



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 13,97 PLN

14 MAJ 2024, 15:09 CET/CEST

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory i podnosimy cenę docelową do 13,97 PLN/akcję (poprzednio było 13,60 PLN). Oceniamy, że Agora znajduje się w procesie odbudowy swojej pozycji na rynku reklamy. Najbliższe dwa lata, według naszej symulacji, powinny znacząco wzmocnić rolę dywizji biznesowych z ekspozycją na wpływy reklamowe w budowie zysków Agory (poza segmentem film i książka). Obecnie w oparciu o nasze założenia spółka jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na 2025 rok w okolicy 4,0x i P/E blisko 8,1x. W przyszłym roku spodziewamy się pierwszego od lata strumienia dywidend dla akcjonariuszy.

Pomimo relatywnie słabego początku 2025 roku pod względem wynikowym, spodziewamy się pozytywnych impulsów w kolejnych kwartałach bieżącego roku. Przyjęliśmy założenie, że w Q1 2025 skor. EBIT może spaść r/r poziomu 11 mln PLN do 2,3 mln PLN. Jednocześnie w skali H1 2025, zakładamy, że skor. EBIT wzrośnie z 24,2 mln PLN do 27 mln PLN. Nasza prognoza na cały 2025 rok wskazuje, że Agora powinna odnotować wzrost skor. EBIT w roku 2025 do 107,6 mln PLN. Realizacja takiego scenariusza będzie oznaczać poprawę o ponad 25% względem 2024 roku.

W segmencie film i książka na 2025 rok nadal zakładamy erozję wyniku w relacji r/r (56,9 mln PLN w 2025 roku względem 62 mln PLN z 2024 roku). W pozostałych dywizjach biznesowych łącznie z pozycjami uzgadniającymi liczymy na wzrost skor. EBIT do 50,7 mln PLN (w 2024 roku było 23,9 mln PLN). Segmenty inne niż film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu mogą odpowiadać za blisko 47% rocznego odczytu skor. EBIT w 2025 roku (dla porównania w 2024 roku było to 27%) i niemal 50% w 2026 roku.

Zwracamy również uwagę na dobre wiadomości płynące z multipleksów (po tym jak rozczarowała względnie słaba frekwencja w Q1). Kwiecień '25 wskazał, że multipleksy utrzymują moc przyciągania widzów. W trakcie czterech tygodni wyświetlania „Minecraft:Film” zgromadził w krajowych kinach blisko 2,6 mln osób. Ten tytuł ustanowił zatem najlepsze otwarcie w historii polskiego kina i spodziewamy się, że w Q2 2025 nastąpi odczuwalny wzrost frekwencji w Heliosie.

W porównaniu do prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-03-13) podwyższyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2025 o 2%. Główny impuls korekty wynika z segmentu film i książka (założenia dla skor. EBIT segmentu są wyższe o 3%). Jednocześnie w pozostałych dywizjach biznesowych plus pozycje uzgadniające obecne założenia dla łącznego skor. EBIT z tych pozycji są niemal na dotychczasowym poziomie (obecnie 50,7 mln PLN vs 50,6 mln PLN).

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	1 424	1 504	1 512	1 605	1 686	1 757
EBITDA skor. [PLN m]	228	257	293	334	362	385
EBITDA non-IFRS 16 [PLN m]	117	149	168	211	239	262
EBIT skor. [PLN m]	59	86	108	155	182	206
Wynik netto [PLN m]	65	15	57	90	114	136
P/E (x)	7,1	31,7	8,1	5,2	4,1	3,4
EV/Przychody (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	5,0	4,6	4,0	3,3	2,8	2,4
EV/EBIT (x)	19,2	13,9	10,8	7,1	5,7	4,6
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30	0,45
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	3,0%	4,5%

EBITDA skorygowana oraz EBIT skorygowany obliczony przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje Agora w raportach okresowych

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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Wycena końcowa [PLN]	13,97
Wycena DCF [PLN]	13,76
Wycena mnożnikowa [PLN]	14,18
Potencjał do wzrostu / spadku	+40%

Cena rynkowa [PLN]	9,96
Kapitalizacja [PLN m]	464
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-9,0	-22,6
6M stopa zwrotu	5,7	-23,0
YTD stopa zwrotu	1,1	-29,9
12M stopa zwrotu	-7,4	-26,2

(1) - absolutna stopa zwrotu
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat (udział w kapitale):	
Agora-Holding	11,6%
PTE PZU	17,7%
Media Dev. Investment Fund	11,5%
NN PTE	8,8%

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	2
ROK 2025 OKRESEM PIERWSZYCH POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?.....	4
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF	6
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	8
WYNIKI AGORY ZA Q4 2024.....	11
DŁUG FINANSOWY	15
PROGNOZA Q1 2025.....	16
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU).....	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory i podnosimy cenę docelową do 13,97 PLN/akcję (poprzednio było 13,60 PLN). Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 13,76 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,0x) na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 14,18 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 13,97 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Agory

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	13,76
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	14,18
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		13,97

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

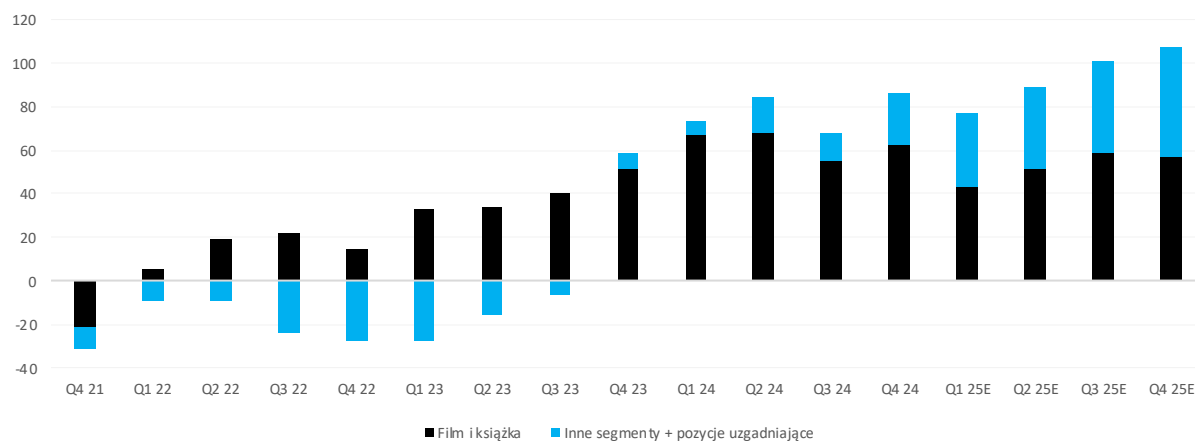
Pomimo relatywnie słabego początku 2025 roku pod względem wynikowym, **spodziewamy się pozytywnych impulsów w kolejnych kwartałach bieżącego roku**. Przyjęliśmy założenie, że w Q1 2025 skor. EBIT może spaść r/r z poziomu 11 mln PLN do 2,3 mln PLN. Jednocześnie w skali H1 2025, zakładamy, że skor. EBIT wzrośnie z 24,2 mln PLN do 27 mln PLN. **Nasza prognoza na cały 2025 rok wskazuje, że Agora powinna odnotować wzrost skor. EBIT w roku 2025 do 107,6 mln PLN. Realizacja takiego scenariusza będzie oznaczać poprawę o ponad 25% względem 2024 roku.** W segmencie film i książka na 2025 rok nadal zakładamy erozję wyniku do 56,9 mln PLN w relacji do 62 mln PLN z 2024. W pozostałych dywizjach biznesowych łącznie z pozycjami uzgadniającymi liczymy na wzrost skor. EBIT do 50,7 mln PLN (w 2024 roku było 23,9 mln PLN).

Podtrzymujemy przekonanie wyrażone w poprzednim raporcie analitycznym wskazujące na to, że Agora znajduje się w procesie odbudowy swojej pozycji na rynku reklamy. W średnim horyzoncie oczekujemy odczuwalnej zmiany struktury wyniku spółki. Najbliższe dwa lata, według naszej symulacji, powinny znacząco wzmocnić rolę dywizji biznesowych z ekspozycją na wpływy reklamowe w budowie zysków Agory (poza segmentem film i książka). Segmenty inne niż film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu mogą odpowiadać za blisko 47% rocznego odczytu skor. EBIT w 2025 roku (dla porównania w 2024 roku według nas może to być 27%) i niemal 50% w 2026 roku.

W porównaniu do prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-03-13) podwyższyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2025 o 2%. Główny impuls korekty wynika z segmentu film i książka (założenia dla skor. EBIT segmentu są wyższe o 3%). Jednocześnie w pozostałych dywizjach biznesowych plus pozycje uzgadniające obecne założenia dla łącznego skor. EBIT z tych pozycji są niemal na dotychczasowym poziomie (obecnie 50,7 mln PLN vs 50,6 mln PLN).

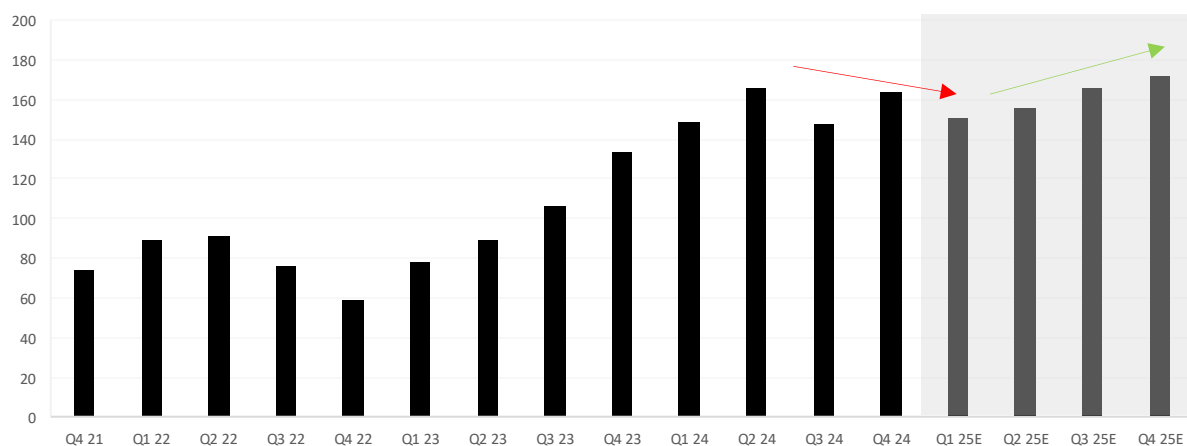
Zwracamy również uwagę na dobre wiadomości płynące z multipleksów (po tym jak rozczarowała względnie słaba frekwencja w Q1). **Kwiecień'25 wskazał, że multipleksy utrzymują moc przyciągania widzów. W trakcie czterech tygodni wyświetlania „Minecraft:Film” zgromadził w krajowych kinach blisko 2,6 mln osób. Ten tytuł ustanowił zatem najlepsze otwarcie w historii polskiego kina i spodziewamy się, że w Q2 2025 nastąpi odczuwalny wzrost frekwencji r/r.**

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych dywizji biznesowych Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu: skor. EBITDA minus płatności leasingowe w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ROK 2025 OKRESEM PIERWSZYCH POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?

