



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory i podnosimy cenę docelową o ponad 12% do 12,69 PLN (poprzednio 11,3 PLN). Zauważamy, że Agora jest handlowana (w oparciu o nasze symulacje) przy wskaźniku EV/EBITDA bliskim 3,3x na rok 2026. W scenariuszu realizacji naszych założeń, spółka jest zatem obecnie wyceniana blisko historycznych minimów w oparciu o wyprzedzający mnożnik EV/EBITDA.

Agora według nas ma dobrą pozycję bilansową do utrzymania trwałej polityki wypłat dywidend. W bieżącej aktualizacji zwiększyliśmy strumień dywidend, który mogą otrzymać akcjonariusze w najbliższych latach. W 2026 roku spodziewamy się, że DPS wzrośnie do 0,5 PLN (poprzednio uwzględnialiśmy 0,4 PLN). W latach 2026-2028 zakładamy sumę dywidend na poziomie 1,95 PLN/akcję (wzrost o ponad 18% względem poprzedniej symulacji; poprzednio było 1,65 PLN/akcję). Przy bieżącym kursie rynkowym rentowność dywidendy w 2026 roku może wynieść 5,5%. W latach 2027-2028 według naszej symulacji będzie to odpowiednio 7,1% i 8,7%.

Krótkoterminowa i średnioterminowa ścieżka wynikowa Agory naszym zdaniem powinna pozostać wzrostowa. Z bieżącej perspektywy zakładamy, że skor. EBIT w Q4 2025 wzrośnie o 6% r/r. Spodziewamy się poprawy rezultatów w segmencie film i książka o ponad 2% r/r. W pozostałych segmentach (łącznie z pozycjami uzgadniającymi) uwzględniamy poprawę wyniku o blisko 10% r/r. Przyjęta ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada wzrost skor. EBIT odpowiednio o 20% i 24,5%. W tych dwóch latach decydujący wpływ na wysokie dynamiki budowy wyniku w naszej prognozie mają obszary z ekspozycją na wpływy reklamowe (poza segmentem film i książka). Zwracamy też uwagę, że wpływ na poprawę dynamiki r/r w 2027 roku ma m.in. ograniczenie kosztów w segmencie radio (w związku ograniczeniem wynajmu zewnętrznych powierzchni biurowych).

Wydźwięk szeregu pozytywnych inicjatyw wdrażanych i realizowanych przez Agorę jest jednocześnie niwelowany przez obawy o przyszłe wyniki i pozycję rynkową segmentu reklamy zewnętrznej. Ostatnie lata (w naszym odczuciu) wskazują, iż postępująca dynamiczna transformacja rynku reklamy zewnętrznej w kierunku digital jest bardziej zagrożeniem niż szansą dla Agory. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że ten obszar biznesowy, który miał być szansą na budowę wartości może okazać się jednym z głównych rozczarowań w ramach realizacji przyjętej przez Agorę strategii średnioterminowej.

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	1 424	1 504	1 562	1 616	1 690	1 761
EBITDA skor. [PLN m]	228	257	287	315	336	355
EBIT skor. [PLN m]	59	86	110	132	165	184
Wynik netto [PLN m]	65	15	36	70	102	119
P/E (x)	6,5	29,1	11,8	6,1	4,2	3,6
EV/Przychody (x)	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	4,8	4,5	3,8	3,3	3,0	2,7
EV/EBIT (x)	18,6	13,4	10,0	8,0	6,1	5,3
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,25	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	2,7%	5,5%	7,1%	8,7%

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 12,69 PLN

10 GRUDNIA 2025, 16:15 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	12,69
Wycena DCF [PLN]	12,79
Wycena mnożnikowa [PLN]	12,58
Potencjał do wzrostu / spadku	+38,5%

Cena rynkowa [PLN]	9,16
Kapitalizacja [PLN m]	427
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	3,4	-2,5
6M stopa zwrotu	-3,2	-12,8
YTD stopa zwrotu	-4,5	-45,1
12M stopa zwrotu	5,7	-29,2

(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	6,35%

Autor raportu:

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



SPIIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	5
WYCENA DCF.....	6
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	8
WYNIKI AGORY ZA Q3 2025	11
DŁUG FINANSOWY	16
ROK 2026 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?	17
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory i podnosimy cenę docelową o ponad 12% do 12,69 PLN (poprzednio 11,3 PLN). Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 12,79 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (4,0x) na lata 2025-2027 wskazuje na cenę 12,58 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 12,69 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Agory

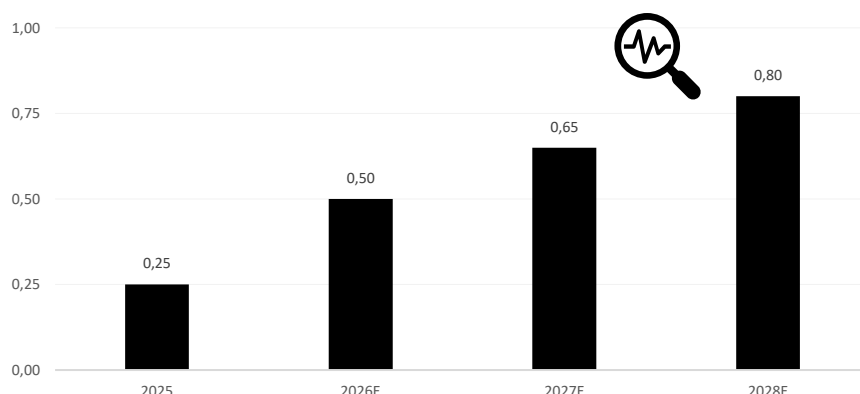
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	12,79
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	12,58
C = (A*50%+B*50%)		Wycena końcowa [PLN/akcję]
		12,69

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zauważamy, że Agora jest handlowana (w oparciu o nasze symulacje) przy wskaźniku EV/EBITDA bliskim 3,3x na rok 2026. W scenariuszu realizacji naszych założeń, spółka jest zatem obecnie wyceniana blisko historycznych minimów w oparciu o wyprzedzający mnożnik EV/EBITDA. Dla porównania Wirtualna Polska (założenia BDM) aktualnie jest handlowana przy EV/EBITDA wynoszącym 5,1x na 2026 rok, a Digital Network notowany jest przy mnożniku powyżej 8,0x.

Agora według nas ma dobrą pozycję bilansową do utrzymania trwałej polityki wypłat dywidend. W bieżącej aktualizacji zwiększyliśmy strumień dywidend, który mogą otrzymać akcjonariusze w najbliższych latach. W 2026 roku spodziewamy się, że DPS wzrośnie do 0,5 PLN (poprzednio uwzględnialiśmy 0,4 PLN). W latach 2026-2028 zakładamy sumę dywidend na poziomie 1,95 PLN/akcję (wzrost o ponad 18% względem poprzedniej symulacji; poprzednio było 1,65 PLN/akcję). Przy bieżącym kursie rynkowym rentowność dywidendy w 2026 roku może wynieść 5,5%. W latach 2027-2028 według naszej symulacji będzie to odpowiednio 7,1% i 8,7%.

DPS w 2025 roku i zakładany przez nas przyszły strumień wypłat dywidend na lata 2026-2028 [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Krótkoterminowa i średnioterminowa ścieżka wynikowa Agory naszym zdaniem powinna pozostać wzrostowa. Z bieżącej perspektywy zakładamy, że skor. EBIT w Q4 2025 wzrośnie o 6% r/r. Spodziewamy się poprawy rezultatów w segmencie film i książka o ponad 2% r/r. W pozostałych segmentach (łącznie z pozycjami uzgadniającymi) uwzględniamy poprawę wyniku o blisko 10% r/r.

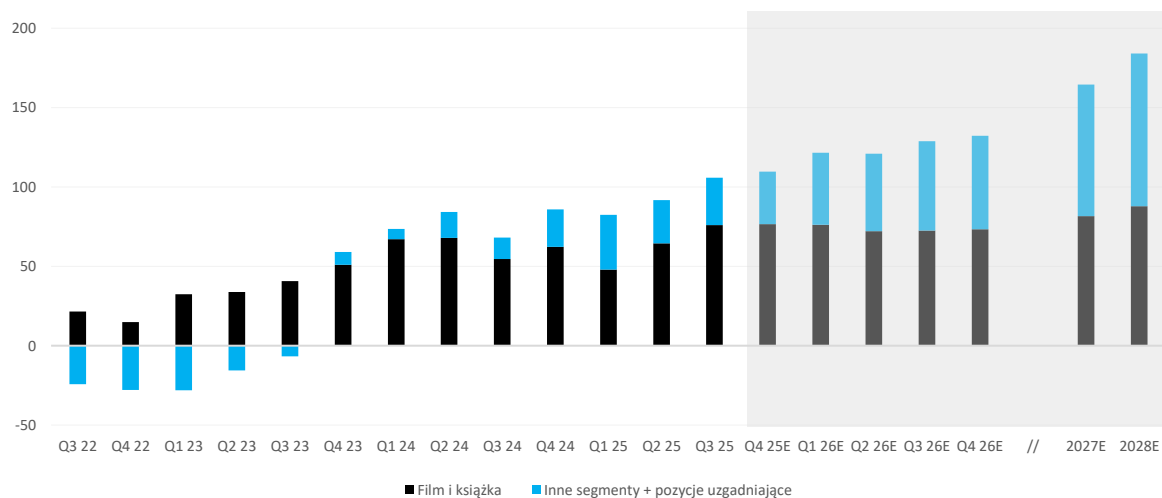
W symulacji na Q4 2025 staramy się także uwzględnić wpływ sprzedaży udziałów w ROI Hunter. Spółka na początku grudnia br. opublikowała komunikat o wyjściu z inwestycji w ten podmiot (Agora posiadała udział mniejszościowy). Wartość transakcji wyniosła ok 6.5 mln EUR, czyli 27,6 mln PLN (daje to blisko 0,59 PLN na 1 akcję Agory; w symulacji prognoz na Q4 2025 uwzględniamy jednorazowy zysk związany z transakcją w kwocie blisko 8,5 mln PLN).

