



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 12,08 PLN

03 WRZESIEŃ 2026, 19:03 CET/CEST

W bieżącej aktualizacji raportu analitycznego utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory, jednocześnie podwyższając cenę docelową do 12,08 PLN/akcję (poprzednio 11,54 PLN). Zakładamy, że Agora w latach 2026-2028 będzie wykazywać dwucyfrowe dynamiki wzrostu w ujęciu r/r na poziomie skor. EBIT jak i wartości DPS. Spółka jest obecnie notowana przy historycznie niskich mnożnikach rynkowych. Prognozowane przez nas EV/EBITDA na lata 2026–2027 wynosi odpowiednio 3,6x i 3,0x.

Oceniamy, że wraz z odczytem Q2 2026 Agora prawdopodobnie powróciła na ścieżkę wzrostu patrząc przez pryzmat odczytów skor. EBIT LTM. Zakładamy, że w średnim terminie spółka będzie oferować inwestorom atrakcyjny profil wzrostu i przyjęty przez nas scenariusz bazowy na 2026 rok zakłada skor. EBIT w okolicy 110,8 mln PLN (+17,1% r/r). Z kolei zakładana ścieżka wynikowa na lata 2027–2028 implikuje wzrost skor. EBIT odpowiednio o 38,7% i 14,6% r/r. Kluczowy wpływ na dynamikę poprawy wyników w naszej symulacji mają obszary z ekspozycją na przychody reklamowe (z wyłączeniem segmentu film).

W bieżącym raporcie analitycznym, poza zaakcentowaniem potencjalnego profilu wzrostu, jaki Agora może wypracować w średnim terminie, zwracamy również uwagę, że obecne pozycjonowanie spółki na rynku nie odzwierciedla potencjału do dalszej poprawy rentowności zainwestowanego kapitału. Odczyty pre-tax ROIC za ostatnie dwa lata wskazują na poprawę odpowiednio do 5,6% i 6,3%. W scenariuszu bazowym zakładamy wzrost pre-tax ROIC do 7,7% w 2026 roku, natomiast na lata 2027–2028 nasze prognozy wskazują na dalszą poprawę pre-tax ROIC w ujęciu LTM do przedziału 10,8–12,3%.

Przypominamy, że w 2026 roku Agora wypłaciła dywidendę drugi rok z rzędu (DPS w 2026 roku wyniósł 0,50 PLN wobec 0,25 PLN w 2025 roku). Spodziewamy się, że w latach 2027-2028 DPS wzrośnie odpowiednio o 30% i 23% w ujęciu r/r, czyli do 0,65 PLN i 0,80 PLN. Przy obecnym kursie rynkowym implikowałoby to stopę dywidendy na poziomie odpowiednio 7,1% i 8,7%.

W wynikach za Q2 2026 jednym z największych pozytywnych zaskoczeń były dla nas odczyty z segmentu reklama zewnętrzna. Jeśli w H2 2026 segment utrzyma impulsy poprawy, nasze bieżące projekcje na drugie półrocze dla tego obszaru mogą okazać się zachowawcze. Spodziewamy się, że kolejne kwartały pozwolą lepiej ocenić, na ile dotychczasowe obawy dotyczące ryzyka trwałej utraty wartości segmentu reklama zewnętrzna były zasadne. Potencjalne odzyskanie przez Agorę „inicjatywy lidera rynku” w tym obszarze może być jednym z istotnych czynników kształtujących przyszły sentyment inwestycyjny.

Wycena końcowa [PLN]	12,08
Wycena DCF [PLN]	12,15
Wycena mnożnikowa [PLN]	12,00
Potencjał do wzrostu / spadku	+31,3%

Cena rynkowa [PLN]	9,20
Kapitalizacja [PLN m]	429
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	8,5	-2,8
6M stopa zwrotu	10,8	-15,9
YTD stopa zwrotu	5,7	-24,1
12M stopa zwrotu	10,0	-35,7

(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.

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	1 424	1 504	1 607	1 660	1 718	1 786
EBITDA skor. [PLN m]	228	257	280	329	372	397
EBIT skor. [PLN m]	59	85	95	111	154	176
Wynik netto [PLN m]	65	15	23	34	71	95
P/E (x)	6,1	34,0	19,5	12,5	6,0	4,5
EV/Przychody (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	4,7	4,8	4,2	3,6	3,0	2,8
EV/EBIT (x)	18,1	14,4	12,4	10,7	7,2	6,3
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,25	0,50	0,65	0,80
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	2,6%	5,4%	7,1%	8,7%



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	9
WYNIKI AGORY ZA Q2 2026	12
DŁUG FINANSOWY	16
ROK 2027 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?	17
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Oceniamy, że wraz z odczytem Q2 2026 Agora prawdopodobnie powróciła na ścieżkę wzrostu patrząc przez pryzmat odczytów skor. EBIT LTM. Naszą uwagę w ostatnim okresie zwróciło również przesłanie prezesa Agory podczas konferencji wynikowej za Q2 2026, zgodnie z którym zarząd koncentruje się na budowaniu wartości całej grupy, a ostatnie transakcje nabycia akcji przez wszystkich członków zarządu można interpretować jako wyraz ich przekonania co do wartości spółki.

W bieżącej aktualizacji raportu analitycznego utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory, jednocześnie podwyższając cenę docelową do 12,08 PLN/akcję (poprzednio 11,54 PLN). Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Metoda DCF implikuje wartość na poziomie 12,15 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (4,0x) dla 2026 roku wskazuje na cenę 12,0 PLN/akcję. Końcowa wycena, wynosząca 12,08 PLN/akcję, stanowi średnią arytmetyczną wyników uzyskanych z obu metod.

Podsumowanie wyceny Agory

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	12,15
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	12,00
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		12,08

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

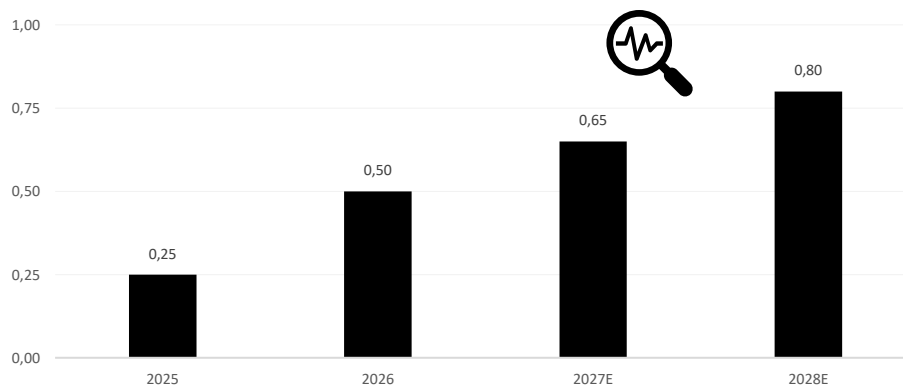
Spółka znajduje się na finiszu realizacji obecnej strategii średnioterminowej, która obejmuje cele biznesowe do końca 2026 roku. Ostatnie lata przyniosły wyraźną odbudowę wyników Agory oraz konsekwentną transformację organizacji. Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze prognozy na lata 2026–2027 wskazują, iż **Agora jest obecnie notowana przy historycznie niskich mnożnikach rynkowych. Prognozowane przez nas EV/EBITDA na lata 2026–2027 wynosi odpowiednio 3,6x i 3,0x.**

W bieżącym raporcie analitycznym, poza zaakcentowaniem potencjalnego profilu wzrostu, jaki Agora może wypracować w średnim terminie, zwracamy również uwagę, że obecne pozycjonowanie spółki na rynku nie odzwierciedla potencjału do dalszej poprawy rentowności zainwestowanego kapitału. Odczyty pre-tax ROIC za ostatnie dwa lata wskazują na poprawę odpowiednio do 5,6% i 6,3%. **W scenariuszu bazowym zakładamy wzrost pre-tax ROIC do 7,7% w 2026 roku, natomiast na lata 2027–2028 nasze prognozy wskazują na dalszą poprawę pre-tax ROIC w ujęciu LTM do przedziału 10,8–12,3%.**

Przypominamy, że w 2026 roku Agora wypłaciła dywidendę drugi rok z rzędu (DPS w 2026 roku wyniósł 0,50 PLN wobec 0,25 PLN w 2025 roku). **Spodziewamy się, że w latach 2027–2028 DPS wzrośnie odpowiednio o 30% i 23% w ujęciu r/r**, czyli do 0,65 PLN i 0,80 PLN. Przy obecnym kursie rynkowym implikowałoby to stopę dywidendy na poziomie odpowiednio 7,1% i 8,7%.

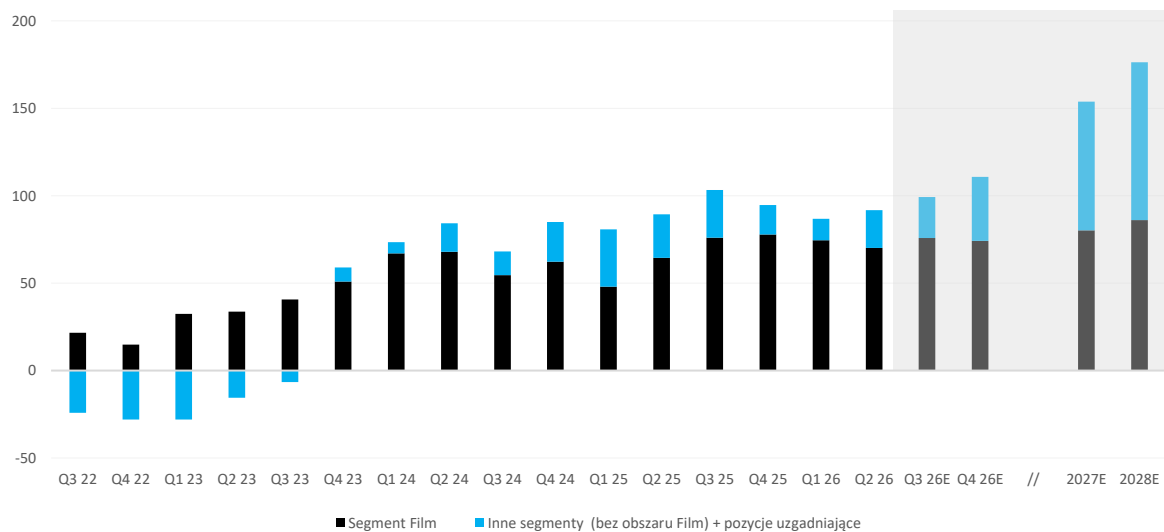
Przyjęty przez nas scenariusz bazowy na 2026 rok zakłada wzrost skor. EBIT do 110,8 mln PLN (+17,1% r/r). Z kolei zakładana ścieżka wynikowa na lata 2027–2028 implikuje wzrost skor. EBIT odpowiednio o 38,7% i 14,6% r/r. Kluczowy wpływ na dynamikę poprawy wyników w naszej symulacji mają obszary z ekspozycją na przychody reklamowe (z wyłączeniem segmentu film).