W raporcie nadal zwracamy uwagę na trudne uwarunkowania biznesowe dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych/publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna jeśli spoglądamy na relację generowanych przychodów i poziom ponoszonych przez nich kosztów na utrzymanie redakcji.

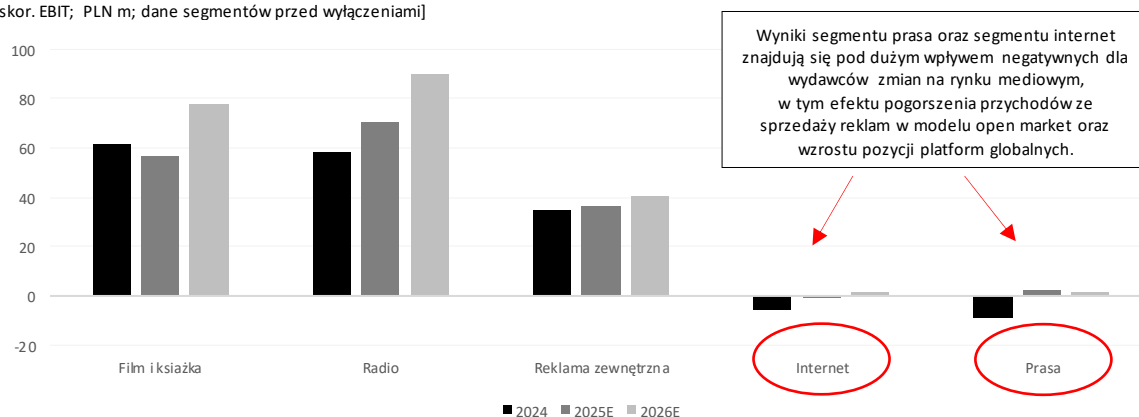
W naszym odczuciu, uchwalone w 2024 roku nowe przepisy o prawie autorskim w Polsce oznaczają jakościową poprawę pozycji negocjacyjnej wydawców z globalnymi gigantami technologicznymi.

W bieżącym 2025 roku spodziewamy się efektów rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech. W ostatnich miesiącach zauważamy szereg inicjatyw podejmowanych przez zrzeszenia wydawców, które mają m.in. przygotować i wzmocnić środowisko do procesu negocjacji przyszłego modelu ustalania należnych opłat za korzystanie z treści.

W kwietniu'25 na zlecenie Związku Pracodawców Wydawców Cyfrowych (ZPWC) został przedstawiony raport badawczy wskazujący, iż „...sprawiedliwe roczne wynagrodzenie ze strony Google na rzecz polskich mediów za wykorzystanie ich treści powinno wynosić 78,67 mln EUR...” (dolna granica szacunku to ok 50 mln EUR, górna granica to 119 mln EUR). Zdaniem ZPWC, przeprowadzone badanie powinno być podstawą dla ukształtowania relacji „sprawiedliwego wynagradzania mediów w polskim ekosystemie informacji cyfrowej.”

Scenariusz wprowadzenia nowego mechanizmu definiującego podział strumienia przychodów należnego wydawcom może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży mediów w Polsce. W obecnym raporcie nadal nie wprowadzamy zmian w ekosystemie działania segmentu prasa oraz internet. Jednocześnie mamy przeświadczenie, że Agora może być jednym z głównych beneficjentów zmian.

Dane za 2024 rok oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa na 2025-2026 segmentów operacyjnych Agory
[skor. EBIT; PLN m; dane segmentów przed wyłączeniami]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Przyszła ścieżka wynikowa

Zwracamy uwagę, że przedstawiony przez nas scenariusz bazowy dla modelu wyceny w niektórych punktach wykracza optyimizmem poza cele wyznaczone w materiale „Kierunki Strategiczne Grupy Agora na lata 2023-2026” przyjętym przez zarząd spółki w kwietniu 2023 roku. Dlatego należy mieć na uwadze, że nasze podejście może być obciążone ryzykiem błędu. Przypominamy, że strategia spółki zakłada, iż celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA z wyłączeniem IFRS 16 w 2026 roku. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA z wyłączeniem IFRS 16 odpowiednio w okolicy 168 mln PLN i 211 mln PLN.

Rynek reklamy zewnętrznej (OOH)

Trwająca dynamiczna cyfrowa transformacja reklamy zewnętrznej (rosnący udział DOOH) jest wyzwaniem dla Agory. Tak jak zwracaliśmy uwagę w poprzednich komentarzach, w naszym odczuciu wzrasta ryzyko, iż cele zapisane w strategii średnioterminowej dla segmentu reklamy zewnętrznej nie zostaną zrealizowane.

Akcentujemy zachodzące zmiany własnościowe na rynku podmiotów działających w obszarze reklamy zewnętrznej (OOH) w UE, które mogą zmienić stopień konkurencyjności także polskiego rynku reklamy zewnętrznej. Przypominamy, że Grupa Bauer Media, właściciel m.in. Grupy RMF, poszerzył swoje aktywa o biznes Clear Channel Europe. Tym samym na rynku polskim będziemy mieli dwie bardzo podobne grupy medialne z ekspozycją na segment radio i reklamę zewnętrzną (po wyłączeniu obszaru kina, Agora posiada mocne dywizje biznesowe z ekspozycją na rynek radiowy oraz reklamy zewnętrznej).

Udziały w rynku mediów

Agora przez wiele lat była pozbawiona istotnego strumienia przychodów w związku z decyzjami podmiotów związanych z byłą administracją rządową i spółkami zależnymi od SP. Każda ewentualna zmiana w kierunku lepszej monetyzacji posiadanych zasięgów, którymi dysponują media Agory będzie impulsem budowy wartości dla akcjonariuszy. Segment prasa w przyszłości może potencjalnie stwarzać ryzyko dla innych budujących swoje zasięgi segmentów operacyjnych Agory (mechanizm „promieniowania” i traktowania przez reklamodawców mediów Agory jako jedną całość).

Rynek kinowy

Rynek kinowy w Polsce po pandemii odbudowuje swoją wartość. Liczymy się jednak z tym, że w najbliższych latach zmniejszy się liczba multipleksów w Polsce. Oceniamy zatem, że kolejne lata mogą wskazać na realizację scenariusza, w którym Helios dokona przeglądu własnej bazy multipleksów (szczególnie w momentach podejmowania decyzji o odnowieniu umów najmu sal).

Stany Zjednoczone są tradycyjnie kluczowym obszarem dla branży kinowej. Należy mieć na uwadze, że po okresie pandemii dwie największe sieci multipleksów w USA znajdują się w procesie „odbudowy płynności”. AMC oraz Regal (wchodzący w skład grupy Cineworld) odpowiadają odpowiednio za około 23% i 16% amerykańskiego rynku. Trzeci gracz w USA to sieć Cinemark, która posiada blisko 15% udział w rynku jak pokazują ostatnie odczyty kwartalne notuje bardzo mocne rezultaty (działając na względnie małym lewarze).

Administracja USA zapowiedziała szereg inicjatyw mających wesprzeć branżę producentów filmowych i tv. Zapowiadane działania ochronne związane są również z rozwiązaniami przyjętymi w różnych krajach (ulgi podatkowe i inne zachęty), które skutecznie przyciągają amerykański kapitał i skutkują lokowaniem produkcji filmowej poza USA.

Amerykańskie produkcje filmowe są kluczowe dla frekwencji rocznej w polskich i europejskich kinach. Skala koprodukcji w Polsce w ostatnich latach rośnie, choć na tle innych krajów CEE ustawodawstwo o wspieraniu działalności filmowej w Polsce jest w naszej ocenie archaiczne i jako kraj nie jesteśmy konkurencyjnym rynkiem na tle Węgier, Czech czy krajów bałtyckich. W średnim i długim horyzoncie kwestia ceł może być istotna dla Agory. W naszym modelu nie ujmujemy scenariusza gwałtownych zmian w repertuarze/rozkładzie frekwencji w europejskich multipleksach.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,4% (poprzednio 5,8%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Agora.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% (poprzednio 2,0% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 13,1%.

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

Poziom długu netto z końca 2024 roku uwzględnia ujęcie zgodne z IFRS 16. Wycenę pomniejszyliśmy dodatkowo o wartość opcji put (na przejęcie aktywów mniejszościowych głównie w segmencie film i książka) oraz o inne szacowane korekty.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 13,76 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-09-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	8,6%	18,3	19,4	20,6	22,1	23,7	25,7	28,1
	10,1%	15,7	16,4	17,3	18,3	19,4	20,6	22,1
	11,6%	13,8	14,3	15,0	15,7	16,4	17,3	18,3
	13,1%	12,3	12,8	13,2	13,76	14,3	15,0	15,7
	14,6%	11,2	11,5	11,9	12,3	12,8	13,2	13,8
	16,1%	10,2	10,5	10,8	11,2	11,5	11,9	12,3
	17,6%	9,5	9,7	10,0	10,2	10,5	10,8	11,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody [PLN m]	1 512	1 605	1 686	1 757	1 826	1 886	1 939	1 986	2 028	2 069
EBIT [PLN m]	107,6	155,2	181,5	205,9	226,6	241,4	251,4	260,4	266,7	272,3
NOPAT [PLN m]	87,2	125,7	147,0	166,8	183,5	195,6	203,6	210,9	216,0	220,5
Amortyzacja [PLN m]	185,2	179,2	180,8	179,6	179,4	179,4	179,6	179,5	179,3	178,9
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-9,7	-9,9	-4,7	-3,2	-1,1	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,3
CAPEX + odnowienie leasingu [PLN m]	-208,7	-195,1	-200,4	-202,5	-205,2	-207,4	-207,4	-207,1	-207,7	-208,3
Inwestycje kapitałowe [PLN m]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF [PLN m]	53,9	100,0	122,7	140,7	156,6	166,1	174,1	181,5	185,4	189,0
Suma PV FCFF [PLN m]	807,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	569,5									
Wartość firmy EV [PLN m]	1 377,0									
Dług netto [PLN m]	728,0									
Inne korekty [PLN m]	8,1									
Wartość kapitału [PLN m]	640,9									
Ilość akcji [m]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,76									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,0%

