



Dom Maklerski BDM S.A.

## AGORA

### RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory. Nowa cena docelowa wynosi 14,8 PLN (+52% potencjału). Wskazujemy na spodziewaną przez nas wzrostową ścieżkę wynikową w kolejnych kwartałach (w 3Q'19 przyrost EBITDA MSR 17 o ponad 30% r/r, a w 4Q'19 o 15% r/r). Liczymy na pozytywną kontrybucję obszarów kinowego i internetowego. In plus powinny również wpływać zmiany dokonywane w obszarze prasy i druku (finalizacja głębokiej restrukturyzacji). Doceniamy strategię opublikowaną w czerwcu'18, która zakłada 155-165 mln PLN EBITDA MSR 17 w '22. Zwracamy uwagę na bardzo prawdopodobne nabycie pozostałych udziałów w Radio Zet (EBITDA'18 podmiotu wyniosła ok. 40 mln PLN), co sprawiłoby, że segment radiowy byłby drugim największym obszarem biznesowym w grupie, a zarazem wzmocniłoby to pozycję spółki na rynku reklamy radiowej.

Prognozujemy, że w 3Q'19 grupa wypracuje ok. 264 mln PLN przychodów, ok. 40 mln PLN EBITDA raportowanej (wg metodologii MSR 17 22,7 mln PLN) oraz 0,2 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym Agora osiągnie 1,19 mld PLN przychodów, ok. 185 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 109 mln PLN) oraz nieco ponad 21 mln PLN zysku netto (zakładamy, że wynik z jednostek stowarzyszony będzie bliski 9,5 mln PLN). Oczekujemy, że w '20 grupa będzie kontynuowała wzrost rezultatów i przyjmujemy zwiększenie obrotów do 1,23 mld PLN i EBITDA do 204 mln PLN (ok. 133 mln PLN wg MSR 17). Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA MSSF 16 na koniec '19 wyniesie 3,4-3,5x (bez uwzględnienia kosztów zakupu 40% udziałów Radio ZET ok. 2,8x).

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

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

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ogółem [mln PLN]	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 188,6	1 228,8	1 292,9
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	-	-	-	184,8	203,9	215,3
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	114,9	30,0	88,5	109,4	132,7	142,8
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	16,7	-73,0	0,9	35,3	58,8	67,3
Wynik netto [mln PLN]	-13,2	-79,3	9,4	21,2	37,1	43,8
P/BV	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
P/E	-	-	48,5x	21,5x	12,3x	10,4x
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	5,9x	5,4x	5,2x
EV/EBITDA MSR 17	4,1x	15,3x	4,9x	5,1x	4,2x	3,9x
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	31,1x	18,9x	16,6x
DPS [PLN]	0,8	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6

## KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 14,8 PLN**

30 WRZEŚNIA 2019, 12:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	14,8
Potencjał do wzrostu / spadku	+52%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,8
Kapitałizacja [mln PLN]	454,6
Ilość akcji [mln. szt.]	46,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,7
Stopa zwrotu za 3 mc	-26,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,4%
Akcjonariat (% głosów):	
Agora-Holding	35,4%
PTE PZU	11,9%
MDIF	8,4%
NN OFE	7,1%
Pozostali	37,3%

**Adrian Górniak**

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	7
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	10
ZAKUP RADIO ZET.....	11
STRATEGIA GRUPY NA LATA 2018-22.....	11
OTOCZENIE RYNKOWE .....	12
KRAJOWY RYNEK REKLAMY .....	12
GLOBALNY RYNEK REKLAMY .....	14
RYNEK KINOWY .....	15
RYNEK PRASY .....	16
RYNEK RADIOWY .....	17
WYNIKI HISTORYCZNE .....	19
WYNIKI SEGMENTÓW I STRUKTURA KOSZTOWA .....	20
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	24
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	28

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Agory dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 12,8 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 19,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 692 mln PLN, czyli **14,8 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mld PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	594,1	12,8	30,7%
B	Wycena porównawcza	919,4	19,7	102,2%
<b>C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa</b>		<b>691,7</b>	<b>14,8</b>	<b>52,1%</b>

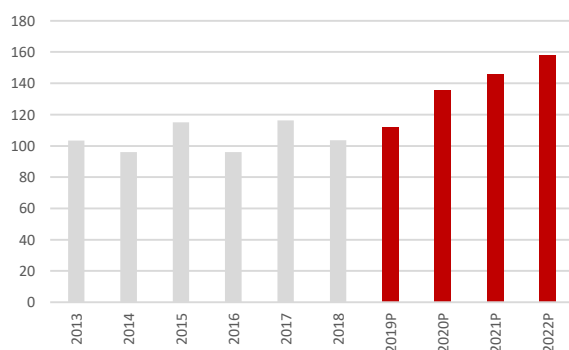
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozujemy, że w 3Q'19 grupa wypracuje ok. 264 mln PLN przychodów, ok. 40 mln PLN EBITDA raportowanej (wg metodologii MSR 17 22,7 mln PLN) oraz 0,2 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym Agora osiągnie 1,19 mld PLN przychodów, ok. 185 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 109 mln PLN) oraz nieco ponad 21 mln PLN zysku netto (zakładamy, że wynik z jednostek stowarzyszonych będzie bliski 9,5 mln PLN). Oczekujemy, że w '20 grupa będzie kontynuowała wzrost rezultatów i przyjmujemy zwiększenie obrotów do 1,23 mld PLN i EBITDA do 204 mln PLN (ok. 133 mln PLN wg MSR 17). Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA MSSF 16 na koniec '19 wyniesie 3,4-3,5x (bez uwzględnienia kosztów zakupu 40% udziałów Radio ZET ok. 2,8x).

W naszym modelu zakładamy jedynie wzrost organiczny. Zwracamy jednak uwagę, że w strategii na lata 2018-22 (opublikowanej w czerwcu '18) grupa wskazywała, że na „nowe biznesy” może wydać do 500 mln PLN. Środki te mają być potencjalnie wydane na obszary „Rozrywka i gastronomia”, usługi B2B dla e-commerce oraz na „akwizycję wzmacniającą obecne biznesy” (w 1Q'19 spółka nabyła 40% udziałów w Radio Zet za ponad 130 mln PLN; we wrześniu poinformowano o zamiarze realizacji opcji call na wykupienie pozostałych udziałów). W przypadku realizacji takiego scenariusza przyjmujemy w projekcjach stopniowy wzrost wskaźnika wypłacanej dywidendy.

**Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów Agory i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową na poziomie 14,8 PLN. Oczekujemy, że w nadchodzących kwartałach grupa zaprezentuje wzrostową ścieżkę wynikową, co powinno być widoczne już w 3Q'19 (mocny segment kinowy, odbicie w obszarze radiowym, wzrosty w reklamie zewnętrznej i internecie, zakończenie restrukturyzacji części drukarskiej). Liczymy także na udaną końcówkę roku, szczególnie w obszarze kin, gdzie pipeline filmów wygląda obiecująco (m.in. kolejna część Star Wars, premiera Jokera). Zwracamy uwagę na bardzo prawdopodobny zakup pozostałych udziałów Radio Zet (Agora ma obecnie 40%; na transakcję dokupu musi się zgodzić UOKiK; Radio Zet w '18 wygenerowało ok. 40 mln PLN EBITDA). Holding jest notowany z ponad 40% dyskontem dla wskaźnika EV/EBITDA w odniesieniu do podmiotów o zbliżonym profilu działalności. Wśród głównych ryzyk dla naszych prognoz dostrzegamy ewentualne spowolnienie na rynku reklamy, erozję wyników w prasie czy nieudane akwizycje.**

Oczekiwana ścieżka EBITDA adj. [mln PLN]\*



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

## WYCENA DCF

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

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody grupy w latach 2019-20 wzrosną odpowiednio do 1,19-1,23 mld PLN (+4%/+3% r/r), natomiast na poziomie EBITDA estymujemy 185-204 mln PLN (wg MSSF 16; zgodnie z MSR 17 byłoby to 109/133 mln PLN).
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny. Akcentujemy jednak, że Agora zapowiedziała, że zamierza zrealizować opcję call na zakup pozostałych 60% Radio Zet (wymaga to przede wszystkim zgody UOKiK; nie uwzględniamy tego w naszych prognozach; w symulacjach przedstawionych w raporcie wykazujemy jedynie zysk z tyt. posiadanych 40%). Zwracamy uwagę, że strategia grupy na lata 2018-22 zakłada, że spółka zainwestuje w nowe obszary działalności łącznie ok. 500 mln PLN.
- Szczegółowe założenia dot. przychodów w poszczególnych segmentach operacyjnych

### Szczegółowe założenia modelu

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Przychody ogółem [mln PLN]</b>	<b>1 141,2</b>	<b>1 188,6</b>	<b>1 228,8</b>	<b>1 292,9</b>	<b>1 351,0</b>	<b>1 397,7</b>	<b>1 439,6</b>	<b>1 480,4</b>	<b>1 519,8</b>	<b>1 559,3</b>	<b>1 598,8</b>
Film i książka	419,1	501,0	547,4	591,4	628,7	658,3	683,4	707,7	731,4	754,5	777,2
Prasa	214,1	210,6	212,7	213,5	213,8	214,2	214,6	215,0	215,5	216,1	216,6
Reklama zewn.	171,9	183,1	189,9	195,6	201,5	207,5	213,7	220,1	226,7	233,5	240,5
Internet	177,8	185,4	198,0	211,4	225,7	236,1	245,9	255,0	263,3	271,9	280,8
Radio	116,0	110,7	112,8	114,7	116,5	118,2	119,7	121,2	122,6	124,0	125,4
Druk	71,5	28,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Dynamika [%]</b>											
Przychody ogółem	-2,1%	4,2%	3,4%	5,2%	4,5%	3,5%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
Film i książka	0,7%	19,5%	9,3%	8,0%	6,3%	4,7%	3,8%	3,6%	3,3%	3,2%	3,0%
Prasa	-9,1%	-1,6%	1,0%	0,4%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
Reklama zewn.	5,4%	6,5%	3,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Internet	5,5%	4,3%	6,8%	6,8%	6,8%	4,6%	4,1%	3,7%	3,3%	3,3%	3,3%
Radio	1,8%	-4,5%	1,9%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%
Druk	-29,7%	-59,6%	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że grupa w kolejnych latach będzie stopniowo zwiększać poziom wypłaty dywidendy, o ile nie będą przeprowadzane kolejne akwizycje.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 1,5%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania aktywów w wys. ok. 460 mln PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- W pozycji dot. inwestycji kapitałowych wykazujemy środki wydane na zakup 40% udziałów w Radio Zet. Uwzględniamy również prognozowane przez nas przepływy z działalności podmiotu przypisane do Agory.
- W wycenie nie uwzględniamy ewentualnych wpływów ze sprzedaży aktywów segmentu Druk. Spółka posiada 3 drukarnie (grupa zamierza wygasić działalność w Tychach i Pile), a ich wartość bilansowa na koniec 2Q'19 wynosiła łącznie ok. 81 mln PLN.
- Do obliczeń przyjęliśmy 46,6 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 30.09.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Agora na poziomie 594 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 12,8 PLN.

#### Model DCF

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Przychody ogółem [mln PLN]	1 188,6	1 228,8	1 292,9	1 351,0	1 397,7	1 439,6	1 480,4	1 519,8	1 559,3	1 598,8
EBIT [mln PLN]	35,3	58,8	67,3	77,0	80,9	84,2	86,5	88,0	89,2	90,1
Stopa podatkowa	23,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	8,3	11,2	12,8	14,6	15,4	16,0	16,4	16,7	17,0	17,1
NOPLAT [mln PLN]	27,0	47,6	54,5	62,4	65,5	68,2	70,1	71,3	72,3	73,0
Amortyzacja [mln PLN]	149,6	145,1	148,1	151,1	154,1	156,7	159,3	161,8	164,2	166,6
- w tym prawo do użytku aktywów	69,1	63,3	64,2	65,2	66,0	66,8	67,3	67,8	68,0	68,2
CAPEX [mln PLN]	-167,3	-156,0	-155,3	-154,0	-156,3	-157,9	-159,5	-160,9	-162,4	-163,8
- w tym opłaty leasingowe	-69,6	-71,2	-72,5	-72,9	-72,5	-71,7	-70,9	-70,0	-69,2	-68,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,2	-1,0	-1,7	-1,5	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-145,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy Radio ZET [mln PLN]*	11,3	11,7	12,0	12,3	12,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6
Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-125,9	47,4	57,7	70,4	74,7	78,7	81,9	84,4	86,5	88,3
DFCF [mln PLN]	-123,7	43,4	49,2	55,9	55,2	54,2	52,5	50,3	48,0	45,6
Suma DFCF [mln PLN]	330,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 443,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	745,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 075,7									
Dług netto [mln PLN]**	437,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	21,1									
Dywidenda [mln PLN]	23,3									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>594,1</b>									
Ilość akcji [mln]	46,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>12,8</b>									

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

Przychody zmiana r/r	4,2%	3,4%	5,2%	4,5%	3,5%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
EBIT zmiana r/r	3931,3%	66,7%	14,4%	14,5%	5,0%	4,1%	2,7%	1,8%	1,4%	1,0%
FCF zmiana r/r	-682,8%	-137,7%	21,7%	22,0%	6,1%	5,4%	4,0%	3,0%	2,5%	2,1%
Marża EBITDA	15,6%	16,6%	16,7%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,4%	16,3%	16,1%
Marża EBIT	3,0%	4,8%	5,2%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%
Marża NOPLAT	12,6%	11,8%	11,5%	11,2%	11,0%	10,9%	10,8%	10,6%	10,5%	10,4%
CAPEX / Przychody	14,1%	12,7%	12,0%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%
CAPEX / Amortyzacja	111,9%	107,5%	104,9%	101,9%	101,5%	100,8%	100,1%	99,4%	98,9%	98,3%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

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

#### Kalkulacja WACC

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
beta	0,7	10,8	11,9	13,1	14,5	16,2	18,1	20,6	23,6	27,5
	0,8	9,7	10,7	11,7	13,0	14,4	16,1	18,2	20,7	23,9
	0,9	8,7	9,5	10,5	11,6	12,8	14,3	16,1	18,3	20,9
	1,0	7,8	8,5	9,4	10,3	11,5	12,8	14,3	16,1	18,4
	1,1	6,9	7,6	8,4	9,2	10,2	11,3	12,7	14,3	16,2
	1,2	6,1	6,7	7,4	8,2	9,1	10,1	11,2	12,6	14,3
	1,3	5,4	5,9	6,6	7,2	8,0	8,9	10,0	11,2	12,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
premia za ryzyko	3,00%	12,0	13,2	14,6	16,2	18,1	20,5	23,4	27,0	31,9
	4,00%	9,7	10,7	11,7	13,0	14,4	16,1	18,2	20,7	23,9
	5,00%	7,8	8,5	9,4	10,3	11,5	12,8	14,3	16,1	18,4
	6,00%	6,1	6,7	7,4	8,2	9,1	10,1	11,2	12,6	14,3
	7,00%	4,7	5,2	5,8	6,4	7,1	7,9	8,8	9,8	11,1
	8,00%	3,5	3,9	4,3	4,8	5,4	6,1	6,8	7,6	8,6
	9,00%	2,4	2,7	3,1	3,5	4,0	4,5	5,1	5,8	6,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,00%	23,9	22,6	21,5	20,5	19,5	18,6	17,8	17,1	16,4
	4,00%	19,5	18,3	17,1	16,1	15,2	14,4	13,6	12,9	12,3
	5,00%	16,0	14,8	13,7	12,8	11,9	11,1	10,5	9,8	9,3
	6,00%	13,1	11,9	10,9	10,1	9,3	8,6	8,0	7,4	6,9
	7,00%	10,7	9,6	8,7	7,9	7,2	6,5	6,0	5,5	5,0
	8,00%	8,6	7,6	6,8	6,1	5,4	4,9	4,4	3,9	3,5
	9,00%	6,8	5,9	5,2	4,5	3,9	3,4	3,0	2,6	2,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analiza porównawcza Agory została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych podmiotów z poszczególnych obszarów działalności grupy. W wycenie uwzględniliśmy wskaźnik EV/EBITDA. Obliczyliśmy EV segmentów, a następnie sumę wartości skorygowaliśmy o prognozowany dług netto na koniec danego roku. Końcowa wartość 1 akcji wynikająca z metody porównawczej wynosi **19,7 PLN/walor**.