DPS w latach 2025–2026 i zakładany przez nas przyszły strumień wypłat dywidend w okresie 2027–2028 [PLN/akcję]



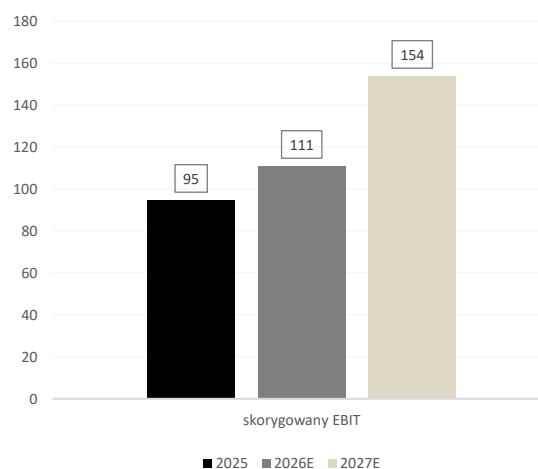
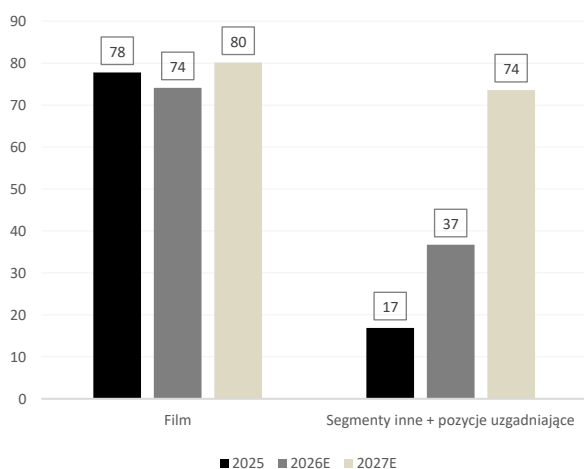
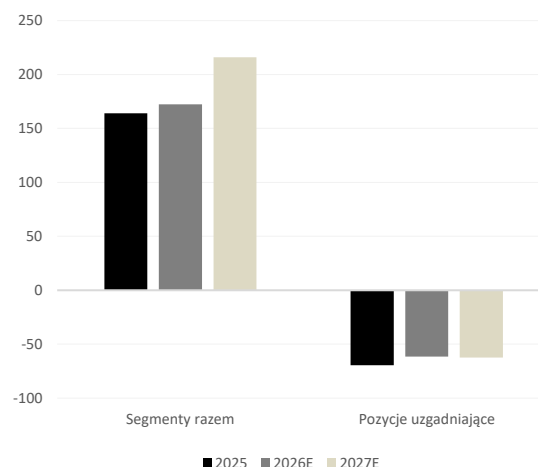
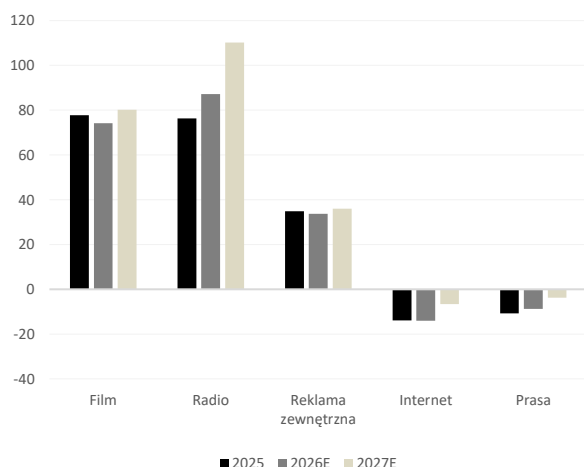
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



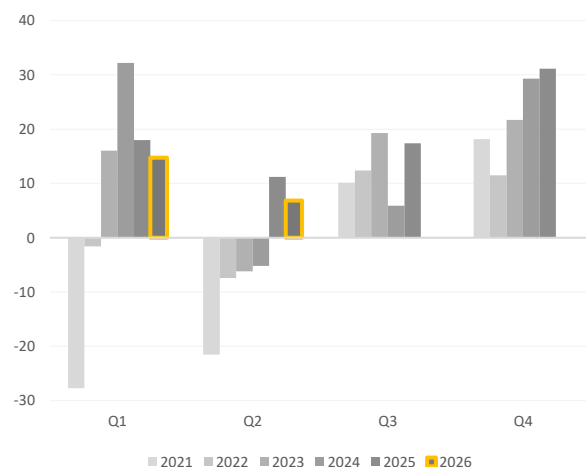
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane za 2025 rok oraz nasze założenia na lata 2026-2027 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



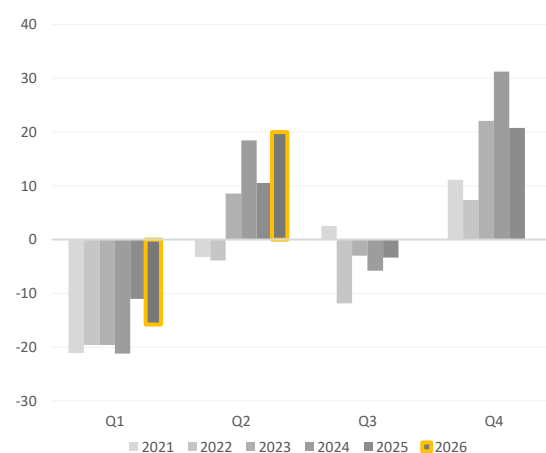
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skor. EBIT w ujęciu kwartalnym w segmencie Film [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

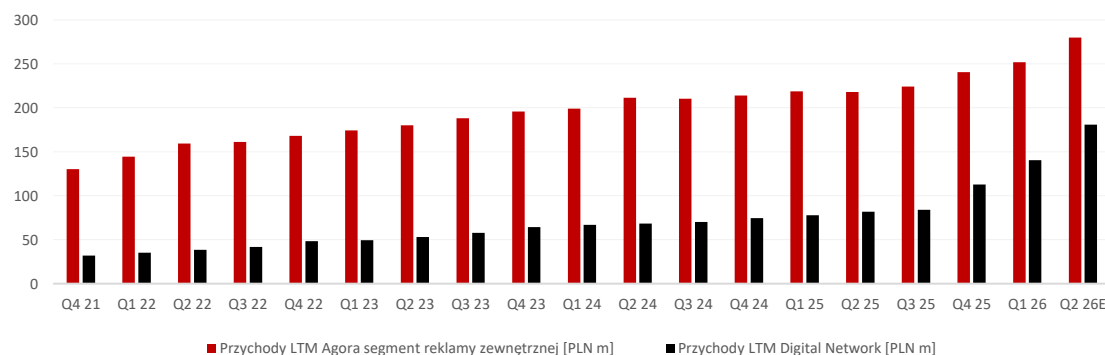
Skor. EBIT w ujęciu kwartalnym w dywizjach Agory bez segmentu Film [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

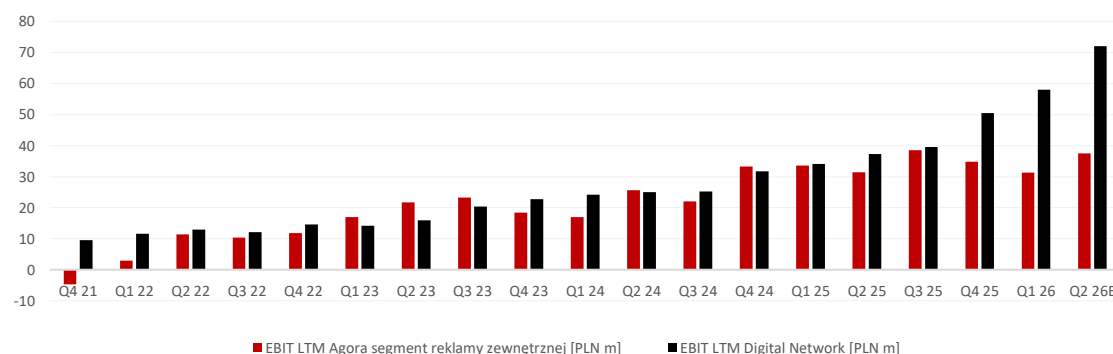
Zwracamy też uwagę, że w wynikach za Q2 2026 jednym z największych pozytywnych zaskoczeń były dla nas odczyty z segmentu Reklama zewnętrzna. Dynamiczny wzrost przychodów z OOH był efektem zarówno wzrostu organicznego, jak i konsolidacji Synergic. Po kilku kwartałach dostrzegamy zatem w tym segmencie pierwsze efekty poprawy organizacyjnej. Jeśli w H2 2026 segment utrzyma impulsy poprawy, nasze bieżące projekcje na drugie półrocze dla tego obszaru mogą okazać się zachowawcze. Spodziewamy się, że kolejne kwartały pozwolą lepiej ocenić, na ile dotychczasowe obawy dotyczące ryzyka trwałej utraty wartości segmentu reklama zewnętrzna były zasadne. Potencjalne odzyskanie przez Agorę „inicjatywy lidera rynku” w tym obszarze może być jednym z istotnych czynników kształtujących przyszły sentyment inwestycyjny.

