

Agora

akumuluj

media, rozrywka

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 8.10

Cena docelowa: 9.30

Dobry kierunek, choć droga wyboista

Grupa Agora to obecnie drugi nadawca radiowy w Polsce, największy operator reklamy zewnętrznej, druga co do przychodów z biletów sieć kin, największy dostawca płatnych subskrypcji prasowych oraz czwarty dostawca treści on-line. Łączny zasięg dzienny mediów do niej należących wynosi 35,4%. Przed spółką wciąż wiele wyzwań, co szczególnie widoczne jest w niskiej rentowności biznesu, ale silna pozycja na rynku mediów i szeroki ich wachlarz w ofercie, dają podstawy do wiary w powodzenie realizacji niedawno zaktualizowanej strategii rozwoju.

Bieżące wyniki

Agora w wynikach za 1Q23 przekazała mieszankę zarówno dobrych, jak i złych wiadomości. W każdym segmencie można odnaleźć oba ich rodzaje, choć najwięcej pozytywnych było w segmencie kinowym, a najmniej w prasowym. Ich łączny efekt to strata operacyjna w wysokości 11,1 mln PLN (bez MSSF16), ale znacznie mniejsza niż przed rokiem. Poprawa najbardziej widoczna była w segmentach kinowym i reklamy zewnętrznej, podczas gdy segment internetowy nadal przechodzi transformację, a prasowy pozostaje pod dużym ciężarem kosztów, przy słabej sprzedaży. Specyficzna sytuacja wystąpiła natomiast w segmencie radiowym, co wynikało głównie z dokupienia udziałów w spółce Eurozet stanowiących 11% ogólnej liczby głosów i w konsekwencji objęcia tej spółki konsolidacją. Wpływ tego zdarzenia na poziomie operacyjnym jednak nie był jeszcze w 1Q23 znaczący z uwagi na fakt, że konsolidacją objęty był jedynie jeden miesiąc kwartału, a dodatkowo sezonowo 1Q ma w biznesie radiowym mniejsze znaczenie. Na poziomie finansowym, Agora rozpoznała za to 45,3 mln PLN zysku z ponownej wyceny posiadanych wcześniej udziałów, co wykazano w pozycjach poniżej EBIT i nie wpłynęło to też na wielkość przepływów pieniężnych.

Koszty ogólne

Przypisanie części kosztów dotychczas wykazywanych jako ogólne, do poszczególnych segmentów, objawiło się w największym stopniu znaczną pozycją usług obcych w segmencie Prasa. Szacujemy, że w skali roku przeniesione koszty do tego segmentu mogą wynieść około 21 mln PLN, a to będzie jednoznaczne ze sprowadzeniem jego wyniku operacyjnego mocno poniżej zera. Powrót do rentowności operacyjnej oznaczał będzie bolesne zmiany i nie wierzymy by nastąpiło to szybko. W naszej ocenie rozczarujący jest jednak pozostały wysoki poziom kosztów nieprzypisanych, którego składowe nadal są tajemnicą spółki.

Wycena i rekomendacja

Zaktualizowaliśmy wyceny DCF i porównawczą, w tej drugiej uwzględniając wzrost znaczenia działalności radiowej. Zmodyfikowaliśmy grupę porównawczą, uwzględniając dodatkowych nadawców tego medium oraz oparliśmy wycenę o wyniki prognozowane na lata 2023 i 2024. Wartość akcji w oparciu o metodę DCF ustaliliśmy na 9,3 PLN, a na bazie metody porównawczej na 9,2 PLN. Przypisując obu metodom jednakowe wagi, otrzymaliśmy cenę akcji w wysokości 9,3 PLN, co jest wartością o 14,4% wyższą od bieżącej ceny rynkowej. Oznacza to, że rekomendujemy akumulowanie walorów Agory.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	8,28 / 4,34		
Liczba akcji (mln)	46,6		
Kapitalizacja (mln PLN)	374		
EV (mln PLN)	439		
Free float (mln PLN)	186		
Średni obrót (mln PLN)	0,3		
Główny akcjonariusz	Agora-Holding sp. z o.o.		
% akcji, % głosów	11,6%, 35,36%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	1,5%	37,8%	68,8%
Zmiana rel. WIG	-2,9%	20,4%	52,6%

Adam Zajler

adam.zajler@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2022	1113,1	-64,8	40,0	-103,6	-102,7	-2,20	-0,23	14,5	-3,6	0,6	0,0%	-6,8	11,0	-
2023p	1452,5	38,0	119,1	3,2	-13,5	-0,29	1,60	15,2	-27,7	0,5	0,0%	11,6	3,7	-
2024p	1553,9	66,0	146,2	25,2	11,0	0,24	2,11	16,3	33,8	0,5	0,0%	6,6	3,0	1,5%
2025p	1649,4	90,5	171,3	50,5	37,4	0,80	2,69	17,8	10,0	0,5	0,0%	4,9	2,6	4,5%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium r/mn PLN

Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena DCF	3
Wycena porównawcza	5
Wyniki spółki za 1Q2023.....	6
Ostatnie wydarzenia.....	8
Analiza płynności i zadłużenia	9
Przestrzeganie zasad ESG	10
Prognozy wyników finansowych.....	12
Czynniki ryzyka	14
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	15

Wycena

Wycenę spółki Agora przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek działających w obszarach prasowym, kinowym, radiowym i wydawniczym. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 433 mln PLN, czyli 9,3 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 430 mln PLN (9,2 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując wycenę spółki na poziomie 432 mln PLN, czyli 9,3 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Agora.

W naszej wycenie zakładamy, że Agora kupi pozostałe 49% udziałów w spółce Eurozet w 2024r. Agora nie podała jednak dotychczas jaka jest decyzja w tej sprawie i nie można wykluczyć innych scenariuszy, zwłaszcza że w przeszłości wykazywała się skutecznością w pozyskiwaniu partnerów inwestycyjnych. Tak było w przypadku pierwszego nabycia akcji Eurozet, kiedy pakiet 60% nabył fundusz SFS Ventures, który teraz jest sprzedającym.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	433	9,3
Wycena porównawcza	430	9,2
Wycena spółki Agora	432	9,3

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wycena metodą DCF

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	>2032
Przychody	1452,5	1553,9	1649,4	1728,9	1807,0	1875,8	1942,3	2003,7	2058,1	2092,8	
Stopa podatkowa (T)	-4%	10%	15%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	29,2	52,9	71,1	97,0	106,9	113,8	112,3	116,8	118,3	123,4	
Amortyzacja (non MSSF16)	87,9	87,1	87,9	88,4	88,8	89,2	89,4	89,6	89,9	90,1	
Zmiana w kapitale pracujący m	-42,9	-41,4	-13,8	-12,4	-9,9	-10,5	-5,4	-6,0	-4,3	-6,0	
CAPEX	-72,8	-76,8	-86,6	-90,6	-92,3	-94,2	-95,3	-96,7	-97,6	-98,5	
FCF	-41,8	-138,2	58,6	82,4	93,5	98,3	101,1	103,7	106,3	109,0	
zmiana FCF	-	-	-	40,6%	13,5%	5,1%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%
Dług/Kapitał	18,4%	27,9%	23,1%	18,3%	15,1%	11,9%	9,6%	7,3%	5,1%	2,9%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,8	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,7
Koszt długu	8,1%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%
Koszt kapitału	15,1%	15,2%	14,6%	14,3%	14,1%	13,9%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	14,6%
WACC	13,8%	12,9%	12,8%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%	12,9%
PV (FCF)	-36,7	-107,5	40,4	50,4	50,6	47,1	42,8	38,9	35,2	31,8	312,9
Wartość DCF (mln PLN)	506	w tym wartość rezydualna				313					
(Dług) Gotówka netto	-65,5										
Wartość udz. mniejsz.	20,6										
Wycena DCF (mln PLN)	432,7										
Liczba akcji (mln)	46,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	9,3										