W całym 2025 roku spodziewamy się, że skor. EBIT Agory wyniesie blisko 109,6 mln PLN (+28% r/r). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 76,6 mln PLN (+23,5% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa) wraz z pozycjami uzgadniającymi powinny wypracować skor. EBIT blisko 33 mln PLN (+38% r/r).

Przyjęta ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada wzrost skor. EBIT odpowiednio o 20% i 24,5%. W tych dwóch latach decydujący wpływ na wysokie dynamiki budowy wyniku mają obszary z ekspozycją na wpływy reklamowe (poza segmentem film i książka). Zwracamy też uwagę, że na poprawę dynamiki r/r w 2027 roku ma m.in. ograniczenie kosztów w segmencie radio (w związku ograniczeniem wynajmu zewnętrznych powierzchni biurowych).

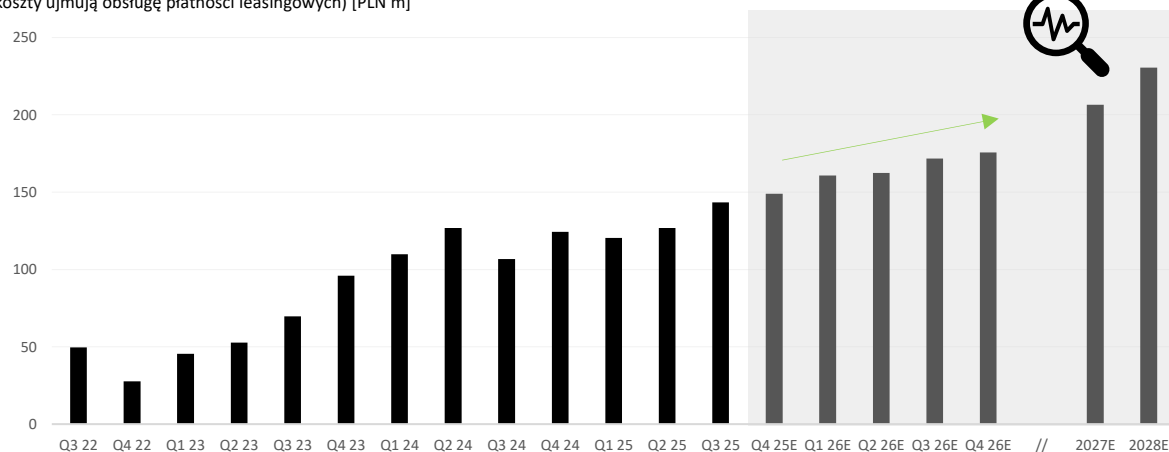
Dlatego, podobnie jak w poprzednich raportach, w dalszym ciągu akcentujemy prawdopodobną oczekiwaną przyszłą zmianę struktury budowy skor. EBIT Agory. Segmenty inne niż obszar film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu w naszej prognozie odpowiadają w 2025 roku za 30% rocznego odczytu skor. EBIT (dla porównania w 2024 roku było to 28%). W latach 2026-2027 nasza symulacja wskazuje, że obszary poza segmentem film i książka będą odpowiadały odpowiednio za 44% i blisko 50% łącznego skor. EBIT Agory.

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



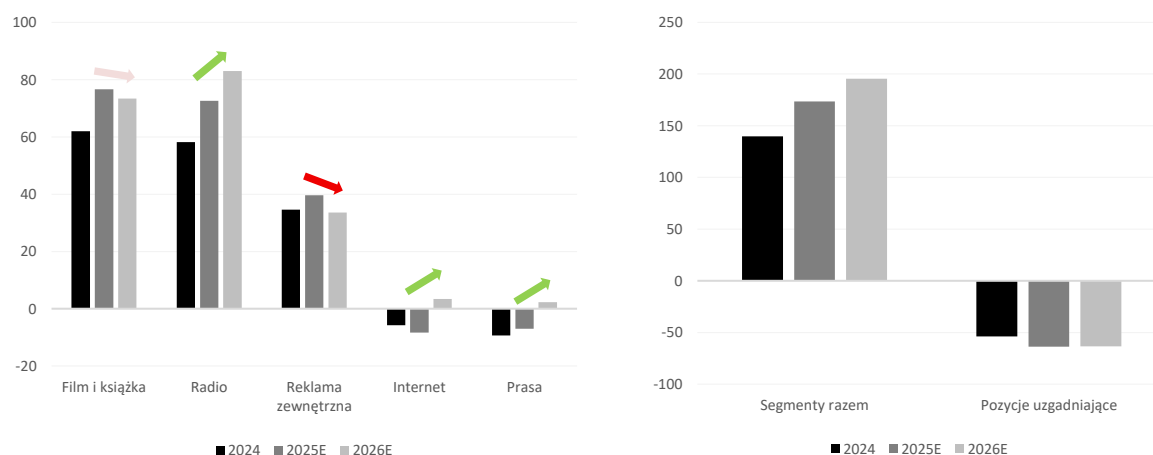
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka dla odczytu: skor. EBITDA minus skor. koszty finansowe netto w ujęciu LTM (koszty ujmują obsługę płatności leasingowych) [PLN m]



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.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Rynek kinowy

Rynek kinowy w Polsce stopniowo odbudowuje frekwencję (po okresie turbulencji związanych z pandemią). W najbliższych latach spodziewamy się jednak spadku liczby multipleksów w Polsce. Oceniamy, 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). Przykładem decyzji o rezygnacji z niektórych lokalizacji jest zamknięcie przez Helios w Q3 2025 multipleksu w Rzeszowie.

Stany Zjednoczone są tradycyjnie kluczowym krajem kształtującym branżę kinową. W grudniu '25 obserwujemy zaostrezenie rywalizacji o przejęcie aktywów Warner Bros. Discovery. Zwracamy uwagę, że zmiana własnościowa studiów filmowych skupionych dziś w ramach Warner Bros. Discovery może w perspektywie kolejnych lat mieć istotny wpływ na kształt rynku kinowego i działalność operatorów multipleksów (m.in. kluczowa będzie liczba produkcji wysokobudżetowych i długość okienka wyświetlania premier z wyłączością dla kin). Pojawiające się komentarze przedstawicieli Hollywood wskazują na szereg obaw dotyczących przyszłości branży kinowej jeśli przejmującym finalnie okaże się Netflix (reżyser James Cameron wskazał wręcz, że może to być katastrofa dla dotychczasowego modelu funkcjonowania Hollywood).

Należy mieć również na uwadze, że po okresie pandemii dwie największe sieci multipleksów w USA znajdują się nadal w procesie „odbudowy płynności” (AMC oraz Regal). Trzeci gracz w USA to sieć Cinemark, która (posiada blisko 16% udział w rynku) notuje mocne rezultaty (podmiot ten przed pandemią działał na względnie małym lewarze). W przyszłości nie należy wykluczać scenariusza, iż może dojść do znaczących zmian własnościowych na amerykańskim rynku multipleksów, co finalnie będzie rzutować na branżę kinową.

Rynek reklamy zewnętrznej (OOH)

W poprzednich materiałach wielokrotnie (m.in. mocny akcent w raporcie analitycznym z 2024-12-13) sygnalizowaliśmy, iż dostrzegamy ryzyko związane z pogorszeniem perspektyw biznesowych dla segmentu reklamy zewnętrznej. Ostatnie lata (w naszym odczuciu) wskazują, iż postępująca transformacja rynku reklamy zewnętrznej w kierunku digital jest bardziej zagrożeniem niż szansą dla Agory. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że obszar biznesowy, który miał być szansą na budowę wartości może okazać się jednym z głównych rozczarowań w ramach realizacji przyjętej przez Agorę strategii średnioterminowej. Nie należy zatem lekceważyć scenariusza, iż dalsza przyspieszona transformacja całego rynku OOH w Polsce, wzmocnienie pozycji Digital Network (akwizycja Braughman Group Media Outdoor) oraz dołączenie do rywalizacji Bauer Media Outdoor mogą ukształtować na tyle wymagające otoczenie biznesowe dla Agory, iż dojdzie do trwałej erozji wartości segmentu 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).

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 5,3% (poprzednio 5,4%). 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 1,5% i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 13%.

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 oraz wydatki związane z akwizycjami.

Szacowany przez nas poziom długu netto z końca 2025 roku uwzględnia standard 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 12,79 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-02-02.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	8,5%	16,5	17,4	18,4	19,6	20,9	22,5	24,4
	10,0%	14,4	15,0	15,7	16,5	17,4	18,4	19,6
	11,5%	12,8	13,3	13,8	14,4	15,0	15,7	16,5
	13,0%	11,6	11,9	12,3	12,79	13,3	13,8	14,4
	14,5%	10,6	10,9	11,2	11,6	11,9	12,3	12,8
	16,0%	9,8	10,1	10,3	10,6	10,9	11,2	11,6
	17,5%	9,2	9,4	9,6	9,8	10,1	10,3	10,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2025-2027 w wysokości 4,0x (wcześniej używaliśmy również mnożnika 4,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 12,58 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-27						
	3,00	3,50	3,75	4,0	4,25	4,50	5,00
Cena docelowa [PLN/akcję]	6,4	9,5	11,0	12,58	14,1	15,7	18,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA		
	2025E	2026E	
VEND MARKETPLACE	16,0	12,7	Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025-2026 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 12x oraz 11,2x.
SCOUT24 SE	16,6	14,7	
CANAL+	4,0	3,8	
INFORMA	12,8	12,0	
PEARSON	9,2	8,6	
WOLTERS KLUWER	12,2	11,6	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).
NEW YORK TIMES	17,1	15,5	
ALPHABET	22,0	18,4	
META PLATFORMS	16,4	13,8	
CLEAR CHANNEL	14,8	13,9	
JCDECAUX	8,2	7,9	Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być The New York Times.
LAMAR ADVERTIS	16,8	15,9	
STROEER	6,0	5,5	
LAGARDERE SA	6,5	6,3	
KINEPOLIS	8,6	7,5	
CINEMARK	8,2	7,5	
IMAX CORP	12,7	11,3	
AMC ENTERTAINMEN	18,8	14,0	
WIRTUALNA POSŁKA	6,1	5,1	
DIGITAL NETWORK	8,6	8,1	