Odczyty przychodów w ujęciu LTM: Digital Network vs Agora segment reklamy zewnętrznej



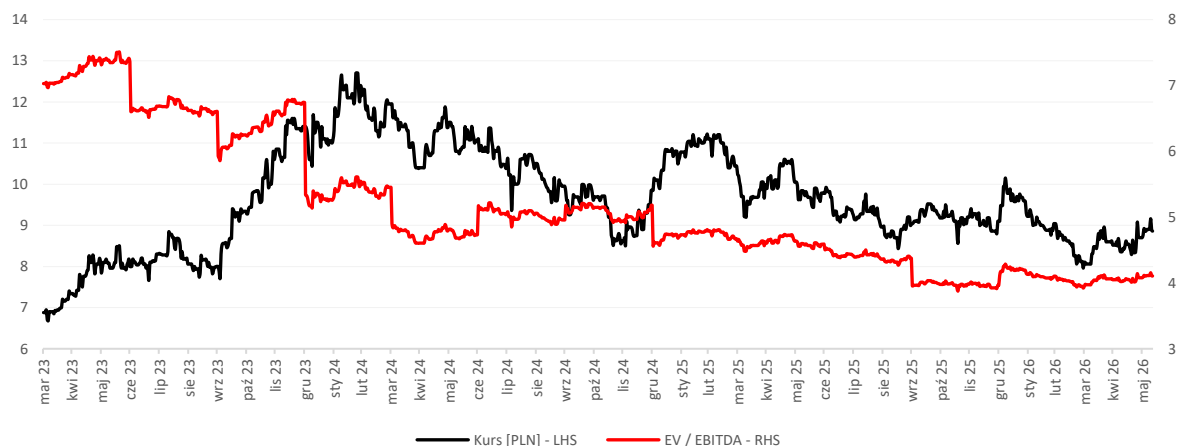
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, Digital Network

Odczyty EBIT w ujęciu LTM: Digital Network vs Agora segment reklamy zewnętrznej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, Digital Network

Historyczny kurs Agory oraz mnożnik EV/EBITDA LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczny kurs Agory oraz pre-tax ROIC LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Rynek kinowy

Rynek kinowy w Polsce po pandemii stopniowo odbudowuje swoją wartość (wzrost frekwencji w ujęciu LTM oraz odczuwalnie wyższe średnie ceny biletów). Jednocześnie zakładamy, że w najbliższych latach liczba multiplexów w Polsce może się zmniejszyć. Należy zatem uwzględnić scenariusz, w którym także Helios dokona przeglądu własnej bazy multiplexów, szczególnie w momentach podejmowania decyzji o odnowieniu umów najmu (przykładem takiego działania było zamknięcie w Q3 2025 multiplexu w Rzeszowie).

Stany Zjednoczone pozostają kluczowym rynkiem kształtującym globalną branżę kinową. Informacja o planowanym przejęciu kontroli nad Warner Bros. Discovery przez Paramount Skydance stanowi, w naszym odczuciu, pozytywny sygnał dla operatorów multiplexów. Wcześniej, przez wiele miesięcy, inwestorzy obserwowali intensywną rywalizację o przejęcie tych aktywów. Należy również uwzględnić, że po okresie pandemii dwie największe sieci multiplexów w USA miały problemy płynnościowe (AMC oraz Regal). Trzecim istotnym graczem jest Cinemark, posiadający blisko 15% udziału w rynku, który notuje solidne wyniki (historycznie funkcjonował przy relatywnie niskim poziomie zadłużenia). W średnim terminie nie można wykluczyć scenariusza istotnych zmian właścicielskich na amerykańskim rynku multiplexów, co może mieć przełożenie na globalną branżę kinową.

Udziały w rynku mediów

Agora przez wiele lat była pozbawiona istotnego strumienia przychodów w wyniku decyzji podmiotów powiązanych z poprzednią administracją rządową oraz spółek zależnych od Skarbu Państwa. Każda potencjalna zmiana w kierunku efektywniejszej monetyzacji posiadanych zasięgów, którymi dysponują media Agory, będzie stanowić impuls do budowy wartości dla akcjonariuszy. Segment prasy w przyszłości może jednak stwarzać ryzyko dla innych segmentów operacyjnych Agory budujących swoje zasięgi (mechanizm „promieniowania” oraz postrzegania przez reklamodawców mediów Agory jako jednego ekosystemu).

Należy mieć na uwadze, iż wyniki segmentu prasa oraz segmentu internet w dalszym ciągu znajdują się pod dużym wpływem negatywnych dla wydawców zmian na rynku mediowym, w tym efektu pogorszenia przychodów ze sprzedaży reklam w modelu open market oraz wzrostu pozycji platform globalnych.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 6,1% (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 wzrostu przepływów o 1,5%, a w obliczeniach zastosowaliśmy WACC na poziomie 13,9%.

W modelu amortyzacja została ujęta zgodnie z prezentacją stosowaną przez spółkę w sprawozdaniach okresowych (tj. po zastosowaniu MSSF 16). W prognozie wydatków inwestycyjnych (Capex) uwzględniliśmy również szacunkowy przyszły koszt odnowienia leasingów oraz wydatki związane z akwizycjami.

Szacowany przez nas poziom długu netto uwzględnia ujęcie zgodne z MSSF 16. Wycenę pomniejszyliśmy dodatkowo o wartość opcji put (dotyczącej przejęcia udziałów mniejszościowych, głównie w segmencie Film), wypłaconą dywidendę oraz o inne szacowane korekty.

Podsumowując, metoda DCF implikuje wartość kapitału własnego Agory na poziomie 12,15 PLN na akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-10-31.

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	9,4%	15,5	16,2	17,1	18,0	19,1	20,4	21,9
	10,9%	13,6	14,1	14,8	15,5	16,2	17,1	18,0
	12,4%	12,2	12,6	13,1	13,6	14,1	14,8	15,5
	13,9%	11,0	11,4	11,7	12,15	12,6	13,1	13,6
	15,4%	10,1	10,4	10,7	11,0	11,4	11,7	12,2
	16,9%	9,4	9,6	9,9	10,1	10,4	10,7	11,0
	18,4%	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6	9,9	10,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
NOPAT [PLN m]	89,8	124,5	142,8	161,7	176,3	188,1	197,9	204,4	209,8	213,7
Amortyzacja [PLN m]	219,0	218,7	220,8	218,6	215,4	213,7	211,7	211,4	210,5	210,1
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-12,7	9,3	-9,3	-3,2	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
CAPEX + odnowienie leasingu + akwizycje [PLN m]	-192,8	-195,7	-279,6	-236,8	-236,4	-231,6	-231,6	-233,0	-233,6	-234,6
FCFF [PLN m]	103,2	156,8	74,6	140,4	155,7	170,6	178,1	182,8	186,5	188,9
Suma PV FCFF [PLN m]	846,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	480,4									
Wartość firmy EV [PLN m]	1 326,7									
Dług netto + inne korekty [PLN m]	760,7									
				wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +1,5%						
Wartość kapitału [PLN m]	566,0			WACC w okresie rezydualnym: 13,9%						
Ilość akcji [m]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	12,15									

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody reklama r/r	9,5%	3,1%	4,2%	3,1%	2,9%	2,8%	2,5%	2,3%	2,3%	2,3%
Przychody bilety + bary kinowe r/r	2,6%	5,1%	4,8%	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,5%	2,3%	2,1%
NOPAT y/y	17,1%	38,7%	14,6%	13,3%	9,0%	6,7%	5,2%	3,3%	2,6%	1,9%
Marża NOPAT	5,4%	7,3%	8,0%	8,8%	9,3%	9,7%	10,0%	10,1%	10,1%	10,1%
(CAPEX + odnowienie leasingu)/ Przychody	11,7%	11,4%	15,7%	12,9%	12,5%	11,9%	11,7%	11,5%	11,3%	11,1%
D / E	93%	68%	47%	43%	40%	39%	39%	38%	38%	37%
E / (E+D)	52%	60%	68%	70%	72%	72%	72%	72%	73%	73%
D / (E+D)	48%	40%	32%	30%	28%	28%	28%	28%	27%	27%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	1,7	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
WACC	13,2%	13,4%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą mnożnikową oparliśmy na wskaźniku EV/EBITDA. Ustaliliśmy akceptowalny poziom EV/EBITDA równy 4,0x w oparciu o 2026 rok (wcześniej również stosowaliśmy mnożnik 4,0x). Takie podejście implikuje wycenę spółki na poziomie 12,0 PLN na akcję.

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

	Analiza wrażliwości; EV/EBITDA 2026E						
	3,00	3,50	3,75	4,0	4,25	4,50	5,00
Cena docelowa [PLN/akcję]	4,9	8,5	10,2	12,00	13,8	15,5	19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2026E	2027E
VERSANT MEDIA	3,6	3,8
SCOUT24 SE	13,3	12,0
CANAL+	5,2	4,6
INFORMA	11,4	10,2
PEARSON	10,1	9,5
WOLTERS KLUWER	9,4	8,8
NEW YORK TIMES	14,9	13,5
ALPHABET	17,7	13,5
META PLATFORMS	12,5	9,9
CLEAR CHANNEL	13,4	12,7
JCDECAUX	9,0	8,5
LAMAR ADVERTIS	15,7	13,8
STROEER	6,1	5,8
LAGARDERE	5,3	4,7
KINEPOLIS	9,4	8,7
CINEMARK	8,7	8,4
IMAX CORP	14,7	13,5
AMC ENTERTAINMEN	12,7	12,2
WIRTUALNA POSŁKA	5,5	5,0
DIGITAL NETWORK	9,8	9,0

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2026–2027 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 9,8x oraz 9,1x.

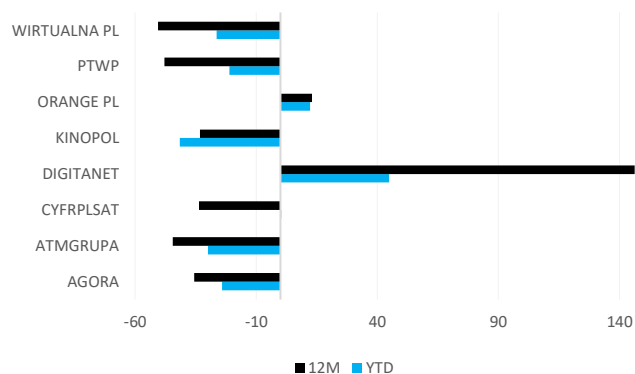
Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada zróżnicowane obszary działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej, a tym samym poziomu akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, reklama zewnętrzna, radio, kino).

