



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy zalecenie Kupuj i ustalamy cenę docelową na poziomie 13,6 PLN (poprzednio 13,59 PLN). Od naszego ostatniego raportu analitycznego z 2024-12-13 kurs Agory wzrósł o ponad 27% z 8,73 PLN do 11,1 PLN. Ostatnie 3 miesiące wskazały na względną siłę zachowania kursu Agory (po wcześniejszym odczuwalnym słabszym zachowaniu) do indeksu WIG oraz STOXX Europe Media. W oparciu o prognozę na 2025 rok Agora jest obecnie handlowana na mnożniku EV/EBITDA w okolicy 4,2x.

W bieżącej analizie dokonujemy korekt krótkoterminowych dla segmentu film i książka (rewizja in minus dotyczy frekwencji). Aktualnie spodziewamy się spadku liczby sprzedanych biletów w Q1 2025 o ponad 13,5% r/r (poprzednio zakładaliśmy erozję rzędu 3,5% r/r). Na cały rok 2025 (pomimo korekty in minus dokonanej na Q1) i 2026 przyjęliśmy w modelu kontynuację procesu odbudowy frekwencji kinowej. W najbliższych dwóch latach w segmencie film i książka spodziewamy się wzrostu sprzedaży biletów o odpowiednio 2,6% oraz 7,3% r/r. Założenia dla pozostałych obszarów z ekspozycją na rynek reklamy pozostają bez istotnych zmian.

Oceniamy, że Agora znajduje się w procesie odbudowy swojej pozycji rynkowej na rynku reklamy. W średnim horyzoncie oczekujemy odczuwalnej zmiany struktury wyników spółki i najbliższe dwa lata, według naszej symulacji, powinny znacząco wzmocnić rolę dywizji biznesowych z ekspozycją na wpływy reklamowe w budowie zysków Agory (poza segmentem film i książka).

W 2025 roku, według naszej symulacji, skor. EBIT może wzrosnąć o blisko 36% do 105,6 mln PLN (nominalnie zakładany wzrost skor. EBIT wynosi 27,9 mln PLN w relacji do 2024 roku). W segmencie film i książka nasza symulacja wskazuje na możliwą erozję o 3,5 mln PLN (-5,9% r/r). W oparciu o założenia modelu pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe plus pozycje nieprzypisane/uzgadniające, łącznie odpowiadają za przyrost skor. EBIT o ponad 31 mln PLN w relacji do 2024 roku. Segmenty inne niż film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu w naszej symulacji odpowiadają za prawie 48% rocznego odczytu skor. EBIT (w 2024 roku może to być 25%).

W raporcie opisujemy również propozycję nowego programu motywacyjnego, który będzie przedmiotem obrad NWZA zwołanego na 2025-03-28. Założenia programu oceniamy pozytywnie. Warunki powiązane z rentownością inwestycji w akcje Agory na tle indeksu sWIG80 oraz poziom strumienia wypłaconych dywidend będą odpowiadały za 55% puli warrantów. Z kolei cele wynikowe zdefiniowane jako poziom EBITDA na lata 2026-2028 (non IFRS16) będą odpowiadały za 45% puli programu motywacyjnego.

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem [PLN m]	1 113	1 424	1 489	1 515	1 621	1 709
EBITDA skor. [PLN m]	143	228	252	280	324	353
EBIT skor. [PLN m]	-13	59	78	106	151	179
Wynik netto [PLN m]	-103	65	12	51	85	111
P/E (x)	---	7,9	42,2	10,2	6,0	4,7
EV/Przychody (x)	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	8,7	5,1	4,9	4,2	3,4	2,9
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	2,7%

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 13,60 PLN

13 MARZEC 2024, 10:15 CET

Wycena końcowa [PLN]	13,60
Wycena DCF [PLN]	13,40
Wycena mnożnikowa [PLN]	13,81
Potencjał do wzrostu / spadku	+22,5%

Cena rynkowa [PLN]	11,10
Kapitalizacja [PLN m]	517
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	27,1	13,1
6M stopa zwrotu	12,1	-2,9
YTD stopa zwrotu	12,7	-4,5
12M stopa zwrotu	-4,3	-18,1

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

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

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
ZAŁOŻENIA PROGRAMU MOTYWACYJNEGO	5
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	7
WYCENA DCF	8
WYCENA MNOŻNIKOWA	10
WYNIKI AGORY ZA Q3 2024	13
DŁUG FINANSOWY	17
ROK 2025 OKRESEM PIERWSZYCH POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?	18
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Od naszego ostatniego raportu analitycznego z 2024-12-13 kurs Agory wzrósł o ponad 27% z 8,73 PLN do 11,1 PLN. Ostatnie 3 miesiące wskazały na względną siłę zachowania kursu Agory (po wcześniejszym odczuwalnym słabszym zachowaniu) do indeksu WIG oraz STOXX Europe Media.