Źródło: BM Banku Millennium

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Agora na lata 2023 – 2032
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,9%
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,5; współczynnik ten podwyższyliśmy w stosunku do stosowanego we wcześniejszych aktualizacjach raportu, z uwagi na spodziewaną transakcję dokupienia pozostałych 49% akcji Eurozet, co zwiększy poziom zadłużenia Agory, a przy jej niskiej rentowności podniesie ryzyko inwestycji
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2032 na poziomie 2,5%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny Grupy Agora na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		1,0%	2,0%	2,5%	3,0%	4,0%
Stopa RF rezydualna	4,0%	9,4	10,2	10,7	11,3	12,6
	5,0%	8,8	9,5	9,9	10,3	11,4
	5,9%	8,3	8,9	9,3	9,6	10,5
	7,0%	7,8	8,3	8,6	8,9	9,7
	8,0%	7,5	7,9	8,1	8,4	9,0
Beta nielewarowana	1,3	9,8	10,5	11,0	11,5	12,7
	1,5	8,3	8,9	9,3	9,7	10,6
	1,7	7,1	7,6	7,9	8,2	8,9

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

Wybierając spółki do wyceny porównawczej kierowaliśmy się jak największym podobieństwem charakteru prowadzonego biznesu. Brak pośród nich spółek krajowych, co wynika z braku porównywalnych notowanych na głównym rynku GPW.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E		EV/EBITDA	
				2023	2024	2023	2024
UNIVERSAL MUSIC GROUP NV	UMG	NETHERLANDS	163 167	25,4	21,6	17,5	14,8
INFORMA PLC	INF	BRITAIN	51 664	18,5	15,2	13,0	10,9
PEARSON PLC	PERSON	BRITAIN	30 802	14,5	12,9	8,3	7,9
SCHIBSTED ASA-CL A	SCHA	NORWAY	17 151	25,0	28,5	21,0	16,6
SANOMA OYJ	SANOMA	FINLAND	5 425	15,9	12,9	6,2	5,7
ALMA MEDIA CORP	ALMA	FINLAND	3 315	14,2	13,5	10,2	9,6
NRJ GROUP	NRG	FRANCE	2 431	17,8	14,9	3,9	3,4
ARNOLDO MONDADORI EDITORE	MN	ITALY	2 369	8,7	8,5	5,5	5,4
BLOOMSBURY PUBLISHING PLC	BMV	BRITAIN	1 846	16,1	14,7	9,3	8,0
PROMOTORA DE INFORMACIONE	PRS	SPAIN	1 764	0,0	9,6	8,4	7,3
REACH PLC	RCH	BRITAIN	1 224	3,4	3,3	2,1	2,0
LBG MEDIA PLC	LBG	BRITAIN	1 048	15,9	14,5	9,0	8,1
CAIRO COMMUNICATIONS SPA	CAI	ITALY	1 039	5,8	5,4	4,5	4,2
ROULARTA MEDIA GROUP NV	ROU	BELGIUM	971	6,6	6,5	3,8	3,5
SQUIRREL MEDIA SA	SQRL	SPAIN	896	12,9	8,7	8,9	6,6
EDEL SE & CO KGAA	EDL	GERMANY	415	6,6	5,9	4,0	3,8
AUDIOBOOM GROUP PLC	BOOM	BRITAIN	242	17,4	15,9	12,4	11,2
SPLENDID MEDIEN AG	SPM	GERMANY	68	9,1	8,1	0,8	0,8
ONE MEDIA IP GROUP PLC	OMIP	BRITAIN	59	51,0	25,5	8,5	6,9
Mediana				14,5	12,9	8,4	6,9
Agora zysk netto bez MSSF 16 (mln PLN)				9,0	33,2		
Agora EBITDA bez MSSF 16 (mln PLN)						119,1	146,2
Dług netto średnioroczny (mln PLN)						87,9	159,2
Helios							
Helios EBITDA bez MSSF 16 (mln PLN)						52,0	56,6
Helios zysk netto bez MSSF 16 (mln PLN)				8,4	14,0		
Dług netto Helios bez MSSF 16 (mln PLN)						91,7	81,5
Wycena wskaźnikowa Helios (mln PLN)				122	181	344	309
Eurozet							
Eurozet EBITDA (mln PLN)						63,4	69,7
Eurozet zysk netto (mln PLN)				42,6	46,9		
Dług netto Eurozet (mln PLN)						-15,0	-18,0
Wycena wskaźnikowa Eurozet (mln PLN)				620	606	546	499
Udział Agory w Helios						91,4%	91,4%
Udział Agory w Eurozet						51,0%	51,0%
Wartość udziałów mniejszościowych w Helios						21	21
Wartość udziałów mniejszościowych w Eurozet						278	278
Agora - wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				131	428	611	551
Wycena						430	
Wycena na 1 akcję						9,2	

Źródło: Bloomberg, BM Banku Millennium

Wyniki po 1 kwartale 2023 roku

Agora w wynikach za 1Q23 przekazała mieszankę zarówno dobrych, jak i złych wiadomości. W każdym segmencie można odnaleźć oba ich rodzaje, choć najwięcej pozytywnych było w segmencie kinowym, a najmniej w prasowym. Ich łączny efekt to strata operacyjna w wysokości 11,1 mln PLN (bez MSSF16), ale znacznie mniejsza niż przed rokiem. Poprawa najbardziej widoczna była w segmentach kinowym i reklamy zewnętrznej, podczas gdy segment internetowy nadal przechodzi transformację, a prasowy pozostaje pod dużym ciężarem kosztów, przy słabej sprzedaży. Specyficzna sytuacja wystąpiła natomiast w segmencie radiowym.

Z punktu widzenia korporacyjnego najważniejszym i długo oczekiwany wydarzeniem było podtrzymanie w lutym przez sąd apelacyjny wyroku uchylającego decyzję UOKiK i wyrażającego bezwarunkową zgodę na przejęcie przez Agorę kontroli nad Eurozet. Agora bezzwłocznie dokupiła udziały stanowiące 11% ogólnej liczby głosów i w konsekwencji od 27 lutego objęła tę spółkę konsolidacją. Wpływ tego zdarzenia na poziomie operacyjnym jednak nie był jeszcze w 1Q23 znaczący z uwagi na fakt, że konsolidacją objęty był jedynie jeden miesiąc kwartału, a dodatkowo sezonowo 1Q ma w biznesie radiowym mniejsze znaczenie. Na poziomie sprawozdawczym, Agora rozpoznała natomiast 45,3 mln PLN zysku z ponownej wyceny posiadanych wcześniej udziałów, co wykazano w pozycjach finansowych, czyli poniżej EBIT i nie wpłynęło to też na wielkość przepływów pieniężnych.