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie charakteryzują się relatywnie wysokimi poziomami mnożników akceptowanych przez rynek. Przykładem jest The New York Times.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

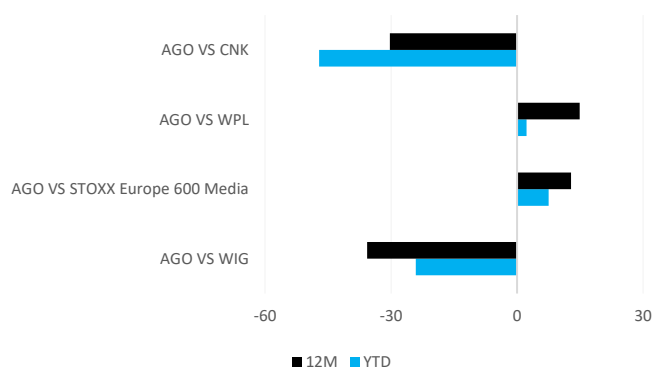
	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-2,8	-15,9	-24,1	-35,7
ATMGRUPA	-16,7	-26,6	-29,9	-44,5
CYFRPLSAT	-9,2	7,9	0,3	-33,6
DIGITANET	19,9	62,7	44,8	146,2
KINOPOL	-14,1	-36,9	-41,6	-33,2
ORANGE POLSKA	-19,1	-20,2	12,3	13,1
PTWP	0,7	-14,7	-21,1	-47,9
WIRTUALNA PL	-0,2	-14,6	-26,4	-50,6



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

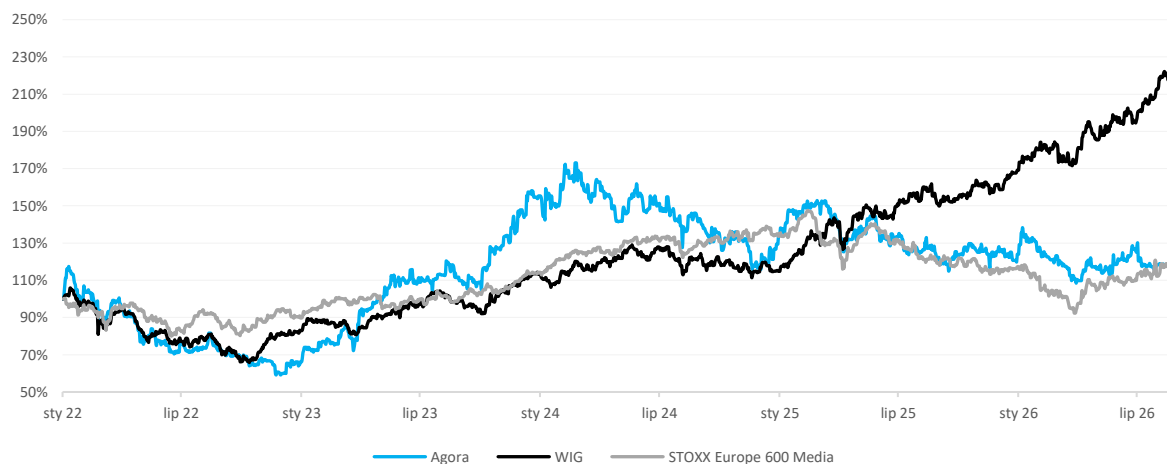
Względne stopy zwrotu Agory na tle WIG, Stoxx Europe 600 Media, Wirtualnej Polski oraz Cinemark (ujęcie 3,6,YTD oraz 12 miesięcy; pkt %)

	AGO vs WIG	AGO vs STOXX Europe Media	AGO vs WPL	AGO vs CNK
3M	-2,8	3,3	-2,6	-10,1
6M	-15,9	-3,3	-1,3	-12,6
YTD	-24,1	7,5	2,2	-47,1
12M	-35,7	12,8	14,9	-30,3



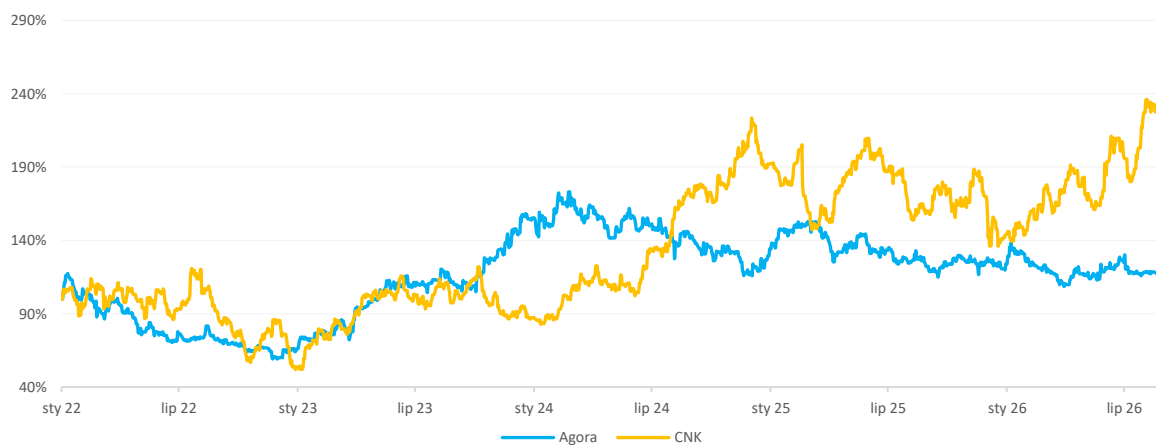
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle indeksu WIG i STOXX Europe 600 Media w okresie styczeń 2022 – 2026-09-02



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Cinemark (operator multiplexów w USA) w okresie styczeń 2022 - 2026-09-02



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Agory na tle walorów Wirtualna Polska w okresie styczeń 2022 - 2026-09-02



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q2 2026

Wyniki za Q2 2026 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q2 25	Q2 26	y/y	Q2 25 LTM	Q2 26 LTM	y/y	Q2 26E	realizacja
Przychody	379,6	390,6	3%	1 509,1	1 633,0	8%	393,1	99%
Reklama	208,7	234,7	12%	783,8	867,6	11%	233,8	100%
Bilety do kina	56,2	54,8	-3%	259,6	273,3	5%	55,0	100%
Sprzedaż wydawnictw	31,9	32,3	1%	130,6	126,2	-3%	31,6	102%
Bary kinowe	36,6	33,2	-9%	158,3	164,6	4%	36,4	91%
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0		0,0	0,0		0,0	---
Działalność filmowa	12,1	6,5	-46%	45,6	63,9	40%	7,5	86%
Pozostała sprzedaż	34,0	29,1	-14%	131,2	137,4	5%	28,9	101%
EBITDA	65,5	80,7	23%	267,0	295,5	11%	72,9	111%
EBIT	21,2	26,7	26%	86,8	87,2	0%	18,3	146%
EBIT skorygowany	21,8	26,8	23%	89,4	91,7	3%	18,3	147%
Film	11,2	6,8	-39%	64,4	70,2	9%	4,0	170%
Radio	17,3	17,3	0%	63,2	83,9	33%	17,5	99%
Reklama zewnętrzna	17,0	23,3	37%	32,0	37,7	17,9%	18,6	125%
Prasa	-3,0	-2,0		-0,2	-15,2		-0,9	224%
Internet	-4,2	-5,9		-7,6	-16,6		-6,4	93%
Segmenty razem	38,4	39,5	3%	151,7	159,9	5%	32,9	120%
Pozycje uzgadniające	-16,6	-12,7		-62,4	-68,2		-14,6	87%
Saldo finansowe	-21,6	-5,2		-62,0	-39,1		-13,6	38%
Wynik brutto	-0,6	21,5		25,3	61,1	141%	4,6	463%
Wynik netto	-3,1	10,4		20,0	40,8	104%	3,0	346%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-3,8	10,2		14,5	36,6	152%	2,8	366%
EBIT skorygowany	21,8	26,8	23%	89,4	91,7	3%	18,3	147%
Film	11,2	6,8	-39%	64,4	70,2	9%	4,0	170%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	10,6	20,0	89%	25,0	21,6	-14%	14,3	140%
EBIT non IFRS16	14,6	18,9	29%	59,1	53,4	-9,7%	9,6	196%
EBITDA non IFRS16	37,5	41,0	9%	155,4	151,6	-2,4%	31,7	129%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pozytywnie przyjęliśmy rezultaty Agory za Q2 2026. Z wyłączeniem segmentu Film spółka odnotowała w Q2 2026 wzrost wyników, znacząco powyżej naszych dotychczasowych oczekiwań. Zwracamy uwagę, że dobre odczyty pojawiły się wreszcie w segmencie Reklama zewnętrzna. Z drugiej strony Q2 2026 był słabym okresem dla segmentu Film ze względu na niższą frekwencję oraz spadek r/r wpływów z działalności filmowej (NEXT FILM nie wprowadził w minionym kwartale żadnego nowego filmu). Ogółem szacowany przez nas skor. EBIT wyniósł 26,8 mln PLN, co oznacza wzrost o 23% r/r. Po Q2 2026 w ujęciu LTM skor. EBIT wynosi 91,7 mln PLN (+3% r/r).

Ujęcie segmentowe wskazuje, że w Q2 2026:

- segment Film wypracował skor. EBIT na poziomie blisko 6,8 mln PLN, co oznacza spadek o 39% r/r (nasza prognoza zakładała skor. EBIT segmentu na poziomie blisko 4 mln PLN).

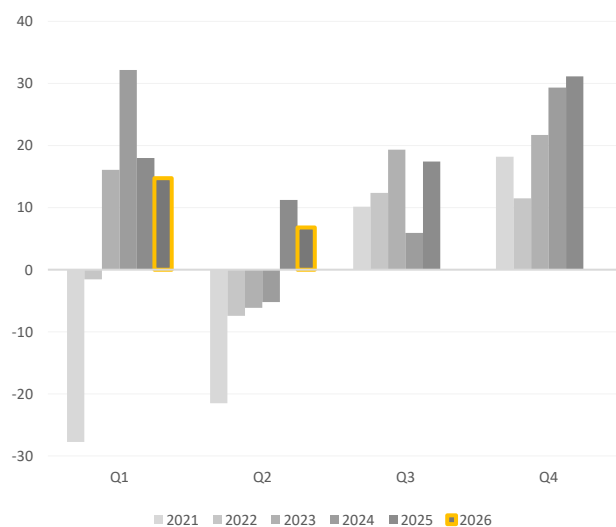
W Q2 2026 sprzedaż biletów w kinach spółki była niższa o ok 8% r/r i był to drugi z rzędu kwartał z erozją w ujęciu r/r (w Q1 2026 wolumen biletów był niższy o 5% r/r). Jednocześnie zauważamy, że kina Helios wykazały wzrost średniej ceny biletu (+6% r/r) oraz utrzymały w relacji do Q1 2025 średnią wartość paragonu w barach kinowych (w przeliczeniu na 1 widza). W Q2 2026 pozytywny wpływ na rezultaty segmentu Film miała reklama kinowa, której przychody wzrosły nominalnie r/r o blisko 2,9 mln PLN.