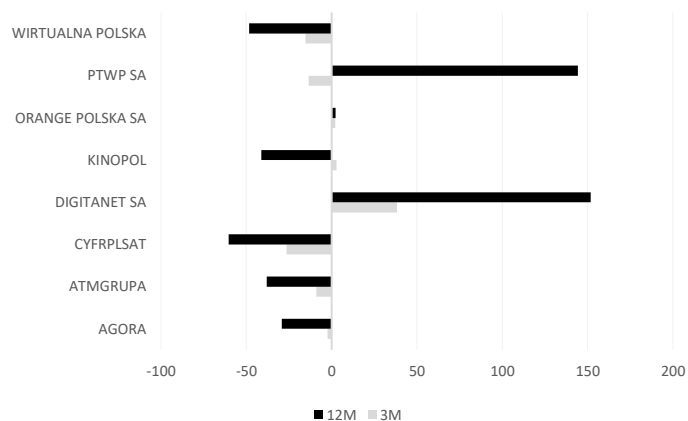
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zauważamy, że Agora jest handlowana (w oparciu o nasze symulacje) przy wskaźniku EV/EBITDA bliskim 3,3x na rok 2026. W scenariuszu realizacji naszych założeń, spółka jest zatem obecnie wyceniana blisko historycznych minimów w oparciu o wyprzedzający mnożnik EV/EBITDA. Dla porównania Wirtualna Polska (założenia BDM) aktualnie jest handlowana przy EV/EBITDA wynoszącym 5,1x na 2026 rok, a Digital Network notowany jest przy mnożniku powyżej 8,0x.

Obecna różnica w wycenie Agora vs Wirtualna Polska (w oparciu o EV/EBITDA) jest historycznie jednym z bardziej korzystnych dla Agory odczytów. Z drugiej strony obecna cena rynkowa Agory wskazuje na duże dyskonto względem Digital Network. Z perspektywy inwestora segment OOH w Agorze może być jednak pozycjonowany jako aktywo konsekwentnie zmierzające w kierunku „katastrofy wizerunkowej”, podczas gdy Digital Network (przynajmniej na najbliższe kwartały) oferuje skuteczną dalszą dynamiczną ekspansję w obszarze premium digital OOH.

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

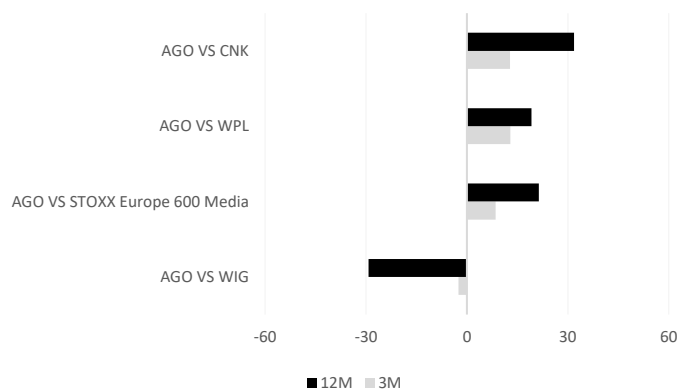
	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-2,5	-12,8	-45,1	-29,2
ATMGRUPA	-9,0	-14,0	-41,1	-38,1
CYFRPLSAT	-26,5	-43,5	-63,2	-60,4
DIGITANET	38,3	68,2	133,3	151,7
KINOPOL	2,9	9,2	-45,3	-41,3
ORANGE PL	2,1	-5,3	0,3	2,3
PTWP	-13,5	47,8	130,6	144,3
WIRTUALNA PL	-15,4	-35,8	-62,2	-48,3



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	-2,5	8,6	12,9	12,8
6M	-12,8	12,1	23,0	18,5
YTD	-45,1	9,9	17,1	15,4
12M	-29,2	21,4	19,1	31,9



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle indeksu WIG i STOXX Europe 600 Media w okresie styczeń 2022 – 2025-12-09



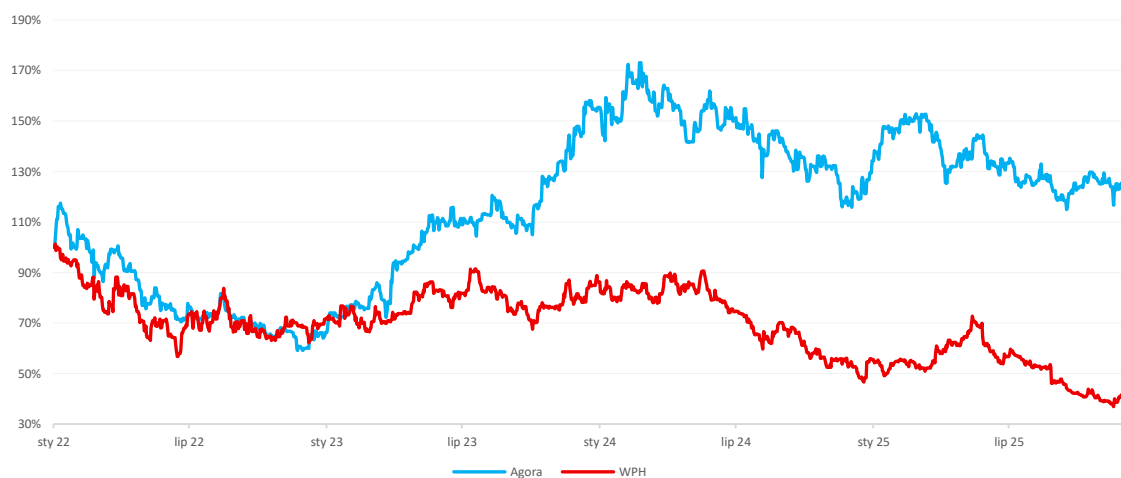
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Cinemark (operator multiplexów w USA) w okresie styczeń 2022 - 2025-12-09



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Wirtualna Polska w okresie styczeń 2022 - 2025-12-09



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q3 2025

Wyniki za Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E	realizacja
Przychody	334,5	368,6	10%	1 496,0	1 543,1	3%	349,6	105%
Reklama	176,3	181,0	3%	757,5	788,5	4%	181,7	100%
Bilety do kina	56,3	65,3	16%	242,8	268,5	11%	62,5	104%
Sprzedaż wydawnictw	31,0	29,7	-4%	137,5	129,3	-6%	32,2	92%
Bary kinowe	35,9	40,5	13%	144,1	162,9	13%	39,9	101%
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0		34,8	0,0		0,0	---
Działalność filmowa	2,7	12,7	370%	52,5	55,6	6%	5,0	254%
Pozostała sprzedaż	32,2	39,4	22%	126,8	138,3	9%	28,2	140%
EBITDA skorygowana	43,7	58,3	33%	240,1	281,6	17%	43,7	133%
EBIT skorygowany	0,1	14,2		68,1	97,0	43%	0,8	
Film i książka	5,9	17,5**	196%	54,6	67,2	23%	12,5	140%
Radio	9,3	13,9	49%	57,4	69,5	21%	9,0	154%
Prasa	0,0	-5,2		-11,5	-6,7		-6,3	84%
Reklama zewnętrzna	0,8	7,5		22,8	40,4	76,9%	1,5	
Internet	-2,5	-3,6		-7,8	-8,5		-2,2	164%
Segmenty razem	13,5	30,0	122%	115,5	161,9	40%	14,5	207%
Pozycje uzgadniające	-13,4	-15,8		-47,4	-64,9		-13,7	116%
Saldo finansowe	-10,6	-15,2		2,5	-66,6		-15,5	98%
Wynik brutto	-10,8	-1,5		59,8	34,7	-42%	-15,0	10%
Wynik netto	-11,5	-5,2		35,2	26,2	-25%	-16,6	31%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-11,5	-6,0		15,7	20,0	28%	-17,5	34%
EBIT skorygowany	0,1	14,2		68,1	97,0	43%	0,8	
Film i książka	5,9	17,5**	196%	54,6	67,2	23%	12,5	140%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-5,8	-3,3		13,5	29,8	121%	-11,6	
EBIT non IFRS16	-7,1	3,3		27,0	69,5	157,2%		
EBITDA non IFRS16	16,5	27,5	67%	128,3	166,4	29,7%		

Obliczenia BDM dla skorygowanej EBITDA oraz EBIT mogą różnić się od odczytów EBITDA oraz EBIT raportowanych przez spółkę.

** W Q3 2025 zakończyło działalność kino Helios w Rzeszowie. Zdarzenie to wpłynęło pozytywnie na wyniki segmentu film i książka (ok 3,5 mln PLN; jednocześnie bez wpływu na rezultaty prezentowane w ujęciu bez uwzględnienia standardu IFRS 16). Dodatkowo zdarzenie to miało istotny wpływ na spadek aktywów trwałych w ujęciu q/q (w Q3 2025 widoczne było w segmencie film i książka zmniejszenie praw do użytkowania o niemal 61 mln PLN q/q).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki za Q3 2025 Agory okazały się wyższe niż nasze wcześniejsze oczekiwania. W Q3 2025 skor. EBIT wyniósł 14,2 mln PLN i oznacza to wzrost nominalny o ok 14 mln PLN r/r. Poprawa wyników r/r Agory na poziomie skor. EBIT była udziałem segmentu film i książka (w Q3 2024 zanotowano względnie niską frekwencję kinową, dodatkowo w Q3 2025 ujęto wpływ +3,5 mln PLN związany z zamknięciem kina w Rzeszowie) oraz pozostałych obszarów biznesowych (punktowo zaskakująco dobry odczyt z segmentu reklama zewnętrzna należy wg nas uśrednić z poprzednim rozczarowującym kwartałem). Nominalne wzrosty w ujęciu r/r na poziomie skor. EBIT dla wspomnianych obszarów wynoszą odpowiednio +11,6 mln PLN oraz +2,5 mln PLN.