Pod względem sprawozdawczym równie znaczące miało być, obiecywane przez spółkę od wielu lat, przyporządkowanie kosztów dotychczas wykazywanych jako „ogólne” do poszczególnych segmentów. Jest to w przypadku Agory istotne, gdyż koszty te wielokrotnie w przeszłości były większe niż suma wyników operacyjnych segmentów. W zaraportowanych wynikach widoczny jest efekt tej operacji, jednak w mniejszym stopniu niż się spodziewaliśmy. W 1Q23 nieprzypisane koszty wciąż wyniosły 10,8 mln PLN, a do tego Agora na poziomie wyniku Grupy pomniejszyła jeszcze wynik EBIT o dalsze 2,3 mln PLN tytułem korekty konsolidacyjnej przychodów (łącznie 13,1 mln PLN obniżenia EBIT, w stosunku do łącznego wyniku segmentów). Przed rokiem pozycje te wyniosły odpowiednio 12,9 mln PLN i 4,8 mln PLN (razem 17,7 mln PLN obniżenia EBIT). W 1Q23 spółka poniosła koszty związane z przejęciem Eurozet i dodatkowo zaksięgowwała amortyzację przeszacowań aktywów Eurozet, przy czym nie podała dokładnych kwot. Według naszych szacunków w skali roku nadal 40-50 mln PLN Grupa Agora może wykazywane jako koszty centrali oraz korekty przychodów. Jednak spółka jest bardzo oszczędna w informacjach na ten temat, więc jeden kwartał to może być za mało do ostatecznej oceny podjętych działań.

- ❑ **Rynek reklamy.** Z punktu widzenia Agory rynek reklamy zachowywał się pozytywnie. Całość rynku wzrosła w 1Q23 o 5,5% r/r, a segmentami o ponadprzeciętnej dynamice były te, na które Agora ma dużą ekspozycję. Najwyższą dynamikę wykazał segment kinowy (36,5% r/r), a następnie internetowy (+8,0% r/r) i outdoor (+5,5% r/r), natomiast segment radiowy wzrósł o 5,0% r/r. Segmentami tradycyjnie oddającymi pola były TV (+4,0% r/r) i dzienniki (-3,0 % r/r). Spółka kondycję rynku ocenia jako lepszą niż na początku roku, ale prognozę rocznej zmiany utrzymuje na +2% / +4%.
- ❑ **Segment Film i książka.** Frekwencja w kinach wyniosła szacunkowo 12,8 mln biletów, czyli 23,1% więcej r/r. Filmami, które w największym stopniu się do tego przysłużyły był Avatar 2 i Kot w butach - Ostatnie życzenie. Warto wspomnieć, że wspomniana liczba biletów jest

Skonsolidowane wyniki Grupy Agora

	1Q19	1Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	r/r
Przychody	308,4	290,2	146,0	201,8	266,5	351,6	253,1	261,9	267,2	331,0	295,8	42,7
EBITDA skor. nonMSSF16	31,2	17,8	-18,2	5,7	32,2	50,1	-10,7	-1,8	-3,1	30,4	6,4	17,1
EBIT skor. non MSSF16	9,8	-3,4	-42,2	-18,3	8,4	25,9	-27,3	-18,5	-19,9	14,5	-11,1	16,2
Prasa	-5,3	0,6	3,7	4,7	6,6	3,2	-2,1	0,4	-2,7	0,5	-5,5	-3,4
Film i książka	23,2	13,1	-19,9	-14,2	9,6	17,3	-4,9	-12,0	-5,6	9,4	10,8	15,7
Reklama zewnętrzna	1,1	-2,7	-13,2	-1,4	3,0	7,2	-4,7	6,3	2,5	9,4	-0,6	4,1
Internet	1,4	2,2	4,4	9,1	7,6	13,8	3,6	4,4	3,9	12,2	-3,3	-6,9
Radio	1,0	1,7	0,3	0,9	2,2	6,6	-1,4	1,6	0,7	6,5	0,6	2,0
Koszty ogólne	-3,5	-18,3	-17,5	-17,4	-20,6	-22,2	-17,8	-19,2	-18,7	-23,5	-13,1	4,7
EBIT raportowy	0,5	-19,5	-49,5	-27,6	11,1	24,1	-22,7	-11,8	0,1	-30,5	-5,0	17,7
marża EBIT skor.	0,2%	-6,7%	-33,9%	-13,7%	4,2%	6,9%	-9,0%	-4,5%	0,1%	-9,2%	-1,7%	
Zysk netto raportowy	-5,0	-42,7	-56,3	-9,2	-1,2	20,1	-31,8	-16,0	-23,5	-31,4	32,6	64,4
marża zn	-1,6%	-14,7%	-38,6%	-4,6%	-0,4%	5,7%	-12,6%	-6,1%	-8,8%	-9,5%	11,0%	
CF Operacyjny	54,4	58,7	14,6	24,3	19,0	68,9	2,8	0,4	11,7	61,9	50,5	47,8
CF Inwest	-111,8	3,9	-6,1	-7,3	-8,9	3,6	-16,8	-18,3	7,7	-11,2	0,2	17,0
CF Finansowy	54,7	-24,8	-2,8	-38,1	-33,1	-37,5	-22,2	-6,5	-23,5	-51,8	7,2	29,4

Źródło: Agora, BM Banku Millennium

mniej niż o 32% od ilości sprzedanej w 1Q19, co oznacza że wciąż pozostaje spora część widowni do odzyskania. Przychody ze sprzedaży biletów wzrosły o 31,1% r/r, a ze sprzedaży w barach kinowych o 51,1%. Przychody z reklamy w kinach wzrosły o 55,3% i były już wyższe o 5,8% od osiągniętych w 1Q19, czyli przed pandemią. Jest to jednak zasługa po części przeniesienia przychodów ze sprzedaży reklam z segmentu Radio. Przychody z działalności gastronomicznej, czyli sieci barowej funkcjonującej w ramach segmentu, wzrosły o 16,7%, co w części było zasługą wzrostu liczby lokali Pasibus do 12. Przychody z działalności filmowej wyniosły 6,3 mln PLN, w porównaniu do 17,5 mln PLN przed rokiem. Jest to jednak pozycja o wysokiej zmienności, co wynika z nieregularności wprowadzania tytułów filmowych do dystrybucji i różnej ich popularności.