- skor. EBIT w pozostałych segmentach z ekspozycją na rynek reklamowy (z wyłączeniem dywizji Film), wraz z pozycjami uzgadniającymi, wyniósł 20 mln PLN, co oznacza poprawę o 89% r/r (nasza prognoza dla tego obszaru zakładała skor. EBIT na poziomie blisko 14,3 mln PLN).

In plus w Q2 2026 wyróżniamy segment Reklamy zewnętrznej. Dynamiczny wzrost przychodów z OOH był efektem wzrostu organicznego oraz konsolidacji Synergic. Po kilku kwartałach dostrzegamy w tym segmencie pierwsze efekty poprawy organizacji. Miniony Q2 2026 wskazał na płaskie odczyty w relacji r/r w segmencie Radio.

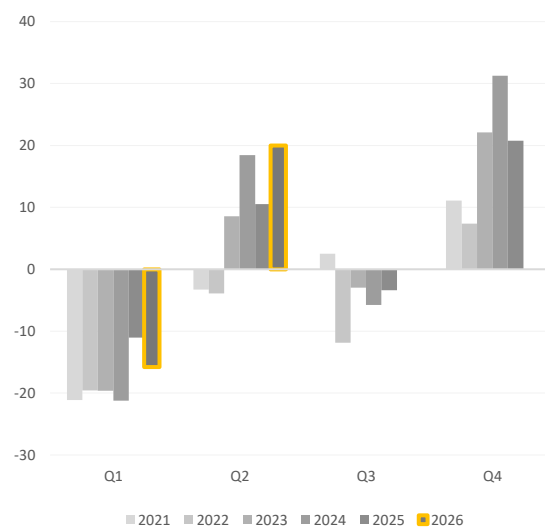
W Q2 2026 pozytywny wpływ na saldo finansowe miała aktualizacja wyceny opcji put dot. Helios (+8,6 mln PLN). Finalnie na poziomie wyniku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej Agora wykazała zysk 10,2 mln PLN (wobec straty 3,8 mln PLN w Q2 2025). W ujęciu LTM wynik netto Agory wynosi 36,6 mln PLN.

Skor. EBIT w ujęciu kwartalnym w segmencie Film
[PLN m]



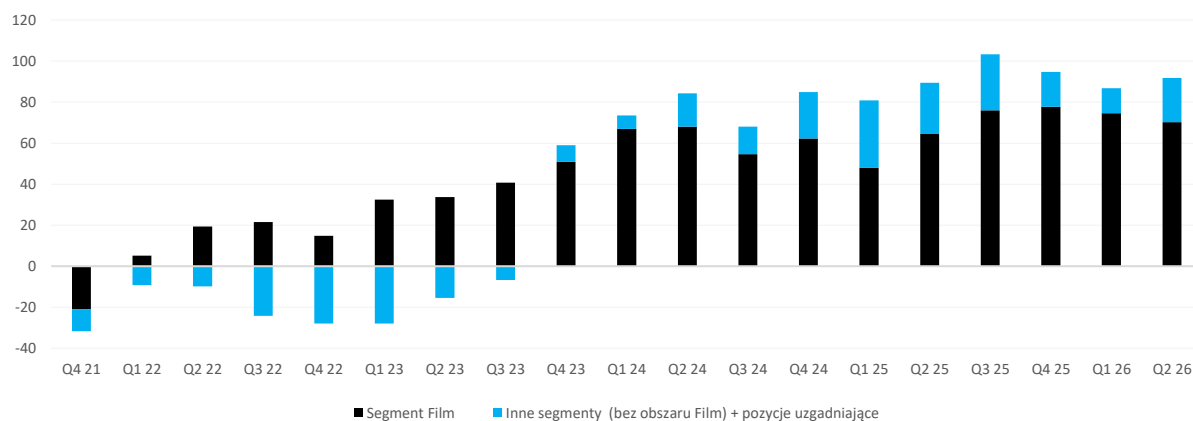
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Skor. EBIT w ujęciu kwartalnym w dywizjach Agory bez segmentu Film
[PLN m]



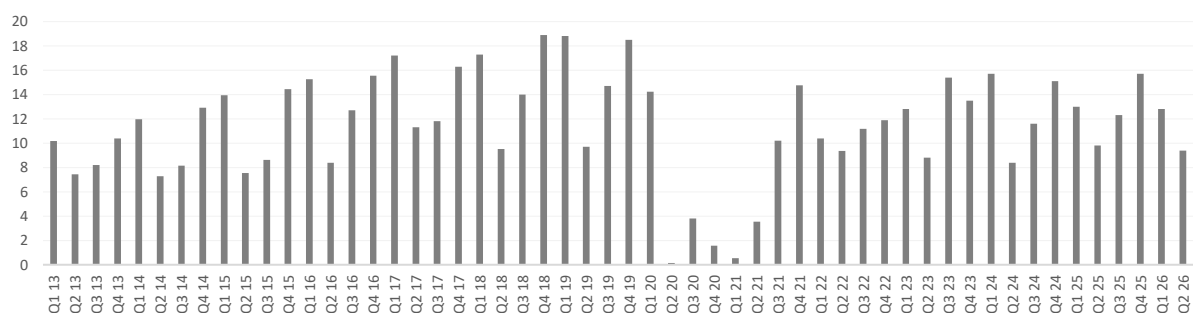
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Odczyty skor. EBIT w ujęciu LTM z rozbiem na dywizje biznesowe Agory [PLN m]



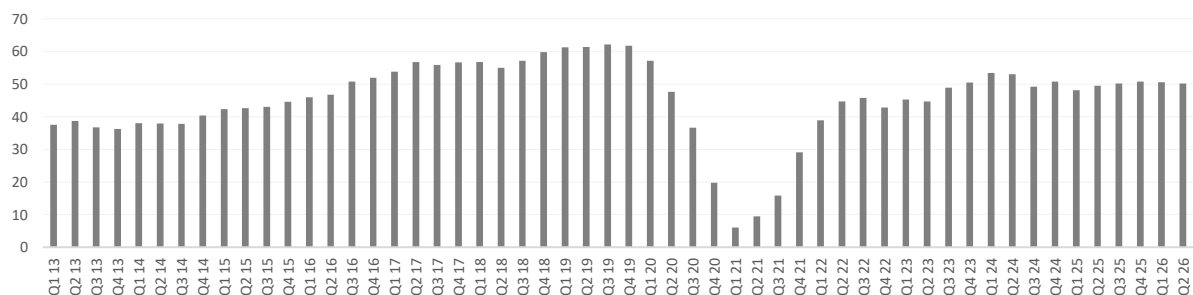
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



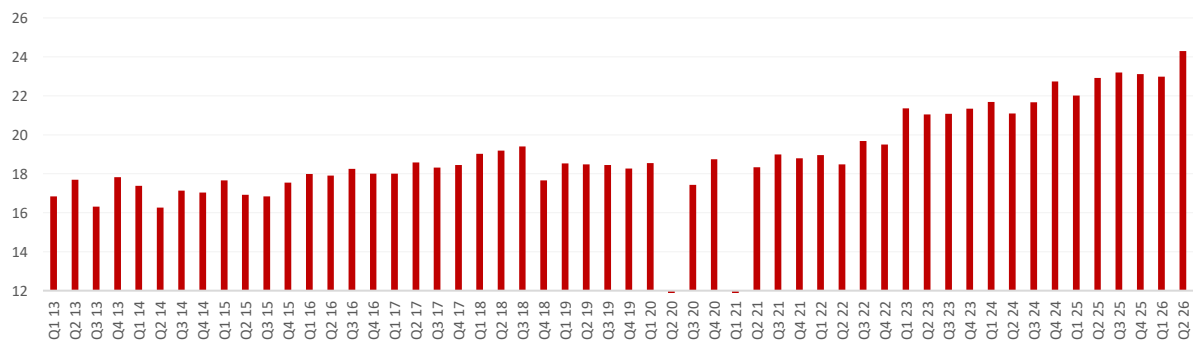
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



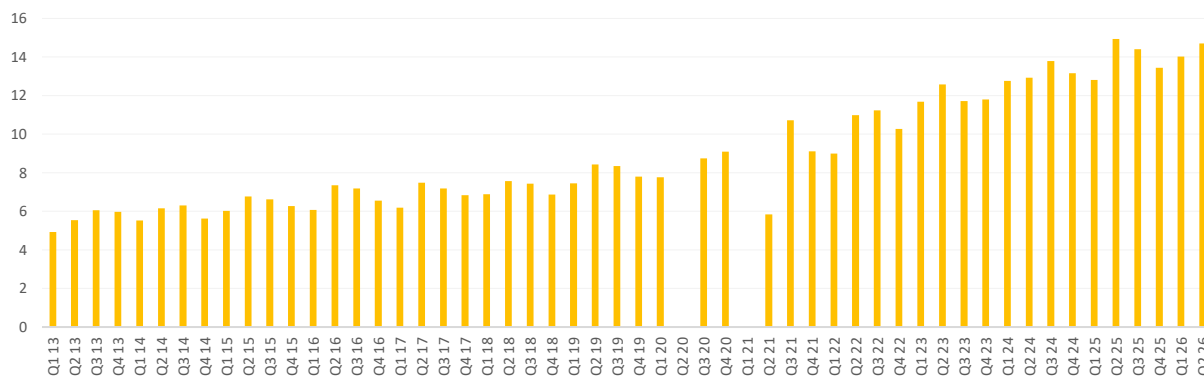
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



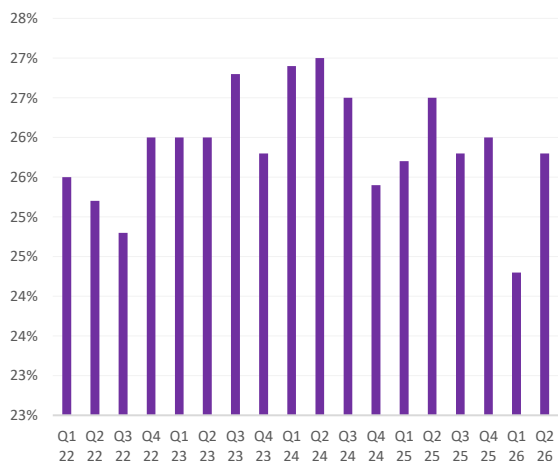
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