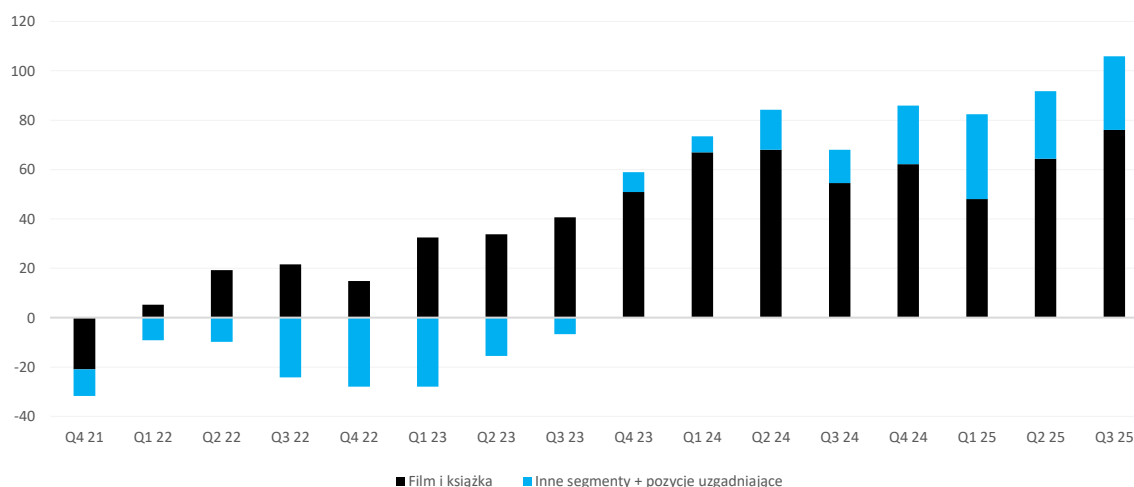
Okres Q3 2025 to kolejny kwartał z dobrą monetyzacją widza (zarówno przez pryzmat średniej ceny biletu jak i średniej wartości paragonu w barach kinowych). Dodatkowo, w segmencie film i książka w Q3 2025 dostrzegamy wysokie wpływy z działalności filmowej.

Pozostałe obszary biznesowe Agory (łącznie) wykazały przeciętne dynamiki wzrostu przychodów r/r. W Q3 2025 łączne wpływy reklamowe spółki były wyższe r/r o blisko 2,6% r/r (przypominamy, że w Q2 2025 było to +7,9% r/r). Oceniamy zatem, że wykazana w Q3 2025 poprawa odczytu na poziomie skor. EBIT w segmentach z ekspozycją na wpływy reklamowe wynikała z dużej dyscypliny kosztowej.

Ujęcie segmentowe wskazuje, że w Q3 2025:

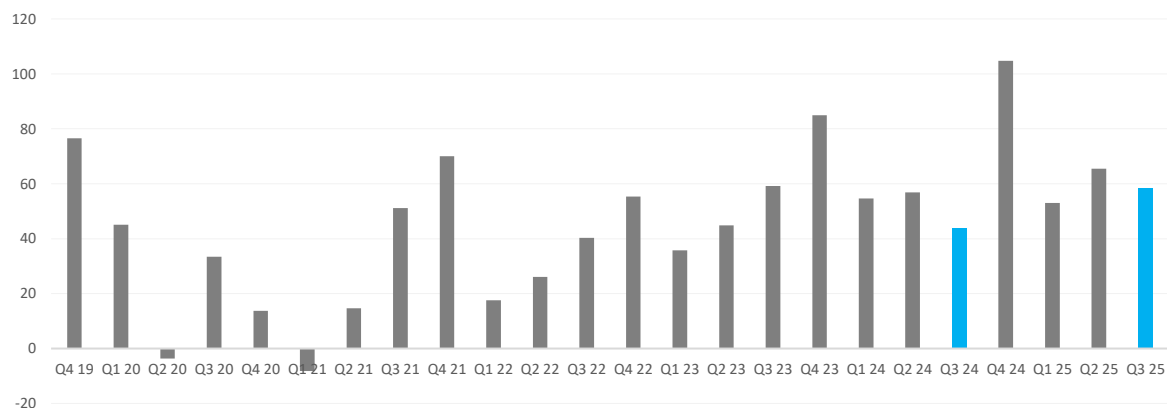
- obszar film i książka wypracował odczyt skor. EBIT na poziomie blisko 17,5 mln PLN (łącznie z wpływem zamknięcia kina w Rzeszowie w kwocie +3,5 mln PLN; w Q3 2024 skor. EBIT wyniósł blisko 5,9 mln PLN),
- odczyt skor. EBIT w pozostałych segmentach z ekspozycją na reklamę (poza segmentem film i książka) plus pozycje uzgadniające wykazał poprawę o 2,5 mln PLN w ujęciu r/r (-3,3 mln PLN versus -5,8 mln PLN w Q3 2024).

Historyczna kontrybucja poszczególnych dywizji biznesowych Agory do odczytu skor. EBIT
[skor. EBIT w ujęciu LTM; PLN m]



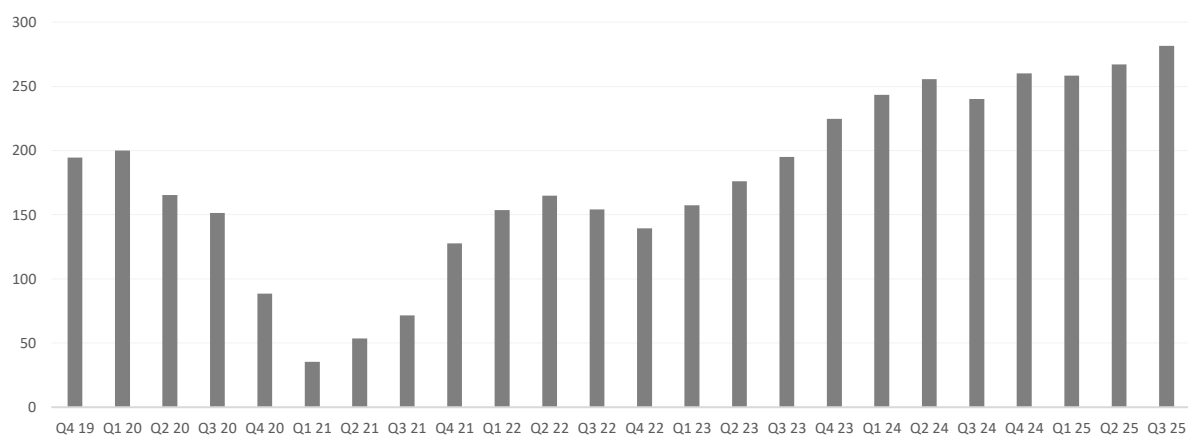
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



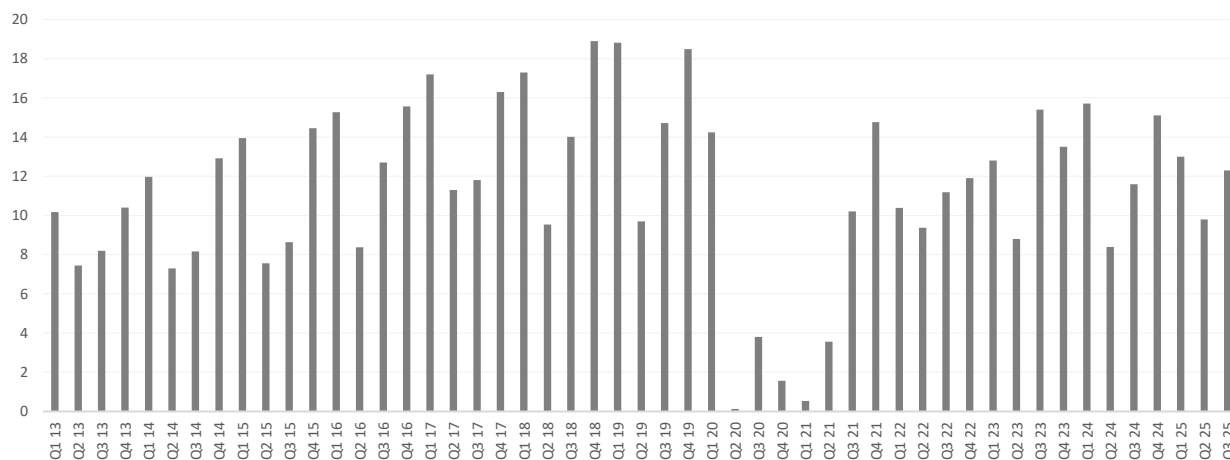
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



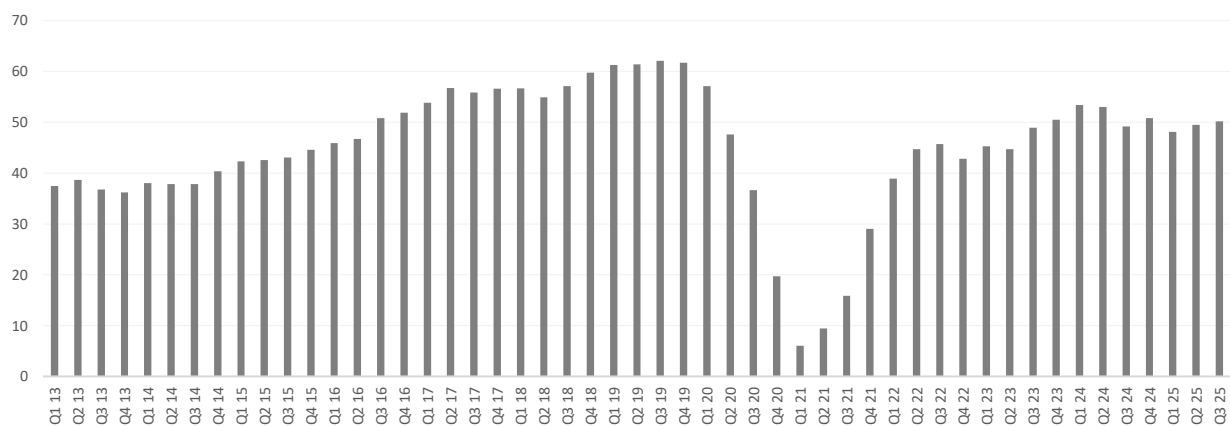
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