WACC w okresie rezydualnym: 13,1%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody reklama y/y	3,8%	5,7%	5,3%	4,7%	4,4%	3,7%	3,2%	2,9%	2,8%	2,8%
Przychody bilety + bary kinowe y/y	6,1%	7,7%	7,0%	4,6%	4,6%	3,6%	2,8%	2,3%	1,3%	1,0%
NOPAT y/y	31,0%	44,2%	17,0%	13,4%	10,1%	6,5%	4,1%	3,6%	2,4%	2,1%
Marża NOPAT	5,8%	7,8%	8,7%	9,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%
(CAPEX + odnowienie leasingu) / Przychody	13,8%	12,1%	11,9%	11,5%	11,2%	11,0%	10,7%	10,4%	10,2%	10,1%
D / E	128%	97%	74%	51%	44%	44%	43%	43%	43%	42%
E / (E+D)	44%	51%	58%	66%	69%	70%	70%	70%	70%	70%
D / (E+D)	56%	49%	42%	34%	31%	30%	30%	30%	30%	30%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
WACC	12,3%	12,5%	12,7%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2024-2025 (poprzednio było również 2024-2025) w wysokości 5,0x (wcześniej używaliśmy mnożnika 5,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 14,18 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-25						
	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5t
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,3	8,3	11,2	14,18	17,1	20,1	23,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2025E	2026E
VEND MARKETPLACE	35,8	27,9
CANAL+	3,4	3,2
INFORMA	11,5	10,9
PEARSON	10,4	10,0
WOLTERS KLUWER	19,6	18,4
NEW YORK TIMES	15,6	14,2
ALPHABET	11,2	9,9
META PLATFORMS	16,8	14,1
CLEAR CHANNEL	14,2	13,8
JCDECAUX	8,5	8,0
LAMAR ADVERTIS	15,9	15,3
STROEER	6,8	6,3
LAGARDERE SA	7,2	6,8
KINEPOLIS	8,6	8,0
CINEMARK	9,8	8,7
IMAX CORP	10,3	9,5
AMC ENTERTAINMEN	20,2	14,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025-2026 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 12,9x oraz 12,3x.

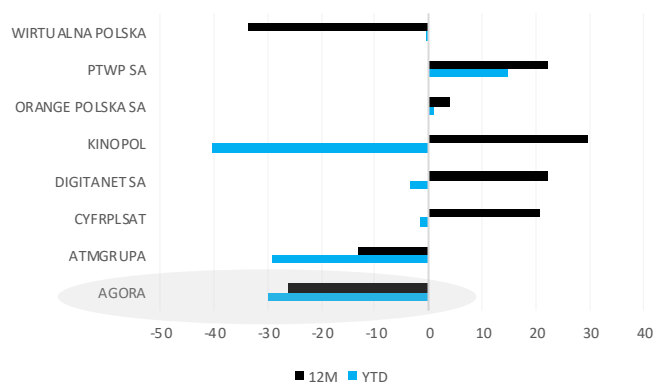
Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada różne działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej i tym samym poziomem akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, reklama zewnętrzna, radio, kino).

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być The New York Times (inwestorzy akceptują wskaźniki EV/EBITDA powyżej 15x na rok 2025).

Kurs Agory na tle szerokiego indeksu WIG wykazuje relatywną słabość w ujęciu YTM jak i ostatnich 12 miesięcy. Stopa zwrotu na walorach Agory w ujęciu YTM to +1%, na tle wzrostu WIG o 31%. W ujęciu 12 miesięcy stopa zwrotu na Agorze to -7,4% na tle wzrostu WIG o 19%.

Względne stopy zwrotu wybranych podmiotów do indeksu WIG w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [pkt %]

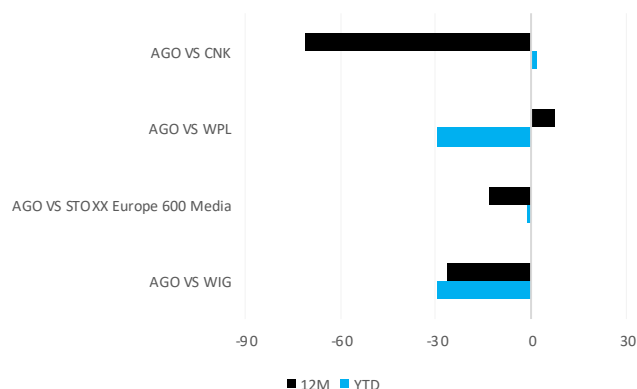
	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-22,6	-23,0	-29,9	-26,2
ATMGRUPA	-14,9	-34,2	-29,2	-13,3
CYFRPLSAT	8,3	21,5	-1,7	20,8
DIGITANET	-5,8	24,6	-3,3	22,3
KINOPOL	-13,9	-21,9	-40,3	29,7
ORANGE PL	1,9	-3,4	0,9	3,8
PTWP	23,0	3,2	14,7	22,2
WIRTUALNA PL	21,9	3,6	0,0	-33,7



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Względne stopy zwrotu Agory na tle WIG, Stoxx Europe 600 Media, Wirtualnej Polski oraz Cinemark (ujęcie 3,6,YTD oraz 12 miesięcy) [pkt %]

	AGO vs WIG	AGO vs STOXX Europe Media	AGO vs WPL	AGO vs CNK
3M	-22,6	-2,7	-44,5	-3,3
6M	-23,0	4,0	-26,7	9,6
YTD	-29,9	-1,0	-29,9	1,9
12M	-26,2	-13,2	7,5	-71,1



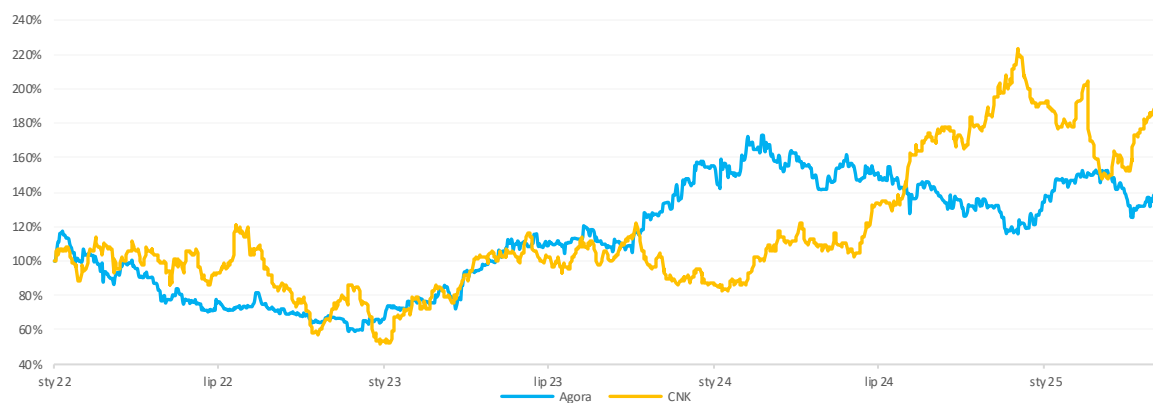
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle indeksu WIG i STOXX Europe 600 Media w okresie styczeń 2022 - maj 2025



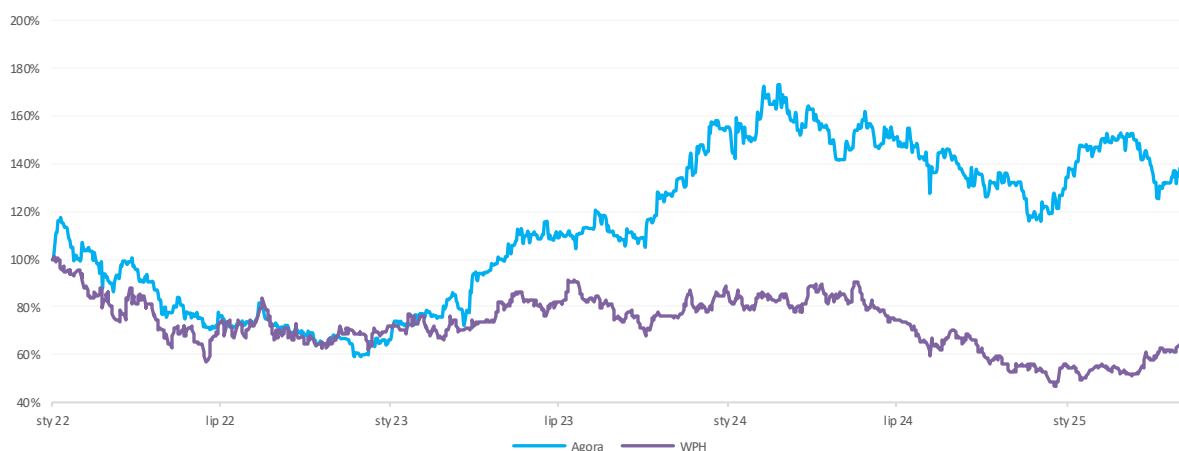
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Cinemark (operator multipleksów w USA) w okresie styczeń 2022 - maj 2025



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Wirtualna Polska w okresie styczeń 2022 - maj 2025



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q4 2024

Wyniki za Q4 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q4 23	Q4 24	y/y	2023	2024	y/y	Q4 24E	realizacja
Przychody	438,1	446,0	2%	1 424,3	1 503,9	6%	430,7	104%
Reklama	229,9	235,4	2%	703,7	763,0	8%	234,0	101%
Bilety do kina	68,3	81,9	20%	244,0	256,4	5%	79,2	103%
Sprzedaż wydawnictw	39,4	36,5	-7%	139,9	134,6	-4%	35,1	104%
Bary kinowe	37,8	47,4	25%	136,6	153,7	13%	44,8	106%
Sprzedaż gastronomiczna	11,8	0,0	-100%	43,0	23,1	-46%	0,0	---
Działalność filmowa	16,6	12,9	-22%	29,5	48,8	65%	9,0	143%
Pozostała sprzedaż	34,3	31,9	-7%	127,5	124,4	-2%	28,6	111%
EBITDA skorygowana	84,9	104,8	23%	224,6	260,0	16%	97,0	108%
EBIT	43,8	59,7	36%	58,9	84,0	43%	53,3	112%
Film i książka	21,7	29,3	35%	50,9	62,2	22%	25,6	114%
Radio	27,8	27,7	0%	51,2	57,4	12%	28,4	98%
Prasa	-0,1	1,9		-7,5	-9,5		0,6	---
Reklama zewnętrzna	3,9	14,9	282%	20,4	33,8	65,6%	9,9	150%
Internet	2,6	4,5	72%	-6,8	-5,9		2,0	223%
Segmenty razem	55,8	78,3	40%	108,2	138,0	28%	66,5	118%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-18,6		-49,2	-53,9		-13,2	141%
Saldo finansowe	32,1	-26,1		61,3	-55,8		-14,7	177%
Wynik netto	50,9	42,2	-17%	85,0	26,4	-69%	38,5	109%
a k c j o n a r i u s z y j e d n . d o m i n u j ą c e j	40,1	39,1	-3%	65,4	14,7	-78%	36,7	107%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

