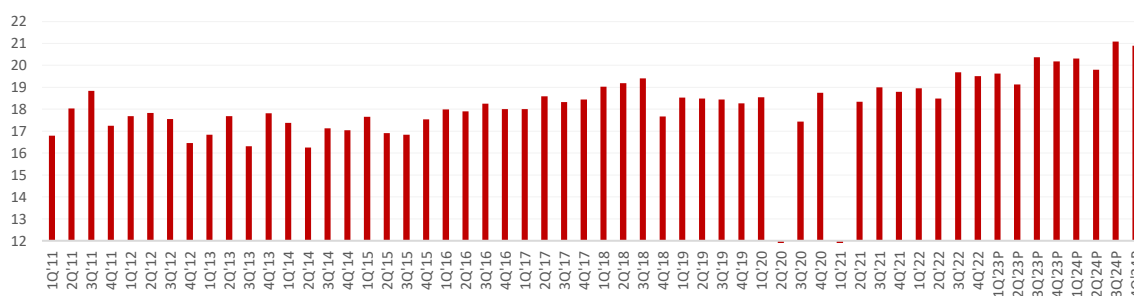
**Historyczna widownia w Helios w przeliczeniu na 1 ekran oraz prognoza BDM (ujęcie zannualizowane) [tys. widzów na ekran]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W modelu zwracamy uwagę na przykrą dla branży kinowej w Polsce historię średniej ceny biletów. Koszt jednego biletu na przestrzeni ponad 10 lat w Helios jest mniej więcej na podobnym poziomie. Przypominamy, że kilka lat temu (przed pandemią) w ramach rywalizacji operatorów kin obserwowaliśmy agresywne ruchy cenowe konkurencji, potem nastąpił okres pandemii i ostatnie lata to wreszcie walka światowych platform streamingowych o widzów. W naszym modelu przyjęliśmy, że średniorocznie w 2023-2024 cena biletów w Helios wzrośnie o ok 4% (ewentualne ograniczenie konkurencji pomiędzy multipleksami może pozytywnie wpłynąć na przyszłe dynamiki cen).

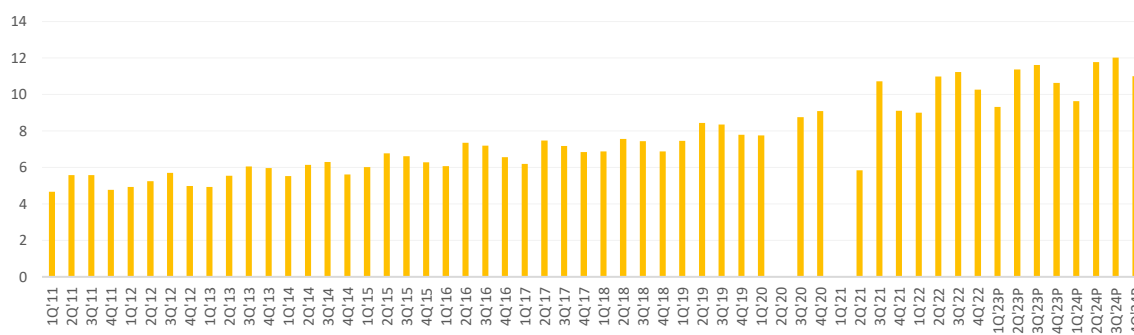
**Historyczna średnia cena biletów w Helios oraz prognoza BDM na kolejne okresy [PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kluczowe znaczenie dla biznesu kinowego ma rosnący przychód ze sprzedaży barów kinowych. W tej kategorii od kilkunastu lat widać dynamiczne wzrosty. W roku 2022 średni przychód z barów kinowych na widza wzrósł o niemal 12% r/r (w 2021 roku było to prawie 15%). W modelu założyliśmy, że średni przychód na jednego widza z barów kinowych w latach 2023-2024 wzrośnie o 3,5% r/r.