### Podsumowanie wyceny porównawczej

	2019P	2020P	2021P
EV Kino [mln PLN]	974,3	981,7	968,8
EV Reklama zewnętrzna [mln PLN]	483,3	459,3	426,9
EV Internet [mln PLN]	353,8	334,9	331,8
EV Radio [mln PLN]	133,1	134,8	133,6
EV Prasa [mln PLN]	58,6	59,4	56,0
EV Radio Zet [mln PLN]	98,9	100,3	99,5
EV Druk [mln PLN]	0,0	0,0	0,0
Korekty konsolidacyjne	-543,9	-493,6	-433,0
<b>SUMA [mln PLN]</b>	<b>1 558,2</b>	<b>1 576,8</b>	<b>1 583,5</b>
Dług netto EoP [mln PLN]	643,9	655,7	660,6
<b>Wycena spółki [mln PLN]</b>	<b>914,2</b>	<b>921,1</b>	<b>922,9</b>
Wartość na 1 akcję [PLN]	19,6	19,8	19,8
Waga roku	33%	33%	33%
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>19,7</b>		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena EV segmentu Kino

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Cineworld	5,5	5,1	4,6
Kinopolis	12,5	10,8	10,1
Cinemark	7,2	7,0	6,7
AMC	7,6	7,2	6,7
<b>Mediana</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>
EBITDA segmentu	131,4	138,0	144,3
<b>EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]</b>	<b>974,3</b>	<b>981,7</b>	<b>968,8</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena EV segmentu Reklama zewnętrzna

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
JC Decaux	7,9	7,4	6,6
Stroeer	9,1	8,3	7,6
<b>Mediana</b>	<b>8,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>
EBITDA segmentu	56,7	58,5	59,8
<b>EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]</b>	<b>483,3</b>	<b>459,3</b>	<b>426,9</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena EV segmentu Internet

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
WP	11,2	10,4	9,0
Yandex	12,7	8,9	6,3
Google	12,7	10,5	9,1
Facebook	12,7	9,9	7,7
<b>Mediana</b>	<b>12,7</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>
EBITDA segmentu	27,9	33,1	39,8
<b>EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]</b>	<b>353,8</b>	<b>334,9</b>	<b>331,8</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Wycena EV segmentu Prasa

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Axel Springer	11,3	11,1	9,8
DMGT	10,2	10,2	9,1
Schibsted	15,7	13,3	11,1
Sanoma	6,0	5,6	5,4
<b>Mediana</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>9,4</b>
EBITDA segmentu	5,5	5,6	5,9
<b>EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]</b>	<b>58,6</b>	<b>59,4</b>	<b>56,0</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Wycena EV segmentu Radio

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Lagardere	6,4	6,3	6,1
<b>Mediana</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>
EBITDA segmentu	20,7	21,4	21,9
<b>EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]</b>	<b>133,1</b>	<b>134,8</b>	<b>133,6</b>

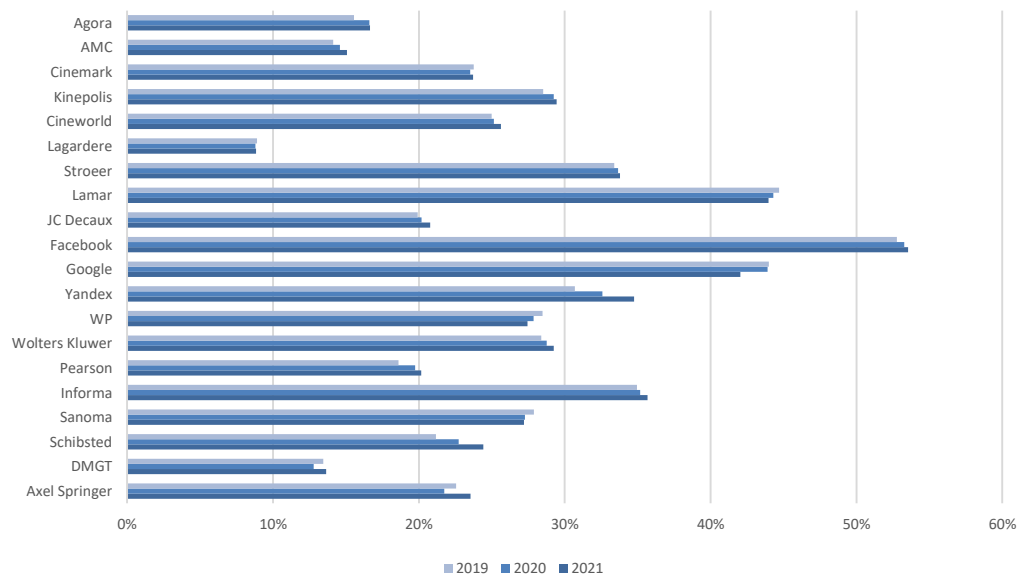
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Wycena EV Radio Zet

	EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P
Lagardere	6,4	6,3	6,1
<b>Mediana</b>	<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,1</b>
EBITDA segmentu	15,4	15,9	16,3
<b>EV segmentu wg wskaźnika [mln PLN]</b>	<b>98,9</b>	<b>100,3</b>	<b>99,5</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

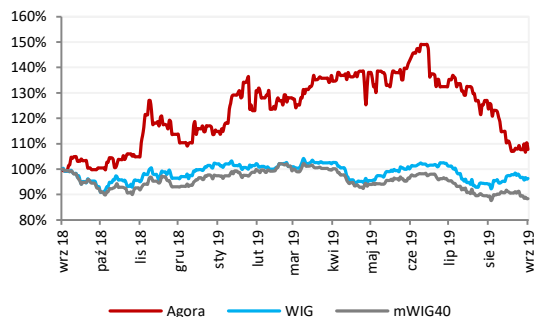
#### Porównanie marż EBITDA w latach 2019-21



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

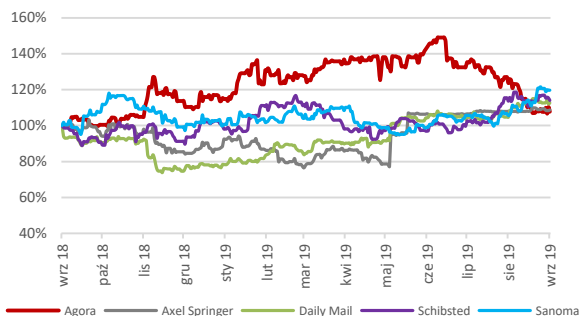


#### Zachowanie kursu na tle WIG i mWIG40



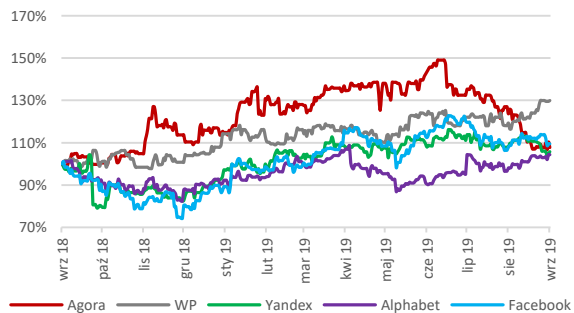
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Prasa



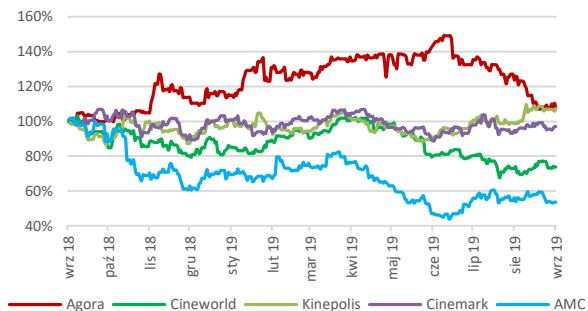
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Rekl.internetowa



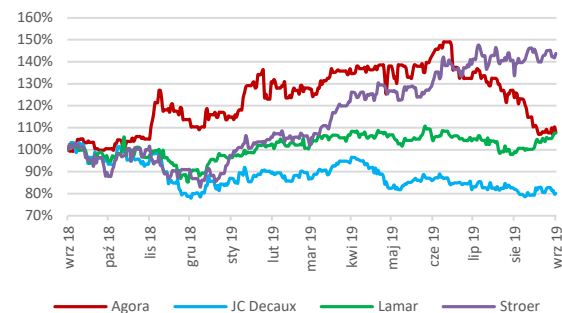
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Kino



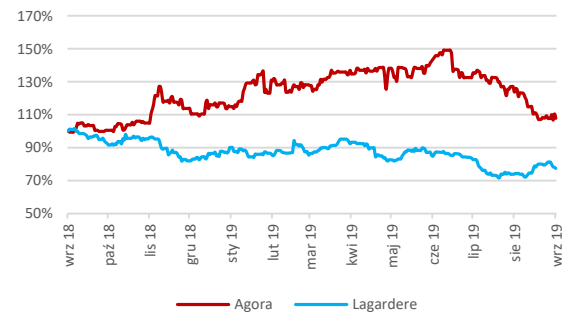
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Rekl.zewnętrzna



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle spółek z obszaru Radio



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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

## ZAKUP RADIO ZET

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

W dn. 18 września Agora poinformowała, że zamierza wykonać opcję call dot. zakupu pozostałych 60% udziałów Eurozet posiadanych przez SFS Ventures. W komunikacie wskazano, że decyzja nie jest równoznaczna z wykonaniem opcji i jest uwarunkowana przede wszystkim uzyskaniem zgody UOKiK. Zgodnie z umową wspólników, opcja nie może być zrealizowana wcześniej niż po upływie 12 miesięcy od jej zawarcia, tj. 20 lutego 2020 roku, oraz nie później niż 20 lutego 2022 roku.

Według danych z ostatniej prezentacji inwestorskiej Agory, grupa Eurozet osiągnęła w '18 ok. 197,5 mln PLN przychodów, ok. 36 mln PLN EBIT (szacujemy, że EBITDA wyniosła 41 mln PLN; tym samym na bazie wyników za '18 oznacza to, że segment radiowy wypracowałby ok. 60 mln PLN EBITDA i byłby drugim największym obszarem działalności spółki) oraz 26,8 mln PLN zysku netto. W '17 było to odpowiednio 191/35/28 mln PLN. Uważamy, że akwizycja może wygenerować szereg synergii, zarówno po stronie kosztowej (np. ograniczenie kosztów reklamy i marketingu, zmniejszenie kosztów najmu), jak i przychodowej (wzrost atrakcyjności dla reklamodawców jako większa grupa mediowa). Połączone podmioty miałyby ok. 18% udziałów w rynku radiowym (grupa RMF FM ma ponad 29%).

## STRATEGIA GRUPY NA LATA 2018-22

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

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

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

### Porównanie założeń strategii spółki z prognozami DM BDM

	2017	...	2022P	zmiana w okresie [%]
<b>Przychody</b>				
Agora	1 166		1310-1360	12/17%
DM BDM	1 166		1 351	16%
odchylenie vs strategia	-		-1/3%	
<b>EBITDA</b>				
Agora	119		155-165	30/39%
DM BDM	119		155	30%

odchylenie vs strategia	-	-6/0%
-------------------------	---	-------

Źródła: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

### KRAJOWY RYNEK REKLAMY

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

Według szacunków Zenith Media rynek reklamowy w Polsce wzrośnie ogółem o 3,9% (poprzednia prognoza zakładała wzrost o 5,3%), co oznacza niższe tempo niż w przypadku rynku globalnego (agencja prognozuje +4,6% r/r i zwiększenie wartości do 639 mld USD).

#### Prognozy rynku reklamy w Polsce na '19 [%]

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

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

W przypadku telewizji oczekiwany jest spadek oglądalności, co ma być po części spowodowane brakiem dużych wydarzeń sportowych (np. Mistrzostw Świata w piłce nożnej). Z drugiej strony wiele stacji telewizyjnych założyło wzrost cenników, co miało offsetować ograniczenie oglądalności. Ubiegłoroczna wysoka baza wydaje się być trudna do przebiccia, dlatego też Zenith przyjmuje, że rynek reklamy telewizyjnej zwiększy się o nieco ponad 2% r/r.