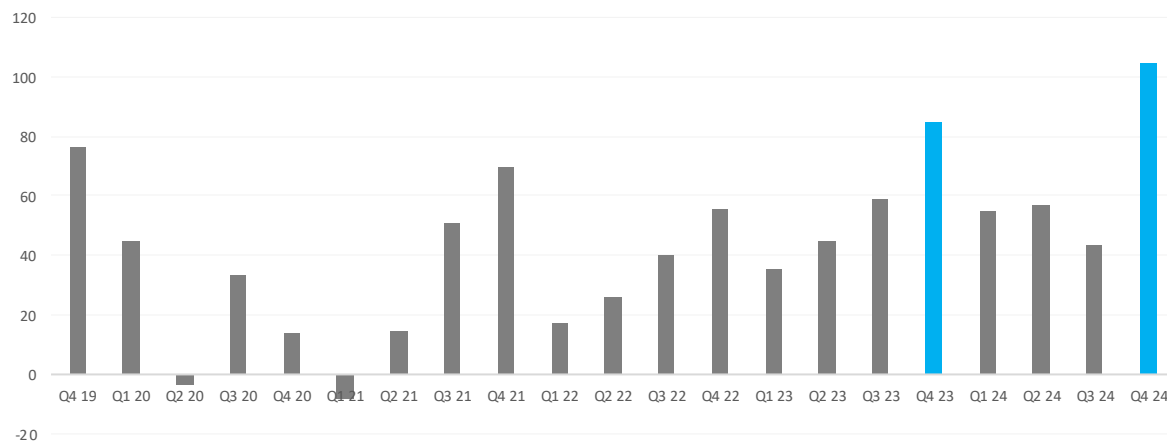
Okres Q4 024 był udany dla Agory zarówno w obszarze film i książka jak i w pozostałych segmentach z ekspozycją na wpływy reklamowe. Odczyt EBITDA za Q4 2024 wyniósł 104,8 mln PLN (+23% r/r) i było to 8% ponad nasze założenia. Za cały 2024 rok EBITDA wyniosła blisko 260 mln PLN (wcześniejsze maksimum w ujęciu LTM było po odczycie za Q2 2024 na poziomie 255,6 mln PLN).

Na poziomie EBIT w Q4 2024 Agora zanotowała zysk rzędu 59,7 mln PLN (12% powyżej naszych oczekiwań).

- Segment film i książka w Q4 2024 wykazał wzrost r/r EBIT o 35% z poziomu 21,7 mln PLN do 29,3 mln PLN.
- W segmentach z ekspozycją na reklamę (poza segmentem film i książka) łączny wynik EBIT wyniósł 49 mln PLN, co oznacza poprawę o 43% r/r.
- Rozpoznana kwota pozycji uzgadniających (dla wyniku EBIT na poziomie grupy) w Q4 2024 wyniosła -18,6 mln PLN względem -12,1 mln PLN w analogicznym okresie 2023 roku.

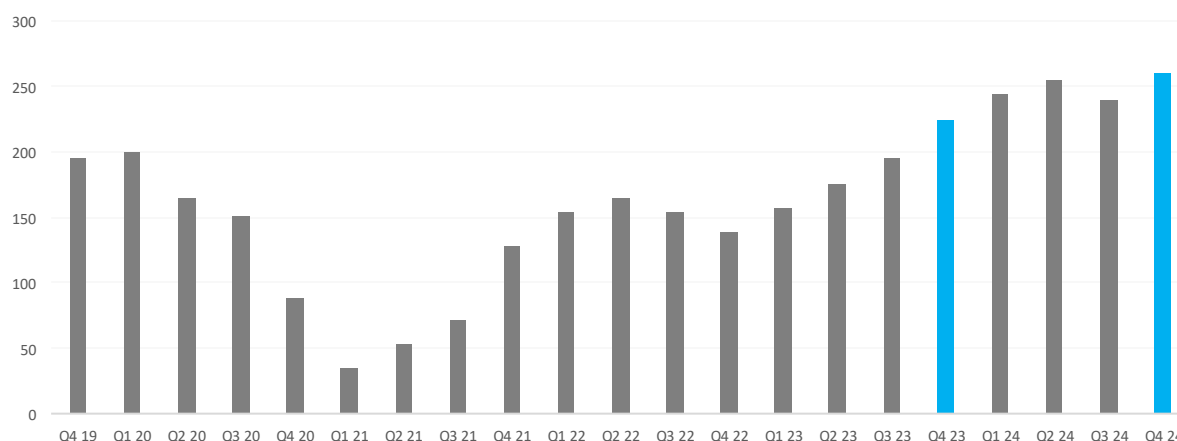
W Q4 2024 sieć Helios sprzedała o 15,5% więcej biletów do kin niż w Q4 2023. W całym 2024 roku liczba sprzedanych biletów w kinach Helios była wyższa o ponad 2,8% w relacji do 2023 roku.

Historyczne odczyty skor. EBITDA w poszczególnych kwartałach [PLN m]



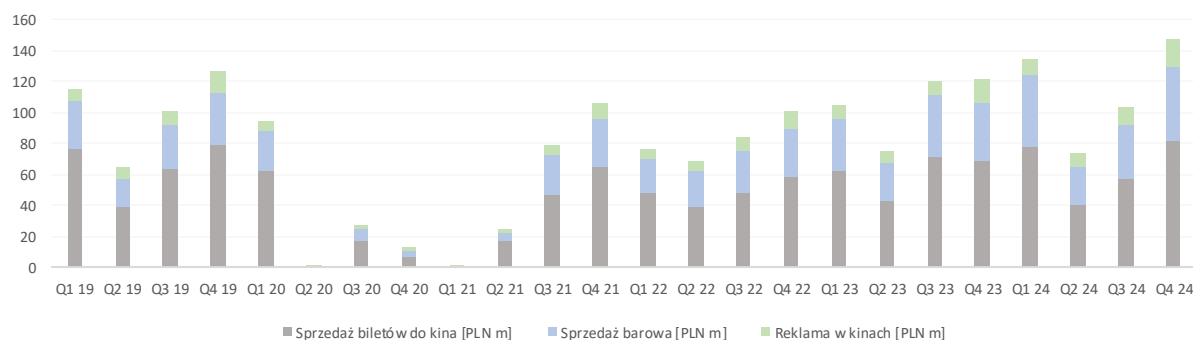
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne odczyty skor. EBITDA w ujęciu LTM [PLN m]



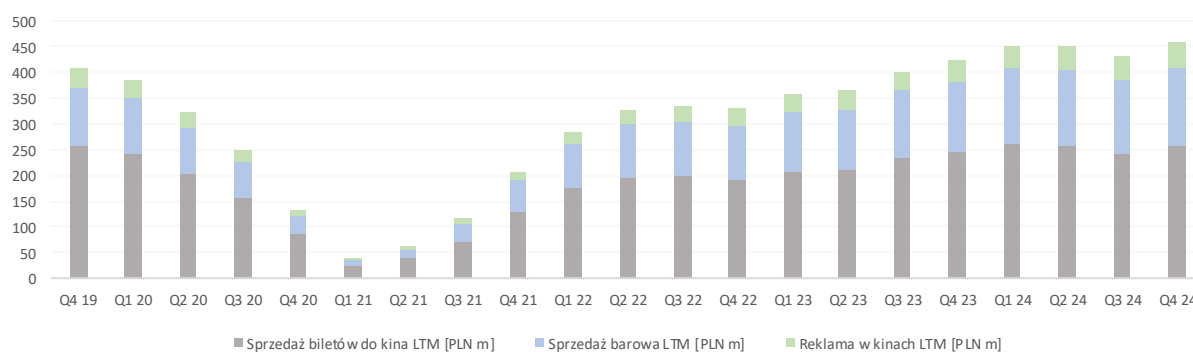
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



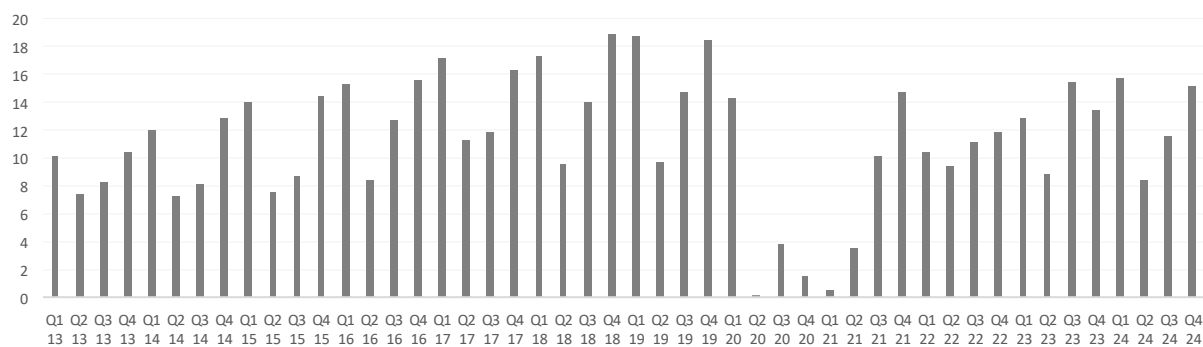
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