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

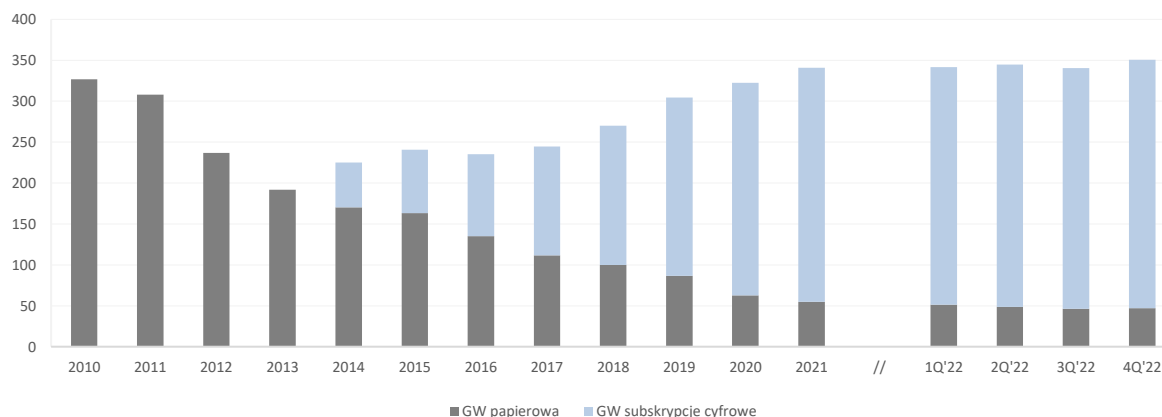


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Segment prasa

Na przestrzeni ostatnich lat model biznesowy Gazety Wyborczej (GW) uległ istotnemu przeobrażeniu. Po długich latach erozji rynku papierowego w 2022 roku doszło już do stabilizacji sprzedaży. W 4Q'22 GW wykazała nawet niewielki wzrost sprzedaży papierowej. W modelu przyjmujemy, że bieżące wolumeny papierowe dla GW powinny być już płaskie (chyba, że GW zdecyduje się na zmianę periodyzacji wydań papierowych i ograniczy ich ilość do kilku w tygodniu z akcentem na materiały opiniotwórcze, a bieżący kontent informacyjny będzie dostarczany wyłącznie za pośrednictwem wydań cyfrowych).

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



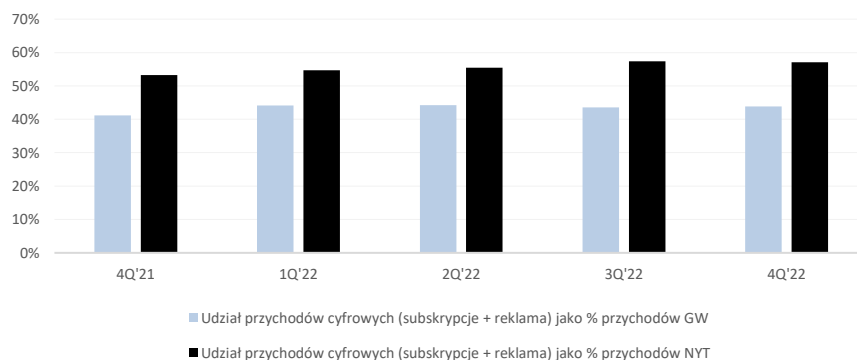
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

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

Szacujemy, że w ostatnich kwartałach udział przychodów cyfrowych w łącznych przychodach GW oscylował w okolicy 42-44%. Uważamy, że są to dobre odczyty. Dla porównania wskazujemy, że przychody cyfrowe dla The New York Times (NYT) wynoszą ok 56%, a trzeba mieć na uwadze bazę klientów zagranicznych dla tego tytułu, którzy korzystają najczęściej z wersji digital NYT (takiego atutu nie posiada GW).

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



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

W naszym modelu przyjmujemy założenie, że w ramach segmentu prasa zakończył się okres długich lat, kiedy Agora decydowała się na odpisy utraty wartości przypisanych do tego obszaru aktywów. Przyjęta prognoza na lata 2023-2025 na poziomie EBIT dla segmentu prasa jest konserwatywna i wynosi odpowiednio 1,4 mln PLN, 1,8 mln PLN i 1,9 mln PLN. Takie podejście tłumaczymy szeregiem ryzyk związanych z funkcjonowaniem tego obszaru biznesowego (m.in. utrata dużej części wpływów reklamowych od podmiotów związanych z administracją rządową i spółkami SP; obawy redakcji GW o przebieg nieuchronnej dalszej rewolucji modelu biznesowego). Z bieżącej perspektywy widzimy jednak notowane na giełdach zagranicznych przykłady fantastycznych sukcesów transformacji biznesów papierowych (choćby wspomniane już NYT czy tytuły w ramach Schibsted), które są przez inwestorów handlowane na mnożniku EV/EBITDA w przedziale 14-19x. Dlatego mamy nadzieję, że w kolejnych aktualizacjach będziemy mogli zrewidować nasze założenia.

### **Segment internet**

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

Zwracamy uwagę, że Agora w końcówce 2022 roku odkupiła udziały mniejszościowe w Yieldbird i obecnie jest jedynym akcjonariuszem tego podmiotu. Dostrzegamy też pierwsze dobre informacje o „pomyślnym wdrożeniu nowych strategii marketingowych i sprzedażowych” Yieldbird w 4Q'22. Jak wskazała Agora, zakończono ok 80% prac związanych z połączeniem produktów w jeden kod Yieldbird Platform, co ma finalnie przyspieszyć prace nad dalszym rozwojem (a dodatkowo zmniejszy koszty developmentu).