Mocnych wzrostów należy spodziewać się w obszarze reklamy online, które są prognozowane na ok. 10% w w porównaniu do '18. Zenith wskazuje, że sprzyjać temu ma m.in. polityka Google, która zakłada przejście na aukcje pierwszej ceny do końca bieżącego roku. Swoje stawki powinni podwyższać również lokalni gracze, których portale cały czas wzbudzają duże zainteresowanie ze strony reklamodawców. Agencja szacuje, że przychody ze stron głównych odpowiadają obecnie za ok. 25% wpływów z reklamy. Cały czas utrzymuje się trend dużych nakładów ponoszonych na rozwój digitalu i związanych z tym technologii.

Rok '18 przyniósł wysoki wzrost wartości rynku reklamy radiowej. W '19 oczekiwany jest dalszy wzrost, jednak w niższym tempie, które ma wynieść ok. 2,4%. Głównym powodem jest spodziewane przesunięcie wydatków w stronę obszaru internetu i tv, a także zmniejszenie inwestycji przez największego reklamodawcę w tym medium, czyli Aflofarm. Głównymi reklamodawcami są podmioty z branży handlu, m.in. RTV, AGD i dyskonty.

W obszarze reklamy zewnętrznej (OOH) Zenith oczekuje dynamiki 2,5%. Agencja wskazuje na wzrost cen, która w przypadku niektórych klientów może jednak nie być akceptowana. Przyspieszenie trendu redukcji budżetów ma być widoczne w reklamie prasowej, gdzie spadek może wynieść ok. 10% r/r. Ze stabilną dynamiką należy się również liczyć w kinach. Po bardzo mocnym '18, wielu analityków branżowych spodziewa się słabszej frekwencji. Dlatego też wzrost reklamy kinowej w '19 może być bliski 3% (vs 6% w '18).

#### Krajowy rynek reklamy wg kategorii [mld PLN]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TV	3,35	3,83	3,41	3,68	3,70	3,49	3,37	3,56	3,72	4,07	3,83	4,07
Dzienniki	1,06	1,06	0,80	0,71	0,62	0,50	0,35	0,29	0,26	0,21	0,18	0,17
Internet	0,62	0,82	0,88	1,08	1,29	1,40	1,51	1,61	1,75	2,35	2,08	2,33
Magazyny	1,09	1,14	0,97	0,91	0,87	0,77	0,67	0,59	0,54	0,50	0,45	0,42
Radio	0,61	0,65	0,54	0,57	0,60	0,58	0,57	0,60	0,65	0,63	0,66	0,69

Reklama zewn.	0,61	0,65	0,61	0,60	0,60	0,56	0,48	0,47	0,49	0,50	0,50	0,53
Kino	0,00	0,00	0,09	0,09	0,09	0,11	0,09	0,09	0,10	0,13	0,12	0,12
<b>Razem</b>	<b>7,33</b>	<b>8,16</b>	<b>7,29</b>	<b>7,65</b>	<b>7,77</b>	<b>7,41</b>	<b>7,04</b>	<b>7,22</b>	<b>7,51</b>	<b>8,40</b>	<b>7,82</b>	<b>8,32</b>

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

#### Struktura wydatków na reklamę wg kategorii [%]

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

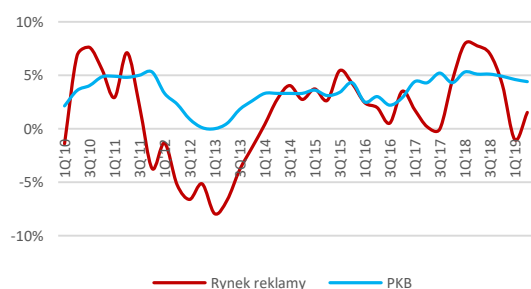
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

#### Dynamika wydatków na reklamę wg kategorii [%]

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

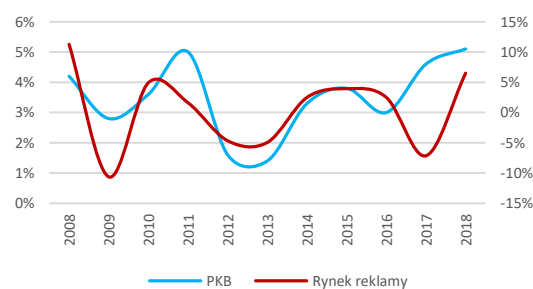
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

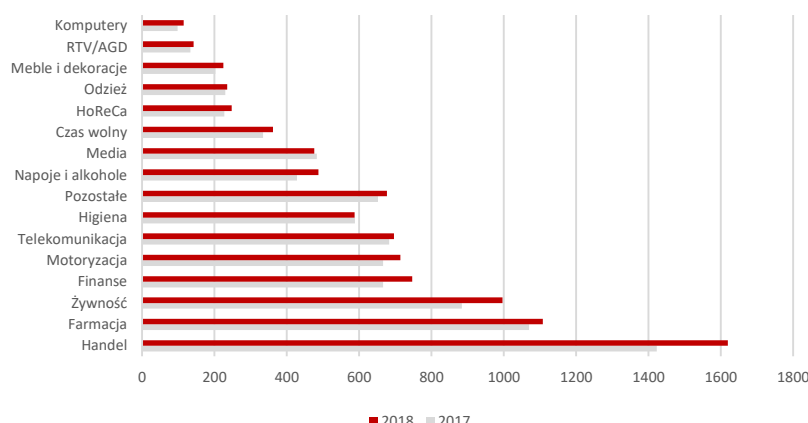
#### Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. roczne [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Według analiz Starcom największy udział w wydatkach reklamowych w Polsce w 2018 roku miała branża handlu, która odpowiadała za 24% całkowitych wydatków. Sektor osiągnął też najwyższą dynamikę (+14% r/r; wyższą miał tylko obszar Komputery), co można przypisać kampaniom reklamowym sieci Lidl, Euro RTV AGD, Kaufland i Allegro. Wyraźnie ponad 10% udziału posiadają też przedstawiciele farmacji (17%) oraz żywności (15%; gł. Ferrero, Wawel i Mars).

#### Wydatki branż na reklamę [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom

### GLOBALNY RYNEK REKLAMY

Zgodnie z raportem Zenith Advertising Expenditure Forecasts globalny rynek reklamy urośnie w '19 o 4,6%. W perspektywie lat 2020-21 oczekiwane są wzrosty po 4,4%. Głównym „koniem pociągowym” będzie segment internetu, który w '18 przebił założenia branżowych analityków o 4 p.p. (całorocznie +16% r/r). Do '21 obszar ma rosnąć po 12% rocznie, dzięki czemu wartość rynku reklamy internetowej wzrośnie do prawie 330 mld USD i będzie stanowiła 52% globalnych wydatków. Tak mocne wzrosty można wytłumaczyć rosnącym popytem na reklamę w kanałach online video oraz w social mediach, które w najbliższych latach mają rosnąć po odpowiednio 19% i 14%. Dwucyfrową dynamikę powinien wykazać też format display (13%), z kolei wysokich jednocyfrowych wartości można się spodziewać w obszarze reklamy w wyszukiwarkach i ogłoszeniach.

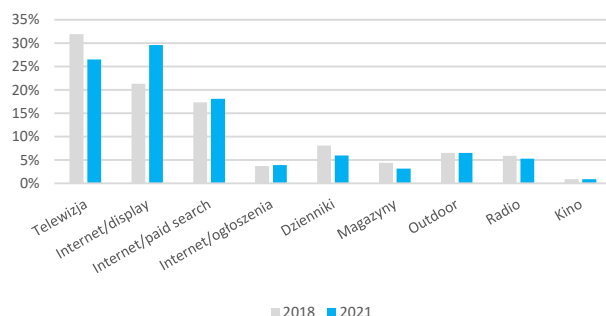
W segmencie tv Zenith prognozuje coroczne wzrosty o 0,7% do 2021 roku. Agencja wskazuje, że pomimo spadków oglądalności na kluczowych rynkach, wydatki na reklamę telewizyjną pozostają cały czas stabilne. Najszybciej rosnącym wolumenowo segmentem wśród kanałów tradycyjnych pozostaje rynek reklamy zewnętrznej. Według prognoz obszar ma zwiększyć swoją wartość w ciągu trzech lat o 5,4 mld USD (tv spadek o 4,3 mld USD). OOH rośnie m.in. dzięki nowym digitalowym ekranom i zakupy programatyczne. Spadków należy się spodziewać w prasie, gdzie w okresie 2018-21 oczekuje się erozji w magazynach o 5,3 mld USD, a w dziennikach o 7,2 mld USD.

### Największe rynki reklamowe na świecie

2018			2021		
Lp.	Kraj	Wartość [mld USD]	Lp.	Kraj	Wartość [mld USD]
1	USA	229,7	1	USA	268,4
2	Chiny	87,1	2	Chiny	95,8
3	Japonia	43,2	3	Japonia	45,4
4	Wielka Brytania	27,5	4	Wielka Brytania	31,3
5	Niemcy	24,9	5	Niemcy	25,2
6	Brazylia	13,5	6	Brazylia	14,8
7	Francja	13,3	7	Francja	15,1
8	Korea Południowa	12,9	8	Korea Południowa	14,7
9	Australia	12,4	9	Indie	12,7
10	Kanada	10,8	10	Australia	13,2
RAZEM		475,2	RAZEM		536,8

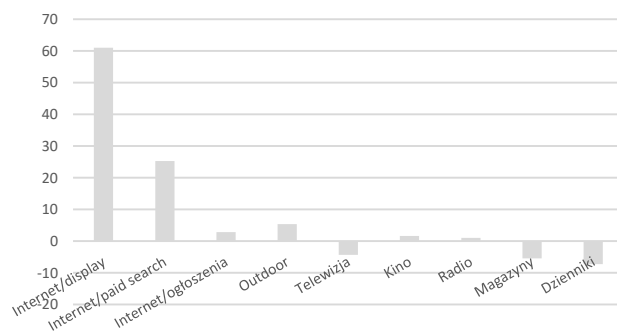
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

#### Udziałów mediów w wydatkach reklamowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

#### Udziałów mediów we wzroście wydatków reklamowych [mld USD]



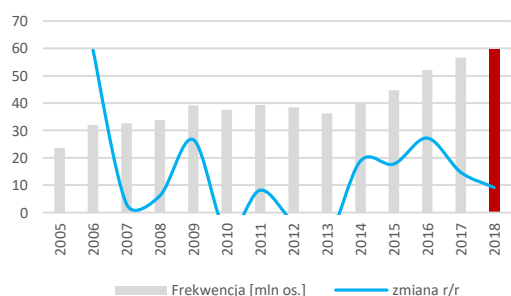
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

## RYNEK KINOWY

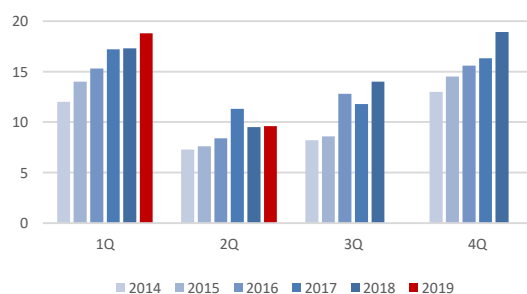
W '18 całkowita frekwencja w kinach wyniosła 59,7 mln widzów (w '17 ok. 56,6 mln), co oznacza że na rodzime produkcje wybrało się 19,8 mln osób. Premierowo wyświetlono 384 filmy, z czego 41 było filmami polskimi. W ubiegłym roku po raz pierwszy od 2000 roku przekroczone rezultaty 4 mln sprzedanych biletów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

Po ostatnich 3 kwartałach z wysokimi dynamikami i rekordowym odczytem frekwencji w 1Q'19, okres 2Q'19 był znacznie spokojniejszy. Liczba widzów ww. kwartale wyniosła 9,6 mln osób, co oznacza wzrost r/r o ok. 1%. Wśród najpopularniejszych filmów w 1H'19 znalazły się takie produkcje jak „Misz masz, czyli kogel mogel” (ok. 2,4 mln widzów), „Avengers: Koniec gry” (ok. 1,9 mln sprzedanych biletów) oraz „Planeta singli 3” (ok. 1,4 mln widzów). W gronie potencjalnie najpopularniejszych tytułów, które już się ukazały lub mają się ukazać od 2H'19 można wymienić m.in. „Star Wars: Skywalker. Odrodzenie”, „Joker” i „terminator: Mroczne przeznaczenie” oraz filmy skierowane do dzieci („Król lew”, „Toy Story 4”, „Kraina lodu 2”).

#### Frekwencja w latach 2005-18 [mln widzów]



#### Frekwencja w podziale na kwartały [mln widzów]



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

#### Top 10 filmów w 1H'19

Tytuł	Liczba widzów [mln osób]
Misz masz, czyli kogel mogel	2,38
Avengers: Koniec gry	1,86
Plantea singli 3	1,43
Jak wyresować smoka 3	1,27
Kobiety mafii 2	1,14
Ralph Demolka w internecie	0,95
Green book	0,91
Underdog	0,90
Kapitan Marvel	0,82
Lego przygoda 2	0,70
<b>RAZEM</b>	<b>12,37</b>

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

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

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

#### Udziały rynkowe głównych sieci kin

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

Źródła: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Charakterystyka głównych sieci kin w Polsce

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

Źródła: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### RYNEK PRASY

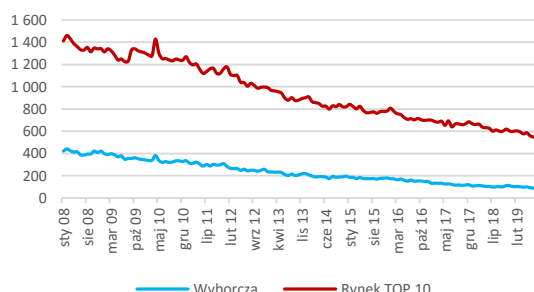
Krajowy rynek od dłuższego czasu znajduje się pod presją. Widać to przede wszystkim po danych dot. sprzedaży egzemplarzowej dzienników i czasopism w formie drukowanej. Taka tendencja przekłada się na osłabienie pozycji prasy jako potencjalnego medium reklamowego (konsekwentne spadki od 2008 roku).