W bieżącej analizie dokonujemy korekt krótkoterminowych dla segmentu film i książka (rewizja in minus założeń dotyczących frekwencji). Aktualnie spodziewamy się spadku liczby sprzedanych biletów w Q1 2025 o ponad 13,5% r/r (poprzednio zakładaliśmy erozję rzędu 3,5% r/r). Założenia dla pozostałych obszarów z ekspozycją na rynek reklamy pozostają bez istotnych zmian.

Podsumowując, podtrzymujemy zalecenie Kupuj i ustalamy cenę docelową na poziomie 13,6 PLN (poprzednio 13,59 PLN). Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 13,4 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,0x) na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 13,81 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 13,6 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod. Zgodnie z naszą symulacją spółka aktualnie jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA bliskim 4,2x na rok 2025.

Podsumowanie wyceny Agory

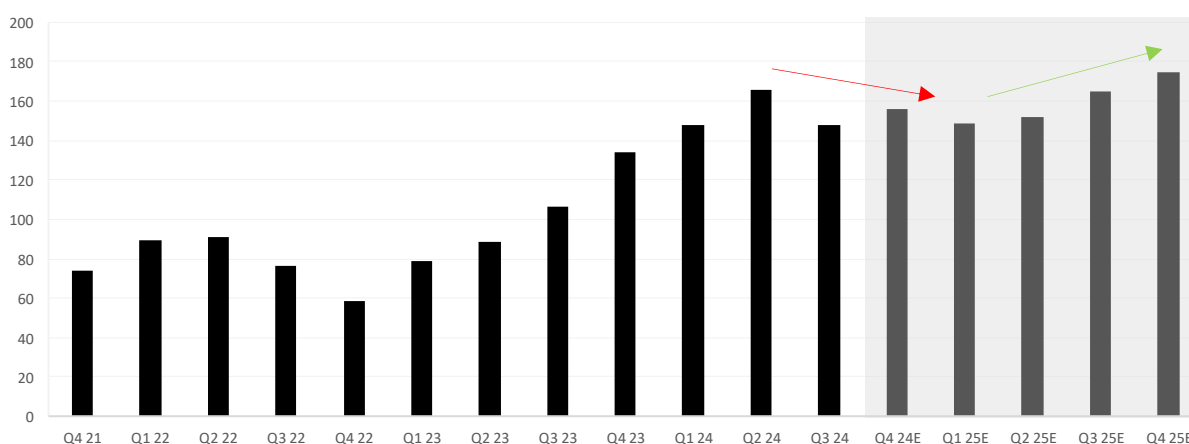
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	13,40
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	13,81
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	13,60

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że Agora znajduje się w procesie odbudowy swojej pozycji rynkowej na rynku reklamy. W średnim horyzoncie oczekujemy odczuwalnej zmiany struktury wyników spółki. Najbliższe dwa lata, według naszej symulacji, powinny znacząco wzmocnić rolę dywizji biznesowych z ekspozycją na wpływy reklamowe w budowie zysków Agory (poza segmentem film i książka).