Dzięki utrzymaniu w ryzach wzrostu kosztów (+3,7% r/r), przy przychodach ogółem wyższych o 18,7%, wynik operacyjny pozbawiony wpływu MSSF16 wyniósł 10,1 mln PLN, wobec straty -5,5 mln PLN przed rokiem. Spółka zapewnia, że efekt indeksacji czynszów za kina jest już widoczny i w 2Q23 ich łączna wielkość powinna być nawet niższa niż w 1Q23, gdyż renegocjuje ich wysokość z właścicielami galerii. Udałe renegocjacje mają charakter porozumień krótkoterminowych, gdyż obie strony mają nadzieję, że już za rok, najdalej dwa kina powrócą do dobrej formy. Jednocześnie wyraża optymizm odnośnie frekwencji w kolejnych kwartałach. W maju premiery miały tzw. blockbustery: Strażnicy Galaktyki, Szybcy i wściekli, a wkrótce do kin wejdą kolejne: Spider-Man, Indiana Jones, Transformers i Flash. Liczba kin zwiększyła się o jedno, zlokalizowane w Koszalinie, z tym że jego otwarcie zostało zakontraktowane jeszcze przed pandemią i obecnie nie ma w planach nowych obiektów.

- ❑ **Segment Reklama zewnętrzna.** Przychody segmentu wzrosły o 21,2% r/r i przekroczyły przychody z 1Q19 o 2,6%, czyli okresu sprzed pandemii. Przychody z samych nośników cyfrowych wzrosły o 75% r/r. W kwietniu AMS podniósł cenniki, co zapowiedział z wyprzedzeniem i w efekcie wywołał wzmożony popyt wyprzedzający. Ceny wzrosły, w zależności od formatu od 4% do 20%. Jednocześnie wzrost kosztów (bez MSSF16) udało się powstrzymać do wartości +6,6% r/r, przy czym w danych tych widoczna jest wspomniana wcześniej alokacja kosztów ogólnych i dane są nie w pełni porównywalne. Widoczne jest to głównie w danych za 1Q22, gdyż przyjmując za bazę aktualnie podawane dane, to koszty wzrosły tylko o 3,9%. W reklamie zewnętrznej 1Q sezonowo jest słabszym okresem i choć wynik operacyjny bez MSSF16 wyniósł -0,6 mln PLN, jednak jest to zmiana z -4,7 mln PLN przed rokiem (-5,6 mln PLN wg nowej bazy).
- ❑ **Segment Internet.** Kolejny kwartał w wynikach segmentu widoczne są efekty zmiany modelu w spółce Yieldbird, polegające na przejściu z modelu mieszanego usługowo-produktowego, na całkowicie produktowy. Do tego konieczne jest znalezienie nowych klientów, co według zapewnień zarządu jest na dobrej drodze i efekty mają być widoczne w skali całego roku. Docelowo nowy model ma wykazywać się istotnie wyższymi marżami. Na razie wciąż widoczne jest to głównie w spadku przychodów (-14,8% r/r). Drugi z głównych składników segmentu, czyli portal gazeta.pl odnotował wzrost wpływów z reklamy, choć zarząd określił go jako symboliczny. Jako przyczynę wskazano powrót budżetów reklamowych do innych mediów i internet, który był głównym beneficjentem pandemii. Łączny efekt dla omawianego segmentu w 1Q23 to strata operacyjna -3,3 mln PLN. W skład segmentu wchodzi też spółka ROI Hunter, w której Agora ma 23,9% udziałów, czyli nie jest konsolidowana metodą pełną. Udział w jej wyniku uwzględniany jest w pozycji finansowej i choć spółka nie podaje w danych za 1Q23 szczegółów na ten temat, to wywnioskować można, że ROI Hunter wykazał znaczną stratę netto (około -5,0 / -5,5 mln PLN).
- ❑ **Segment Radio.** Kluczowym wydarzeniem dla segmentu było objęcie konsolidacją spółki Eurozet, o czym już wspomnieliśmy wcześniej. Objęła ona tylko miesiąc marzec, a dodatkowo 1Q w biznesie radiowym jest okresem słabszym sezonowo. W efekcie przychody segmentu wzrosły o 75,9% r/r, ale zysk operacyjny bez MSSF16 wyniósł zaledwie 0,6 mln PLN, wobec straty -2,2 mln PLN przed rokiem. Z przychodów segmentu przeniesione zostały do segmentu kinowego przychody ze sprzedaży reklamy kinowej. Łącznie Grupa Agora stała się po transakcji drugim co do wielkości nadawcom radiowym w Polsce, z udziałem 26% w czasie słuchania radia w 1Q23. Jeżeli jednak uwzględni się jedynie miasta powyżej 100 tys. mieszkańców, to udział ten staje się największym i wyniósł 34,1% (Grupa RMF 31,3%). Liczba subskrybentów radia Tok FM wzrosła o 26,3% r/r, do 33,1 tys.

Ostatnie wydarzenia

Przedstawiamy istotniejsze wydarzenia dotyczące spółki od ostatniej aktualizacji raportu:

❑ 14.06.2023 Znacząca umowa sprzedaży nieruchomości

Agora zawarła warunkową umowę sprzedaży nieruchomości w Tychach przy ul. Towarowej 4 za 19,65 mln zł netto. Pozytywny wpływ transakcji na wynik operacyjny grupy w II kw. może wynieść ok. 1,5 mln zł. Decyzja o sprzedaży nieruchomości wynika z faktu, iż po restrukturyzacji działalności poligraficznej i wygaszeniu działalności drukarni w Tychach w drugiej połowie 2019 roku, Agora nie wykorzystuje efektywnie powierzchni nieruchomości na działalność operacyjną. Warunkowość umowy wynika z prawa pierwokupu Katowickiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej.

❑ 29.05.2023 Propozycja zarządu dotycząca pokrycia straty netto za 2022r.

Zarząd spółki Agora w dniu 29 maja 2023 r. podjął uchwałę w sprawie rekomendacji Zwyczajnemu Walnemu Zgromadzeniu pokrycia straty netto za rok obrotowy 2022 w wysokości 3,5 mln PLN w całości z kapitału zapasowego i braku wypłaty dywidendy z kwot, które mogłyby podlegać podziałowi między akcjonariuszami. Rekomendacja uzyskała pozytywną opinię Rady Nadzorczej. Ostateczną decyzję co do pokrycia straty za rok obrotowy 2022 oraz wypłaty dywidendy podejmie Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki.

❑ 26.04.2023 Kierunki Strategiczne Grupy Agora na lata 2023-2026

Zarząd Agory przyjął kierunki strategiczne grupy na lata 2023-2026, w ramach których planuje osiągnięcie EBITDA na poziomie minimum 200 mln zł do 2026 roku. Zgodnie z prezentacją kierunki strategiczne grupy Agory zakładają m.in wzrost zasięgów i rozwój obecnego portfela biznesów mediowych Agory, awans do TOP3 największych polskich firm medialnych w ciągu najbliższych 4 lat. Grupa zakłada także zwiększenie wartości dla akcjonariuszy i powrót do poziomu EBITDA pozwalającego na dynamiczny rozwój Grupy Agora i wypłatę dywidendy.