W modelu przyjęliśmy założenie wzrostu EBIT w segmencie internet do poziomu 27,1 mln PLN w 2023 roku. Kolejne dwa lata wg naszych symulacji powinny wskazać na dalsze odbicie wyników segmentu do odpowiednio 33,7 mln PLN i 38,2 mln PLN. Przyjęty scenariusz bazowy jest w naszym odczuciu konserwatywny i mamy nadzieję, że Yieldbird w perspektywie kolejnych kwartałów wskaże, iż ma zadatki na bycie „perłą w koronie” tego segmentu.

### **Segment reklama zewnętrzna**

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

Przypominamy również, że kluczowe znaczenie dla obecnej struktury przychodów ma kontrakt na wiaty przystankowe w Warszawie (oceniaamy, że spółka ma przed sobą jeszcze 3-4 lata funkcjonowania na obecnych warunkach). Docelowo przyjmujemy założenie, że AMS będzie nadal posiadał bieżące udziały w rynku reklamy zewnętrznej w Warszawie.

W prognozie na 2023 rok staramy się uwzględnić pozytywny wpływ na przychody zbliżających się ogólnopolskich kampanii wyborczych do parlamentu. Tym samym w 2023 roku spodziewamy się, że EBIT segmentu wzrośnie do 22,6 mln PLN. W kolejnych latach liczymy na dalsze pozytywne efekty zmian modelu działania dużej bazy nośników, dlatego na lata 2024-2025 przyjmujemy EBIT w przedziale 24,7-27 mln PLN.

**Wybrane prognozy dla modelu na lata 2023-2027**

<b>RACHUNEK WYNIKÓW [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Przychody</b>	<b>836,5</b>	<b>965,9</b>	<b>1 113,1</b>	<b>1 422,0</b>	<b>1 559,0</b>	<b>1 651,0</b>	<b>1 727,5</b>	<b>1 788,6</b>
Reklama	452,2	509,4	511,9	744,0	827,2	875,9	915,7	956,1
Bilety do kina	84,6	126,8	192,3	230,3	256,3	278,5	294,0	301,4
Sprzedaż wydawnictw	133,8	142,8	136,9	135,5	134,6	134,5	135,1	135,4
Bary kinowe	37,2	62,4	103,5	123,4	137,3	149,2	157,5	161,5
Sprzedaż gastronomiczna	19,3	28,7	38,3	41,1	44,2	47,5	51,1	54,9
Działalność filmowa	34,1	12,7	31,2	29,1	31,0	31,6	32,9	33,8
Pozostała sprzedaż	75,4	83,1	99,0	118,6	128,5	133,7	141,1	145,5
Koszty operacyjne	-948,1	-1 007,7	-1 177,9	-1 367,4	-1 462,7	-1 528,4	-1 583,0	-1 630,0
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>88,6</b>	<b>127,8</b>	<b>142,7</b>	<b>218,8</b>	<b>263,2</b>	<b>292,3</b>	<b>317,1</b>	<b>334,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>-111,7</b>	<b>-41,9</b>	<b>-64,8</b>	<b>54,6</b>	<b>96,3</b>	<b>122,6</b>	<b>144,5</b>	<b>158,6</b>
Saldo finansowe	-48,4	-17,5	-47,4	-6,5	-56,0	-71,7	-68,6	-65,6
Udział w wyniku jedn. mpw	7,4	9,4	8,5	-1,1	-0,9	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-152,6	-50,0	-103,7	47,0	39,4	50,9	75,9	93,0
Wynik netto	-130,2	-46,6	-105,7	34,7	29,2	41,2	61,5	75,4
<b>akcjonariuszy jedn. dominującej</b>	<b>-117,2</b>	<b>-44,5</b>	<b>-102,7</b>	<b>17,5</b>	<b>10,1</b>	<b>38,4</b>	<b>58,1</b>	<b>71,9</b>
udziały niekontrolujące	-13,0	-2,1	-3,0	17,2	19,1	2,9	3,4	3,5
<b>EBIT w podziale na segmenty</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Film i książka	-88,3	-23,2	16,0	17,9	37,3	52,6	61,4	63,5
Prasa	25,6	16,1	-50,9	1,4	1,8	1,9	2,6	3,0
Reklama zewnętrzna	-19,2	-4,7	15,7	22,6	24,7	27,0	31,0	32,5
Internet	23,6	34,9	24,0	27,1	33,7	38,2	42,6	47,6
Radio	9,4	10,5	8,2	60,5	71,9	75,8	79,8	84,8
Segmenty razem	-48,8	33,6	13,0	129,5	169,3	195,5	217,4	231,4
Pozycje uzgadniające	-62,8	-75,4	-77,8	-74,9	-73,0	-72,9	-72,9	-72,8
<b>Grupa razem</b>	<b>-111,7</b>	<b>-41,9</b>	<b>-64,8</b>	<b>54,6</b>	<b>96,3</b>	<b>122,6</b>	<b>144,5</b>	<b>158,6</b>
<b>BILANS [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
RZAT + WNIP	824	777	722	947	1 158	1 170	1 187	1 208
Prawa do użytkowania aktywów	659	610	587	630	635	627	616	600
Inwestycje rozl. met praw własności	150	143	127	14	13	13	13	13
Pozostałe aktywa trwałe	51	57	59	87	87	87	87	87
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 684</b>	<b>1 587</b>	<b>1 496</b>	<b>1 679</b>	<b>1 894</b>	<b>1 898</b>	<b>1 904</b>	<b>1 909</b>
Zapasy	15	20	30	47	51	54	57	59
Należności kr. Term i rozliczenia mo	165	177	195	234	256	271	284	294
Pozostałe aktywa obrotowe	1	2	2	6	6	6	6	6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	138	135	69	97	59	37	32	31
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>320</b>	<b>334</b>	<b>297</b>	<b>384</b>	<b>372</b>	<b>369</b>	<b>379</b>	<b>389</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 018</b>	<b>1 921</b>	<b>1 793</b>	<b>2 063</b>	<b>2 266</b>	<b>2 267</b>	<b>2 283</b>	<b>2 298</b>
Kapitał własny razem	832	780	674	765	794	812	848	895
Zobowiązania długoterminowe	740	694	709	740	738	729	722	714
Zobowiązania krótkoterminowe	446	447	410	558	734	726	714	689
Zobowiązania razem	1 186	1 141	1 119	1 298	1 472	1 455	1 435	1 403
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 018</b>	<b>1 921</b>	<b>1 793</b>	<b>2 063</b>	<b>2 266</b>	<b>2 267</b>	<b>2 283</b>	<b>2 298</b>