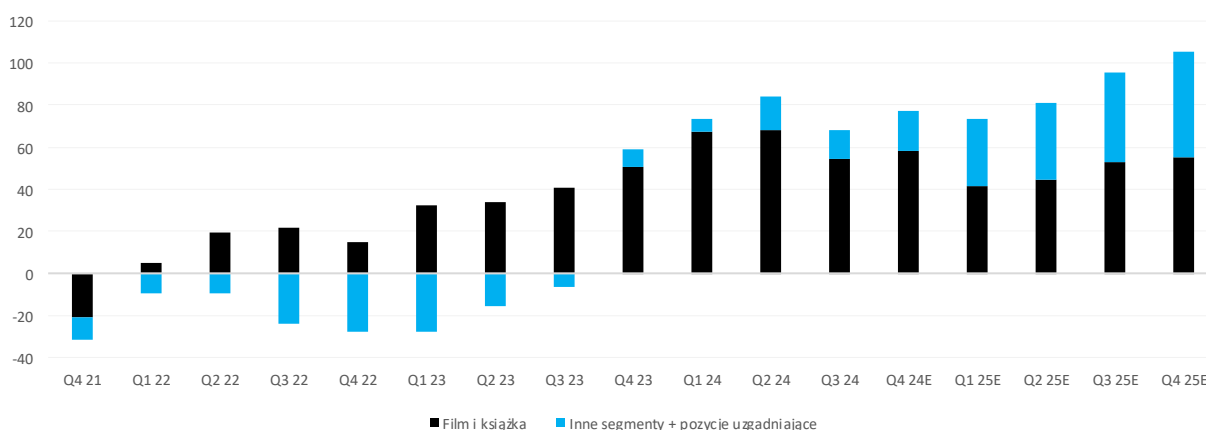
W 2025 roku, według naszej symulacji, skor. EBIT powinien wzrosnąć o blisko 36% do 105,6 mln PLN (nominalnie zakładany wzrost skor. EBIT wynosi 27,9 mln PLN w relacji do 2024 roku). W segmencie film i książka nasza symulacja wskazuje na możliwą erozję o 3,5 mln PLN (-5,9% r/r). W oparciu o założenia modelu pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe plus pozycje nieprzypisane/uzgadniające, łącznie odpowiadają za przyrost skor. EBIT o ponad 31 mln PLN w relacji do 2024 roku. Segmenty inne niż film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu w naszej symulacji odpowiadają za prawie 48% rocznego odczytu skor. EBIT (w 2024 roku może to być 25%).

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



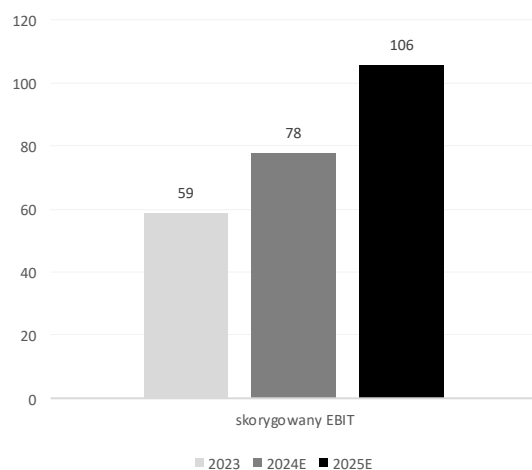
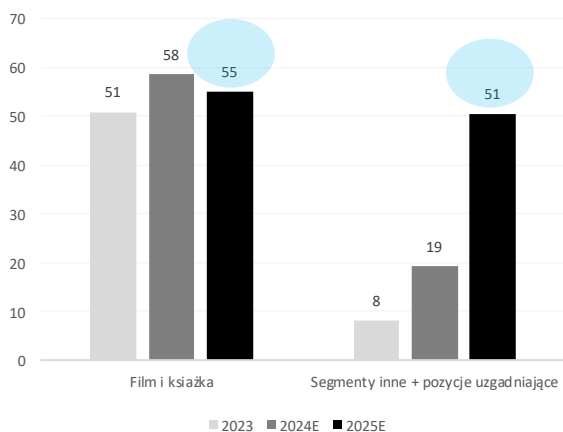
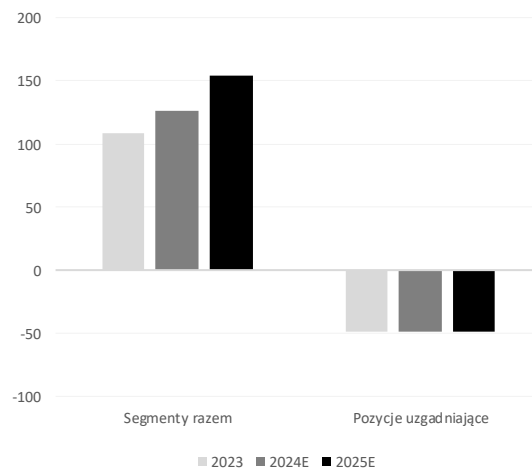
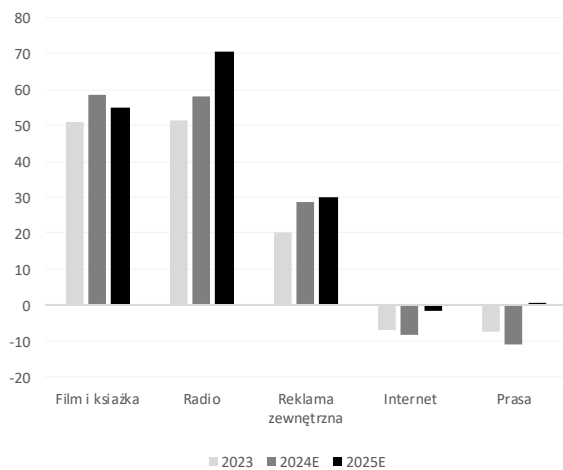
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane za 2023 rok oraz nasze założenia na lata 2024-2026 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZAŁOŻENIA PROGRAMU MOTYWACYJNEGO