❑ 05.04.2023 Zmiana sposobu raportowania wyników skonsolidowanych

Zarząd Agory 5 kwietnia 2023 roku podjął decyzję o zmianie sposobu raportowania skonsolidowanych wyników finansowych w raportach okresowych Grupy Agora. Zmiana polegać będzie na alokowaniu kosztów części działów wspomagających w wynikach segmentów biznesowych Grupy Agora: Film i Książka, Prasa Cyfrowa i Drukowana, Reklama Zewnętrzna, Internet i Radio. Dotychczas koszty te nie były alokowane do segmentów biznesowych. Zmiana sposobu raportowania poprzez alokowanie kosztów usług części działów wspomagających będzie widoczna w komentarzach Zarządu do raportów okresowych (w tym sprawozdaniach Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej Agora). Koszty alokowane będą prezentowane w pozycji usługi obce. Koszty alokowane będą wpływały w szczególności na wysokość wskaźników EBIT i EBITDA poszczególnych segmentów biznesowych, które będą prezentowane w przyszłych raportach Grupy Agora, lecz nie będą wpływały na te wskaźniki na poziomie całej Grupy Agora.

Decyzja Zarządu Spółki uzasadniona jest rozpoczęciem procesu reorganizacji spółki i przeniesieniem zorganizowanych części przedsiębiorstwa, w tym biznesów funkcjonujących dotychczas w jej ramach, do zależnych spółek kapitałowych. Alokacja kosztów ma na celu zwiększenie transparentności i porównywalności danych poszczególnych segmentów oraz ma pomóc ustandaryzować koszty i sposób ich prezentacji. Zmiana sposobu raportowania wdrożona będzie począwszy od skonsolidowanego raportu za 1Q 2023 roku.

Analiza płynności i zadłużenia

Spośród wskaźników płynności dla Grupy Agora na koniec 2022r. wyraźnemu obniżeniu uległ jedynie wskaźnik płynności natychmiastowej, co było efektem niższej wartości gotówki na rachunkach. Jeżeli z kalkulacji wyliczy się wirtualne zobowiązania leasingowe powstałe na skutek stosowania standardu MSSF16 (w części krótkoterminowej 91,5 mln PLN na koniec 2022r.), to relacja aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących wynosiła 0,9. Ten, jak i pozostałe wskaźniki płynności wskazują na utrzymującą się zadowalającą płynność finansową Grupy Agora.

Wskaźniki płynności Grupy Agora

	2019	2020	2021	2022
Aktywa obrotowe	327,9	334,7	333,9	296,8
Zapasy	21,3	15,2	20,0	30,4
Gotówka	61,1	138,4	134,9	69,1
Zobowiązania bieżące (non MSSF16)	334,8	370,5	364,5	319,0
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,0	0,9	0,9	0,9
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące)	0,9	0,9	0,9	0,8
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	18,2%	37,3%	37,0%	21,6%

Źródło: Agora, BM Banku Millennium

Na koniec 2022 r. zadłużenie Grupy z tytułu kredytów i leasingu wyniosło formalnie 796,8 mln PLN, co jednak jest mylące z uwagi na obowiązywanie standardu MSSF16. W kwocie tej bowiem aż 662,2 mln PLN stanowią zobowiązania z tytułu leasingu prawa do długoterminowego użytkowania aktywów, co jest wirtualną koncepcją wynikającą ze wspomnianego standardu. Leasing ten jest pozycją teoretyczną, gdyż w rzeczywistości spółka ma zawarte umowy najmu powierzchni i płaci z tego tytułu czynsze. Zdecydowana większość wartości tej pozycji ulokowana jest w spółce Helios i wynika z umów najmu powierzchni na potrzeby funkcjonowania kin.

Struktura zadłużenia Grupy Agora na koniec 2022r.

	Grupa Agora	w tym:	Helios
Długoterm. zobowiązania finansowe	641,2		517,7
bez wpływu MSSF16	70,6		55,9
Dł. kredyty i pożyczki	52,9		39,6
Dł. obligacje	0,0		0,0
Dł. leasing	588,4		478,1
w tym wynikający z MSSF16	570,7		461,8
Krótkoterm. zobowiązania finansowe	155,5		115,2
bez wpływu MSSF16	64,0		50,9
Kr. kredyty i pożyczki	51,8		39,6
Kr. obligacje	0,0		0,0
Kr. leasing	103,7		75,5
w tym wynikający z MSSF16	91,5		64,3
Całkowite zadłużenie bez wpływu MSSF16	134,5		
Środki pieniężne	69,1		
Dług odsetkowy netto	65,5		
Kapitały własne na koniec 2022r.	674,0	Zadłużenie / KW	20,0%
Rzeczowe aktywa trwałe	356,9	Zadłużenie / RzAT	37,7%
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2021r.	74,5	Net debt / EBITDA '21p	0,9
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2022r.	46,8	Net debt / EBITDA '22p	1,4
EBITDA adj. bez MSSF16 - 2023r.	116,7	Net debt / EBITDA '23p	0,6

Źródło: Agora, BM Banku Millennium

Ponadto spółki zależne zajmujące się gastronomią zawierają umowy najmu lokali, co też przekłada się na powstawanie wirtualnej pozycji zadłużenia. Wirtualność koncepcji wykazywania umów najmu jako zobowiązania finansowego ujawniła się szczególnie podczas administracyjnych zamknięć w czasie epidemii. Helios w czasie kiedy kina i restauracje były zamknięte nie płacił czynszów. W dodatku obecnie podnoszone stopy procentowe nie przekładają się bezpośrednio na wzrost kosztu wynikającego z czynszów, a tak byłoby gdyby to były prawdziwe umowy leasingowe.

Uwzględniając jedynie rzeczywiste zadłużenie, wynosiło ono na koniec 2022r. 134,5 mln PLN, z czego 52,4% stanowiło zadłużenie długoterminowe, a 47,6% krótkoterminowe.

Suma kredytów i pożyczek oraz rzeczywistego leasingu finansowego, pomniejszonego o środki pieniężne (czyli dług netto) wynosiła na koniec 2022r. 65,5 mln PLN. Zysk operacyjny powiększony o amortyzację (bez uwzględnienia wynikającej z MSSF16, czyli liczonej od długoterminowego prawa do użytkowania przedmiotu leasingu) i skorygowanego o odpisy i rezerwy wyniósł w 2022r. 44,8 mln PLN. Oznacza to relację wynoszącą 1,4 czyli relatywnie niewysoką. Spółka jednak w ostatnim czasie przejęła kontrolę nad Grupą Eurozet, co spowoduje objęciem jej konsolidacją, co istotnie podniesie raportowane zyski. Według naszych prognoz, EBITDA Grupy Agora w 2023r. powinna wynieść 116,7 mln PLN, co przy uwzględnieniu również zmian w poziomie zadłużenia, przełoży się na wartość wspomnianego wskaźnika, która wyniesie 0,6. Zarazem całe zadłużenie stanowiło na koniec 2022r. 20,0% wartości kapitałów własnych oraz 37,7% wartości rzeczowych aktywów trwałych. Oba te wskaźniki potwierdzają bezpieczny poziom zadłużenia.

Zasady odpowiedzialnego inwestowania, odnoszące się do czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego - ESG (Environmental, Social, and Governance)

Grupa Agora jako koncern medialny świadczy przede wszystkim usługi. Z tego powodu zasady odpowiedzialności korporacyjnej nakierowane są w głównej mierze na aspekty ludzkie.