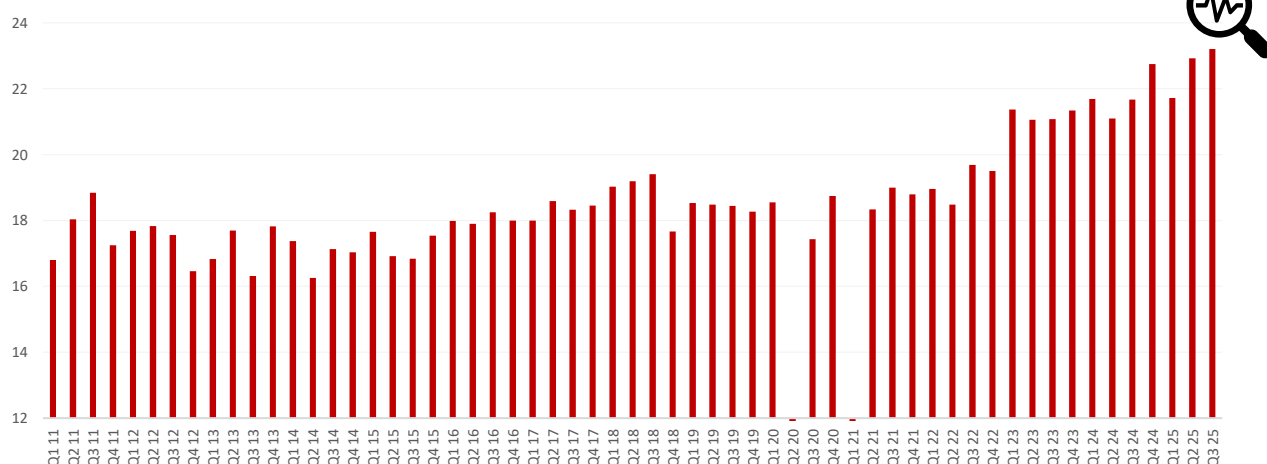
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



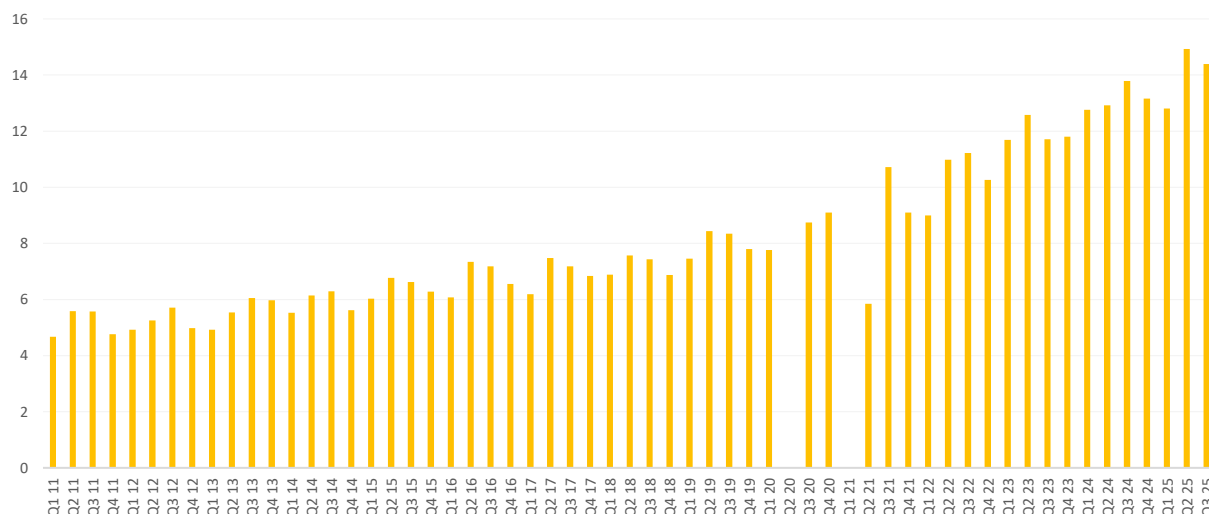
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



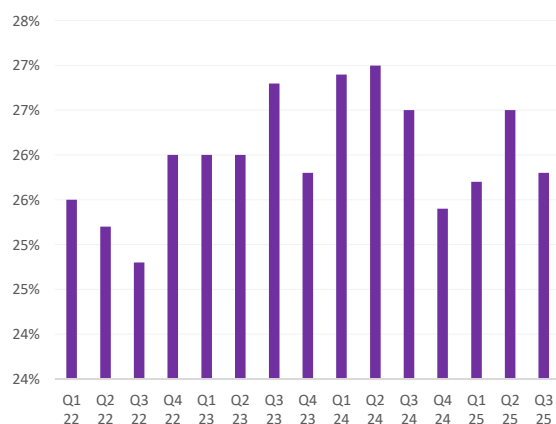
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

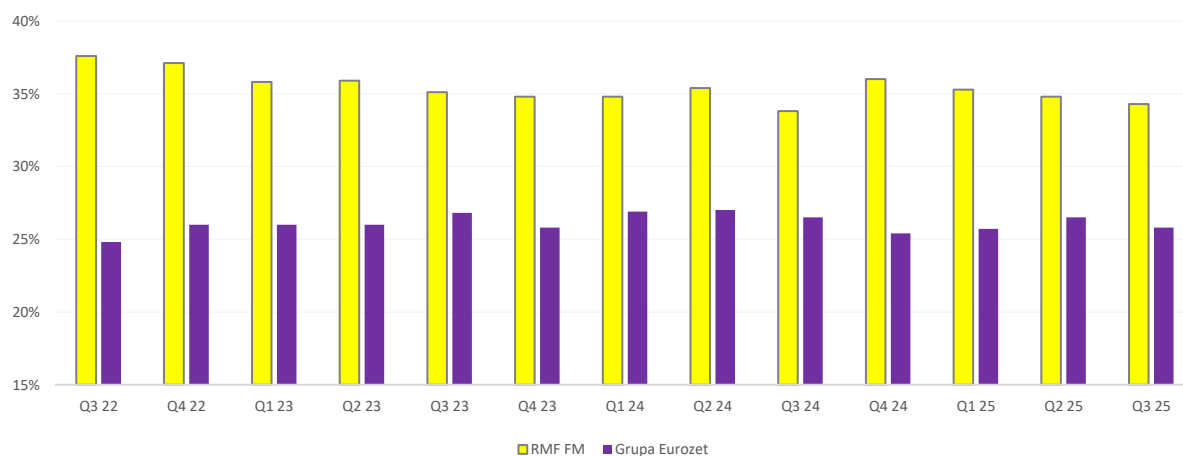
Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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



Udziały rynkowe Grupy Eurozet na tle RMF FM



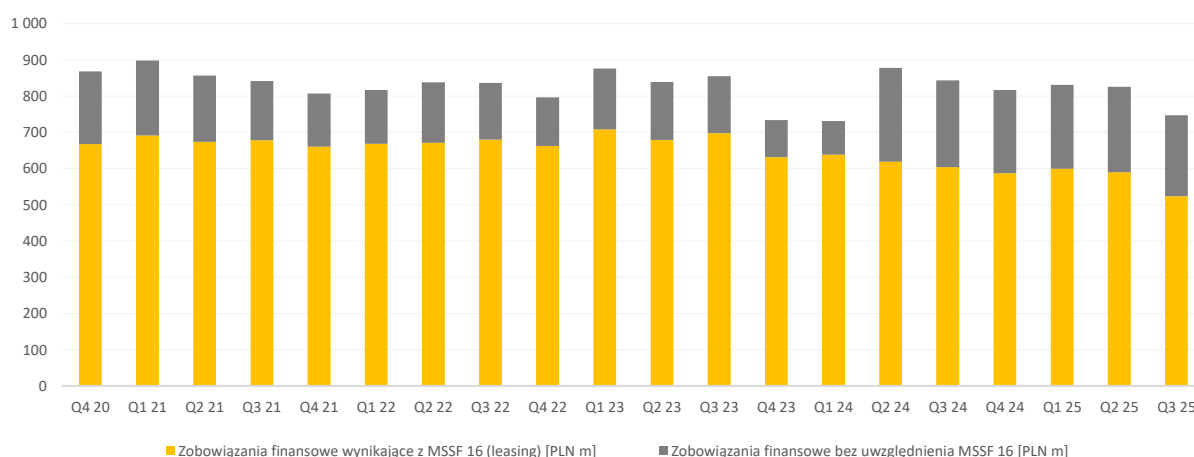
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

DŁUG FINANSOWY

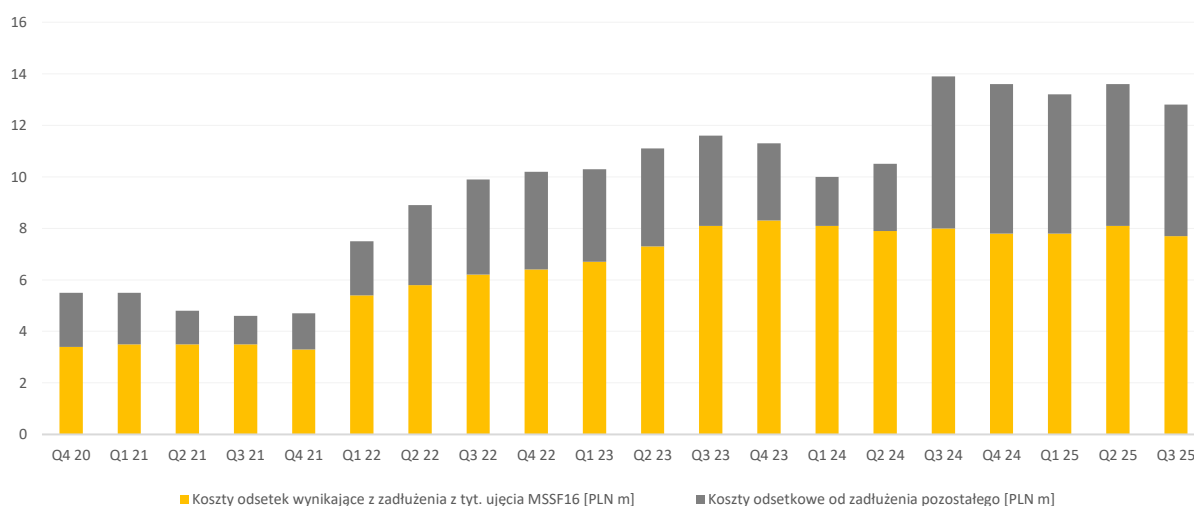
Na koniec Q3 2025 zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ponad 747,5 mln PLN (względem 825,4 mln PLN na koniec Q2 2025) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z IFRS 16 stanowiło 523 mln PLN (na koniec Q2 2025 było 590 mln PLN). Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec Q3 2025 wyniósł ponad 224 mln PLN (spadek q/q o ponad 11 mln PLN). Jednocześnie na koniec Q3 2025 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło blisko 99 mln PLN.