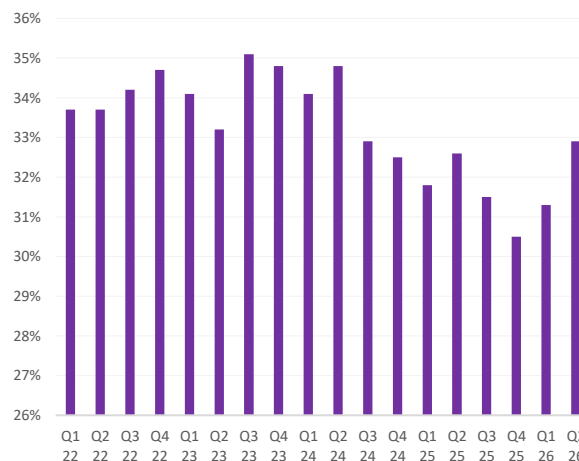


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

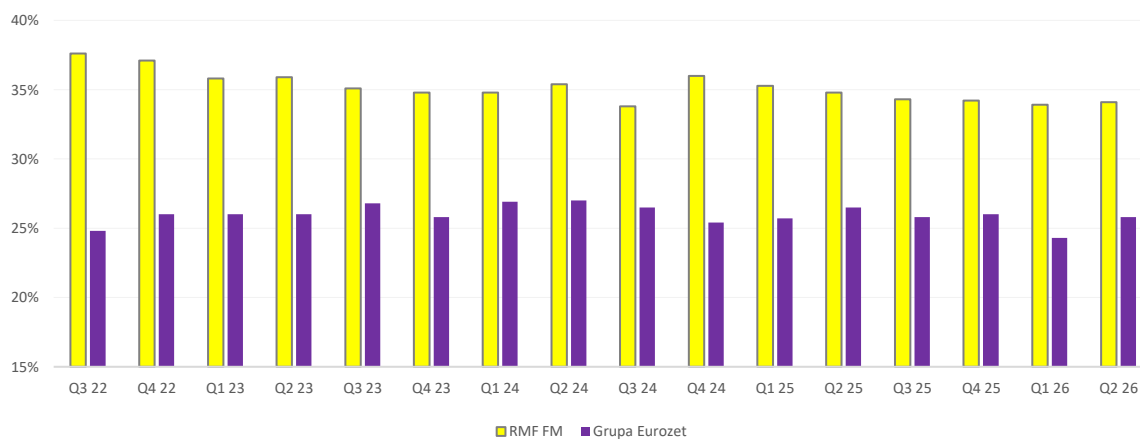
Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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 czerwca 2026 roku zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło 831 mln PLN (względem 837 mln PLN na koniec 2025) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe wynikające z IFRS 16 stanowiło 570,5 mln PLN (na koniec 2025 było 610 mln PLN). Zobowiązanie leasingowe to głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios oraz od Q4 2025 także ujęcia kontraktowego w segmencie reklama zewnętrzna. Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec Q2 2026 wyniósł 260,4 mln PLN (na koniec 2025 ok 227 mln PLN). Jednocześnie na koniec czerwca 2026 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło ponad 70 mln PLN.

W 2025 roku w rachunku wyników koszty odsetkowe obsługi zadłużenia wyniosły ponad 52 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało 31,8 mln PLN. W ujęciu LTM

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ROK 2027 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?

Tradycyjnie już w raporcie zwracamy uwagę na trudne uwarunkowania biznesowe dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych i publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna, jeśli analizujemy relację generowanych przychodów do poziomu ponoszonych kosztów (m.in. związanych z utrzymaniem redakcji).

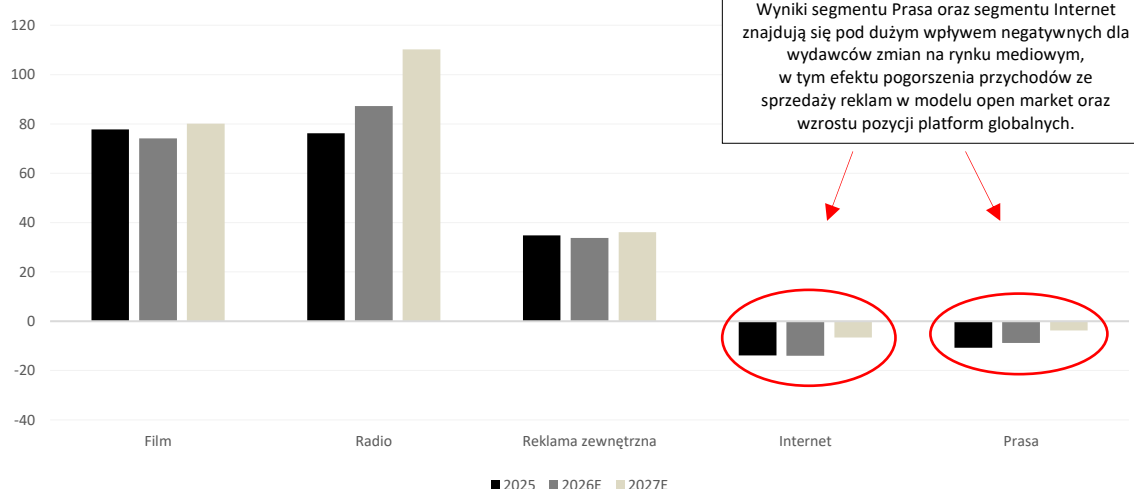
W naszym odczuciu uchwalone w 2024 roku przepisy prawa autorskiego w Polsce oznaczają jakościową poprawę pozycji negocjacyjnej wydawców względem globalnych platform technologicznych. Zakładamy, że przełom 2026/2027 może przynieść pierwsze decyzje UKE dotyczące prowadzonych sporów.

Stowarzyszenie ReproPol w dniu 2026-06-26 złożyło wniosek do Prezesa Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE) o wydanie orzeczenia o wysokości wynagrodzenia od Google. W dniu 2026-08-31 ReproPol podał, iż otrzymał od UKE informację o przedłużeniu terminu załatwienia sprawy do 2026-12-26. UKE wskazało, że potrzebuje więcej czasu m.in. z uwagi na skomplikowany charakter sprawy oraz konieczność przeprowadzenia dalszego postępowania wyjaśniającego.

Na ostatniej konferencji wynikowej Agory za Q2 2026 przedstawiciele spółki wskazywali, iż również oni oczekują wydania decyzji przez UKE określającej warunki korzystania z publikacji prasowych, w tym wysokość należnego wydawcom wynagrodzenia (na podstawie przepisów ustawy o prawie autorskim i prawach pokrewnych wdrażających art. 15 dyrektywy DSM). Przypominamy, że Agora jest reprezentowana przed UKE w ramach ZPWC.

Scenariusz wprowadzenia nowego mechanizmu definiującego podział strumienia przychodów należnych wydawcom może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży medialnej w Polsce. W obecnym raporcie nie wprowadzamy zmian w założeniach dotyczących funkcjonowania segmentu Prasa oraz Internet. Jednocześnie zakładamy, że Agora może być beneficjentem potencjalnych zmian.

Dane za 2025 rok oraz nasze prognozy na lata 2026-2027 w podziale na segmenty operacyjne Agory
[skor. EBIT; PLN m; dane segmentów przed wyłączeniami]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Założenia dotyczące frekwencji kinowej i rynku reklamy

Pierwsze półrocze 2026 roku było relatywnie słabym okresem dla sieci Helios. W Q2 2026 sprzedaż biletów w kinach spółki była niższa o ok. 8% r/r i był to drugi z rzędu kwartał ze spadkiem w ujęciu r/r. W Q1 2026 wolumen sprzedanych biletów obniżył się bowiem o 5% r/r. Łącznie w H1 2026 Helios sprzedał blisko 6,5% mniej biletów niż w H1 2025.

Dostrzegamy mocne dane frekwencyjne w okresie wakacyjnym br. W szczególności w Q3 2026 wzrostowi widowni sprzyjały takie tytuły jak „Spider-Man: Całkiem nowy dzień” czy „Odyseja”. W efekcie oczekujemy, że Q3 2026 (po relatywnie słabym pierwszym półroczu) istotnie poprawi statystyki frekwencyjne krajowych multipleksów. W ujęciu Q1–Q3 2026 zakładamy, że sprzedaż biletów w Helios będzie już tylko niespełna 2% niższa niż w Q1–Q3 2025, wobec spadku o 6,5% r/r po H1 2026.

Z obecnej perspektywy oczekujemy, że w całym 2026 roku frekwencja w Helios będzie o ok. 1% wyższa niż w 2025 roku. Oznacza to utrzymanie całorocznych założeń względem raportu analitycznego z 2026-04-09. Jednocześnie oznacza to kilkuprocentowe przesunięcie frekwencji z H1 2026 na H2 2026.

W prognozie na lata 2027–2029 zakładamy dalszą, stopniową odbudowę widowni, przy średniorocznym tempie wzrostu na poziomie 1,8%. Przy realizacji scenariusza bazowego frekwencja w polskich kinach w 2029 roku osiągnie 88% poziomu z 2019 roku, tj. rekordowego poziomu sprzed pandemii. Obecne założenia średnioterminowe pozostają zbieżne z naszymi wcześniejszymi prognozami.

Dla wszystkich segmentów rynku reklamy w Polsce na 2026 rok zakładamy dynamiki wzrostu zbliżone do tych obserwowanych w 2025 roku. Jednocześnie zwracamy uwagę, że nominalny wzrost przychodów reklamowych w 2026 roku względem 2025 roku, prezentowany w naszym modelu, wynika w istotnym stopniu z konsolidacji Synergic oraz ujęcia nowej umowy dotyczącej obsługi wiat przystankowych w Warszawie.

Ścieżka wynikowa dla skor. EBIT na kolejne okresy

Przyjęty przez nas scenariusz bazowy na 2026 rok zakłada wzrost skor. EBIT do 110,8 mln PLN (+17,1% r/r). Nasza symulacja wskazuje, że skor. EBIT segmentu Film może wynieść 74,1 mln PLN (-4,6% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na przychody reklamowe (Radio, Reklama zewnętrzna, Internet, Prasa), wraz z pozycjami uzgadniającymi, powinny wypracować skor. EBIT na poziomie ok. 36,7 mln PLN (+117% r/r). W ujęciu nominalnym zakładamy, że skor. EBIT Agory wzrośnie o 16,2 mln PLN względem 2025 roku. W segmencie film i książka uwzględniamy spadek r/r o 3,6 mln PLN, natomiast w pozostałych obszarach wzrost r/r o 19,8 mln PLN.