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

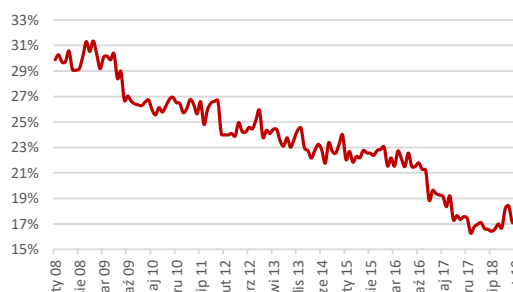


Obserwując te tendencje spółka dokonuje przeglądu portfela tytułów prasowych, co było widać po zamknięciu w '18 czterech tytułów tj. Ładny Dom, Cztery Kąty, Dziecko i Niezbędnik ogrodnika. Sprzedała również prawo do wydawania „Świata motocykli”. Drugim kierunkiem, w którym chce podążać Agora jest zwiększenie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

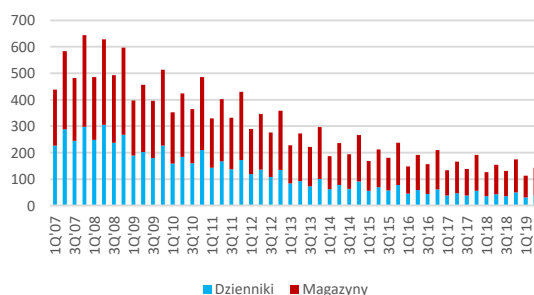
Sprzedaż wolumenowa dzienników ogólnop. – uj.miesięczne[tys. szt.]



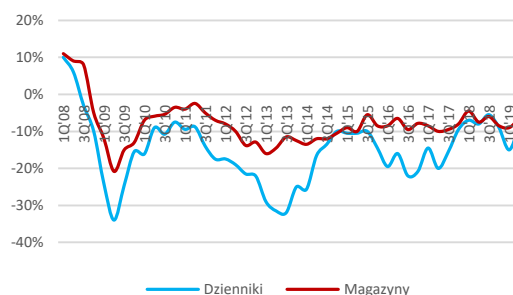
Udział Gazety Wyborczej w sprzedaży dzienników [%]



Rynek reklamy w prasie [mln PLN]



Dynamika wydatków na reklamę w prasie [%]



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

## RYNEK RADIOWY

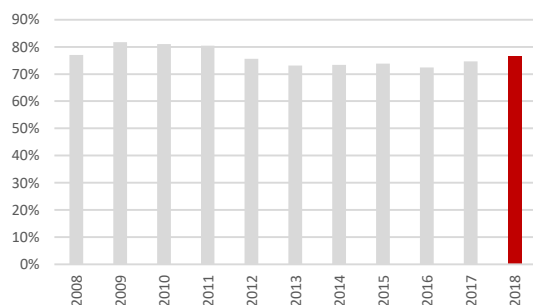
Według danych KRRiTv radia w '18 słuchało średnio dziennie 76,4% mieszkańców Polski w wieku 15-75 lat. Oznacza to wzrost o 1,7 p.p. r/r i równocześnie była to najwyższa wartość od 7 lat. Nieco mniejszy udział prezentują wyniki badań RadioTrack, z których wynika że słuchalność zwiększyła się r/r o 0,9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

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

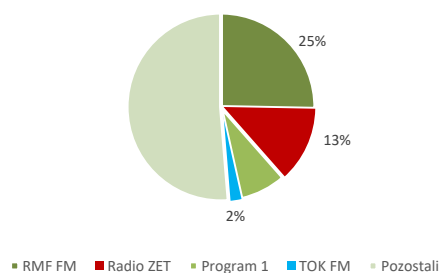
- Grupa RMF FM – w jego skład wchodzi ogólnopolski program RMF FM, ponadregionalny RMF Classic, sieć RMF MAXXX oraz 4 inne programy lokalne.
- Grupa Time – należą do niej m.in. Eska, Wawa, Radio VOX FM, Eska Rock.
- Grupa Agora – składowymi są ponadregionalne TOK FM, Rock Radio, Złote Przeboje i Radio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

Według szacunków KRRiTv największy udział w czasie słuchania w '18 miało RMF FM, które osiągnęło 25,8%. Na drugim miejscu znalazło się Radio Zet z 12,4% udziałów, a na trzecim Program 1 PR, który miał 6,8% rynku. TOK FM należące do Agory odnotowało wynik na poziomie 2,0%. Świeższe dane przedstawia Kantar, według którego w okresie czerwiec-sierpień'19 udział w słuchalności ww. podmiotów wynosił odpowiednio 29,2/12,3/5,3/1,8%.

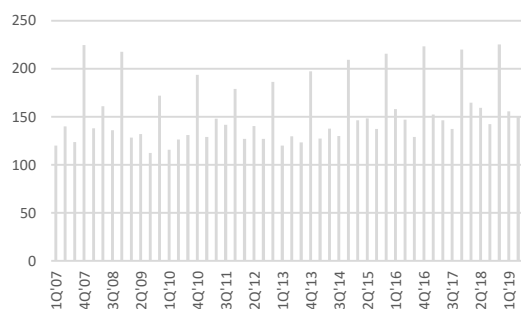
**Odsetek radiosłuchaczy w Polsce [%]**



**Udział w czasie słuchania 2017 [%]**

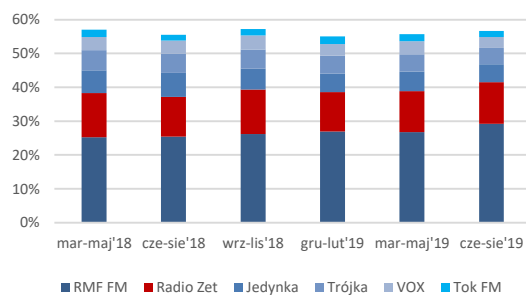


**Rynek reklamy w radio [mln PLN]**

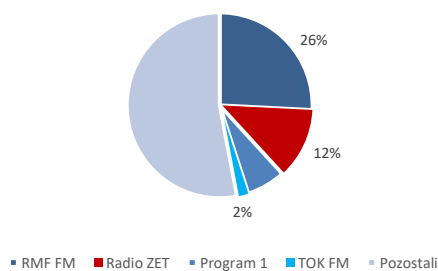


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, KRRiTv, Kantar Polska

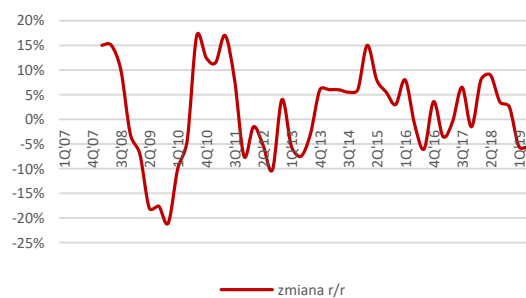
**Udział w czasie słuchania [%]**



**Udział w czasie słuchania 2018 [%]**



**Dynamika wydatków na reklamę w radio [%]**



## WYNIKI HISTORYCZNE

W 2Q'19 grupa wypracowała 269,8 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o 4,5% r/r. Z jednej strony spółka odnotowała dwucyfrowe dynamiki w sprzedaży biletów kinowych oraz wydawnictw (po 12% r/r), natomiast płaskie rezultaty zanotowano w usługach reklamowych (tylko 0,4% r/r; obszar odpowiada za prawie 55% obrotów). Strata netto ze sprzedaży ukształtowała się na poziomie 10,6 mln PLN (wg MSR 17; wg MSSF 16 do -8,6 mln PLN). Raportowana EBITDA spółki była bliska 9,4 mln PLN (wg MSSF 16 blisko 30 mln PLN). Wynik z jednostek rozliczanych metodą praw własności wyniósł 2,6 mln PLN, z czego 3,4 mln PLN pochodziło z konsolidowanego zysku Radio ZET. Strata netto była bliska 6,6 mln PLN (wg MSR 17 ok. -8,7 mln PLN).

### Wyniki Agory za 2Q'19 [mln PLN]

	2Q'18	2Q'19	zmiana r/r	2Q'19 kons. PAP	odchylenie
Przychody	258,3	269,8	4,5%	265,3	1,7%
Wynik netto ze sprzedaży	-8,2	-8,6	-	-	-
EBITDA MSSF 16	-	30,1	-	-	-
EBITDA MSR 17	-2,3	9,4	-	14,8	-36,5%
EBIT MSSF 16	-	-9,2	-	-	-
EBIT MSR 17	-22,8	-11,1	-	-8	-
Wynik brutto	3,3	-7,1	-	-	-
Wynik netto	0,2	-6,6	-	-7,7	-
marża netto ze sprzedaży	-	-	-	-	-
marża EBITDA MSR 17	-	3,5%	-	5,6%	-
marża EBIT	-	-	-	-	-
marża netto	0,1%	-	-	-	-

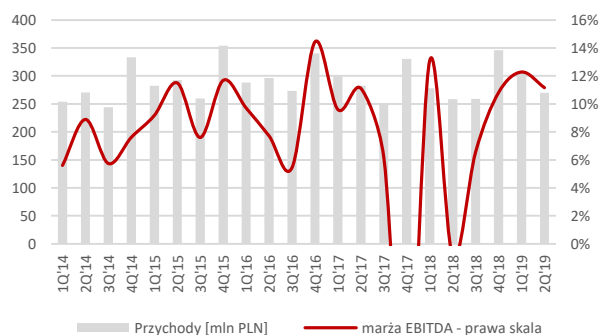
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Ścieżka wynikowa w poprzednich okresach [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	//	2015	2016	2017	2018
Przychody	288,5	296,3	273,4	340,3	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4	269,8		1 189,3	1 198,4	1 165,5	1 141,2
Wynik netto ze sprzedaży	1,0	-2,3	-8,0	7,2	1,4	6,1	-8,5	14,3	-0,9	-8,2	-4,0	29,1	1,9	-8,6		13,0	-2,1	13,2	16,0
EBITDA adj. MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39,3	30,6		-	-	-	-
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37,9	30,1		-	-	-	-
EBITDA adj. MSR 17*	26,0	21,9	16,6	31,6	26,7	30,7	16,1	42,7	22,5	12,3	17,1	51,9	19,7	9,9		115,0	96,1	116,2	103,7
EBITDA MSR 17	28,0	22,9	14,9	49,1	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	18,3	9,4		120,7	114,9	30,0	88,5
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-9,2		-	-	-	-
EBIT MSR 17	3,0	-1,4	-9,7	24,7	3,6	6,8	-9,1	-74,3	13,1	-22,8	-4,1	14,6	-0,8	-11,1		18,7	16,7	-73,0	0,9
Wynik brutto	-2,7	-1,3	-10,7	14,8	1,0	4,7	-0,6	-80,2	12,5	3,3	-4,4	9,5	-3,7	-7,1		16,8	0,2	-75,2	20,9
Wynik netto	-5,6	-5,5	-13,8	11,7	-6,1	0,7	-1,7	-72,2	9,7	0,2	-2,8	2,3	-3,4	-6,6		15,3	-13,2	-79,3	9,4
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,3%	11,2%		-	-	-	-
marża EBITDA MSR 17	9,7%	7,7%	5,4%	14,4%	9,6%	11,1%	6,2%	-	13,1%	-	6,6%	10,8%	5,9%	3,5%		10,2%	9,6%	2,6%	7,8%
marża netto	-	-	-	3,4%	-	0,3%	-	-	3,5%	0,1%	-	0,7%	-	-		1,3%	-	-	0,8%
zmiana przychodów r/r [%]					4,3%	-4,6%	-8,0%	-2,9%	-7,6%	-8,7%	3,0%	4,7%	10,9%	4,5%			1%	-3%	-2%
zmiana wyniku netto r/r [%]					-	-	-	-	-	-77,4%	-	-	-	-			-	-	-

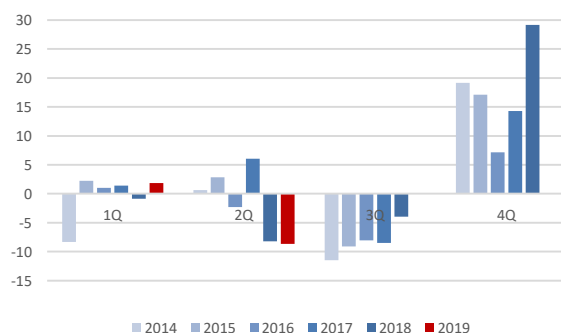
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*wynik netto ze sprzedaży + amortyzacja

### Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA



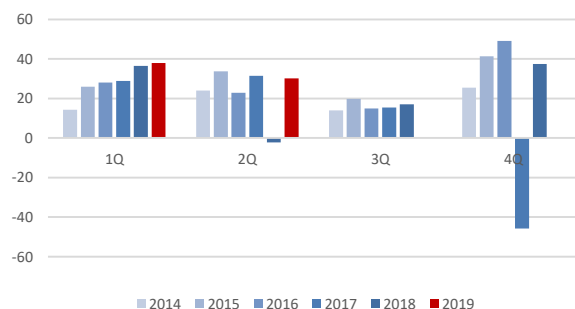
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Porównanie kwartalnego wyniku netto ze sprzedaży [mln PLN]



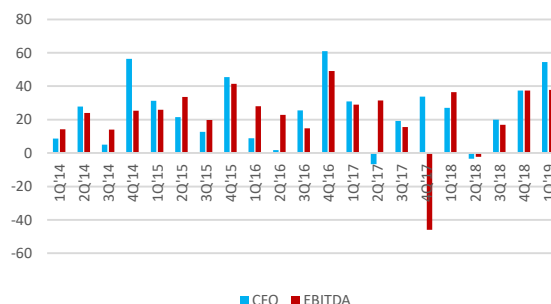
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Porównanie kwartalnej EBITDA rap. [mln PLN]



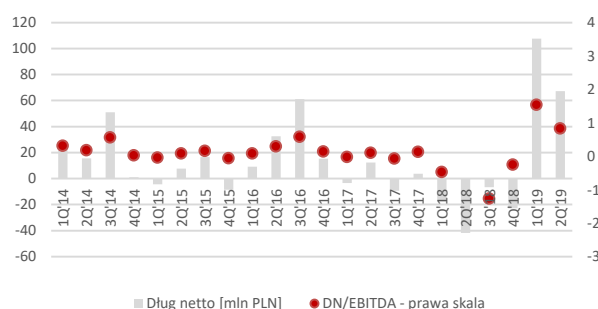
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

CF operacyjny vs EBITDA [mln PLN]



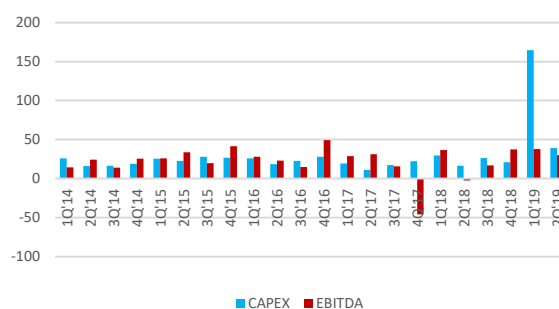
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług netto/EBITDA ltm\* [mln PLN]



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

CAPEX\* na tle EBITDA [mln PLN]



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

## WYNIKI SEGMENTÓW I STRUKTURA KOSZTOWA

Segment Film i Książka wypracował w 2Q'19 ok. 84,0 mln PLN przychodów (+24% r/r) oraz zaraportował 3,5 mln PLN straty EBITDA (wg MSR 17; wg MSSF 16 ok. 10,8 mln PLN zysku). Wysoka dynamika sprzedaży duży udział we wzroście miały sprzedaży biletów (39 mln PLN, +12% r/r), sprzedaż barowa (18 mln PLN, +30% r/r) oraz działalność wydawnicza (11,7 mln PLN, +22% r/r). Pozytywna dynamika obrotów była hamowana przez mocny wzrost kosztów usług obcych (+17% r/r), wynagrodzeń (+40% r/r) oraz kosztów związanych z uruchamianiem lokali gastronomicznych przez Foodio (marki Papa Diego i Van Dog, obecnie projekt nie jest rentowny). Na koniec kwartału sieć Helios liczyła 47 kin.