Na dzień 28 marca 2025 roku zwołano NWZA Agory, na którym będzie poddany pod głosowanie projekt wdrożenia programu motywacyjnego.

Przyznanie warrantów uprawniających do objęcia akcji w ramach programu motywacyjnego (podzielonych na kilka transz) ma być uwarunkowane realizacją celów wynikowych, strumieniem wypłaconych dywidend oraz stopą zwrotu z inwestycji w walory Agory na tle indeksu sWIG80.

Założenia programu oceniamy pozytywnie. Warunki powiązane z rentownością inwestycji w akcje Agory na tle sWIG80 oraz poziom strumienia wypłaconych dywidend będą odpowiadały za 55% puli warrantów. Z kolei cele wynikowe zdefiniowane jako poziom EBITDA na lata 2026-2028 (non IFRS16) będą odpowiadały za 45% puli programu motywacyjnego.

Zgodnie z propozycjami, przewiduje się emisję:

- nie więcej niż 1 863 232 akcji serii G (nominał 1 PLN; cena emisyjna 8 PLN),
- nie więcej niż 1 863 232 akcji serii H (nominał 1 PLN; cena emisyjna 1 PLN).

Obecnie liczba akcji Agory wynosi 46,58 mln sztuk, zatem maksymalnie nowe akcje będą stanowić 8% dotychczasowych akcji.

Ogółem pula 30% warrantów jest przypisana do przyszłego zachowania kursu Agory. Zaproponowanym wymogiem aktywowania odpowiednich transz jest kryterium by w odpowiednich interwałach czasu stopa zwrotu na walorach Agory (łącznie z dywidendą) była o 5 pkt % wyższa niż zmiana wartości indeksu sWIG80 (w stosunku rocznym).

Poziom przyszłego strumienia dywidend (w latach 2026-2029) będzie odpowiadał za 25% warrantów w programie. Zwracamy uwagę, że zaproponowane widełki 83 – 116,45 mln PLN w okresie 4 lat wskazują na średnioroczny DPS (liczone bez rozwodnienia z tytułu nowych akcji z programu motywacyjnego) na poziomie 0,445-0,625 PLN. Jest to scenariusz wykraczający optymizmem poza nasze oczekiwania modelowe. W analizie uwzględniamy, iż przed końcem realizacji obecnej strategii spółka powróci do możliwości wypłaty dywidendy.

W bieżącym modelu utrzymujemy założenie wypłaty DPS w 2026 roku na poziomie 0,15 PLN, w 2027 roku w kwocie 0,30 PLN oraz 0,45 PLN w 2028 roku. Zakładamy, że dopiero kolejna strategia średnioterminowa Agory będzie definiowała optymalnie progi dotyczące strumienia wypłat dywidend, tak by jednocześnie nie zepchnąć spółki do kategorii podmiotów cechujących się brakiem perspektyw wzrostu.

Kryteria wypracowania odpowiedniego poziomu EBITDA w latach 2026-2028 będą odpowiadały za 45% puli warrantów zamiennych na akcje. Przedstawione progi minimalne w naszej ocenie są jak najbardziej do osiągnięcia przez Agorę. Nasze założenia cechują się odczuwalnie większym optymizmem dla wszystkich wymienionych lat.