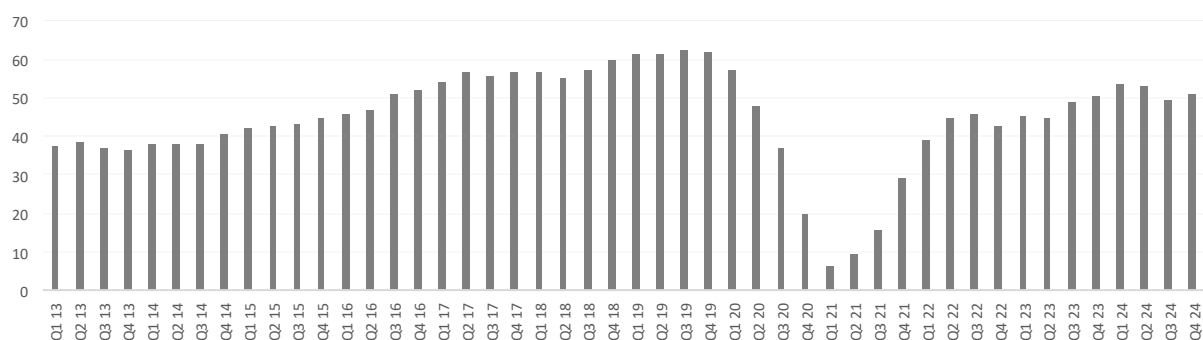
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce (ujęcie kwartalne) [m]



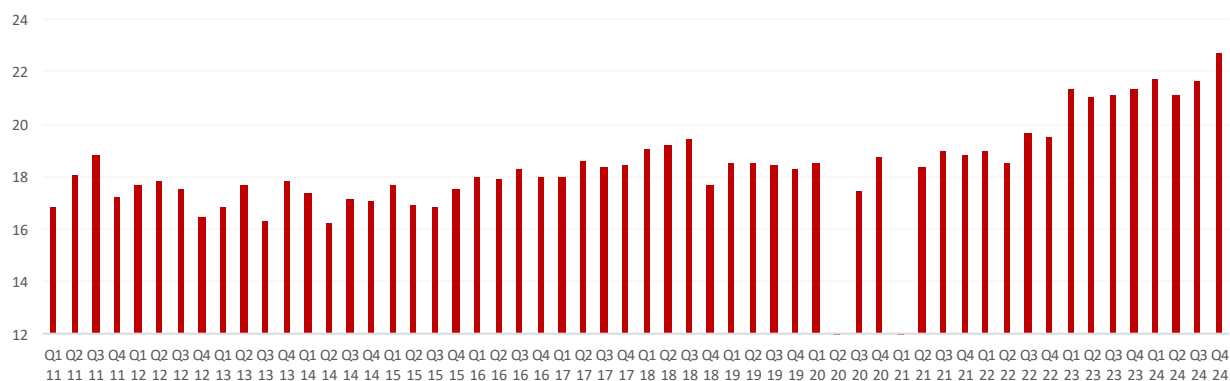
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



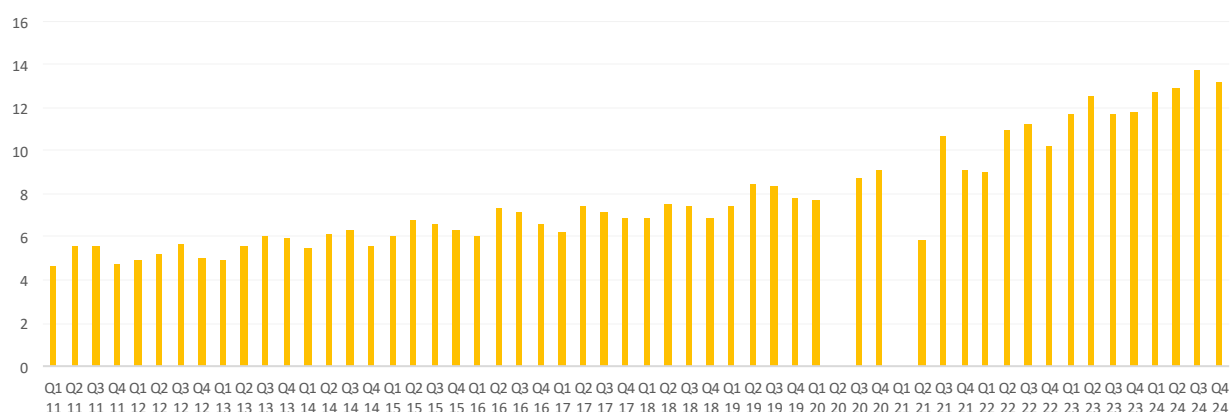
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



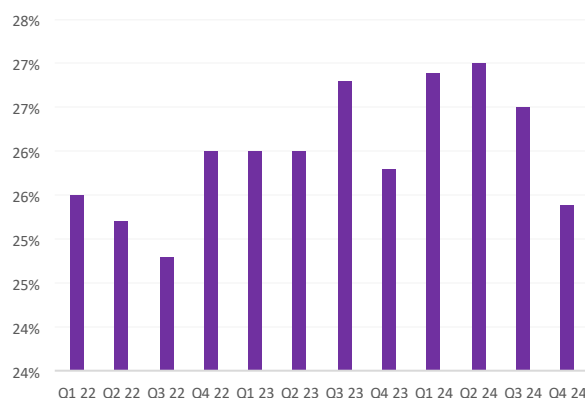
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

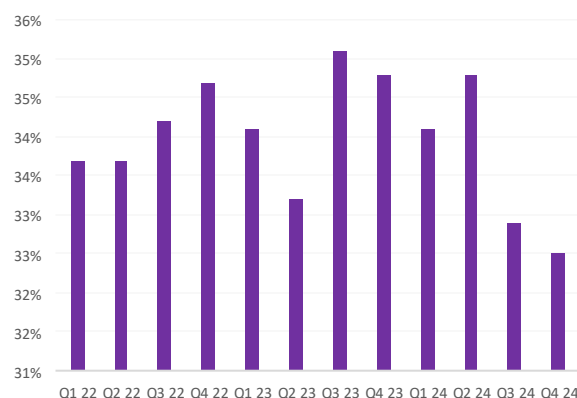


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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



W Q4 2024 różnica w udziale słuchalności pomiędzy Eurozet a liderem rynku Grupą RMF wyniosła 10,6 pkt % (w Q3 2024, Q2 2024 i Q1 2024 było to odpowiednio 7,3 pkt%, 8,4 pkt % i 7,9 pkt%).

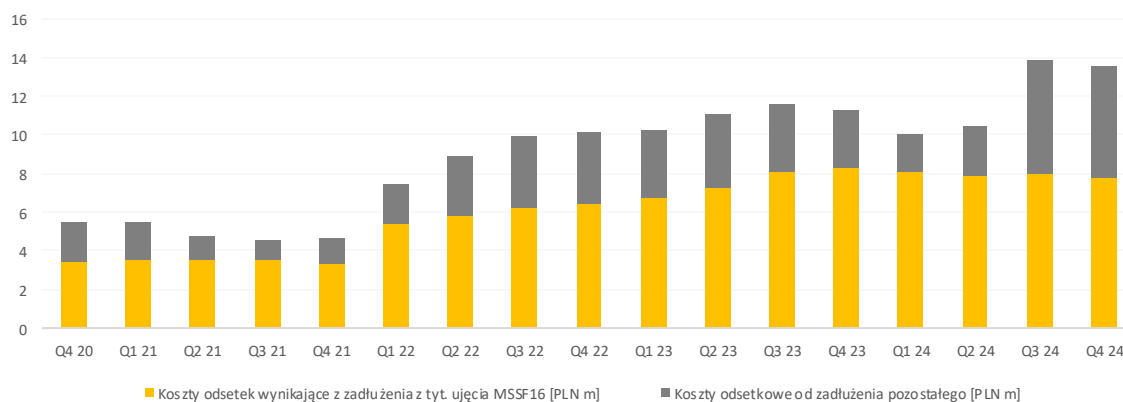
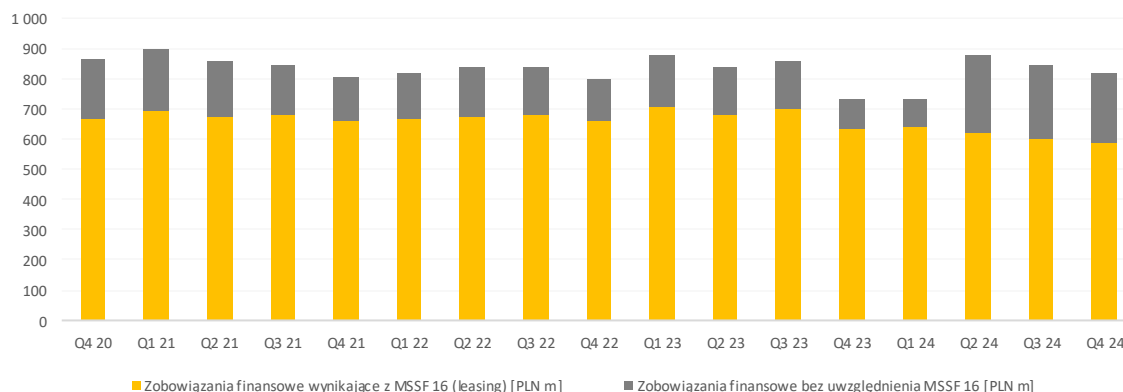
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

DŁUG FINANSOWY

Na koniec 2024 roku zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ponad 817 mln PLN (na koniec 2023 roku około było 734 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z IFRS 16 stanowiło 587 mln PLN (na koniec 2023 było to 631 mln PLN). Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec 2024 roku wyniósł 229 mln PLN (na koniec 2023 roku ponad 102 mln PLN). Jednocześnie na koniec Q4 2024 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło ponad 130 mln PLN.

W 2024 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia wyniosły łącznie 48 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało 31,8 mln PLN. W 2023 roku koszty obsługi zadłużenia wyniosły łącznie 44,3 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało 30,4 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA Q1 2025

Prognozy wyników na Q1 2025 [PLN m]

	Q1 24	Q1 25E	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25ELTM	y/y
Przychody	385,9	342,3	-11%	1 514,4	1 460,0	-4%
Reklama	157,9	163,6	4%	737,3	768,4	4%
Bilety do kina	78,1	68,1	-13%	260,1	246,4	-5%
Sprzedaż wydawnictw	33,7	33,1	-2%	140,2	134,0	-4%
Bary kinowe	45,9	40,4	-12%	148,7	148,2	0%
Sprzedaż gastronomiczna	10,8	0,0	-100%	44,7	12,3	-73%
Działalność filmowa	29,5	12,5	-58%	53,4	31,9	-40%
Pozostała sprzedaż	30,0	24,7	-18%	129,9	118,8	-9%
skor. EBITDA	54,6	48,8	-11%	243,5	254,2	4%
skor. EBIT	11,0	2,3	-79%	73,5	77,3	5%
Film i książka	32,2	12,8	-60%	67,0	42,8	-36%
Radio	7,4	9,5	29%	57,1	60,3	6%
Prasa	-10,2**	0,3		-12,4	1,2	
Reklama zewnętrzna	-1,2	0,7		18,7	36,5	95%
Internet	-7,0**	-4,2		-10,7	-3,0	
Segmenty razem	21,1	19,0	-10%	119,7	137,9	15%
Pozycje uzgadniające	-10,2	-16,7		-46,3	-60,6	
Saldo finansowe	-4,5	0,4		15,8	-50,7	
Wynik brutto	6,1	3,0	-51%	75,0	24,5	-67%
Wynik netto	3,8	2,4	-37%	54,1	25,0	-54%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	1,7		32,2	17,0	-47%
skor. EBIT	11,0	2,3	-79%	73,5	77,3	5%
Film i książka	32,2	12,8	-60%	67,0	42,8	-36%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-21,2	-10,4		6,5	34,5	434%

Szacowany przez nas odczyt skor. EBITDA oraz skor. EBIT obliczony przez BDM może różnić się od odczytów jakie podaje Agora w raportach okresowych.