Po odczycie za Q3 2025 w ujęciu LTM w rachunku wyników koszty odsetkowe obsługi zadłużenia wyniosły ponad 53 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało ponad 31 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



* W Q3 2025 zakończyło działalność kino Helios w Rzeszowie. Zdarzenie to miało istotny wpływ na spadek zobowiązań leasingowych wynikających z zastosowania MSSF16 (w ujęciu q/q w Q3 2025 spadek o ponad 66 mln PLN).



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

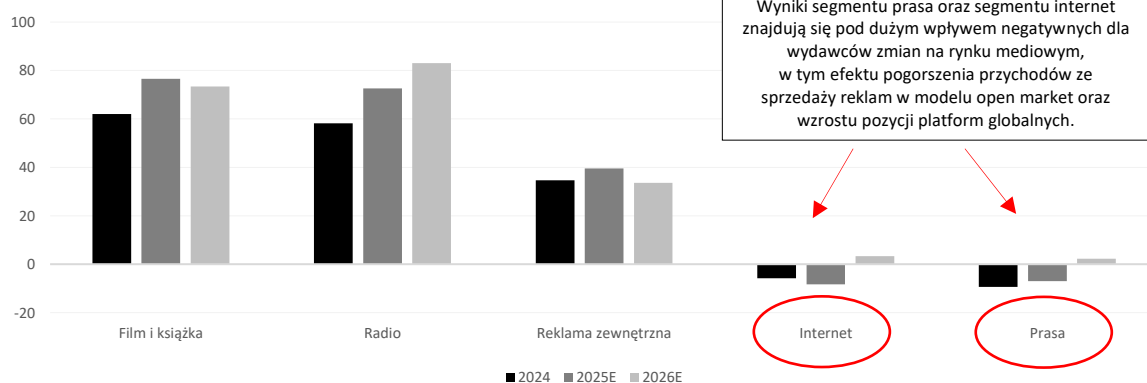
ROK 2026 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?

W raporcie kolejny raz 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 kosztów związanych z utrzymaniem 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. Liczymy, że 2026 rok wskaże na efekty rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech (porozumienie lub skierowanie sporu na ścieżkę administracyjną).

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 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.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Ścieżka wynikowa dla skor. EBIT na kolejne okresy

Z bieżącej perspektywy zakładamy, że skor. EBIT w Q4 2025 wzrośnie o 6% r/r. Spodziewamy się poprawy rezultatów w segmencie film i książka o ponad 2% r/r. W pozostałych segmentach (z uwzględnieniem pozycji uzgadniających) spodziewamy się poprawy wyniku o blisko 10% r/r.

Na cały 2025 rok zakładamy, że skor. EBIT Agory wyniesie blisko 109,6 mln PLN (+28% r/r). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 76,6 mln PLN (+23,5% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa) wraz z pozycjami uzgadniającymi powinny wypracować skor. EBIT blisko 33 mln PLN (+38% r/r).

W symulacji na Q4 2025 staramy się także uwzględnić wpływ sprzedaży udziałów w ROI Hunter. Spółka na początku grudnia br. opublikowała komunikat o wyjściu z inwestycji w ten podmiot (Agora posiadała udział mniejszościowy). Wartość transakcji wyniosła ok 6.5 mln EUR, czyli 27,6 mln PLN (daje to blisko 0,59 PLN na 1 akcję Agory; w symulacji prognoz na Q4 2025 uwzględniamy jednorazowy zysk związany z transakcją w kwocie blisko 8,5 mln PLN).

Na rok 2026 zakładamy wzrost na poziomie skor. EBIT do 132,2 mln PLN (z 109,6 mln PLN z 2025 roku). Nasz scenariusz bazowy uwzględnia niewielką erozję skor. EBIT w segmencie film i książka (liczymy na wzrost frekwencji o blisko 2,1% r/r, jednocześnie jednak 2025 rok ma wysoką bazę wpływów z działalności kinowej). W pozostałych segmentach (łącznie z pozycjami uzgadniającymi) w modelu zakładamy na 2026 rok wzrost skor. EBIT do 58,8 mln PLN (z 33 mln PLN w 2025 roku).

Przyjęta ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada wzrost skor. EBIT odpowiednio o 20% i 24,5%. W tych dwóch latach decydujący wpływ na wysokie dynamiki budowy wyniku w naszej prognozie mają obszary z ekspozycją na wpływy reklamowe (poza segmentem film i książka). Zwracamy też uwagę, że wpływ na poprawę dynamiki r/r w 2027 roku ma m.in. ograniczenie kosztów w segmencie radio w związku ograniczeniem wynajmu zewnętrznych powierzchni biurowych.

Zatem podobnie jak w poprzednich raportach, w dalszym ciągu akcentujemy prawdopodobną oczekiwaną przyszłą zmianę struktury budowy skor. EBIT Agory. Segmenty inne niż obszar film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu w naszej prognozie odpowiadają w 2025 roku za 30% rocznego odczytu skor. EBIT (dla porównania w 2024 roku było to 28%). W latach 2026-2027 nasza symulacja wskazuje, że obszary poza segmentem film i książka będą odpowiadały odpowiednio za 44% i blisko 50% łącznego skor. EBIT Agory.

Założenia dotyczące frekwencji kinowej i rynku reklamy

Spodziewamy się, że dzięki wysokiej frekwencji kinowej w Q4 2025, całoroczne dane za 2025 rok wskażą, iż pod względem liczby sprzedanych biletów był to dla operatorów kin okres symbolicznie lepszy niż 2024 rok.

Na 2026 rok w modelu zakładamy wzrost frekwencji o blisko 2,1% r/r. Kolejne dwa lata (2027-2029) w naszej prognozie również uwzględniają stopniową budowę widowni o ok 2% rocznie. Przy realizacji naszego scenariusza bazowego frekwencja w polskich kinach w 2029 roku będzie stanowiła 90% widowni z roku 2019 (rekordowy odczyt przed pandemią).

Dla wszystkich segmentów reklamy w Polsce na 2026 rok ujmujemy niższe dynamiki wzrostu w porównaniu z 2025 rokiem. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wykazywane w naszym modelu nominalne wzrosty wpływów z reklamy w 2026 roku względem 2025 roku są pod dużym wpływem konsolidacji Synergic oraz ujęcia nowej umowy na obsługę wiat przystankowych w Warszawie.

Cel strategii średnioterminowej Agory vs założenia BDM na 2026 rok

Spółka w 2026 roku będzie zapewne walczyć o wypracowanie zakładanego w strategii odczytu EBITDA (non IFRS 16) na poziomie minimum 200 mln PLN. Nasze bieżące założenia są poniżej wspomnianego celu i w modelu uwzględniamy, iż EBITDA (non IFRS 16) będzie blisko 185 mln PLN (w 2025 roku 170 mln PLN). Głównym powodem bardziej zachowawczego spojrzenia na potencjał poprawy rezultatów w 2026 roku jest wysoka baza wynikowa segmentu film i książka z 2025 roku (zwłaszcza w obszarze działalności filmowej), spodziewane ograniczenie dynamik wzrostu rynku reklamy w Polsce oraz erozja rezultatów w segmencie reklama zewnętrzna.

Negatywny wpływ segmentu reklamy zewnętrznej na sentyment inwestycyjny wobec Agory

Wydźwięk szeregu pozytywnych inicjatyw wdrażanych i realizowanych przez Agorę jest jednocześnie niwelowany przez obawy o przyszłe wyniki i pozycję rynkową segmentu reklamy zewnętrznej. W poprzedniej aktualizacji wprowadziliśmy odczuwalne korekty średnioterminowe dla tej dywizji biznesowej. Przypominamy też, że w historycznych materiałach (m.in. mocny akcent w raporcie analitycznym z 2024-12-13) sygnalizowaliśmy, iż dostrzegamy ryzyko związane z pogorszeniem perspektyw biznesowych dla segmentu reklamy zewnętrznej.

Spółka w poprzednich kwartałach implementowała odważne zmiany cennikowe (m.in. uwzględniła dodatkowe opłaty aglomeracyjne), co w minionym 2024 roku poprawiło wyniki segmentu. Bieżący 2025 rok to jednak już okres, w którym pojawiają się coraz większe znaki zapytania dotyczące aktualności i możliwości realizacji wyznaczonej strategii średnioterminowej dla tej dywizji biznesowej.

Mamy na uwadze, że segment reklamy zewnętrznej był dotychczas skupiony głównie na najważniejszym celu, czyli utrzymaniu pozycji na rynku warszawskim. Dlatego liczymy, że w horyzoncie kilku następnych kwartałów segment OOH Agory będzie przedmiotem inicjatyw skutkujących finalnie poprawą struktury i atrakcyjności nośników reklamowych.