Obszar Prasa zmniejszył przychody w 2Q'19 o 5% r/r do 52,2 mln PLN. Część wydawnicza co prawda wygenerowała o 6% więcej obrotów r/r (27,0 mln PLN), jednak dużo gorzej wypadły przychody z reklam (-15% r/r), co jest pochodną spadkiem wydatków na reklamę w dziennikach w Polsce o 8,5%. Grupie udało się jednak ograniczyć koszty operacyjne segmentu (po oczyszczeniu 2Q'18 spadek o 2,6 mln PLN), dzięki czemu EBITDA wg MSR 17 wyniosła 1,7 mln PLN (podobnie jak wg MSSF 16).

Dywidzja Reklama zewnętrzna zwiększyła sprzedaż o 7,2% r/r (do ok. 51 mln PLN), głównie dzięki wzrostowi rynkowych wydatków na obszar OOH o 4% r/r w 2Q'19. Według danych Agory, AMS posiada 34% udziału w rynku. Równocześnie koszty operacyjne wzrosły o 5,7% r/r (m.in. realizacja kampanii i wynagrodzenia), dzięki czemu EBITDA podniosła się do 16,7 mln PLN (wg MSSF 16 ok. 19,3 mln PLN).

W przypadku segmentu Internet, po 2 spadkowych kwartałach, doszło do odbicia przychodów r/r o blisko 4%, co wynikało głównie z bardzo dobrych rezultatów spółki Yieldbird (z drugiej strony ciążyły zakończenie działalności Agora Performance, w pionie Gazeta.pl, oraz niższe wpływy w GoldenLine. Koszty operacyjne zwiększyły się do 43,6 mln PLN (gł. usługi obce), co przełożyło się na spadek EBITDA do 6,6 mln PLN (-6% r/r).

Część radiowa Agory wypracowała w 2Q'19 ok. 28 mln PLN przychodów (-5% r/r), w tym 22,7 mln PLN z tyt. działalności reklamowej (-9,6% r/r). W dużej mierze wpływ na erozję sprzedaży miał spadek wydatków na reklamę w tej części o 6% r/r. EBITDA segmentu zmniejszyła się do 4,6 mln PLN (wg MSSF 16 spadek do 5,4 mln PLN). Stacje spółki osiągnęły udziały w słuchalności na poziomie 6,3% (-0,2 p.p. r/r).

Dywizja Druk wygenerowała w 2Q'19 ok. 30% mniej przychodów w ujęciu r/r, co wynika z mniejszego wolumenu zamówień, szczególnie w ramach technologii coldset. Koszty obszaru spadły o 19% r/r do 15,5 mln PLN. Tym samym EBITDA wyniosła 0,2 mln PLN (vs 1,4 mln PLN przed rokiem).

#### Wyniki segmentów [mln PLN]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	//	2016	2017	2018
<b>Przychody</b>	<b>288,5</b>	<b>296,3</b>	<b>273,4</b>	<b>340,3</b>	<b>301,0</b>	<b>282,7</b>	<b>251,4</b>	<b>330,4</b>	<b>278,0</b>	<b>258,3</b>	<b>258,9</b>	<b>346,0</b>	<b>308,4</b>	<b>269,8</b>		<b>1 198,4</b>	<b>1 165,5</b>	<b>1 141,2</b>
Film i książka	61,9	73,8	63,7	68,5	126,9	78,9	87,7	122,7	115,1	67,7	95,3	141,0	158,0	84,0		267,9	416,2	419,1
Prasa	98,4	70,7	83,4	111,5	53,5	64,0	56,1	61,9	49,7	54,7	51,5	58,2	46,4	52,2		364,0	235,5	214,1
Reklama zewn.	35,7	45,7	38,2	48,4	35,3	45,2	34,2	48,3	35,9	47,3	37,3	51,4	35,9	50,7		168,0	163,0	171,9
Internet	36,3	43,5	38,6	49,5	38,3	41,0	36,7	52,6	40,2	46,5	39,8	51,3	37,6	48,5		167,9	168,6	177,8
Radio	25,4	29,6	21,2	37,2	25,8	27,9	24,2	36,1	26,0	29,2	22,7	38,1	22,1	27,9		113,4	114,0	116,0
Druk	39,0	41,6	37,9	37,0	29,7	32,9	20,4	18,7	17,4	18,7	18,4	17,0	15,8	13,1		155,5	101,7	71,5
Korekty kons.	-8,2	-8,6	-9,6	-11,8	-8,5	-7,2	-7,9	-9,9	-6,3	-5,8	-6,1	-10,9	-7,4	-6,6		-38,3	-33,5	-29,2
<b>EBITDA MSR 17*</b>	<b>28,0</b>	<b>22,9</b>	<b>14,9</b>	<b>49,1</b>	<b>28,9</b>	<b>31,4</b>	<b>15,5</b>	<b>-45,8</b>	<b>36,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>17,0</b>	<b>37,4</b>	<b>18,3</b>	<b>9,4</b>		<b>114,9</b>	<b>30,0</b>	<b>88,5</b>
Film i książka	23,9	1,4	12,6	18,7	28,6	5,9	10,6	18,5	24,3	-2,9	14,8	27,1	31,3	-3,7		56,6	63,6	63,3
Prasa	-2,3	3,3	-0,5	-1,4	-2,0	4,3	2,4	-7,7	-4,3	-16,1	-0,5	-1,7	-1,8	1,7		-0,9	-3,0	-22,6
Reklama zewn.	7,4	14,6	8,0	10,8	10,0	16,3	6,0	13,8	8,3	15,7	7,0	15,7	5,9	16,7		40,8	46,1	46,7
Internet	3,1	9,0	6,4	9,4	1,1	7,6	3,6	-11,0	3,8	7,0	5,5	4,6	2,8	6,6		27,9	1,3	20,9
Radio	2,5	6,0	-1,2	8,6	1,2	5,6	3,5	9,8	3,3	6,8	2,8	8,4	2,1	4,7		15,9	20,1	21,3
Druk	4,9	3,8	3,6	2,8	2,9	4,2	1,3	-51,8	0,2	1,4	-0,8	-1,4	-6,6	0,2		15,1	-43,4	-0,6
Korekty kons.	-11,5	-15,2	-14,0	0,2	-12,9	-12,5	-11,9	-17,4	0,8	-14,2	-11,8	-15,3	-15,4	-16,8		-40,5	-54,7	-40,5
<b>EBITDA MSSF 16*</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>37,9</b>	<b>30,1</b>		-	-	-
Film i książka	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	10,8		-	-	-
Prasa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,8	1,7		-	-	-
Reklama zewn.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,1	19,3		-	-	-
Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	6,6		-	-	-
Radio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	5,4		-	-	-
Druk	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,6	0,2		-	-	-

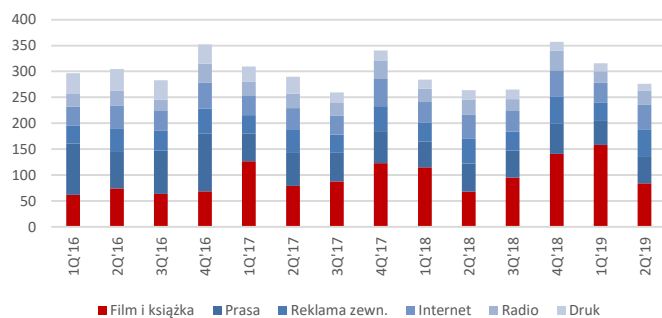
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*EBIT + amortyzacja

#### Sprzedaż wg formatów [mln PLN]

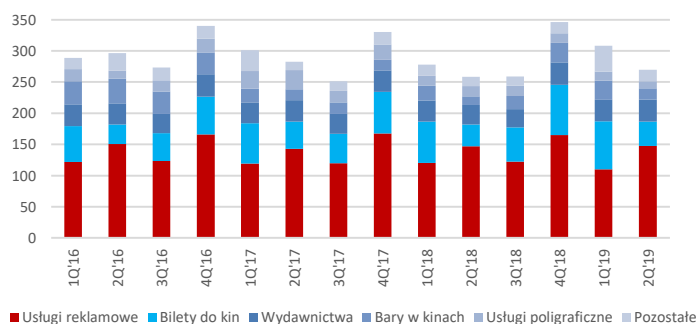
	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	//	2016	2017	2018
<b>Przychody</b>	<b>288,5</b>	<b>296,2</b>	<b>273,4</b>	<b>340,3</b>	<b>301,0</b>	<b>282,7</b>	<b>251,4</b>	<b>330,4</b>	<b>278,0</b>	<b>258,3</b>	<b>258,8</b>	<b>346,1</b>	<b>308,4</b>	<b>269,8</b>		<b>1 198,4</b>	<b>1 165,5</b>	<b>1 141,2</b>
Usługi reklamowe	121,7	150,5	123,2	166,2	119,4	142,8	119,6	167,6	120,2	146,8	122,3	165,2	110,3	147,4		561,6	549,4	554,5
Bilety do kin	57,9	31,2	44,7	60,4	64,4	43,6	47,6	66,6	66,2	35,0	55,0	80,2	76,8	39,2		194,2	222,2	236,4
Wydawnictwa	34,7	34,2	31,1	35,7	33,7	34,4	31,7	34,5	33,9	31,6	29,4	36,2	34,5	35,4		135,7	134,3	131,1
Bary w kinach	37,0	39,6	36,0	35,1	22,2	17,5	18,7	16,7	24,0	13,8	21,1	31,3	30,9	17,9		147,7	75,1	90,2
Usługi poligraficzne	19,6	12,8	17,6	22,3	28,0	30,9	18,4	24,7	15,6	16,5	16,4	15,2	14,3	11,2		72,3	102,0	63,7
Pozostałe	17,6	27,9	20,8	20,6	33,3	13,5	15,4	20,3	18,1	14,6	14,6	17,9	41,6	18,7		86,9	82,5	65,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

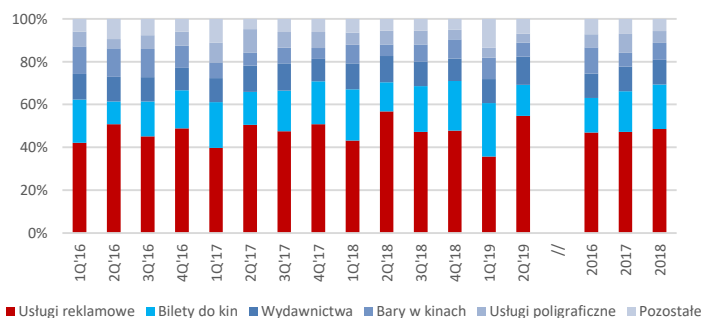
**Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]**



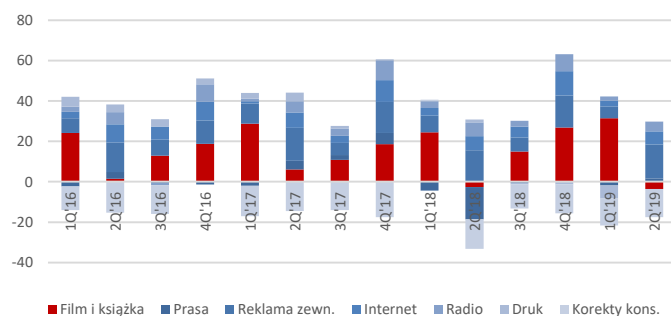
**Przychody wg obszarów działalności [mln PLN]**



**Udział obszarów działalności w przychodach grupy [mln PLN]**



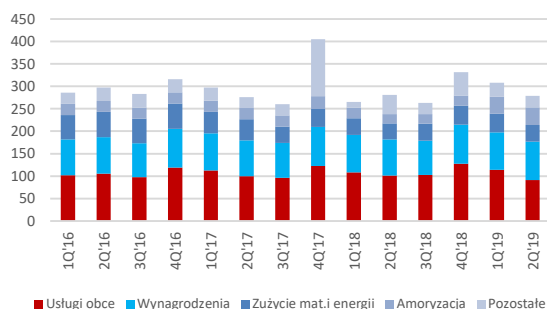
**EBITDA w podziale na segmenty [mln PLN]**



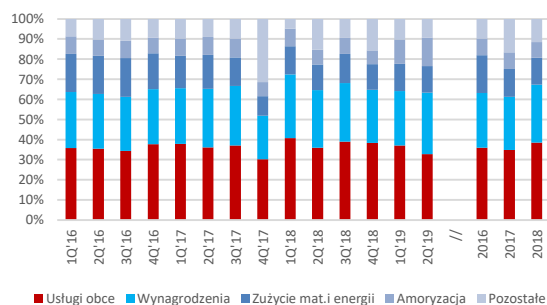
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W strukturze kosztów rodzajowych można wyróżnić 4 zasadnicze grupy, tj. usługi obce (ok. 38% kosztów), świadczenia pracownicze (ok. 29%), zużycie materiałów i energii (13%) oraz amortyzację (ok. 8% w '18). Pozostała część stanowiła w ubiegłym roku ok. 12% ogółu kosztów. W kolejnych okresach na strukturę będzie mocno oddziaływał MSSF 16 – wpływ standardu w przypadku amortyzacji wyniósł ok. 32 mln PLN w 1H'19 (raportowane 76,7 mln PLN; wg MSR 17 byłoby 44,4 mln PLN), z kolei w odniesieniu do usług obcych było to ok. 35 mln PLN (były bliskie 206 mln PLN; wg MSR 17 ok. 241 mln PLN).