Obecnie zakładana przez nas ścieżka wynikowa na lata 2027–2028 implikuje wzrost w ujęciu r/r na poziomie skor. EBIT odpowiednio o 38,7% i 14,6%. W obu latach kluczowy wpływ na mocną dynamikę budowy rezultatów mają obszary z ekspozycją na przychody reklamowe, z wyłączeniem segmentu Film.

W 2027 roku oczekujemy pozytywnych efektów realizacji inicjatywy 1Digital Agora. W ostatnich miesiącach w spółce postępuje integracja zespołów i produktów. Zmodyfikowany model operacyjny – zgodnie z naszym rozumieniem założeń projektu – powinien przełożyć się na odczuwalną poprawę efektywności organizacji. Jak wskazuje spółka, projekt 1Digital Agora „...integruje technologię, dane i zasięg serwisów digitalowych Agory w jeden spójny ekosystem z uproszczoną ścieżką zakupową...”, a także ma umożliwić „...zaoferowanie kompleksowej oferty omnichannelowej, wykorzystującej potencjał zasobów...”.

Istotny wpływ na poprawę dynamiki wyników r/r w 2027 roku ma również uwzględnione przez nas ograniczenie kosztów w segmencie radiowym, związane z mniejszym najmem zewnętrznych powierzchni biurowych. Przeprowadzka stacji radiowych z ul. Żurawiej ma zakończyć się na przełomie Q3/Q4 2026. Spodziewamy się, że po przeprowadzce Eurozet będzie zajmował prawie jedną czwartą powierzchni biurowca przy ul. Czerskiej. Ogółem około 60% budynku powinno być wykorzystywane przez Agorę, a 40% wynajmowane podmiotom zewnętrznym.

Zakładamy, że w 2026 roku segmenty inne niż Film, łącznie z pozycjami uzgadniającymi na poziomie holdingu, powinny odpowiadać za ok. 33% rocznego skor. EBIT, wobec 18% w 2025 roku. W 2027 roku spodziewamy się wzrostu tego udziału do blisko 48%.

Cel strategii średnioterminowej Agory vs założenia BDM na 2026 rok

Po konferencji wynikowej za Q2 2026 dostrzegamy silną determinację zarządu spółki do osiągnięcia zapisanego w strategii celu EBITDA (non-MSSF 16) na 2026 rok na poziomie co najmniej 200 mln PLN. Podobnie jak w poprzednim raporcie, nasze bieżące założenia pozostają jednak poniżej tego celu. W scenariuszu bazowym na 2026 rok prognozujemy EBITDA (non-MSSF 16) na poziomie ok. 168 mln PLN, wobec 159 mln PLN w 2025 roku.

Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26E	Q4 26E	2025	2026E	2027E
Przychody	349,3	379,6	368,6	509,1	364,7	390,6	388,8	516,3	1 606,6	1 660,4	1 717,5
Reklama	163,6	208,7	181,0	269,3	182,5	234,7	200,1	283,4	822,6	900,8	928,4
Bilety do kina	65,1	56,2	65,3	87,8	65,4	54,8	71,6	91,8	274,5	283,6	298,2
Bary kinowe	38,4	36,6	40,5	51,1	39,9	33,2	43,4	52,5	166,6	168,9	177,5
Działalność filmowa	17,8	12,1	12,7	29,5	15,3	6,5	10,0	17,0	72,1	48,8	51,2
EBIT	6,4	21,2	13,4	48,6	-1,5	26,7	21,7	63,4	89,7	110,3	153,8
Saldo finansowe	-3,9	-21,6	-15,2	-12,2	-6,6	-5,2	-20,0	-13,4	-52,8	-45,1	-48,9
Wynik brutto	2,7	-0,6	-1,5	49,2	-8,1	21,5	1,6	50,1	49,8	65,1	104,8
Wynik netto	-7,6	-3,1	-5,2	44,3	-8,6	10,4	0,6	38,2	28,3	40,6	78,4
akcjonariuszy jedn. dominującej	-9,2	-3,8	-6,0	41,8	-9,5	10,2	-1,3	34,8	22,8	34,3	71,1
									0,0	0,0	0,0
EBIT skorygowany	6,9	21,8	14,1	51,9	-1,0	26,8	21,7	63,4	94,7	110,8	153,8
Film	18,0	11,2	17,4	31,1	14,8	6,8	23,1	29,4	77,8	74,1	80,1
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-11,1	10,6	-3,4	20,8	-15,8	20,0	-1,5	34,0	16,9	36,7	73,6

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ogółem na 2026 rok podwyższyliśmy prognozę skor. EBIT o 2%, do 110,3 mln PLN. Dla lat 2027–2028 nasze bieżące projekcje są wyższe odpowiednio o 3% i 2% względem prognoz z poprzedniego raportu.

W porównaniu z prognozami z ostatniego raportu analitycznego (2026-04-09) przyjęliśmy bardziej optymistyczne założenia dla segmentu Film. Dotychczas oczekiwaliśmy, że skor. EBIT segmentu w 2026 roku wyniesie 62,7 mln PLN, natomiast obecnie prognozujemy wynik na poziomie 74,1 mln PLN, co oznacza korektę w górę o 18%.

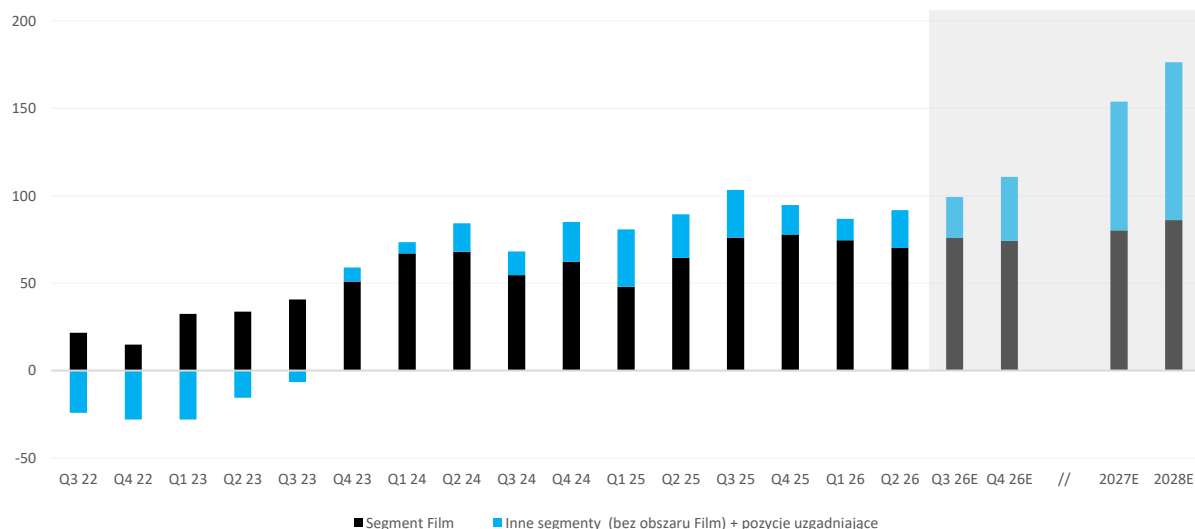
Wyższe prognozy uwzględniamy również dla segmentów Reklama zewnętrzna i Radio. W obu przypadkach podwyższyliśmy założenia na 2026 rok odpowiednio o 26% i 3% względem raportu z 2026-04-09. Jednocześnie uwzględniamy istotne pogorszenie wyników w obszarze Prasa i Internet, przy czym zakładamy, że od H2 2026 w obu segmentach widoczny będzie już proces ograniczania strat. W rezultacie, łącznie dla wszystkich działalności Agory poza segmentem Film, nasza obecna prognoza na 2026 rok jest o 21% niższa niż w poprzednim raporcie analitycznym.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2026-2028 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2026-04-09)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 660	1 718	1 786	1 662	1 745	1 818	0%	-2%	-2%
EBIT skorygowany	110,8	153,8	176,3	109,1	149,0	173,5	2%	3%	2%
Saldo finansowe	-45,1	-48,9	-45,6	-47,7	-46,3	-43,7			
Wynik brutto	65,1	104,8	130,6	61,5	102,8	129,7	6%	2%	1%
Wynik netto	40,6	78,4	100,6	44,0	81,6	106,4	-8%	-4%	-5%
akcjonariuszy jedn. dominującej	34,3	71,1	94,6	39,3	81,2	105,9	-13%	-12%	-11%
EBIT skorygowany	110,8	153,8	176,3	109,1	149,0	173,5	2%	3%	2%
Film	74,1	80,1	86,0	62,7	75,7	85,7	18%	6%	0%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	36,7	73,6	90,2	46,5	73,3	87,8	-21%	0%	3%