Ostatnie lata (w naszym odczuciu) wskazują, iż postępująca dynamiczna transformacja rynku reklamy zewnętrznej w kierunku digital jest bardziej zagrożeniem niż szansą dla Agory. Z bieżącej perspektywy oceniamy, że obszar biznesowy, który miał być szansą na budowę wartości może okazać się jednym z głównych rozczarowań w ramach realizacji przyjętej przez Agorę strategii średnioterminowej. Nie należy zatem lekceważyć scenariusza, iż dalsza przyspieszona transformacja całego rynku OOH w Polsce, wzmocnienie pozycji Digital Network (akwizycja Braughman Group Media Outdoor) oraz dołączenie do rywalizacji Bauer Media Outdoor mogą ukształtować na tyle wymagające otoczenie biznesowe dla Agory, iż dojdzie do trwałej erozji wartości segmentu reklamy zewnętrznej.

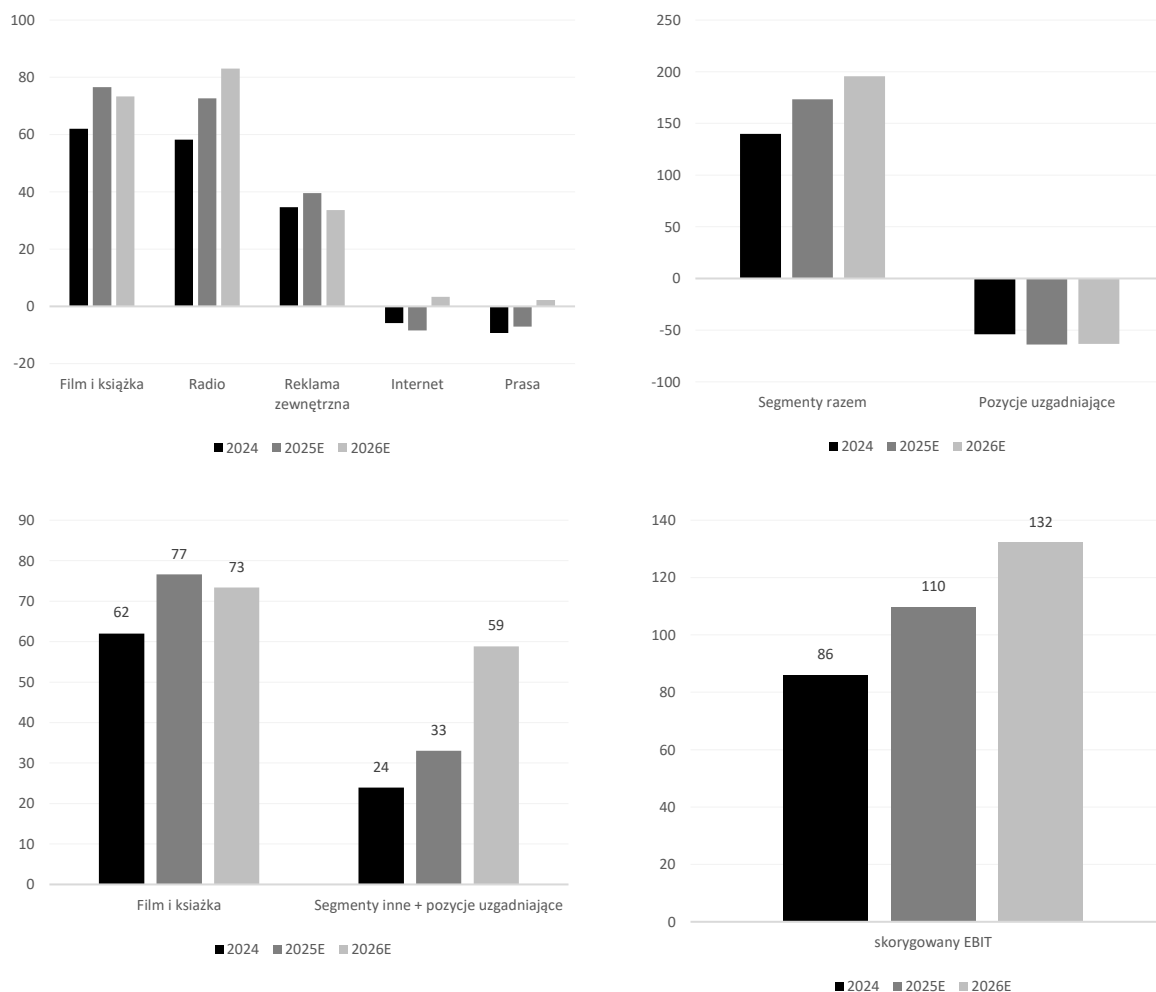
Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	Q3 26E	Q4 26E	2024	2025E	2026E
Przychody	349,3	379,6	368,6	464,6	371,9	388,7	373,5	482,0	1 503,6	1 562,1	1 616,1
Reklama	163,6	208,7	181,0	244,5	187,9	220,9	197,0	261,2	762,8	797,8	867,0
Bilety do kina	65,1	56,2	65,3	88,4	72,5	62,0	65,9	89,3	256,4	275,1	289,7
Sprzedaż wydawnictw	31,0	31,9	29,7	36,3	31,4	32,3	30,2	36,8	134,6	129,0	130,7
Bary kinowe	38,4	36,6	40,5	49,9	42,8	40,4	40,9	50,3	153,7	165,4	174,4
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0
Działalność filmowa	17,8	12,1	12,7	13,5	10,1	4,6	7,6	10,0	48,8	56,0	32,3
Pozostała sprzedaż	33,2	34,0	39,4	32,1	27,3	28,5	31,9	34,3	124,2	138,7	122,0
EBITDA skorygowana	53,0	65,5	58,3	109,9	66,0	68,1	67,5	113,8	257,4	286,7	315,4
EBIT skorygowany	7,4	22,6	14,2	65,4	19,3	22,0	22,0	68,8	85,9	109,6	132,2
Saldo finansowe	-3,9	-21,6	-15,2	1,5	-11,4	-11,1	-10,7	-10,6	-55,6	-39,1	-43,7
Wynik brutto	2,7	-0,6	-1,5	67,0	8,0	10,9	11,3	58,3	27,6	67,6	88,5
Wynik netto	-7,6	-3,1	-5,2	56,8	7,1	8,8	9,2	48,7	26,4	40,8	73,8
akcjonariuszy jedn. dominującej	-9,2	-3,8	-6,0	55,1	6,2	8,5	8,2	47,0	14,7	36,1	69,8
EBIT skorygowany	7,4	22,6	14,2	65,4	19,3	22,0	22,0	68,8	85,9	109,6	132,2
Film i książka	18,0	11,2	17,5	29,9	17,5	7,2	17,8	30,8	62,0	76,6	73,4
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-10,5	11,4	-3,3	35,5	1,8	14,8	4,2	38,0	23,9	33,0	58,8

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

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.

W porównaniu do prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-09-10) na rok 2025 podwyższyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT o 5%. Istotny wpływ na zmianę miał lepszy niż zakładaliśmy odczyt za Q3 2025. Z obecnej perspektywy podchodzimy optymistycznie do perspektyw Q4 2025 (dla Agory to kluczowy kwartał w ramach roku kalendarzowego).

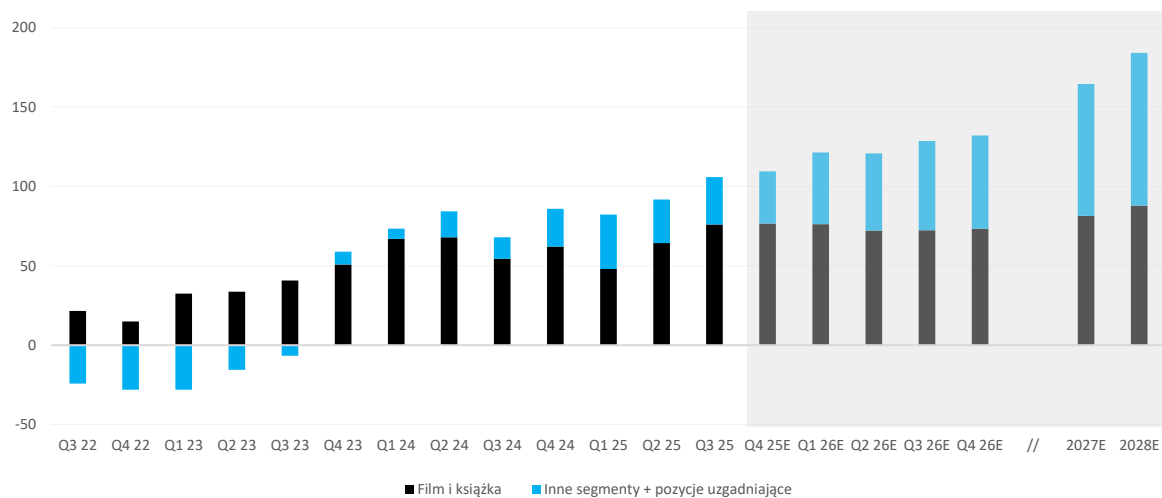
Na lata 2026-2027 nasze bieżące projekcje obniżyliśmy o blisko 3% i 2%. Korekta in minus związana jest w dużej mierze z ujęciem w modelu niższych dynamik wzrostu wpływów reklamowych. Przyjęta aktualna prognoza dla segmentu film i książka na poziomie skor. EBIT jest niższa o blisko 3% zarówno na 2026 jak i 2027 rok. Dla pozostałych dywizji biznesowych (łącznie z pozycjami uzgadniającymi) skor. EBIT jest niższy odpowiednio o 3% i 1% (względem poprzedniej symulacji).