** Przypominamy, że w Q1 2024 spółka ujęła koszty restrukturyzacji zatrudnienia (6,658 mln PLN w segmencie prasa i 1,203 mln PLN w segmencie internet). Łącznie w tych dwóch segmentach w Q1 2024 efekt zwolnień grupowych wyniósł 7,861 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszym odczuciu decydujące znaczenie dla wyników Agory w Q1 2025 może mieć erozja rynku kinowego (spodziewamy się, że Helios w Q1 2025 mógł sprzedać 17% mniej biletów r/r). Segment film i książka w naszej symulacji notuje słabsze rezultaty także w związku z niższymi wynikami z dystrybucji filmowej (Q1 2024 był wyjątkowym okresem dla Next Film).

Zakładamy wzrost przychodów z reklamy w Q1 2025 o blisko 4% (liczymy na mocny odczyt w reklamie zewnętrznej oraz relatywnie dobre odczyty w radio).

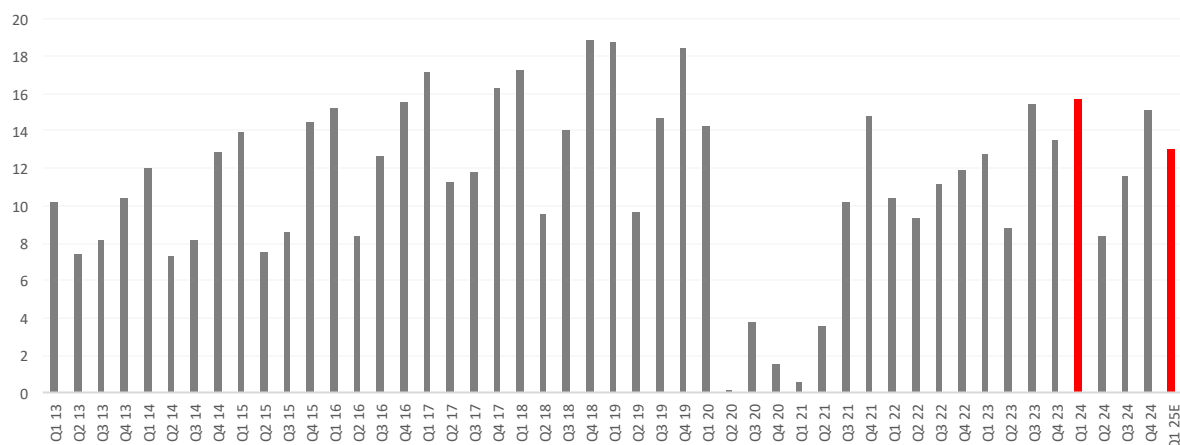
Spodziewamy się, że segment film i książka w Q1 2025 zanotuje odczyt skor. EBIT o 19,4 mln PLN niższy niż w Q1 2024. Pozostałe segmenty z eskpozycją na rynek reklamy z uwzględnieniem pozycji uzgadniających, łącznie w naszej prognozie notują EBIT lepszy o 10,8 mln PLN r/r (po oczyszczeniu danych za Q1 2024 o koszty restrukturyzacji zatrudnienia, wzrost wynosi blisko 3 mln PLN r/r).

Ogółem założyliśmy, że skor. EBIT w 2025 roku wyniesie 2,3 mln PLN (vs 11 mln PLN w Q1 2024). Na saldzie finansowym staramy się uwzględnić wpływ dodatnich różnic kursowych. Finalnie na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom prognozujemy kwotę 1,7 mln PLN (vs strata 0,6 mln PLN w Q1 2024).

W ujęciu LTM nasza symulacja wskazuje, że po Q1 2025 za około 55% wyniku skor. EBIT będzie odpowiadał segment film i książka, z kolei pozostałe segmenty z uwzględnieniem pozycji uzgadniających będą odpowiadały za kontrybucję do skor. EBIT na poziomie 45%.

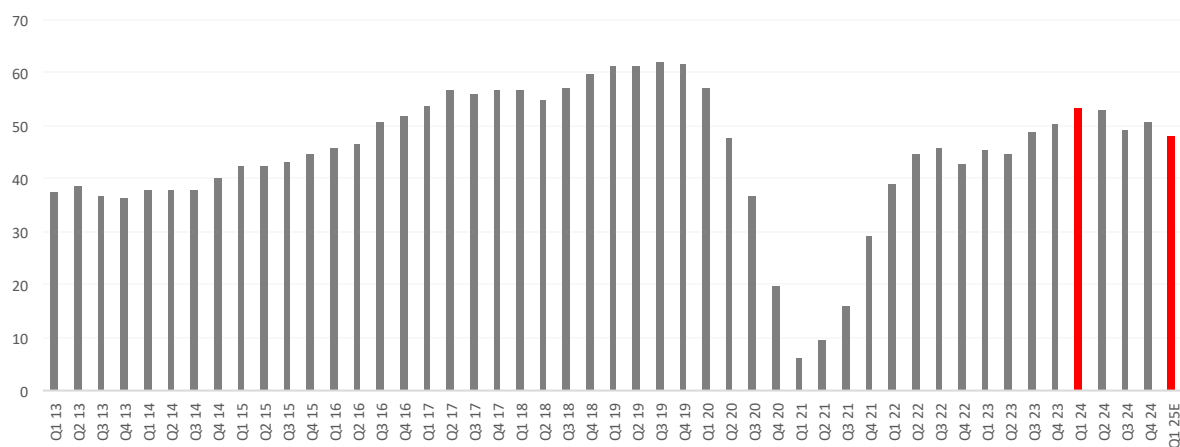
Na podstawie naszych szacunków frekwencja w kinach w minionym Q1 2025 okazała się o blisko 17% niższa względem Q1 2024. Tym samym, po Q1 2025 w ujęciu LTM łączna frekwencja w kinach mogła być o 10% niższa niż po Q1 2024 LTM. Decydujące znaczenie na erozję widowni miała wyjątkowo wysoka baza związana z Akademią Pana Kleksa. W Q1 2025 kolejna część tego filmu przyciągnęła do kin zdecydowanie mniej widzów. Zauważamy jednocześnie, że średnia frekwencja na tytułach zagranicznych nie wskazała na erozję rynku.

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q1 2025 [m]



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

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu LTM) oraz nasza symulacja na Q1 2025 [m]



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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Kwiecień'25 wskazał, że multipleksy utrzymują siłę przyciągania widowni. W trakcie czterech tygodni wyświetlania „Minecraft:Film” zgromadził w krajowych kinach blisko 2,6 mln osób. Ten tytuł ustanowił zatem najlepsze otwarcie w historii polskiego kina. Dlatego, spodziewamy się, że w Q2 2025 nastąpi odczuwalny wzrost frekwencji r/r (choć należy mieć na uwadze, że sezonowo Q2 dla polskich multipleksów jest niskim sezonem).

Z bieżącej perspektywy w skali całego pierwszego półrocza 2025 liczymy na frekwencję w kinach w okolicy 23,5 mln widzów, co będzie oznaczać spadek względem H1 2024 o około 2,5% (w samym Q1 2025 spodziewamy się erozji o blisko 17% r/r; w Q2 2025 zakładamy wzrost frekwencji o 25% r/r). Na cały 2025 rok utrzymujemy wcześniejszy umiarkowany optymizm wskazujący na możliwy wzrost widowni względem 2024 roku (obecnie jak i w poprzednim modelu liczba sprzedanych biletów w 2025 roku rośnie o 2,6% r/r).

Spółka podczas ostatniej konferencji wynikowej za Q4 2024 przedstawiła swoje symulacje dla możliwej dynamiki rynku reklamy w 2025 roku. Szacowany przez Agorę potencjał wzrostu rynku reklamy na cały 2025 rok to przedział od 6,5% do 8,5%. W telewizji reklama powinna rosnąć w tempie od 3% do 5% r/r. Reklama internetowa w 2025 roku może rosnąć między 7% a 10% r/r. Spółka optymistycznie patrzy na dalszy rozwój cyfrowej reklamy zewnętrznej DOOH, a dla całego OOH zakłada dynamikę wzrostu między 5% a 10% r/r. Radio w 2025 roku może rosnąć między 3% a 6% względem odczytu z 2024 roku. Dla kina spółka oczekuje wzrosty budżetów reklamowych od 7% do 12%. Rok 2025 może być równocześnie kolejnym okresem erozji wartości reklamy lokowanej do prasy.

W bieżącym modelu w dalszym ciągu utrzymujemy założenie, iż 2025 rok może wskazać na mniejsze dynamiki wzrostu wartości rynku reklamy w Polsce względem tego co obserwowaliśmy w 2024 roku. Wpływy reklamowe Agory w naszym modelu rosną w 2025 roku o niespełna 4% (na tle przedstawionych oczekiwań spółki może to być scenariusz konserwatywny). W modelu staramy się uwzględnić scenariusz wzrostu udziałów rynkowych w segmencie radio oraz stopniowy proces odbudowy wpływów reklamowych w innych segmentach. Z obecnej perspektywy na lata 2026-2027 oczekiwana ścieżka wzrostu wpływów reklamowych Agory wynosi 5,7% r/r i 5,3% r/r.