Podsumowanie warunków uprawniających do objęcia warrantów na akcje w programie motywacyjnym

		Pula warrantów	Cele do osiągnięcia	
Kryterium EBITDA	Cel 1	20% warrantów A i B	Cel wynikowy 2026 EBITDA: 170-199,99 mln PLN	(BDM = 214,9 mln PLN)
	Cel 2	15% warrantów A i B	Cel wynikowy 2027 EBITDA: 175-204,99 mln PLN	(BDM = 244,1 mln PLN)
	Cel 3	10% warrantów A i B	Cel wynikowy 2028 EBITDA: 180-209,99 mln PLN	(BDM = 265,9 mln PLN)
Kryterium rentowności inwestycji względem sWIG80	Cel 4	10% warrantów A i B	W okresie: Q4'24 – Q2'27 względna średnioroczna stopa zwrotu na walorach Agory wyższa o przynajmniej 5 pkt% (w stosunku rocznym; procent składany) liczone do indeksu sWIG80	
	Cel 5	10% warrantów A i B	W okresie: Q4'24 – Q2'28 względna średnioroczna stopa zwrotu na walorach Agory wyższa o przynajmniej 5 pkt% (w stosunku rocznym; procent składany) liczone do indeksu sWIG80	
	Cel 6	10% warrantów A i B	W okresie: Q4'24 – Q2'29 względna średnioroczna stopa zwrotu na walorach Agory wyższa o przynajmniej 5 pkt% (w stosunku rocznym; procent składany) liczone do indeksu sWIG80	
Kryterium strumienia dywidend	Cel 7	25% warrantów A i B	Dywidendy wypłacone w latach 2026-2029 będą znajdować się w przedziale od 83 mln PLN do 116,45 mln PLN lub powyżej.	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie treści propozycji uchwały na NWZA

Na przestrzeni 20 lat (2005-2024) w 6 rocznych okresach stopa zwrotu na walorach Agory (łącznie z dywidendą) była wyższa niż oferował indeks sWIG80. W omawianym okresie nasza symulacja pokazuje, że w 2-letnich interwałach w 4 latach kurs Agory oferował stopę zwrotu przewyższającą o 5 pkt % nad sWIG80 (w ujęciu rocznym). Wydłużenie interwału do 3 lat wskazuje, że wcześniejszy warunek został spełniony tylko raz w 2017 roku.

Historyczna symulacja stóp zwrotu na walorach Agory na tle indeksu sWIG80 (interwały 2 i 3 letnie)

2 letni total return (w ujęciu rocznym)		
Lata	Agora	sWIG80
2005	17%	41%
2006	-19%	65%
2007	-8%	72%
2008	-32%	-26%
2009	-36%	-15%
2010	28%	35%
2011	-28%	-11%
2012	-32%	-6%
2013	-1%	32%
2014	-15%	10%
2015	13%	-2%
2016	33%	11%
2017	10%	7%
2018	-9%	-11%
2019	-12%	-5%
2020	-13%	27%
2021	-16%	33%
2022	-18%	8%
2023	25%	11%
2024	42%	21%

3 letni total return (w ujęciu rocznym)		
Lata	Agora	sWIG80
2006	-10%	67%
2007	1%	51%
2008	-37%	9%
2009	-13%	-3%
2010	-21%	-7%
2011	-10%	9%
2012	-18%	0%
2013	-24%	7%
2014	-9%	15%
2015	7%	10%
2016	11%	2%
2017	27%	9%
2018	-4%	-4%
2019	-3%	-2%
2020	-18%	7%
2021	-9%	28%
2022	-22%	17%
2023	16%	17%
2024	10%	10%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Przyszła ścieżka wynikowa

Zwracamy uwagę, że przedstawiony przez nas scenariusz bazowy dla modelu wyceny w niektórych punktach wykracza optylizmem poza cele wyznaczone w materiale „Kierunki Strategiczne Grupy Agora na lata 2023-2026” przyjętym przez zarząd spółki w kwietniu 2023 roku. Dlatego należy mieć na uwadze, że nasze podejście może być obarczone ryzykiem błędu. Przypominamy, że strategia spółki zakłada, iż celem minimum jest osiągnięcie 200 mln PLN EBITDA z wyłączeniem IFRS 16 przed 2026 rokiem. Nasz obecny model zakłada, że w latach 2025-2026 spółka powinna być w stanie wypracować EBITDA z wyłączeniem IFRS 16 odpowiednio w okolicy 170 mln PLN i 214 mln PLN.