Kwartalna struktura kosztów rodzajowych [mln PLN]



Udział kosztów rodzajowych [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów rodzajowych

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19*	2Q'19*	//	2016	2017	2018
Przychody	288,5	296,2	273,4	340,3	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,8	346,1	308,4	269,8		1 198,4	1 165,5	1 141,2
Koszty	285,5	297,5	283,1	315,6	297,4	276,0	260,5	404,6	264,9	281,1	262,9	331,4	307,9	279,0		1 181,7	1 238,5	1 140,3
Usługi obce	102,0	105,5	97,4	119,2	112,4	99,5	96,5	122,4	108,1	100,9	102,4	127,3	114,3	91,5		424,1	430,8	438,7
Wynagrodzenia	79,5	81,2	76,1	86,4	82,8	80,5	77,1	87,2	83,7	80,9	76,8	87,3	83,1	85,3		323,2	327,6	328,7
Zużycie mat.i energii	54,3	56,3	54,3	56,2	47,7	46,6	36,8	39,8	37,2	35,8	37,8	42,3	41,6	36,8		221,1	170,9	153,1
Amortyzacja	25,0	24,2	24,6	24,4	25,3	24,7	24,6	28,4	23,3	20,5	21,1	22,7	37,4	39,3		98,2	103,0	87,6
Reprezentacja i reklama	16,1	22,0	20,0	25,4	21,0	15,5	15,7	22,5	13,5	15,6	15,2	23,2	14,6	16,1		83,5	74,7	67,5
Odpisy	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	88,9	0,0	0,0	0,0	14,1	0,0	0,0		0,7	88,9	14,1
Pozostałe	8,6	8,3	10,7	-3,6	8,2	9,2	9,8	15,4	-2,3	25,2	9,6	14,5	11,3	10,0		24,0	42,6	47,0
Koszty restrukturyzacji	0,0	0,0	0,0	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	2,2	0,0	0,0	5,6	0,0		6,9	0,0	3,6
<b>EBIT</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-9,7</b>	<b>24,7</b>	<b>3,6</b>	<b>6,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>-74,2</b>	<b>13,1</b>	<b>-22,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>14,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-9,2</b>		<b>16,7</b>	<b>-73,0</b>	<b>0,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>28,0</b>	<b>22,9</b>	<b>14,9</b>	<b>49,1</b>	<b>28,9</b>	<b>31,4</b>	<b>15,5</b>	<b>-45,8</b>	<b>36,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>17,0</b>	<b>37,4</b>	<b>37,9</b>	<b>30,1</b>		<b>114,9</b>	<b>30,0</b>	<b>88,5</b>
<b>koszty jako % przychodów</b>	<b>99,0%</b>	<b>100,4%</b>	<b>103,5%</b>	<b>92,7%</b>	<b>98,8%</b>	<b>97,6%</b>	<b>103,6%</b>	<b>122,5%</b>	<b>95,3%</b>	<b>108,8%</b>	<b>101,6%</b>	<b>95,8%</b>	<b>99,8%</b>	<b>103,4%</b>		<b>98,6%</b>	<b>106,3%</b>	<b>99,9%</b>
Usługi obce	35,4%	35,6%	35,6%	35,0%	37,3%	35,2%	38,4%	37,0%	38,9%	39,1%	39,6%	36,8%	37,1%	33,9%		35,4%	37,0%	38,4%
Wynagrodzenia	27,6%	27,4%	27,8%	25,4%	27,5%	28,5%	30,7%	26,4%	30,1%	31,3%	29,7%	25,2%	26,9%	31,6%		27,0%	28,1%	28,8%
Zużycie mat.i energii	18,8%	19,0%	19,9%	16,5%	15,8%	16,5%	14,6%	12,0%	13,4%	13,9%	14,6%	12,2%	13,5%	13,6%		18,4%	14,7%	13,4%
Amortyzacja	8,7%	8,2%	9,0%	7,2%	8,4%	8,7%	9,8%	8,6%	8,4%	7,9%	8,2%	6,6%	12,1%	14,6%		8,2%	8,8%	7,7%
Reprezentacja i reklama	5,6%	7,4%	7,3%	7,5%	7,0%	5,5%	6,2%	6,8%	4,9%	6,0%	5,9%	6,7%	4,7%	6,0%		7,0%	6,4%	5,9%
Odpisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	26,9%	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%	0,0%	0,0%		0,1%	7,6%	1,2%
Pozostałe	3,0%	2,8%	3,9%	-1,1%	2,7%	3,3%	3,9%	4,7%	-0,8%	9,8%	3,7%	4,2%	3,7%	3,7%		2,0%	3,7%	4,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*wg MSSF 16 (wg MSR 17 w 2Q'19: usługi obce = 109,5 mln PLN, amortyzacja = 22,9 mln PLN)

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Okres 3Q'19 powinien przynieść solidny odczyt w segmencie kinowym. Dane dotyczące box-office, które prezentuje PISF, sugerują bardzo mocne wzrosty frekwencji w lipcu oraz sierpniu, co może sprawić, że finalne rezultaty kwartalne będą lepsze niż przed rokiem (efekt „Kleru” z '18 złagodzony przez wysoką popularność „Polityki” Patryka Vegi). W obszarze prasy, sprzedaż wydań papierowych kontynuuje spadki (wg danych ZKDP wysokie ujemne jednocyfrowe wartości), co stanowi niestety podtrzymanie długoletnich trendów. W przypadku rynku reklamy, spodziewamy się lepszego odczytu niż w 2Q'19, jednak z racji ciągle wysokiej bazy z ubiegłego roku (przede wszystkim w segmencie telewizyjnym) nie zakładamy wysokich wzrostów całego rynku (dobrze powinny poradzić sobie internet, kino i reklama zewnętrzna).

W segmencie Film i książka spodziewamy się, że spółka powinna wypracować ok. 110 mln PLN przychodów, co implikuje wzrost o ok. 16% r/r. Szacujemy, że ze sprzedaży biletów będzie pochodziło ok. 62 mln PLN wpływów (pozytywnie odbieramy wyniki weekendowego box-office publikowane przez PISF), a ze sprzedaży barowej kolejne 24 mln PLN. Na poziomie EBITDA prognozujemy ok. 30 mln PLN (wg MSSF; wg MSR 17 ok. 16,0 mln PLN, +7% r/r, wyniki segmentu obciąża rozwijana działalność gastronomiczna). W ujęciu całorocznym estymujemy ok. 501 mln PLN obrotów oraz 131 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 74 mln PLN).

W obszarze prasy spodziewamy się stabilnej sprzedaży (ok. 53 mln PLN). Nieco lepiej niż przed rokiem powinny wypaść przychody ze sprzedaży wydawnictw, co w naszej ocenie będzie pochodną podwyżek cenników i postępującą cyfryzacją prenumerat; stabilnych wpływów oczekujemy ze sprzedaży reklam. EBITDA segmentu powinna wynieść 1,0 mln PLN (podobnie wg MSR 17), co oznacza poprawę oczyszczonych rezultatów r/r (w 3Q'19 odnotowano 0,5 mln PLN straty). Całorocznie zakładamy, że obroty dywizji lekko spadną (do 211 mln PLN), jednak dzięki kontroli kosztów oraz digitalizacji biznesu lepiej r/r powinna zaprezentować się EBITDA segmentu.

W przypadku reklamy zewnętrznej rezultaty 2Q'19 były powyżej naszych wcześniejszych szacunków. Spodziewamy się, że podobne tendencje utrzymają się również w kolejnych okresach. Liczymy, że sprzedaż segmentu w 3Q'19 wyniosła 41 mln PLN (+9% r/r) i że EBITDA była bliska 10,1 mln PLN (wg MSR 17: 7,6 mln PLN). W '19 estymujemy zwiększenie obrotów do 183 mln PLN i ok. 56,7 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 nieco powyżej 47 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w strategii na lata 2018-22 zarząd wskazał na mocniejszy rozwój oferty nośników premium przez AMS, co może przełożyć się na zwiększenie udziałów w rynku (nie zakładamy jednak takiego efektu w modelu).

Solidnej poprawy wyników oczekujemy w segmencie internetowym. Liczymy, że obszar reklamy internetowej będzie najbardziej odporny na wahania koniunktury (optymistyczne prognozy rynkowe), co wraz z rozwojem Yieldbird powinno pozwolić na wypracowanie w 3Q'19 ok. 43,3 mln PLN przychodów oraz wzrost EBITDA do 6,1 mln PLN (z 5,5 mln PLN przed rokiem; identycznie wg MSR 17). W ujęciu całorocznym prognozujemy, że dywizja osiągnie 185 mln PLN przychodów oraz 27,9 mln PLN EBITDA. Wskazujemy, że (naszym zdaniem) w dłuższej perspektywie podchodzimy dość konserwatywnie do ścieżki wynikowej, biorąc pod uwagę ambitne cele stawiane przez zarząd względem Yieldbird oraz perspektywę wzrostu rynku reklamy internetowej.

W przypadku obszaru radiowego 1H'19 nie był udany dla spółki, co wynikało przede wszystkim ze spadku przychodów reklamowych (mniejsze wydatki reklamowe miał główny rynkowy reklamodawca, czyli Aflofarm). Liczymy jednak, że 2H'19 przyniesie pewną poprawę rezultatów. Dlatego też szacujemy, że w 3Q'19 obroty wyniosły 22,7 mln PLN, z kolei EBITDA powinna wynieść 3,6 mln PLN (3,0 mln PLN wg MSR 17, +5% r/r). W perspektywie '19 prognozujemy 111 mln PLN wpływów i 20,7 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 niecałe 18 mln PLN; stabilna ścieżka wynikowa w kolejnych kwartałach). Dla perspektyw segmentu bardzo ważna jest kwestia potencjalnego nabycia reszty udziałów w Radio ZET (Agora ma 40% od marca '19, we wrześniu '19 pojawiła się zapowiedź realizacji opcji zakupu pozostałych udziałów; dla realizacji procesu wymagana jest zgoda UOKiK), co powinno przełożyć się na umocnienie pozycji rynkowej radiostacji grupy (zwiększenie atrakcyjności dla reklamodawców) i przynieść synergie.

Od wielu kwartałów wyniki w obszarze druku podlegały postępującej erozji, co wynikało m.in. ze spadku przychodów z usług poligraficznych oraz spadku sprzedaży prasy drukowanej (w technologii coldset). W marcu'19 zarząd spółki podjął decyzję o przeprowadzeniu konsultacji ws. zmniejszenia zatrudnienia oraz o wygaszeniu działalności w drukarniach w Tychach i Pile (proces zakończył się w 2Q'19).

Podsumowując, prognozujemy, że w 3Q'19 grupa wypracuje ok. 264 mln PLN przychodów, ok. 40 mln PLN EBITDA raportowanej (wg metodologii MSR 17 22,7 mln PLN) oraz 0,2 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym Agora osiągnie 1,19 mld PLN przychodów, ok. 185 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 109 mln PLN) oraz nieco ponad 21 mln PLN zysku netto (zakładamy, że wynik z jednostek stowarzyszony będzie bliski 9,5 mln PLN). Oczekujemy, że w '20 grupa będzie kontynuowała wzrost rezultatów i przyjmujemy zwiększenie obrotów do 1,23 mld PLN i EBITDA do 204 mln PLN (ok. 133 mln PLN wg MSR 17). Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA MSSF 16 na koniec '19 wyniesie 3,4-3,5x (bez uwzględnienia kosztów zakupu 40% udziałów Radio ZET ok. 2,8x).

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



**Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]**

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	301,0	282,7	251,4	330,4	278,0	258,3	258,9	346,0	308,4	269,8	264,3	346,0	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 188,6	1 228,8	1 292,9
Wynik netto ze sprzedaży	1,4	6,1	-8,5	14,3	-0,9	-8,2	-4,0	29,1	1,9	-8,6	4,7	40,2	-2,1	13,2	16,0	38,1	61,4	70,0
EBITDA adj. MSSF 16*	26,7	30,7	16,1	42,7	22,5	12,3	17,1	51,9	39,3	30,6	40,6	77,1	96,1	116,2	103,7	187,7	206,5	218,0
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	37,9	30,1	40,2	76,6	-	-	-	184,8	203,9	215,3
EBITDA MSR 17	28,9	31,4	15,5	-45,8	36,4	-2,3	17,0	37,4	18,3	9,4	22,7	59,0	114,9	30,0	88,5	109,4	132,7	142,8
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-9,2	4,3	39,7	-	-	-	35,3	58,8	67,3
EBIT MSR 17	3,6	6,8	-9,1	-74,3	13,1	-22,8	-4,1	14,6	-0,8	-11,1	2,7	38,1	16,7	-73,0	0,9	28,9	50,9	59,0
Wynik z jv	-2,0	-1,6	-1,4	0,3	-0,5	-0,3	0,1	-0,2	0,2	2,5	1,8	5,0	-1,5	-4,7	-0,8	9,5	11,3	11,6
Wynik netto	-6,1	0,7	-1,7	-72,2	9,7	0,2	-2,8	2,3	-3,4	-6,6	0,2	31,0	-13,2	-79,3	9,4	21,2	37,1	43,8
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	12,3%	11,2%	15,2%	22,1%	-	-	-	15,6%	16,6%	16,7%
marża EBITDA MSR 17	9,6%	11,1%	6,2%	-	13,1%	-	6,6%	10,8%	5,9%	3,5%	8,6%	17,0%	9,6%	2,6%	7,8%	9,2%	10,8%	11,0%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	0,2%	-	1,6%	11,5%	-	-	-	3,0%	4,8%	5,2%
marża netto	-	0,3%	-	-	3,5%	0,1%	-	0,7%	-	-	0,1%	9,0%	-	-	0,8%	1,8%	3,0%	3,4%