Pomimo relatywnie słabego początku 2025 roku pod względem wynikowym, spodziewamy się pozytywnych impulsów w kolejnych kwartałach bieżącego roku. Przyjęliśmy założenie, że w Q1 2025 skor. EBIT może spaść r/r z poziomu 11 mln PLN do 2,3 mln PLN. Jednocześnie w skali H1 2025, zakładamy, że skor. EBIT wzrośnie z 24,2 mln PLN do 27 mln PLN. Nasza prognoza na cały 2025 rok wskazuje, że Agora powinna odnotować wzrost skor. EBIT w roku 2025 do 107,6 mln PLN. Realizacja takiego scenariusza będzie oznaczać poprawę o ponad 25% względem 2024 roku. W segmencie film i książka na 2025 rok nadal zakładamy erozję wyniku do 56,9 mln PLN w relacji do 62 mln PLN z 2024. W pozostałych dywizjach biznesowych łącznie z pozycjami uzgadniającymi liczymy na wzrost skor. EBIT do 50,7 mln PLN (w 2024 roku było 23,9 mln PLN).

Tak jak w poprzedniej analizie akcentujemy spodziewaną przez nas odczuwalną zmianę struktury skor. EBIT w latach 2025/2026. Segmenty inne niż film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu będą odpowiadały za blisko 47% rocznego odczytu skor. EBIT w 2025 roku (dla porównania w 2024 roku według nas może to być 27%) i niemal 50% w 2026 roku.

W porównaniu do naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-03-13) podwyższyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2025 o 2%. Skorygowany EBIT w roku 2025, według nas, może wynieść 107,6 mln PLN (poprzednio było 105,6 mln PLN). Na lata 2026-2027 ścieżka wynikowa skor. EBIT została podwyższona o odpowiednio 3% i 2% względem poprzedniej prognozy. Na 2025 rok główny impuls podwyższenia założeń wynika z segmentu film i książka (założenia dla skor. EBIT segmentu są wyższe o 3%). Jednocześnie w pozostałych dywizjach biznesowych plus pozycje uzgadniające obecne założenia dla łącznego skor. EBIT z tych pozycji są niemal na dotychczasowym poziomie (obecnie 50,7 mln PLN vs 50,6 mln PLN).

Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2024	2025E	2026E
Przychody	385,9	337,5	334,5	445,7	342,3	351,7	359,8	458,6	1 503,6	1 512,4	1 605,4
Reklama	157,9	193,3	176,3	235,2	163,6	199,5	182,4	246,2	762,8	791,6	836,8
Bilety do kina	78,1	40,1	56,3	81,9	68,1	51,9	65,6	85,6	256,4	271,2	291,8
Sprzedaż wydawnictw	33,7	33,3	31,0	36,6	33,1	34,5	33,4	34,8	134,6	135,8	137,5
Bary kinowe	45,9	24,6	35,9	47,4	40,4	32,0	41,9	49,8	153,7	164,1	177,1
Sprzedaż gastronomiczna	10,8	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0
Działalność filmowa	29,5	3,7	2,7	13,0	12,5	6,0	5,0	12,0	48,8	35,5	43,6
Pozostała sprzedaż	30,0	30,2	32,2	31,7	24,7	27,8	31,5	30,3	124,2	114,2	118,6
EBITDA skorygowana	54,6	56,9	43,7	104,8	48,8	71,0	58,7	114,4	257,4	292,8	334,4
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	61,6	2,3	24,7	12,4	68,2	85,9	107,6	155,2
Saldo finansowe	-4,5	-14,6	-10,6	-26,0	0,4	-11,7	-11,5	-11,4	-55,6	-34,2	-44,0
Wynik brutto	6,1	-1,7	-10,8	34,0	3,0	13,1	1,1	57,0	27,6	74,1	111,2
Wynik netto	3,8	-8,1	-11,5	42,2	2,4	10,6	0,9	46,2	26,4	60,0	90,0
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	-12,3	-11,5	39,1	1,7	10,4	0,2	44,6	14,7	56,9	89,6
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	61,6	2,3	24,7	12,4	68,2	85,9	107,6	155,2
Film i książka	32,2	-5,2	5,9	29,3	12,8	3,7	12,4	28,0	62,0	56,9	77,9
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-21,2	18,4	-5,8	32,3	-10,4	21,0	0,0	40,2	23,9	50,7	77,3

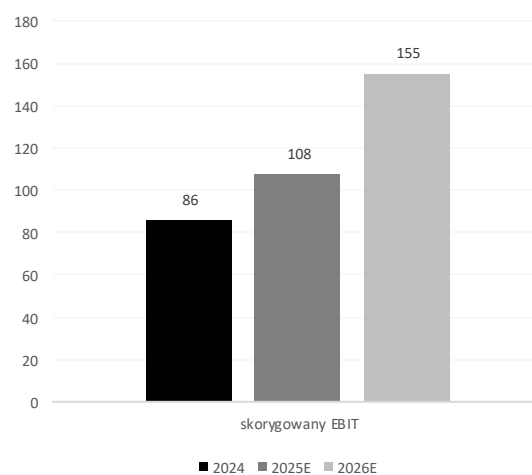
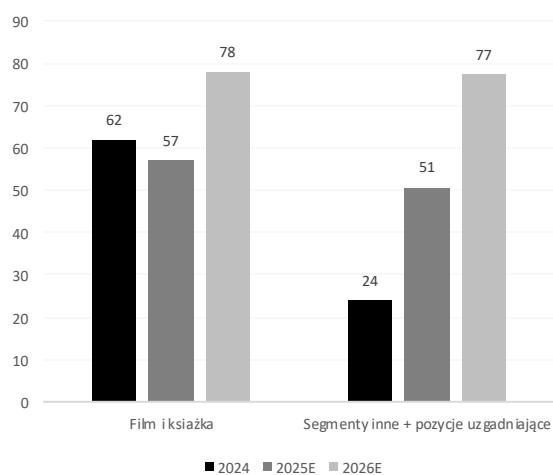
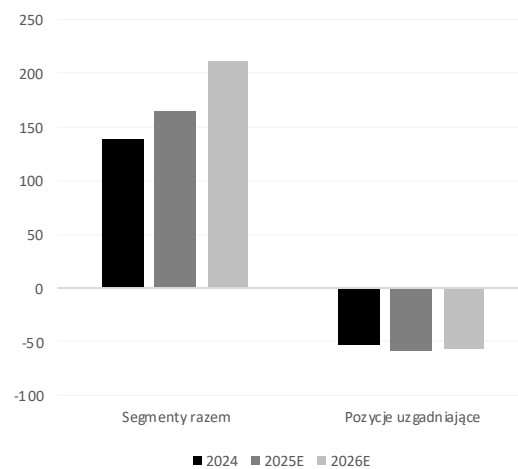
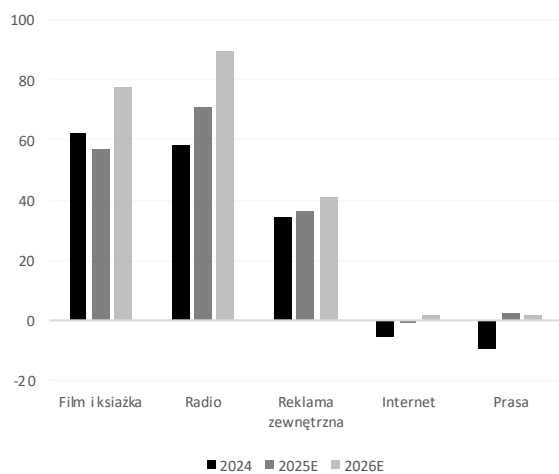
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2025-2027 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-03-13)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	1 512,4	1 605,4	1 685,5	1 515,0	1 621,1	1 708,5	0%	-1%	-1%
EBITDA skorygowana	292,8	334,4	362,3	279,9	324,1	353,3	5%	3%	3%
EBIT skorygowany	107,6	155,2	181,5	105,6	151,0	178,7	2%	3%	2%
Film i książka	56,9	77,9	91,3	55,0	75,5	90,7	3%	3%	1%
Radio	71,0	89,8	101,7	70,5	89,8	101,6	1%	0%	0%
Prasa	2,4	1,7	3,2	0,3	1,6	2,3	699%	7%	38%
Reklama zewnętrzna	36,2	40,9	35,3	29,9	33,3	33,5	21%	23%	5%
Internet	-1,0	1,6	2,5	-1,6	0,7	1,8		127%	39%
Saldo finansowe	-34,2	-44,0	-40,4	-39,6	-44,9	-41,0			
Wynik brutto	74,1	111,2	141,1	66,5	106,1	137,7	11%	5%	2%
Wynik netto	60,0	90,0	114,3	53,9	85,9	111,6	11%	5%	2%
akcjonariuszy jedn. dominującej	56,9	89,6	113,8	50,9	85,5	111,1	12%	5%	2%
EBIT skorygowany	107,6	155,2	181,5	105,6	151,0	178,7	2%	3%	2%
Film i książka	56,9	77,9	91,3	55,0	75,5	90,7	3%	3%	1%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	50,7	77,3	90,2	50,6	75,5	88,0	0%	2%	3%

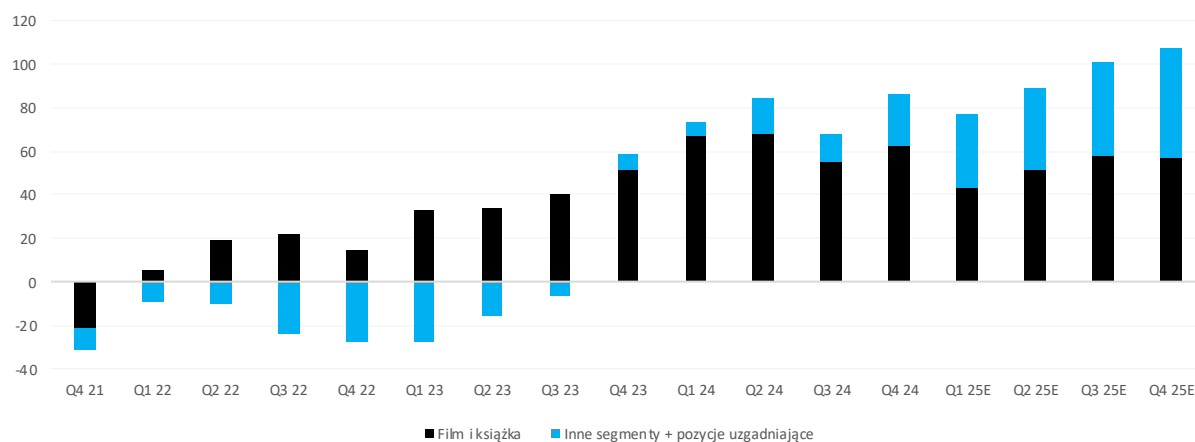
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane za 2024 rok oraz nasze założenia na lata 2025-2026 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