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane prognozy dla modelu na lata 2023-2027**

<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	132	127	77	191	252	282	302	316
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-24	-19	-39	-115	-287	-88	-95	-100
Przepływy z działalności finansowej	-30	-112	-104	-48	-4	-215	-212	-218
w tym płatności leasingowe	-40	-54	-81	-95	-98	-95	-93	-90
w tym dywidendy	0	0	0	0	0	-23	-26	-28
Środki pieniężne eop	138	135	69	97	59	37	32	31
<b>ZADŁUŻENIE FINANSOWE [mln PLN]</b>								
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu	868	807	797	932	1080	1045	1011	967
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	138	103	105	204	354	329	304	269
Zobowiązania z tyt. leasingu	730	704	692	729	726	717	707	698
Dług % - leasing wynikający z zastosowania MSSF 16	668	660	662	697	695	686	677	668
Dług % - bez ujęcia MSSF 16	200	147	135	235	385	360	334	299
Środki pieniężne + ekwiwalenty	138	136	70	98	60	38	33	31
Dług netto	730	671	727	834	1020	1007	978	936
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	62	11	65	137	325	321	301	267
<b>WSKAŹNIKI RYNKOWE</b>								
Kurs [PLN]	5,70	5,70	5,70	5,70	5,70	5,70	5,70	5,70
Kapitalizacja [mln PLN]	266	266	266	266	266	266	266	266
EV [mln PLN]	995	936	992	1 100	1 286	1 273	1 243	1 201
EV (bez MSSF 16) [mln PLN]	327	276	330	402	591	587	566	533
EPS [PLN]	-2,52	-0,96	-2,20	0,37	0,22	0,82	1,25	1,54
BVPS [PLN]	17,6	16,6	14,5	15,7	15,9	16,2	16,9	17,8
P/E (x)	---	---	---	15,21	26,41	6,92	4,57	3,69
P/BV (x)	0,32	0,34	0,39	0,36	0,36	0,35	0,34	0,32
EV/EBITDA (x)	11,23	7,33	6,96	5,03	4,89	4,35	3,92	3,59
EV/EBITDA (bez ujęcia MSSF 16) (x)	6,72	3,75	5,34	3,25	3,58	2,98	2,52	2,18
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	0	23	26	28
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,55	0,60
Rentowność dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	0%	9%	10%	11%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

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

\*\* autorem raportów był Adrian Górnica



#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'23*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	7	70%	0	0%
Akumuluj	2	20%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	10%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

## **INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

Dokument może być 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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2023-03-28.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-03-28 (10:05 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-03-31.**

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać 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 poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

#### **Na dzień 2023-03-27:**

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.