Sprawy pracownicze w 2022r.

Kobiety stanowiły osób zatrudnionych 56,3%, z czego na stanowiskach kierowniczych wyższego szczebla było to 41,4%.

W 2022r. na 2449 osoby zatrudnione w oparciu o umowę o pracę przypadają 2334 osoby na umowach cywilno-prawnych.

Spośród pracowników 51,2% było zatrudnionych na umowach na czas nieokreślony. W samej spółce Agora S.A. odsetek ten wyniósł 66,1%

Na dzień 15.06.2023r. w pięcioosobowym zarządzie Agora S.A. zasiadała jedna kobieta.

W 2022r. Średnie wynagrodzenie ogółu kobiet zatrudnionych w Grupie Agora stanowiło 86,6% średniego wynagrodzenia mężczyzn, natomiast relacja ta wśród wyższej kadry zarządzającej wynosiła 91,5%.

Relacje z otoczeniem

Do głównych zasad deklarowanych przez Agorę należą:

- ❑ rozwijanie współpracy z podmiotami, które przestrzegają prawa oraz zachowują należyta staranność w przestrzeganiu standardów branżowych oraz praw człowieka,
- ❑ rozwijanie i prowadzenie działalności w oparciu o standardy odpowiedzialnego biznesu,
- ❑ skuteczne przeciwdziałanie dyskryminacji i prowadzenie polityki równego traktowania we wszystkich aspektach zatrudnienia, bez względu na: płeć, wiek, niepełnosprawność, stan zdrowia, rasę, narodowość, pochodzenie etniczne, religię, wyznanie, bezwyznaniowość, przekonania polityczne, przynależność związkową, orientację psychoseksualną, tożsamość płciową, status rodzinny, styl życia, formę, zakres i podstawę zatrudnienia, inny typ współpracy oraz inne przesłanki narażone na zachowania dyskryminacyjne.

Agora angażuje się w działania na rzecz m.in. edukacji, kultury, sztuki, dziennikarstwa i mediów, a także równości kobiet i mężczyzn. Duża część z tych działań realizowana jest przez fundacje powołane przez Zarząd Agory S.A. i przez inne spółki Grupy Agora. Kluczowe z nich to:

- ❑ Fundacja Agory powstała w październiku 2004 r. Od 2005 r. ma status organizacji pożytku publicznego (OPP). W ostatnich latach Fundacja Agory koncentruje się na współorganizowaniu i finansowaniu akcji społecznych prowadzonych wspólnie z „Gazetą Wyborczą” oraz zajmuje się działalnością charytatywną. Fundacja Agory współfinansuje również m.in. Nagrodę Literacką NIKE od początku jej powstania.
- ❑ Fundacja Akademia Integracji – Praca, Edukacja, Sport” została powołana do życia przez AMS S.A. w 2013 r. i jest kontynuacją projektu „AMS dla Integracji”.
- ❑ Fundacja Gazety Wyborczej została powołana przez Agorę w 2018 r. Wzorem New York Times Company i The Guardian Media Group wydawca „Gazety Wyborczej” stworzył organizację non-profit, aby rozwijać wartościowe projekty medialne i realizować istotne cele społeczne.

Wpływ na środowisko

Grupa Agora ma swoje siedziby w kilku lokalizacjach. Główna mieści się w budynku będącym własnością Agory w Warszawie. Siedziba główna Heliosa już pomieści się w Łodzi. Oddziały Agory oraz spółek zależnych znajdują się w kolejnych lokalizacjach. Głównymi założeniami zarządzania wpływem środowiskowym w Grupie Agora w zakresie administracji budynkami są:

- ❑ ograniczenie zużycia energii elektrycznej,
- ❑ ograniczenie poboru wody,
- ❑ ograniczenie zużycia ścieków.

W wielu przypadkach lokale są wynajmowane we współdzielonych budynkach, zarządzanych przez zewnętrznych administratorów, którzy odpowiadają za kwestie środowiskowe, co utrudnia monitorowanie wskaźników dotyczących m.in. poboru wody i zużycia ścieków oraz kubatury odpadów.

Spółki Grupy Agora w odniesieniu do 100% wytwarzanych przez siebie odpadów zawarły umowy zobowiązujące odbiorców do poddania tych odpadów odzyskowi lub unieszkodliwieniu. We wszystkich spółkach i drukarni odpady komunalne są segregowane i podlegają selektywnej zbiórce, zgodnie z lokalnym systemem gospodarowania odpadami komunalnymi. W związku z tym waga tych odpadów nie jest monitorowana. Odpady niebezpieczne i inne niż niebezpieczne przekazywane są odpowiednim podmiotom zewnętrznym zajmującym się utylizacją.

Emisje gazów cieplarnianych określonych we wskaźniku scope 1 w 2022r. w Grupie Agora wyniosły 1859,2 ton ekwiwalentu CO₂ i odnotowano wzrost tego wskaźnika o 33% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu było zwiększenie emisji związanej z wykorzystaniem klimatyzacji i chłodzenia. Łączne emisje gazów cieplarnianych, liczonych jako wskaźniki scope 1, 2 i 3 wyniosły w 2022r. 35.162 ton ekwiwalentu CO₂. Największym źródłem ilościowym tej emisji jest energia elektryczna, której ślad węglowy dla Grupy Agora wyniósł 29.511 ton ekwiwalentu CO₂.