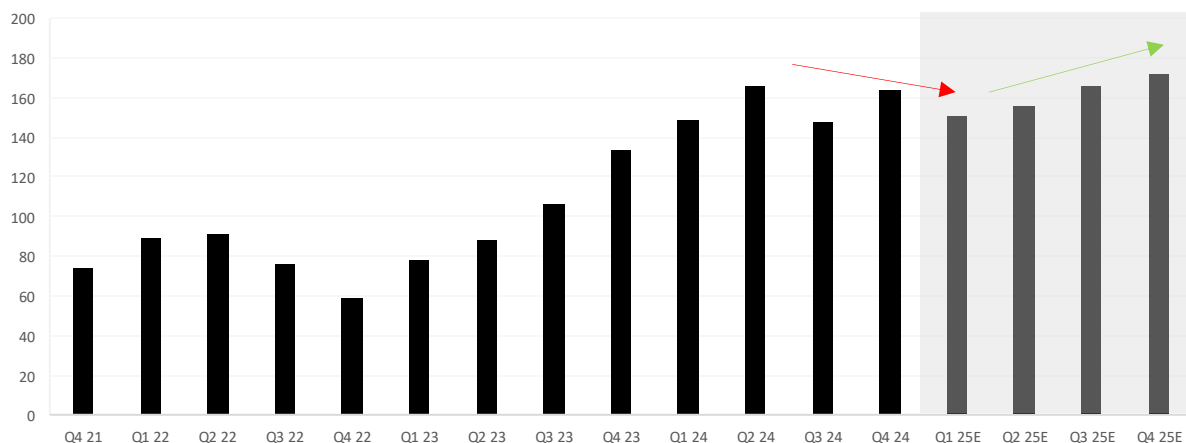
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych dywizji biznesowych Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu: skor. EBITDA minus płatności leasingowe w ujęciu LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy

WSKAŹNIKI RYNKOWE / OPERACYJNE	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs [PLN]	9,96	9,96	9,96	9,96	9,96	9,96	9,96
Kapitalizacja [PLN m]	464	464	464	464	464	464	464
EV [PLN m]	1 228	1 132	1 192	1 166	1 109	1 032	943
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	566	501	605	565	518	452	373
EPS [PLN]	-2,2	1,4	0,3	1,2	1,9	2,4	2,9
BVPS [PLN]	14,5	15,9	14,9	16,1	17,9	20,0	22,5
P/E (x)	---	7,1	31,7	8,1	5,2	4,1	3,4
P/BV (x)	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/Przychody (x)	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	8,6	5,0	4,6	4,0	3,3	2,8	2,4
Przychody r/r	15%	28%	6%	1%	6%	5%	4%
(Skor. EBITDA - płatności leasingowe) / Przychody	6%	10%	11%	13%	14%	15%	16%
Skor. EBIT / Przychody	-1%	4%	6%	7%	10%	11%	12%
Wynik netto / Przychody	-9%	5%	1%	4%	6%	7%	8%
ROE	-14%	9%	2%	8%	11%	13%	14%
ROIC	-1%	4%	4%	6%	8%	9%	11%
Dywidenda [PLN m]	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0	14,0	21,0
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,15	0,30	0,45
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	0%	2%	3%	5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2025-2028

RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 113,1	1 424,3	1 503,6	1 512,4	1 605,4	1 685,5	1 756,6
Reklama	511,9	703,7	762,8	791,6	836,8	880,8	922,3
Bilety do kina	192,3	244,0	256,4	271,2	291,8	311,9	326,1
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	134,6	135,8	137,5	139,2	140,7
Bary kinowe	103,5	136,6	153,7	164,1	177,1	189,7	198,7
Sprzedaż gastronomiczna	38,3	43,0	23,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność filmowa	31,2	29,5	48,8	35,5	43,6	41,0	43,8
Pozostała sprzedaż	99,0	127,5	124,2	114,2	118,6	122,9	125,0
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 398,4	-1 402,2	-1 446,2	-1 496,9	-1 543,0
EBITDA skorygowana	142,7	228,3	257,4	292,8	334,4	362,3	385,5
EBIT	-64,8	44,6	82,1	107,6	155,2	181,5	205,9
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-55,6	-34,2	-44,0	-40,4	-37,1
Udział w wyniku jedn. mpw	8,5	-4,3	1,1	0,7	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-103,7	101,6	27,6	74,1	111,2	141,1	168,8
Wynik netto	-105,7	85,0	26,4	60,0	90,0	114,3	136,7
akcjonariuszy jedn. dominującej	-102,7	65,4	14,7	56,9	89,6	113,8	136,2
EBIT skorygowany w podziale na segmenty	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Film i książka	14,9	50,9	62,0	56,9	77,9	91,3	103,1
Radio	4,9	51,2	58,2	71,0	89,8	101,7	111,7
Prasa	-27,9	-7,5	-9,3	2,4	1,7	3,2	3,2
Reklama zewnętrzna	14,8	20,4	34,6	36,2	40,9	35,3	38,0
Internet	12,0	-6,8	-5,8	-1,0	1,6	2,5	3,2
Segmenty razem	18,6	108,2	139,8	165,5	211,9	234,0	259,1
Pozycje uzgadniające	-31,7	-49,2	-53,9	-57,9	-56,7	-52,5	-53,3
EBIT skorygowany	-13,1	58,9	85,9	107,6	155,2	181,5	205,9
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	48,5	116,7	148,9	168,3	211,3	239,2	262,4
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	-87,9	16,0	53,8	74,0	122,3	148,6	173,0

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

** Dane dla segmentów zostały przekształcone według nowej metodologii alokacji kosztów (wprowadzone od Q1 2023)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2025-2028

BILANS [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNiP	722,4	1 019,6	978,5	988,2	1 014,3	1 044,3	1 077,4
Prawa do użytkowania aktywów	587,3	581,8	529,4	543,3	533,0	522,6	512,4
Inwestycje rozl. met. praw własności	127,4	13,8	14,9	15,6	15,6	15,6	15,6
Pozostałe aktywa trwałe	59,1	65,2	79,2	79,2	79,2	79,2	79,2
Aktywa trwałe	1 496,3	1 680,3	1 602,0	1 626,3	1 642,1	1 661,7	1 684,6
Zapasy	30,4	34,6	24,0	31,1	39,6	43,9	45,7
Należności kr. Term i rozliczenia mo	195,2	238,3	253,2	242,4	259,5	272,5	283,9
Pozostałe aktywa obrotowe	2,1	1,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69,1	90,4	130,5	140,5	157,6	193,2	242,6
Aktywa obrotowe	296,8	365,1	410,5	416,7	459,4	512,2	575,0
Aktywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	2 043,0	2 101,5	2 173,9	2 259,6
Kapitał własny razem	674,0	847,6	700,4	760,4	843,5	943,8	1 059,6
Zobowiązania długoterminowe	708,6	636,3	761,5	742,9	704,4	665,9	627,5
Zobowiązania krótkoterminowe	410,5	561,5	550,6	539,7	553,6	564,2	572,6
Zobowiązania razem	1 119,0	1 197,8	1 312,1	1 282,5	1 258,0	1 230,1	1 200,0
Pasywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	2 043,0	2 101,5	2 173,9	2 259,6

ZADŁUŻENIE FINANSOWE [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu [dług %]	796,8	733,6	817,0	800,9	760,6	720,2	680,0
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	104,7	84,2	223,7	193,7	163,7	133,7	103,7
Zobowiązania z tyt. leasingu	692,1	649,5	593,3	607,2	596,9	586,5	576,3
Dług % wynikający z zastosowania IFRS 16	662,2	631,3	587,2	601,1	590,8	580,4	570,1
Dług % bez efektu IFRS 16	134,5	102,3	229,8	199,8	169,8	139,8	109,8
Środki pieniężne + ekwiwalenty	70,0	91,4	130,6	140,5	157,6	193,2	242,6
Dług netto	764,3	667,9	728,0	701,9	644,6	568,6	478,9
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	102,1	36,6	140,8	100,9	53,8	-11,8	-91,3

CF [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	246,6	260,0	284,5	307,3	333,9	353,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-38,6	-19,5	-39,4	-93,1	-102,6	-106,7	-110,4
Przepływy z działalności finansowej	-104,0	-205,8	-180,5	-181,5	-187,6	-191,7	-193,3
w tym płatności leasingowe	-80,9	-90,9	-91,8	-101,8	-102,7	-104,1	-102,3
w tym dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,0	-14,0	-21,0
Środki pieniężne eoP	69,1	90,4	130,5	140,5	157,6	193,2	242,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	13,60	kupuj	13,59	2025-03-13	15:09	9,96	104 140
kupuj	13,60	kupuj	13,59	2025-03-13	10:15	11,10	93 580
kupuj	13,59	kupuj	14,6	2024-12-13	09:25	8,73	81 725
kupuj	14,6	kupuj	14,5	2024-07-12	13:49	10,8	88 454
kupuj	14,5	kupuj	10,46	2024-01-09	11:20	10,45	77 250
kupuj	10,46	kupuj	10,16	2023-09-13	10:10	7,60	66 609
kupuj	10,16	wznowienie	—	2023-03-28	10:05	5,7	57 132
kupuj**	21,5	kupuj	14,8	10.06.2021	07:00	10,0	66 115
kupuj**	14,8	kupuj	16,0	30.09.2019	12:00	9,8	57 380
kupuj**	16,0	kupuj	20,3	01.07.2019	09:12	13,2	60 917
kupuj	20,3	kupuj	19,4	26.05.2017	10:53	14,8	61 266
kupuj	19,4	trzymaj	11,8	13.03.2017	10:07	15,0	58 820
trzymaj	11,8	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761
redukuj	11,2	kupuj	10,8	18.06.2015		12,1	53 408
kupuj	10,8	kupuj	10,0	03.02.2015		9,0	52 078
kupuj	10,0	kupuj	12,2	06.08.2014		7,8	50 692
kupuj	12,2	kupuj	10,2	07.02.2014		9,3	52 139
kupuj	10,2	redukuj	8,1	04.09.2013		8,6	48 969
redukuj	8,1	akumuluj	8,8	18.03.2013		9,0	46 500
akumuluj	8,8	akumuluj	10,4	06.08.2012		7,8	40 594
akumuluj	11,4	kupuj	16,5	18.05.2012		10,6	37 000
kupuj	16,5	redukuj	18,0	26.10.2011		13,8	40 771
redukuj	18,0	redukuj	24,0	16.06.2011		20,2	49 077
redukuj	24,0	—	—	23.02.2011		25,9	46 548

** autorem raportów był inny analityk

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartość 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 Q2 2025*:			, 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	4	57%	0	0%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-po-krycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-05-14.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-14 (15:09 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-14.

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-05-14:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, 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.