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

**Prognoza na lata 2019-2028 [mln PLN]**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 073,9	1 102,4	1 189,3	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 188,6	1 228,8	1 292,9	1 351,0	1 397,7	1 439,6	1 480,4	1 519,8	1 559,3	1 598,8
Wynik netto ze sprzedaży	7,4	0,0	13,0	-2,1	13,2	16,0	38,1	61,4	70,0	79,9	83,8	87,2	89,6	91,2	92,5	93,5
EBITDA adj. MSSF 16*	-	-	-	-	-	-	187,7	206,5	218,0	231,0	237,9	243,9	248,9	253,0	256,7	260,1
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	184,8	203,9	215,3	228,2	234,9	240,9	245,8	249,8	253,5	256,7
EBITDA MSR 17	103,5	77,7	120,7	114,9	30,0	88,5	109,4	132,7	142,8	155,2	162,4	169,2	174,9	179,8	184,3	188,4
EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	35,3	58,8	67,3	77,0	80,9	84,2	86,5	88,0	89,2	90,1
EBIT MSR 17	7,4	-18,3	18,7	16,7	-73,0	0,9	28,9	50,9	59,0	69,3	74,4	79,3	83,0	85,8	88,1	90,0
Wynik z jv	-0,2	-2,9	-0,9	-1,5	-4,7	-0,8	9,5	11,3	11,6	11,9	12,1	12,3	12,5	12,7	12,9	13,0
Wynik netto	1,2	-11,0	15,3	-13,2	-79,3	9,4	21,2	37,1	43,8	51,8	55,2	58,2	60,5	62,0	63,3	64,2
marża EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	15,6%	16,6%	16,7%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,4%	16,3%	16,1%
marża EBITDA MSR 17	9,6%	7,1%	10,2%	9,6%	2,6%	7,8%	9,2%	10,8%	11,0%	11,5%	11,6%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
marża EBIT MSSF 16	-	-	-	-	-	-	3,0%	4,8%	5,2%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%
marża netto	0,1%	-	1,3%	-	-	0,8%	1,8%	3,0%	3,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%

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

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

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>301,0</b>	<b>282,7</b>	<b>251,4</b>	<b>330,4</b>	<b>278,0</b>	<b>258,3</b>	<b>258,9</b>	<b>346,0</b>	<b>308,4</b>	<b>269,8</b>	<b>264,3</b>	<b>346,0</b>	<b>1 165,5</b>	<b>1 141,2</b>	<b>1 188,6</b>	<b>1 228,8</b>	<b>1 292,9</b>
Film i książka	126,9	78,9	87,7	122,7	115,1	67,7	95,3	141,0	158,0	84,0	110,4	148,5	416,2	419,1	501,0	547,4	591,4
Prasa	53,5	64,0	56,1	61,9	49,7	54,7	51,5	58,2	46,4	52,2	53,4	58,5	235,5	214,1	210,6	212,7	213,5
Reklama zewn.	35,3	45,2	34,2	48,3	35,9	47,3	37,3	51,4	35,9	50,7	40,6	55,8	163,0	171,9	183,1	189,9	195,6
Internet	38,3	41,0	36,7	52,6	40,2	46,5	39,8	51,3	37,6	48,5	43,3	56,0	168,6	177,8	185,4	198,0	211,4
Radio	25,8	27,9	24,2	36,1	26,0	29,2	22,7	38,1	22,1	27,9	22,7	38,0	114,0	116,0	110,7	112,8	114,7
Druk	29,7	32,9	20,4	18,7	17,4	18,7	18,4	17,0	15,8	13,1	0,0	0,0	101,7	71,5	28,9	0,0	0,0
Korekty kons.	-8,5	-7,2	-7,9	-9,9	-6,3	-5,8	-6,1	-10,9	-7,4	-6,6	-6,2	-10,9	-33,5	-29,2	-31,0	-32,1	-33,8
<b>EBITDA MSSF 16*</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>37,9</b>	<b>30,1</b>	<b>40,2</b>	<b>76,6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>184,8</b>	<b>203,9</b>	<b>215,3</b>
Film i książka	-	-	-	-	-	-	-	-	45,0	10,7	30,4	45,1	-	-	131,2	138,0	144,3
Prasa	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,8	1,7	1,0	4,6	-	-	5,5	5,6	5,9
Reklama zewn.	-	-	-	-	-	-	-	-	8,1	19,3	10,1	19,2	-	-	56,7	58,5	59,8
Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	6,6	6,1	12,4	-	-	27,9	33,1	39,8
Radio	-	-	-	-	-	-	-	-	2,8	5,4	3,6	8,9	-	-	20,7	21,4	21,9
Druk	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,6	0,2	0,0	0,0	-	-	-6,4	0,0	0,0
Korekty kons.	-	-	-	-	-	-	-	-	-12,4	-13,8	-10,9	-13,5	-	-	-50,7	-52,7	-56,5
<b>marża EBITDA MSSF 16</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12,3%</b>	<b>11,2%</b>	<b>15,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15,6%</b>	<b>16,6%</b>	<b>16,7%</b>
Film i książka	-	-	-	-	-	-	-	-	28,5%	12,7%	27,5%	30,3%	-	-	26,2%	25,2%	24,4%
Prasa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,3%	1,8%	7,9%	-	-	2,6%	2,6%	2,8%
Reklama zewn.	-	-	-	-	-	-	-	-	22,6%	38,1%	24,9%	34,3%	-	-	31,0%	30,8%	30,6%
Internet	-	-	-	-	-	-	-	-	7,4%	13,6%	14,0%	22,2%	-	-	15,0%	16,7%	18,8%
Radio	-	-	-	-	-	-	-	-	12,7%	19,4%	16,0%	23,3%	-	-	18,7%	18,9%	19,1%
Druk	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5%	-	-	-	-	-	-	-

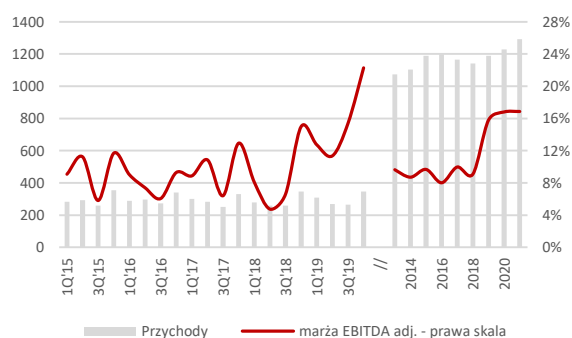
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*EBIT+amortyzacja

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

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>EBITDA MSR 17*</b>	<b>28,9</b>	<b>31,4</b>	<b>15,5</b>	<b>-45,8</b>	<b>36,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>17,0</b>	<b>37,4</b>	<b>18,3</b>	<b>9,4</b>	<b>22,7</b>	<b>59,0</b>	<b>30,0</b>	<b>88,5</b>	<b>109,4</b>	<b>132,7</b>	<b>142,8</b>
Film i książka	28,6	5,9	10,6	18,5	24,3	-2,9	14,8	27,1	31,3	-3,7	16,0	30,4	63,6	63,3	74,1	79,3	84,3
Prasa	-2,0	4,3	2,4	-7,7	-4,3	-16,1	-0,5	-1,7	-1,8	1,7	1,0	4,6	-3,0	-22,6	5,5	5,6	5,9
Reklama zewn.	10,0	16,3	6,0	13,8	8,3	15,7	7,0	15,7	5,9	16,7	7,6	16,9	46,1	46,7	47,1	48,9	50,1
Internet	1,1	7,6	3,6	-11,0	3,8	7,0	5,5	4,6	2,8	6,6	6,1	12,4	1,3	20,9	27,9	33,1	39,8
Radio	1,2	5,6	3,5	9,8	3,3	6,8	2,8	8,4	2,1	4,7	3,0	8,1	20,1	21,3	17,9	18,5	19,1
Druk	2,9	4,2	1,3	-51,8	0,2	1,4	-0,8	-1,4	-6,6	0,2	0,0	0,0	-43,4	-0,6	-6,4	0,0	0,0
Korekty kons.	-12,9	-12,5	-11,9	-17,4	0,8	-14,2	-11,8	-15,3	-15,4	-16,8	-10,9	-13,5	-54,7	-40,5	-56,6	-52,7	-56,5
<b>marża EBITDA MSR 17</b>	<b>9,6%</b>	<b>11,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>-</b>	<b>13,1%</b>	<b>-</b>	<b>6,6%</b>	<b>10,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,0%</b>
Film i książka	22,5%	7,5%	12,1%	15,1%	21,1%	-	15,5%	19,2%	19,8%	-	14,5%	20,5%	15,3%	15,1%	14,8%	14,5%	14,3%
Prasa	-	6,7%	4,3%	-	-	-	-	-	-	3,3%	1,8%	7,9%	-	-	2,6%	2,6%	2,8%
Reklama zewn.	28,3%	36,1%	17,5%	28,6%	23,1%	33,2%	18,8%	30,6%	16,4%	32,9%	18,7%	30,3%	28,3%	27,2%	25,7%	25,7%	25,6%
Internet	2,9%	18,5%	9,8%	-	9,5%	15,1%	13,8%	9,0%	7,4%	13,6%	14,0%	22,2%	0,8%	11,8%	15,0%	16,7%	18,8%
Radio	4,7%	20,1%	14,5%	27,1%	12,7%	23,3%	12,3%	22,0%	9,5%	16,8%	13,0%	21,3%	17,6%	18,4%	16,1%	16,4%	16,6%
Druk	9,8%	12,8%	6,4%	-	1,1%	7,5%	-	-	-	1,5%	-	-	-	-	-	-	-

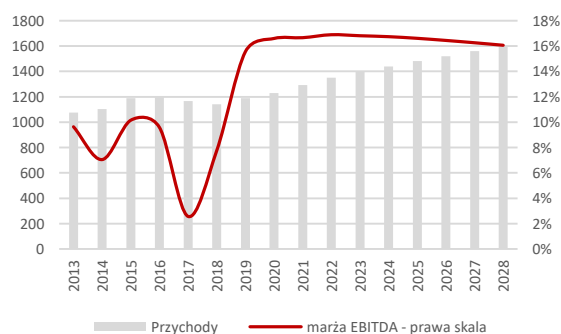
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \* EBIT+amortyzacja

Retenność EBITDA (od '19 wg MSSF 16)



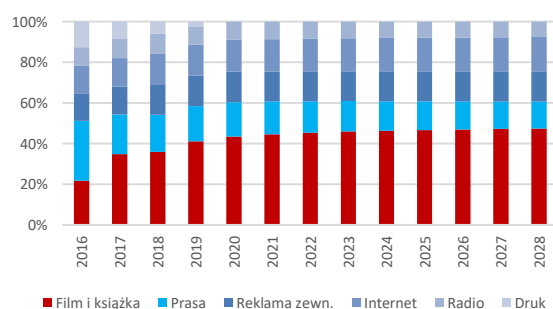
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



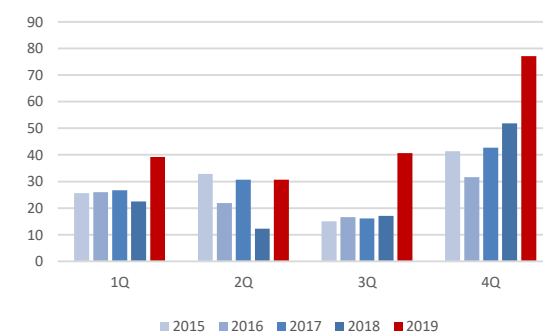
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział segmentów w sprzedaży [%]



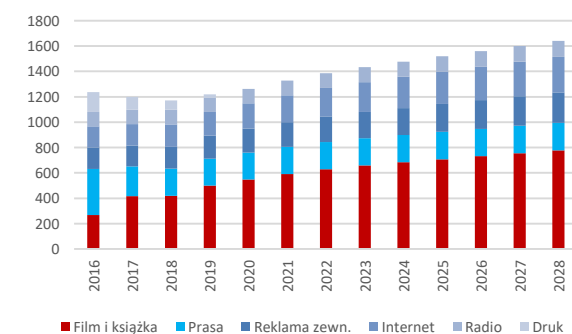
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



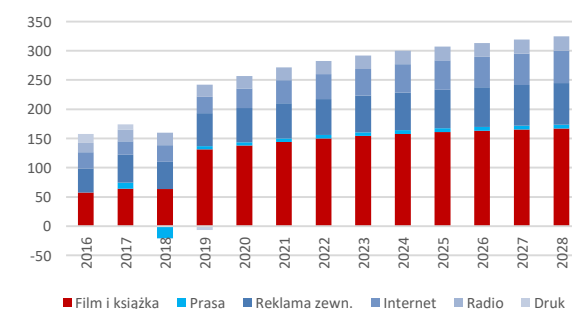
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*wynik netto ze sprz.+amortyzacja

Sprzedaż w podziale na segmenty [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



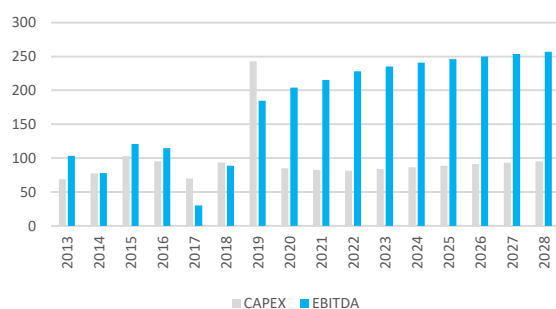
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**CFOper. na tle EBITDA [mln PLN]**



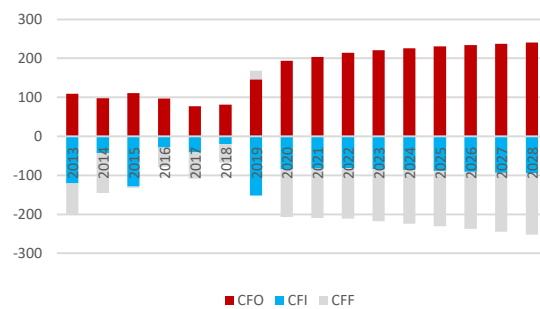
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]\***



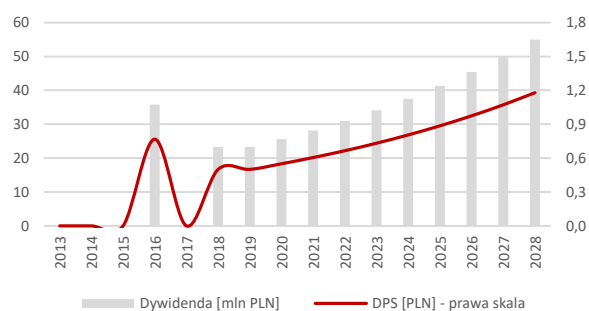
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*w tym nabycie udz. w jedn.zal.