Wyniki finansowe

Przedstawiamy wyniki finansowe, pozycje bilansu i rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki Grupy Agora za lata 2018-2022. Przedstawiamy także nasze prognozy do 2026 roku.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
przychody netto, w tym:	1 141,2	1 249,7	836,5	965,9	1 113,1	1 452,5	1 553,9	1 649,4	1 728,9
Prasa	232,5	254,7	197,1	204,2	209,2	208,8	209,2	210,4	211,8
Film i książka	419,1	521,5	240,7	312,5	460,5	528,8	575,1	614,3	633,8
Reklama zew nętrna	171,9	184,3	114,5	130,2	168,0	193,2	212,5	218,9	225,5
Internet	177,8	209,0	213,9	233,1	181,1	190,2	209,2	240,5	274,2
Radio	116,0	113,1	87,7	104,4	116,0	353,5	371,2	389,8	409,3
Druk	71,5								
koszty operacyjne	-1 140,3	-1 225,0	-948,2	-1 007,8	-1 177,9	-1 436,5	-1 511,2	-1 583,5	-1 630,6
w wynagrodzenia	-288,3	-290,0	-224,2	-262,8	-306,7	-366,4	-382,0	-393,0	-401,2
amortyzacja	-69,9	-137,8	-143,3	-144,1	-140,9	-173,3	-179,1	-180,8	-196,9
materiały, energia	-147,7	-131,9	-77,9	-77,7	-117,5	-140,8	-137,1	-141,0	-134,5
usługi	-290,8	-330,1	-236,2	-256,4	-263,8	-395,4	-430,1	-460,8	-489,0
reprezentacja i reklama	-80,4	-84,3	-41,7	-49,2	-62,6	-87,5	-96,4	-109,7	-114,8
koszty systemu	-81,6	-70,5	-52,2	-55,9	-64,9	-74,8	-82,3	-83,7	-84,2
odpisy i koszty restrukturyzacji	-33,6	-7,5	-13,1	-2,4	-37,3	0,0	0,0	0,0	0,0
koszty w ydawnictwa	-39,9	-46,4	-45,2	-49,7	-49,6	-50,8	-54,9	-58,4	-59,6
inne (suma w segmentach operacyjnych)	-99,0	-86,9	-69,0	-52,6	-78,5	-88,5	-88,0	-92,8	-85,4
EBITDA adj (bez MSSF16)	122,3	121,0	28,3	74,5	40,0	119,1	146,2	171,3	205,1
Prasa	2,7	2,1	27,1	24,2	4,3	-12,2	-11,2	-9,1	-2,7
Film i książka	63,0	70,7	-33,0	32,7	23,5	52,0	56,6	61,3	68,5
Reklama zew nętrna	46,7	49,5	-2,9	15,4	33,2	39,0	44,7	51,6	56,8
Internet	28,4	28,9	44,7	44,6	33,0	31,4	37,9	47,8	59,5
Radio	21,3	18,5	12,2	14,4	12,0	54,7	67,1	71,2	76,7
Pozostałe (w wyłączenia)	-40,6	-48,7	-19,8	-56,8	-66,0	-45,8	-48,9	-51,6	-53,8
EBIT adj (bez MSSF16)	34,7	31,2	-66,8	-21,5	-52,0	31,2	59,1	83,4	116,7
EBIT (zgodny z MSSF16)	0,9	24,7	-111,7	-41,9	-64,8	38,0	66,0	90,5	123,9
saldo finansowe	20,8	-10,6	-41,0	-8,1	-38,8	-34,8	-40,9	-40,0	-32,6
zysk przed opodatkowaniem	21,6	14,1	-152,7	-50,0	-103,6	3,2	25,2	50,5	91,3
podatek dochodowy	-11,5	-8,1	22,5	3,3	-2,0	-2,0	-6,2	-12,3	-19,8
Udział w zyskach (stratach) jedn. podporząd.	0,0	4,7	7,4	9,4	8,5	0,0	1,0	0,0	0,0
(Zyski) straty mniejszości	4,3	2,5	-13,0	-2,1	-3,0	14,7	7,9	0,8	1,4
Zysk netto akcj. jedn. domin.	5,1	3,5	-117,2	-44,6	-102,7	-13,5	11,0	37,4	70,1
EPS	0,1	0,1	-2,5	-1,0	-2,2	-0,3	0,2	0,8	1,5

Źródło: Agora, prognozy BM Banku Millennium

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
aktywa trwałe	981,3	1 664,5	1 683,6	1 587,4	1 496,3	1 505,0	1 546,2	1 478,7	1 414,7
rzeczowe aktywa trwałe	519,5	458,6	401,2	366,7	356,9	355,0	403,5	402,2	404,4
wartości niematerialne i prawne	420,7	120,8	105,1	92,4	91,1	91,1	91,1	91,1	91,1
wartości firmy		320,3	317,8	317,8	274,4	274,4	274,4	274,4	274,4
inwestycje długoterminowe	25,9	156,1	155,0	151,0	134,7	172,9	231,7	231,7	231,7
prawa do użytkowania aktywów pozostałe	15,3	18,4	45,2	49,4	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9
aktywa obrotowe	418,5	327,9	334,7	333,9	296,8	334,7	418,3	448,5	492,5
zapasy	35,8	21,3	15,2	20,0	30,4	39,7	42,5	45,1	47,3
należności	226,8	203,2	135,2	143,9	162,5	212,1	255,4	271,1	289,9
inwestycje krótkoterminowe	122,5	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka i ekwiwalenty	33,0	61,1	138,4	134,9	69,1	49,1	86,6	98,4	121,5
aktywa do zbycia	0,0	4,3	14,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
pozostałe	0,5	28,4	31,4	35,1	34,8	33,8	33,8	33,8	33,8
aktywa razem	1 399,8	1 992,4	2 018,3	1 921,3	1 793,1	1 839,8	1 964,5	1 927,1	1 907,2
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	975,0	931,2	820,9	774,4	674,1	708,5	759,7	829,1	911,8
kapitał mniejszości	21,1	20,9	11,4	5,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
zobowiązania	403,7	1 040,3	1 186,0	1 141,0	1 119,0	1 131,3	1 204,9	1 098,2	995,5
zobowiązania długoterminowe	115,0	628,3	739,8	694,3	708,6	710,0	783,8	677,6	571,4
w tym dług odsetkowy	97,8	71,1	51,6	22,7	52,9	82,9	222,9	182,9	142,9
zobowiązania krótkoterminowe	288,7	412,0	446,2	446,7	410,5	421,4	421,1	420,6	424,1
w tym dług odsetkowy	34,8	35,7	86,4	80,0	51,8	46,8	41,8	36,8	31,8
pasywa razem	1 399,8	1 992,4	2 018,3	1 921,3	1 793,1	1 839,8	1 964,5	1 927,1	1 907,2
BVPS	20,93	19,99	17,62	16,62	14,47	15,21	16,31	17,80	19,57

Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
wzrost netto (bez MSSF16)	5,1	3,5	-117,2	-44,6	-102,7	-13,5	11,0	37,4	70,1
amortyzacja bez leasingu MSSF16	87,6	89,8	95,1	96,0	92,0	87,9	87,1	87,9	88,4
zmiana kapitału obrotowego	-11,5	38,7	95,1	70,6	-37,7	-89,5	-84,3	-55,2	-26,2
gotówka z działalności operacyjnej	81,1	205,5	131,9	126,8	76,8	135,6	153,1	199,6	233,6
inwestycje (capex)	-85,1	-122,4	-66,3	-43,7	-58,4	-86,0	-135,6	-86,6	-90,6
gotówka z działalności inwestycyjnej	-19,8	-100,5	-24,4	-18,7	-38,6	-114,3	-184,4	-76,6	-80,6
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-23,3	-23,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-18,7
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-12,8	56,6	67,7	-26,0	-65,8	13,0	160,0	90,0	-90,0
gotówka z działalności finansowej	-47,5	-76,9	-30,1	-111,6	-104,0	-41,2	68,8	-111,2	-129,9
zmiana gotówki netto	13,8	28,1	77,3	-3,5	-65,8	-19,9	37,4	11,8	23,1
DPS	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40
CEPS	1,99	2,00	-0,47	1,10	-0,23	1,60	2,11	2,69	3,40
FCFPS	-0,21	-0,28	-0,31	1,67	-1,45	-1,17	0,39	1,73	3,09

Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p
zmiana sprzedaży	-2,1%	7,2%	-26,7%	-22,7%	33,1%	50,4%	39,6%	13,6%	11,3%
zmiana EBITDA adj (bez MSSF16)	2,9%	1,8%	-76,9%	-38,4%	41,3%	59,7%	265,7%	43,9%	40,3%
zmiana EBIT adj (bez MSSF16)	118,6%	96,5%	-292,7%	-168,8%	-22,1%	-245,2%	-213,6%	167,7%	98%
marża EBITDA adj.	10,7%	9,7%	3,4%	7,7%	3,6%	8,2%	9,4%	10,4%	11,9%
marża EBIT	0,1%	2,0%	-13,4%	-4,3%	-5,8%	2,6%	4,2%	5,5%	7,2%
marża netto	0,4%	0,3%	-14,0%	-4,6%	-9,2%	-0,9%	0,7%	2,3%	4,1%
sprzedaż/aktyw (x)	0,8	0,6	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9
dług / kapitał (x)	9,5%	8,7%	9,9%	7,6%	7,5%	8,7%	15,0%	12,9%	10,7%
odsetki / EBITDA (bez MSSF16)	3,8%	0,0%	14,1%	5,8%	10,8%	4,1%	5,6%	5,9%	4,0%
stopa podatkowa	53,2%	57,3%	14,7%	6,6%	-1,9%	61,3%	24,7%	24,3%	21,6%
ROE	-	-	-	-	-	-	1,5%	4,5%	7,7%
ROA	-	-	-	-	-	-	0,6%	1,9%	3,7%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	100,6	111,4	62,0	11,7	65,5	110,4	208,0	151,1	83,0

Źródło: Agora, prognozy BM Banku Millennium

Czynniki ryzyka

Makroekonomiczne:

- ❑ Blisko połowa przychodów Grupy Agora pochodzi z rynku reklamy, którego zmiany wartości silnie reagują na wahania koniunktury gospodarczej. Wpływ tego ryzyka w dużej mierze widoczny był w trakcie epidemii.

Akwizycje

- ❑ Agora w przyjętej strategii deklaruje dokonywanie przejęć podmiotów zarówno w dobrze znanych sobie obszarach, jak i nowych. Działania takie zawsze związane są z dużym ryzykiem niepowodzenia i nieuzyskania efektów współmiernych do zainwestowanych środków.

Obszar kinowy:

- ❑ Duży udział spółki w rynku kin w Polsce oraz rosnący stopień jego nasycenia stwarza ryzyko dla dalszego wzrostu. Nasilenie się konkurencji może też skutkować pojawianiem się nowych kin, które poprzez obniżenie frekwencji w posiadanych obiektach, zagrażałyby obecnemu poziomowi rentowności.
- ❑ Produkcje filmowe, w których spółka występuje w roli producenta lub współproducenta, związane są z ryzykiem niepowodzenia jednorazowych znacznych projektów. Działalność na tym rynku z racji jego charakterystyki (nieregularność premier) zwiększa zmienność zysków, co utrudnia ocenę sytuacji finansowej spółki.
- ❑ W konsekwencji dużych ograniczeń w funkcjonowaniu kin podczas epidemii spółka Helios znacznie zwiększyła zadłużenie, które jest zabezpieczane przez Agorę. Konieczność jego obsługi ze strony Heliosa i deklarowane szybkie oddłużanie zmniejszają możliwości inwestycyjne, co negatywnie może wpłynąć na konkurencyjność sieci kinowej.

Obszar prasy:

- ❑ Podstawowy tytuł wydawany przez Agorę to Gazeta Wyborcza. Profil dziennika jest oceniany jako opozycyjny wobec rządzącej w Polsce opcji politycznej, co znajduje swoje odzwierciedlenie w jej relacjach z instytucjami podległymi władzom. Przełożyło się to na wstrzymanie zakupu powierzchni reklamowych w Gazecie Wyborczej przez spółki Skarbu Państwa, a także ograniczenie prenumeraty ze strony administracji państwowej. Dodatkowo wydawca ponosi znaczne koszty sądowe związane z dużą ilością pozwów kierowanych przeciw niemu przez polityków.
- ❑ Rynek prasy pozostaje od wielu lat pod presją spadającego czytelnictwa. Spółka stara się temu przeciwstawić zmieniając model na cyfrową dystrybucję treści premium. Gospodarka cyfrowa podlega jednak dynamicznym przemianom, w związku z czym istnieje ryzyko rozminięcia się strategii rozwoju Agory z kierunkiem w jakim podążą technologie i preferencje klientów.
- ❑ Zarząd Agory przez wiele lat dostosowywał poziom kosztów działalności prasowej do spadającego czytelnictwa i co za tym idzie przychodów segmentu. W 2022r. zapowiedź kolejnych działań efektywnościowych (połączenie redakcji Wyborczej i Gazety.pl) napotkała na zdecydowany opór zespołu kierowanego przez Redaktora Naczelnego. Ostry spór wstrzymał działania efektywnościowe, co postawiło pod znakiem zapytania podnoszenie rentowności tego segmentu. Obecnie zmiany zostały skierowane na wydzielenie poszczególnych segmentów, w tym segmentu Prasa, do odrębnych spółek, jednak na efekty tych zmian trzeba będzie poczekać.

Obszar radiowy:

- ❑ Działalność radiowa jest koncesjonowana, z czym wiąże się ryzyko jej nieprzedłużenia.
- ❑ Przychody z reklam emitowanych w radiu są zależne od poziomu jego słuchalności, a ta jak dotąd wykazuje się wysoką odpornością na ekspansję mediów internetowych. Nie można jednak wykluczyć, że ulegnie to zmianie wraz nowymi modami.

Obszar internetowy

- ❑ Dyrektywa unijna ACTA 2 wprowadza większą ochronę treści w Internecie, nakładając m.in. obowiązek weryfikowania czy dana treść nie jest piracka. Grupa Agora, jako dostawca treści, jest przede wszystkim beneficjentem tych przepisów, jednak w części biznesu jakim są portale internetowe nałożone zostaną na nią nowe obowiązki i pojawi się związane z tym ryzyko kar. Ponadto Grupa Agora rozwija narzędzia B2B dla podmiotów operujących na rynku, który może ulec zmianom pod wpływem nowych przepisów, a których efekty na razie trudno przewidzieć. Dyrektywę przegłosowano w Parlamencie Europejskim w marcu 2019r. i państwa członkowskie miały dwa lata na dostosowanie przepisów krajowych. W praktyce w Polsce implementacja jeszcze nie nastąpiła.

Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler
Agora	Kupuj	7 kw i 23	6,90	7,70	Adam Zajler
KGL	akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj
LPP	akumuluj	24 maj 23	13220,00	14700,00	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	30 maj 23	25,30	33,60	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 cze 23	3,31	5,30	Adam Zajler

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	75%
Akumuluj	2	17%
Neutralnie	1	8%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

**ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję aniratora*

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Dyrektor
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyniak, CFA Analityk
Doradca Inwestycyjny branża odzieżowa
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Adam Zajler Analityk
+48 22 598 26 88 przemysł, technologie, media
adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj Analityk
Doradca inwestycyjny fundusze inwestycyjne
+48 22 598 26 59
Lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski Analityk
+48 22 598 26 05 fundusze inwestycyjne
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl sektor gier komputerowych

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki Dyrektor
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip 02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązuja 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeżenie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymała wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 16 czerwca 2023r. o godzinie 11.30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 16 czerwca 2023r. godzina 12.00.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.