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2025-2027 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-09-10)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	1 562	1 616	1 690	1 539	1 658	1 740	1%	-3%	-3%
Reklama	797,8	867,0	911,2	803,9	898,8	945,3	-1%	-4%	-4%
Bilety do kina	275,1	289,7	303,1	271,8	289,7	308,1	1%	0%	-2%
Sprzedaż wydawnictw	129,0	130,7	132,7	130,6	129,8	130,7	-1%	1%	2%
Bary kinowe	165,4	174,4	182,8	166,2	177,6	189,3	0%	-2%	-3%
EBITDA skorygowana	286,7	315,4	335,7	281,9	310,0	332,2	2%	2%	1%
EBIT skorygowany	109,6	132,2	164,6	104,4	136,8	167,6	5%	-3%	-2%
Saldo finansowe	-39,1	-43,7	-41,4	-54,6	-47,8	-44,4			
Wynik brutto	67,6	88,5	123,2	49,3	89,0	123,2	37%	-1%	0%
Wynik netto	40,8	73,8	102,3	25,8	72,1	99,8	58%	2%	2%
akcjonariuszy jedn. dominującej	36,1	69,8	101,8	21,2	71,6	99,4	70%	-3%	2%
EBIT skorygowany	109,6	132,2	164,6	104,4	136,8	167,6	5%	-3%	-2%
Film i książka	76,6	73,4	81,5	71,0	76,0	84,0	8%	-3%	-3%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	33,0	58,8	83,1	33,4	60,8	83,6	-1%	-3%	-1%

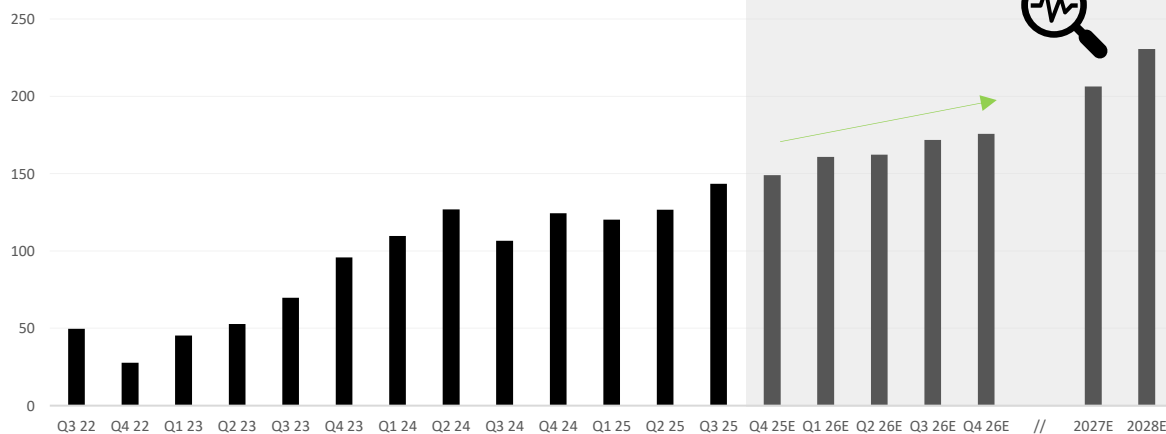
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych obszarów 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 skor. koszty finansowe netto w ujęciu LTM
(koszty ujmują obsługę płatności leasingowych) [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]	9,16	9,16	9,16	9,16	9,16	9,16	9,16
Kapitalizacja [PLN m]	427	427	427	427	427	427	427
EV [PLN m]	1 191	1 095	1 155	1 096	1 052	1 009	975
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	529	463	567	533	481	441	409
EPS [PLN]	-2,2	1,4	0,3	0,8	1,5	2,2	2,5
BVPS [PLN]	14,5	15,9	14,9	15,4	16,4	17,9	19,7
P/E (x)	---	6,5	29,1	11,8	6,1	4,2	3,6
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Przychody (x)	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	8,3	4,8	4,5	3,8	3,3	3,0	2,7
Przychody r/r	15%	28%	6%	4%	3%	5%	4%
(Skor. EBITDA - płatności leasingowe) / Przychody	2%	7%	8%	10%	11%	12%	13%
Skor. EBIT / Przychody	-1%	4%	6%	7%	8%	10%	10%
Wynik netto / Przychody	-9%	5%	1%	2%	4%	6%	7%
ROE	-14%	9%	2%	5%	9%	13%	14%
ROIC	-1%	4%	4%	6%	7%	9%	10%
Dywidenda [PLN m]	0,0	0,0	0,0	11,6	23,3	30,3	37,3
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	0,25	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	3%	5%	7%	9%

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	1 562,1	1 616,1	1 690,3	1 761,3
Reklama	511,9	703,7	762,8	797,8	867,0	911,2	953,6
Bilety do kina	192,3	244,0	256,4	275,1	289,7	303,1	316,9
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	134,6	129,0	130,7	132,7	134,3
Bary kinowe	103,5	136,6	153,7	165,4	174,4	182,8	191,4
Sprzedaż gastronomiczna	38,3	43,0	23,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność filmowa	31,2	29,5	48,8	56,0	32,3	33,9	35,6
Pozostała sprzedaż	99,0	127,5	124,2	138,7	122,0	126,5	129,4
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 398,4	-1 455,6	-1 484,1	-1 522,1	-1 573,2
EBITDA skorygowana	142,7	228,3	257,4	286,7	315,4	335,7	354,9
EBIT	-64,8	44,6	82,1	106,4	132,2	164,6	184,1
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-55,6	-39,1	-43,7	-41,4	-38,9
Udział w wyniku jedn. mpw	8,5	-4,3	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-103,7	101,6	27,6	67,6	88,5	123,2	145,2
Wynik netto	-105,7	85,0	26,4	40,8	73,8	102,3	119,1
akcjonariuszy jedn. dominującej	-102,7	65,4	14,7	36,1	69,8	101,8	118,6
EBIT skorygowany w podziale na segmenty	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Film i książka	14,9	50,9	62,0	76,6	73,4	81,5	87,9
Radio	4,9	51,2	58,2	72,7	83,0	103,0	112,9
Prasa	-27,9	-7,5	-9,3	-7,0	2,3	3,1	3,5
Reklama zewnętrzna	14,8	20,4	34,6	39,6	33,6	35,7	36,9
Internet	12,0	-6,8	-5,8	-8,4	3,4	4,1	5,3
Segmenty razem	18,6	108,2	139,8	173,4	195,6	227,5	246,6
Pozycje uzgadniające	-31,7	-49,2	-53,9	-63,8	-63,4	-62,9	-62,4
EBIT skorygowany	-13,1	58,9	85,9	109,6	132,2	164,6	184,1
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	48,5	116,7	148,9	170,0	185,2	206,4	225,5
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	-87,9	16,0	53,8	70,9	85,2	117,4	134,3

*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	963,1	956,5	978,0	1 025,1
Prawa do użytkowania aktywów	587,3	581,8	529,4	511,3	519,2	517,6	515,9
Inwestycje rozl. met. praw własności	127,4	13,8	14,9	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	59,1	65,2	79,2	72,5	72,5	72,5	72,5
Aktywa trwałe	1 496,3	1 680,3	1 602,0	1 547,1	1 548,4	1 568,2	1 613,7
Zapasy	30,4	34,6	24,0	34,2	35,4	39,4	41,0
Należności kr. term i rozliczenia mo	195,2	238,3	253,2	261,1	276,7	289,4	305,2
Pozostałe aktywa obrotowe	2,1	1,9	2,7	7,6	7,6	7,6	7,6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69,1	90,4	130,5	147,5	169,5	180,2	182,4
Aktywa obrotowe	296,8	365,1	410,5	450,5	489,3	516,6	536,2
Aktywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	1 997,5	2 037,7	2 084,8	2 149,9
Kapitał własny razem	674,0	847,6	700,4	726,7	777,2	849,2	931,0
Zobowiązania długoterminowe	708,6	636,3	761,5	705,3	681,7	650,3	619,0
Zobowiązania krótkoterminowe	410,5	561,5	550,6	565,5	578,7	585,2	599,9
Zobowiązania razem	1 119,0	1 197,8	1 312,1	1 270,8	1 260,4	1 235,5	1 218,9
Pasywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	1 997,5	2 037,7	2 084,8	2 149,9

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	779,0	756,9	725,2	693,6
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	104,7	84,2	223,7	204,6	174,6	144,6	114,6
Zobowiązania z tyt. leasingu	692,1	649,5	593,3	574,4	582,3	580,6	579,0
Dług netto	764,3	667,9	728,0	668,9	624,9	582,6	548,7
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	102,1	36,6	140,8	106,8	54,8	14,2	-18,0
Dług netto / Adj. EBITDA [x]	5,3	2,9	2,8	2,3	2,0	1,7	1,5
Skor. koszty obsługi zadłużenia	117,4	135,2	139,8	140,6	139,6	129,3	124,3
Koszty odsetkowe netto bez odsetek z leasingu	12,7	13,9	16,2	20,9	18,0	14,5	11,4
Zobowiązania leasingowe	104,7	121,3	123,6	119,7	121,6	114,9	112,9
Fixed charge cover [x]	1,2	1,7	1,9	2,1	2,3	2,6	2,9

CF [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	246,6	260,0	265,0	300,0	308,5	329,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-38,6	-19,5	-39,4	-87,9	-85,1	-108,2	-135,3
Przepływy z działalności finansowej	-104,0	-205,8	-180,5	-160,1	-192,9	-189,6	-191,6
w tym płatności leasingowe	-80,9	-90,9	-91,8	-88,9	-91,4	-84,4	-82,6
w tym dywidendy	0,0	0,0	0,0	-11,6	-23,3	-30,3	-37,3
Środki pieniężne eoP	69,1	90,4	130,5	147,5	169,5	180,2	182,4

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/telekomunikacja

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
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

Piotr Barcz

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: piotr.barcz@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	12,69	kupuj	11,30	2025-12-10	16:15	9,16	111 950
kupuj	11,30	kupuj	13,97	2025-09-10	16:05	8,86	106 000
kupuj	13,97	kupuj	13,6	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	11:10	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 (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 Q4 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	8	89%	0	0%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	0	0%	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-pokrycia-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: 2025-12-10.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-10 (16:15 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-10.

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 uwzględniać, 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 WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

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

Na dzień 2025-12-10:

- 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.