**CFO, CFI, CFF [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Ścieżka dywidendy**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 139,5</b>	<b>991,3</b>	<b>981,3</b>	<b>1 613,0</b>	<b>1 635,2</b>	<b>1 654,0</b>	<b>1 668,8</b>	<b>1 683,1</b>	<b>1 696,6</b>	<b>1 709,3</b>	<b>1 721,1</b>	<b>1 732,1</b>	<b>1 742,4</b>
WNiP	462,8	437,9	420,7	423,3	403,8	385,3	367,9	351,9	337,2	323,7	311,4	300,0	289,7
RzAT	627,5	514,0	519,5	444,0	466,6	484,0	496,5	508,3	519,3	529,4	538,6	546,9	554,2
Prawo do użytkowania aktywów	0,0	0,0	0,0	545,1	553,0	561,3	569,0	575,5	580,4	583,9	586,2	587,4	587,5
Inwestycje rozl.metodą praw własności	21,4	7,8	11,3	167,5	178,8	190,4	202,3	214,4	226,7	239,3	252,0	264,8	277,8
Pozostałe aktywa trwałe	27,7	31,6	29,9	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>429,9</b>	<b>414,4</b>	<b>418,5</b>	<b>385,0</b>	<b>381,2</b>	<b>390,4</b>	<b>406,9</b>	<b>420,6</b>	<b>432,2</b>	<b>441,6</b>	<b>447,6</b>	<b>450,1</b>	<b>448,3</b>
Zapasy	33,8	34,8	35,8	37,3	38,5	40,5	42,4	43,8	45,1	46,4	47,6	48,9	50,1
Należności krótkoterminowe	254,4	253,6	226,8	236,2	244,2	256,9	268,5	277,8	286,1	294,2	302,0	309,9	317,7
Gotówka	50,2	19,2	33,0	50,0	37,0	31,4	34,6	37,5	39,5	39,5	36,5	29,9	18,9
Pozostałe	91,6	106,8	123,0	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5	61,5
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 117,3</b>	<b>1 014,7</b>	<b>996,2</b>	<b>967,1</b>	<b>978,6</b>	<b>994,2</b>	<b>1 014,9</b>	<b>1 036,0</b>	<b>1 056,8</b>	<b>1 076,0</b>	<b>1 092,6</b>	<b>1 106,0</b>	<b>1 115,2</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>128,4</b>	<b>106,4</b>	<b>115,0</b>	<b>724,4</b>	<b>725,5</b>	<b>727,1</b>	<b>728,1</b>	<b>727,8</b>	<b>725,9</b>	<b>722,7</b>	<b>718,2</b>	<b>712,6</b>	<b>706,0</b>
Zadłużenie	96,6	86,7	97,8	705,9	707,1	708,6	709,6	709,3	707,5	704,2	699,7	694,1	687,5
Pozostałe zob. długoterminowe	31,8	19,7	17,2	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>323,7</b>	<b>284,6</b>	<b>288,7</b>	<b>306,4</b>	<b>312,3</b>	<b>323,1</b>	<b>332,7</b>	<b>339,9</b>	<b>346,2</b>	<b>352,2</b>	<b>358,0</b>	<b>363,7</b>	<b>369,5</b>
Zadłużenie	48,8	29,2	34,8	47,6	45,3	43,0	40,7	38,4	36,1	33,8	31,5	29,2	26,9
Zob.handlowe	160,9	231,9	232,9	242,6	250,8	263,9	275,7	285,3	293,8	302,2	310,2	318,3	326,3
Pozostałe zob. krótkoterminowe	114,0	23,6	20,9	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3	16,3
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 198,4	1 165,5	1 141,2	1 188,6	1 228,8	1 292,9	1 351,0	1 397,7	1 439,6	1 480,4	1 519,8	1 559,3	1 598,8
Wynik brutto ze sprzedaży	349,2	350,8	363,7	384,2	412,5	437,8	462,2	479,0	494,0	508,0	520,9	533,7	546,3
Koszty sprzedaży	226,1	206,1	206,6	203,6	206,5	216,4	224,9	232,5	239,3	246,1	252,8	259,5	266,3
Koszty zarządu	125,2	131,4	141,1	142,5	144,6	151,5	157,4	162,8	167,5	172,3	177,0	181,7	186,5
Wynik netto ze sprzedaży	-2,1	13,2	16,0	38,1	61,4	70,0	79,9	83,8	87,2	89,6	91,2	92,5	93,5
Saldo PPO-PKO	18,8	-86,3	-15,2	-2,8	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4
<b>EBITDA MSSF 16</b>	<b>114,9</b>	<b>30,0</b>	<b>88,5</b>	<b>184,8</b>	<b>203,9</b>	<b>215,3</b>	<b>228,2</b>	<b>234,9</b>	<b>240,9</b>	<b>245,8</b>	<b>249,8</b>	<b>253,5</b>	<b>256,7</b>
<b>EBITDA MSR 17</b>	<b>114,9</b>	<b>30,0</b>	<b>88,5</b>	<b>109,4</b>	<b>132,7</b>	<b>142,8</b>	<b>155,2</b>	<b>162,4</b>	<b>169,2</b>	<b>174,9</b>	<b>179,8</b>	<b>184,3</b>	<b>188,4</b>
EBIT MSSF 16	16,7	-73,0	0,9	35,3	58,8	67,3	77,0	80,9	84,2	86,5	88,0	89,2	90,1
EBIT MSR 17	16,7	-73,0	0,9	28,9	50,9	59,0	69,3	74,4	79,3	83,0	85,8	88,1	90,0
Saldo finansowe	-15,0	2,5	20,8	-17,1	-24,4	-24,8	-25,0	-24,8	-24,6	-24,3	-24,1	-24,0	-24,0
Wynik z jv	-1,5	-4,7	-0,8	9,5	11,3	11,6	11,9	12,1	12,3	12,5	12,7	12,9	13,0
Wynik brutto	0,2	-75,2	20,9	27,7	45,8	54,0	63,9	68,2	71,9	74,7	76,6	78,1	79,2
Wynik netto	-13,2	-79,3	9,4	21,2	37,1	43,8	51,8	55,2	58,2	60,5	62,0	63,3	64,2
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	97,0	77,3	81,1	146,6	194,2	203,4	214,5	220,8	226,2	230,6	234,3	237,6	240,6
CF inwestycyjny	-28,7	-41,2	-19,8	-151,5	-84,8	-82,7	-81,1	-83,8	-86,2	-88,6	-90,9	-93,2	-95,4
CF finansowy	-49,3	-67,0	-47,5	21,9	-122,4	-126,3	-130,2	-134,0	-138,0	-142,0	-146,3	-151,0	-156,1
CF netto	19,0	-31,0	13,8	17,0	-13,0	-5,6	3,2	2,9	2,0	-0,1	-3,0	-6,6	-10,9
Środki pieniężne na początek okresu	31,2	50,2	19,2	33,0	50,0	37,0	31,4	34,6	37,5	39,5	39,5	36,5	29,9
Środki pieniężne na koniec okresu	50,2	19,2	33,0	50,0	37,0	31,4	34,6	37,5	39,5	39,5	36,5	29,9	18,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	0,8%	-2,7%	-2,1%	4,2%	3,4%	5,2%	4,5%	3,5%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
EBITDA zmiana r/r	-4,8%	-73,9%	195,3%	108,8%	10,3%	5,6%	6,0%	3,0%	2,5%	2,0%	1,6%	1,5%	1,3%
EBIT zmiana r/r	-10,9%	-537,8%	-101,2%	3931,3%	66,7%	14,4%	14,5%	5,0%	4,1%	2,7%	1,8%	1,4%	1,0%
Wynik netto zmiana r/r	-186,1%	501,4%	-111,8%	125,7%	75,1%	18,1%	18,2%	6,7%	5,5%	3,8%	2,5%	2,0%	1,4%
Marża EBITDA	9,6%	2,6%	7,8%	15,6%	16,6%	16,7%	16,9%	16,8%	16,7%	16,6%	16,4%	16,3%	16,1%
Marża EBIT	1,4%	-	0,1%	3,0%	4,8%	5,2%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,7%	5,6%
Marża brutto	0,0%	-	1,8%	2,3%	3,7%	4,2%	4,7%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża netto	-	-	0,8%	1,8%	3,0%	3,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%
ROE	-	-	0,9%	2,2%	3,8%	4,4%	5,1%	5,3%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%
ROA	-	-	0,7%	1,1%	1,8%	2,1%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%
Dług	145,4	115,9	132,6	753,5	752,4	751,6	750,3	747,7	743,6	738,0	731,2	723,3	714,4
D/(D+E)	11,5%	10,2%	11,8%	43,8%	43,5%	43,1%	42,5%	41,9%	41,3%	40,7%	40,1%	39,5%	39,0%
D/E	13,0%	11,4%	13,3%	77,9%	76,9%	75,6%	73,9%	72,2%	70,4%	68,6%	66,9%	65,4%	64,1%
Odsetki/EBIT	111,9%	-14,8%	1019,9%	66,2%	44,8%	39,1%	34,1%	32,4%	31,0%	30,0%	29,2%	28,5%	27,9%
Dług/Kapitał własny	13,0%	11,4%	13,3%	77,9%	76,9%	75,6%	73,9%	72,2%	70,4%	68,6%	66,9%	65,4%	64,1%
Dług netto MSSF 16	15,2	3,9	-22,8	643,9	655,7	660,6	656,1	650,6	644,4	638,9	635,1	633,8	635,8
Dług netto MSR 17	15,2	3,9	-22,8	98,8	102,7	99,3	87,1	75,0	64,0	55,0	48,9	46,4	48,3
Dług netto/Kapitał własny	1,4%	0,4%	-2,3%	66,6%	67,0%	66,4%	64,6%	62,8%	61,0%	59,4%	58,1%	57,3%	57,0%
Dług netto/EBITDA MSSF 16	-	-	-	348,4%	321,6%	306,8%	287,6%	276,9%	267,5%	259,9%	254,2%	250,1%	247,7%
Dług netto/EBITDA MSR 17	13,2%	12,8%	-25,8%	90,4%	77,4%	69,6%	56,1%	46,2%	37,8%	31,4%	27,2%	25,2%	25,6%
Dług netto/EBIT	-	-	-	1825,4%	1114,9%	982,1%	851,6%	804,4%	765,5%	738,7%	721,6%	710,3%	705,4%
Dług netto/EBIT MSR 17	91,2%	-5,3%	-	341,9%	201,8%	168,5%	125,7%	100,8%	80,7%	66,3%	57,0%	52,7%	53,7%
EV	469,8	458,5	431,8	1 098,5	1 110,3	1 115,2	1 110,7	1 105,2	1 099,1	1 093,6	1 089,8	1 088,4	1 090,5
Dług/EV	31,0%	25,3%	30,7%	68,6%	67,8%	67,4%	67,6%	67,7%	67,7%	67,5%	67,1%	66,5%	65,5%
CAPEX/Przychody	7,4%	6,0%	7,3%	14,1%	12,7%	12,0%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%
CAPEX/Amortyzacja	90,6%	68,0%	95,5%	111,9%	107,5%	104,9%	101,9%	101,5%	100,8%	100,1%	99,4%	98,9%	98,3%
Amortyzacja/Przychody	8,2%	8,8%	7,7%	12,6%	11,8%	11,5%	11,2%	11,0%	10,9%	10,8%	10,6%	10,5%	10,4%
Zmiana KO/Przychody	1,5%	6,1%	2,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	191,9%	-214,8%	-110,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/E	-34,5	-5,7	48,5	21,5	12,3	10,4	8,8	8,2	7,8	7,5	7,3	7,2	7,1
P/BV	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE	3,9	13,9	2,8	3,5	3,4	3,4	3,1	3,0	2,9	2,8	2,9	3,0	3,2
EV/EBITDA MSSF 16	-	-	-	5,9	5,4	5,2	4,9	4,7	4,6	4,4	4,4	4,3	4,2
EV/EBITDA MSR 17	4,1	15,3	4,9	5,1	4,2	3,9	3,5	3,3	3,1	2,9	2,8	2,7	2,7
EV/EBIT MSSF 16	-	-	-	31,1	18,9	16,6	14,4	13,7	13,1	12,6	12,4	12,2	12,1
EV/EBIT MSR 17	28,2	-6,3	493,5	19,1	10,9	9,4	7,8	7,1	6,5	6,1	5,9	5,7	5,6
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
BVPS	24,0	21,8	21,4	20,8	21,0	21,3	21,8	22,2	22,7	23,1	23,5	23,7	23,9
EPS	-0,3	-1,7	0,2	0,5	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
CEPS	2,5	0,7	3,5	2,8	2,9	2,9	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,3	3,1
Dywidenda [mln PLN]	35,7	0,0	23,3	23,3	25,6	28,2	31,0	34,1	37,5	41,3	45,4	49,9	54,9
DPS	0,8	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
Dyield	7,9%	0,0%	5,1%	5,1%	5,6%	6,2%	6,8%	7,5%	8,3%	9,1%	10,0%	11,0%	12,1%
Payout ratio	233,4%	0,0%	-29,4%	248,3%	121,0%	76,0%	70,8%	65,9%	67,9%	70,8%	75,0%	80,5%	86,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,8 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Pado**

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

**Krzystian Brymora**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Bartosz Zieliński**

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

**Maciej Bąk**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki\*:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>14,8</b>	<b>Kupuj</b>	<b>16,0 (w tym DPS = 0,5 PLN)</b>	<b>30.09.2019</b>	<b>12:00 CEST</b>	<b>9,8</b>	<b>57 380</b>
Kupuj	16,0 (w tym DPS = 0,5 PLN)	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 (wyplacona dywidenda 1 PLN/akcje)	06.08.2012		7,8	40 594
Akumuluj	11,4	Kupuj	16,5	18.05.2012		10,6	37 000
Kupuj	16,5	Redukuj	18,0	26.10.2011		13,8	40 771
Redukuj	18,0	Redukuj	24,0	16.06.2011		20,2	49 077
Redukuj	24,0	---	---	23.02.2011		25,9	46 548

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (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 3Q'19*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	23%	0	0%
Akumuluj	5	38%	0	0%
Trzymaj	3	23%	0	0%
Redukuj	2	15%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

#### Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym. 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.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 30.09.2019 roku (12:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 03.10.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto 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 nie trafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 30.09.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.