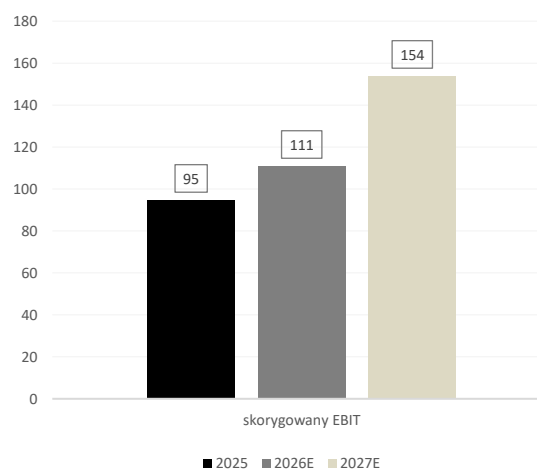
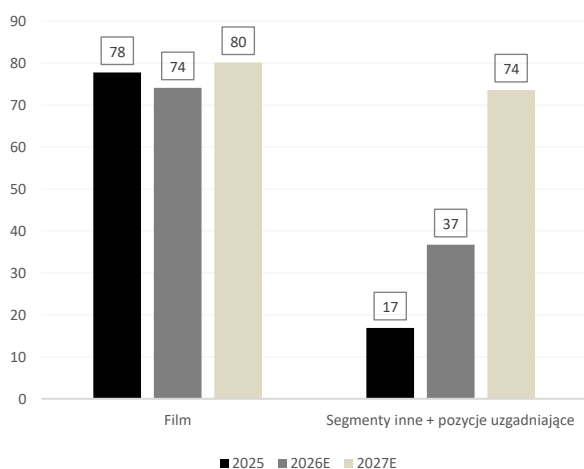
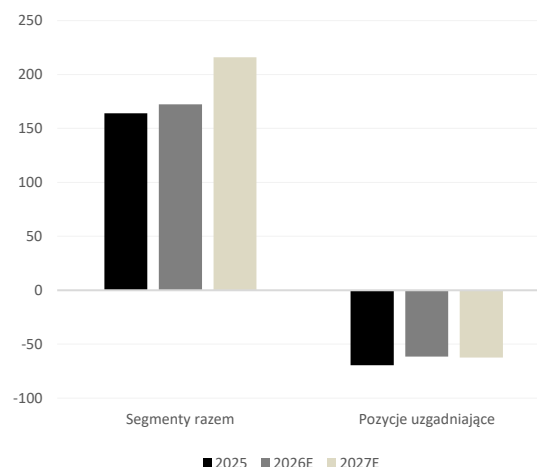
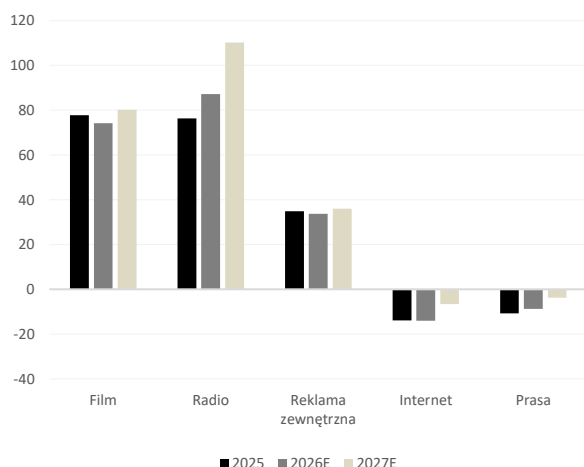
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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.

Dane za 2025 rok oraz nasze założenia na lata 2026-2027 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy

WSKAŹNIKI RYNKOWE / OPERACYJNE	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Kurs dla obliczeń [PLN]	8,57	10,70	9,55	9,20	9,20	9,20	9,20
Kapitalizacja [PLN m]	399	499	445	429	429	429	429
EV [PLN m]	1 067	1 227	1 170	1 185	1 105	1 105	1 049
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	436	639	560	636	596	599	555
EPS [PLN]	1,4	0,3	0,5	0,7	1,5	2,0	2,5
BVPS [PLN]	15,9	14,9	15,1	14,9	15,8	17,0	18,5
P/E (x)	6,1	34,0	19,5	12,5	6,0	4,5	3,7
P/BV (x)	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Przychody (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	4,7	4,8	4,2	3,6	3,0	2,8	2,5
Przychody r/r	28,0%	5,6%	6,9%	3,3%	3,4%	4,0%	2,9%
(Skor. EBITDA - płatności leasingowe) / Przychody	6,7%	8,2%	8,6%	8,8%	11,2%	12,1%	13,3%
Skor. EBIT / Przychody	4,1%	5,6%	5,9%	6,7%	9,0%	9,9%	10,9%
Wynik netto / Przychody	4,6%	1,0%	1,4%	2,1%	4,1%	5,3%	6,3%
ROE	9,3%	2,0%	3,3%	4,9%	10,0%	12,4%	14,1%
ROIC (pre-tax)	3,1%	5,6%	6,3%	7,7%	10,8%	12,3%	13,5%
ROIC	2,3%	4,0%	5,0%	6,1%	9,0%	9,6%	10,4%
Dywidenda [PLN m]	0,0	0,0	11,6	23,3	30,3	37,3	44,3
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,25	0,50	0,65	0,80	0,95
Rentowność dywidendy	0%	0%	2,6%	5,4%	7,1%	8,7%	10,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy

RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody	1 424,3	1 503,6	1 606,6	1 660,4	1 717,5	1 785,7	1 837,8
Reklama	703,7	762,8	822,6	900,8	928,4	967,7	998,1
Bilety do kina	244,0	256,4	274,5	283,6	298,2	312,3	321,8
Sprzedaż wydawnictw	139,9	134,6	127,2	126,5	128,4	129,7	130,9
Bary kinowe	136,6	153,7	166,6	168,9	177,5	186,0	191,6
Sprzedaż gastronomiczna	43,0	23,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność filmowa	29,5	48,8	72,1	48,8	51,2	53,2	55,9
Pozostała sprzedaż	127,5	124,2	143,6	131,8	133,8	136,9	139,5
Koszty operacyjne	-1 379,8	-1 398,4	-1 516,9	-1 547,8	-1 561,7	-1 602,5	-1 631,7
EBITDA skorygowana	228,3	257,4	279,6	328,9	372,4	397,0	418,2
EBIT	44,6	82,1	89,7	110,3	153,8	176,3	199,7
Saldo finansowe	61,3	-55,6	-52,8	-45,1	-48,9	-45,6	-42,8
Udział w wyniku jedn. mpw	-4,3	1,1	13,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	101,6	27,6	49,8	65,1	104,8	130,6	156,9
Wynik netto	85,0	26,4	28,3	40,6	78,4	100,6	122,4
akcjonariuszy jedn. dominującej	65,4	14,7	22,8	34,3	71,1	94,6	116,3
udziały niekontrolujące	19,6	11,8	5,5	6,3	7,3	6,0	6,0
EBIT skorygowany w podziale na segmenty	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Film	50,9	62,2	77,8	74,1	80,1	86,0	90,7
Radio	51,2	57,5	76,3	87,2	110,2	120,5	130,3
Reklama zewnętrzna	20,4	34,0	34,9	33,7	36,0	41,2	47,1
Prasa	-7,5	-8,8	-10,7	-8,8	-3,7	-1,6	-0,5
Internet	-6,8	-6,0	-13,9	-14,0	-6,6	-3,6	-0,6
Segmenty razem	108,2	138,9	164,2	172,3	216,1	242,4	267,0
Pozycje uzgadniające	-49,2	-54,0	-69,6	-61,4	-62,4	-66,2	-67,4
EBIT skorygowany	58,9	84,9	94,7	110,8	153,8	176,3	199,7
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	116,7	148,9	159,0	167,8	209,1	234,5	255,8
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	16,0	53,8	58,0	71,6	113,2	135,7	158,1

*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

BILANS [PLN m]	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
RZAT + WNiP	1 019,6	978,5	999,2	1 041,9	1 059,1	1 116,2	1 147,4
Prawa do użytkowania aktywów	581,8	529,4	572,5	511,2	471,1	468,4	455,4
Inwestycje rozl. met. praw własności	13,8	14,9	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Pozostałe aktywa trwałe	65,2	79,2	80,3	88,5	88,5	88,5	88,5
Aktywa trwałe	1 680,3	1 602,0	1 652,4	1 642,1	1 619,1	1 673,5	1 691,7
Zapasy	34,6	24,0	35,9	40,9	40,0	41,6	42,8
Należności kr. term. i rozliczenia mo	238,3	253,2	278,0	282,0	287,0	300,9	309,7
Pozostałe aktywa obrotowe	1,9	2,7	5,3	4,6	4,5	4,5	4,6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	90,4	130,5	154,5	76,0	86,2	35,3	49,0
Aktywa obrotowe	365,1	410,5	473,6	403,5	417,8	382,3	406,0
Aktywa razem	2 045,4	2 012,5	2 126,0	2 045,6	2 036,9	2 055,8	2 097,8
Kapitał własny razem	847,6	700,4	714,3	704,7	752,8	816,1	894,2
Zobowiązania długoterminowe	636,3	761,5	742,4	704,5	645,5	595,8	556,4
Zobowiązania krótkoterminowe	561,5	550,6	669,4	636,4	638,6	643,9	647,1
Zobowiązania razem	1 197,8	1 312,1	1 411,7	1 340,9	1 284,1	1 239,7	1 203,5
Pasywa razem	2 045,4	2 012,5	2 126,0	2 045,6	2 036,9	2 055,8	2 097,8

ZADŁUŻENIE FINANSOWE [PLN m]	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu [dług %]	733,6	817,0	836,9	812,7	742,6	692,1	649,1
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	84,2	223,7	203,1	190,6	160,6	130,6	100,6
Zobowiązania z tyt. leasingu	649,5	593,3	633,8	604,3	564,2	561,5	548,5
Dług netto	667,9	728,0	725,7	756,7	676,4	676,9	620,2
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	36,6	140,8	115,5	207,2	167,0	170,2	126,4
Dług netto / Adj. EBITDA [x]	2,9	2,8	2,6	2,3	1,8	1,7	1,5
Skor. koszty obsługi zadłużenia	135,2	139,8	145,4	183,0	179,9	181,4	173,3
Koszty odsetkowe netto bez odsetek z leasingu	13,9	16,2	20,3	18,6	19,1	16,9	13,4
Zobowiązania leasingowe	121,3	123,6	125,1	164,4	160,9	164,5	159,8
Fixed charge cover [x]	1,7	1,9	1,9	1,8	2,1	2,2	2,4

CF [PLN m]	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przepływy z działalności operacyjnej	246,6	260,0	275,5	257,7	356,6	359,0	381,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-19,5	-39,4	-68,6	-122,1	-106,2	-147,9	-119,8
Przepływy z działalności finansowej	-205,8	-180,5	-183,0	-227,5	-240,2	-248,7	-247,5
w tym płatności leasingowe	-90,9	-91,8	-93,3	-130,5	-129,6	-134,4	-129,9
w tym dywidendy	0,0	0,0	-11,6	-23,3	-30,3	-37,3	-44,3
Środki pieniężne eop	90,4	130,5	154,5	62,6	72,8	35,3	49,0

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

Analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

Jakub Zamorski

Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

Krzysztof Grzegorzczak

Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.grzegorzczak@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Tomasz Grzeszczyk

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

Tomasz Figiel

tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@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	12,08	kupuj	11,54	2026-09-03	19:03	9,20	152 069
kupuj	11,54	kupuj	12,69	2026-04-09	23:55	8,32	129 621
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 Q3 2026*:			, 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	2	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	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: 2026-09-03.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-09-03 (19:03 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-09-03.

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 2026-09-03:

- 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.