Rynek reklamy zewnętrznej (OOH)

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

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

Udziały w rynku mediów

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

Rynek kinowy

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

USA są tradycyjnie kluczowym obszarem dla branży kinowej. Należy mieć na uwadze, że po okresie pandemii dwie największe sieci multiplexów w USA znajdują się w procesie „odbudowy płynności”. AMC oraz Regal (wchodzący w skład grupy Cineworld) odpowiadają odpowiednio za około 23% i 16% amerykańskiego rynku. Trzeci gracz w USA to sieć Cinemark, która posiada blisko 15% udział w rynku jak pokazują ostatnie odczyty kwartalne notuje bardzo mocne rezultaty (działając na względnie małym lewarze). Nie należy wykluczać scenariusza, iż może dojść do znaczących zmian własnościowych na amerykańskim rynku multiplexów, co finalnie będzie rzutować na branżę kinową.

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 5,8% (poprzednio 5,7%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Agora.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% (poprzednio 2,0% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 13,5%.

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.

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

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 13,40 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-06-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	9,0%	17,5	18,4	19,5	20,8	22,2	23,9	25,9
	10,5%	15,1	15,8	16,6	17,5	18,4	19,5	20,8
	12,0%	13,4	13,9	14,5	15,1	15,8	16,6	17,5
	13,5%	12,1	12,5	12,9	13,40	13,9	14,5	15,1
	15,0%	11,0	11,3	11,7	12,1	12,5	12,9	13,4
	16,5%	10,1	10,4	10,7	11,0	11,3	11,7	12,1
	18,0%	9,4	9,7	9,9	10,1	10,4	10,7	11,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody [PLN m]	1 515	1 621	1 709	1 781	1 852	1 913	1 967	2 015	2 057	2 099
EBIT [PLN m]	105,6	151,0	178,7	201,8	222,1	236,4	246,0	254,8	261,0	266,5
NOPAT [PLN m]	85,5	122,3	144,8	163,4	179,9	191,5	199,3	206,4	211,4	215,9
Amortyzacja [PLN m]	174,4	173,1	174,6	173,4	173,1	173,1	173,3	173,2	172,9	172,6
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-4,3	-1,4	-2,4	-3,2	-1,1	-1,4	-1,7	-2,0	-2,2	-2,3
CAPEX + odnowienie leasingu [PLN m]	-181,2	-173,6	-179,0	-181,1	-183,5	-185,6	-185,3	-184,8	-185,2	-185,4
Inwestycje kapitałowe [PLN m]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF [PLN m]	74,3	120,5	137,9	152,6	168,4	177,5	185,5	192,9	197,0	200,8
Suma PV FCFF [PLN m]	844,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	539,4									
Wartość firmy EV [PLN m]	1 383,8									
Dług netto [PLN m]	714,0									
Inne korekty [PLN m]	45,7									
Wartość kapitału [PLN m]	624,1									
Ilość akcji [m]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,40									

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

WACC w okresie rezydualnym: 13,5%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ogółem r/r	1,8%	7,0%	5,4%	4,2%	4,0%	3,3%	2,8%	2,5%	2,1%	2,0%
Przychody reklama r/r	4,9%	6,3%	5,6%	4,8%	4,5%	3,7%	3,2%	2,9%	2,9%	2,8%
Przychody bilety + bary kinowe r/r	6,7%	10,6%	7,2%	4,6%	4,6%	3,6%	2,8%	2,3%	1,3%	1,0%
Marża NOPAT	5,6%	7,5%	8,5%	9,2%	9,7%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%
(CAPEX + odnowienie leasingu)/ Przychody	12,0%	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,7%	9,4%	9,2%	9,0%	8,8%
D / E	118%	90%	68%	48%	41%	41%	41%	40%	40%	40%
E / (E+D)	46%	53%	59%	68%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
D / (E+D)	54%	47%	41%	32%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	1,9	1,7	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
WACC	12,7%	13,0%	13,2%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2024-2025 (poprzednio było również 2024-2025) w wysokości 5,0x (wcześniej używaliśmy mnożnika 5,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 643 mln PLN, czyli 13,81 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-25						
	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,2	8,0	10,9	13,81	16,7	19,6	22,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2025E	2026E
SCHIBSTED	29,9	23,2
VIVENDI	11,2	12,2
CANAL+	3,3	3,1
INFORMA	10,8	10,1
PEARSON	10,9	10,3
WOLTERS KLUWER	17,3	16,1
NEW YORK TIMES	13,7	12,4
ALPHABET	11,6	10,3
META PLATFORMS	14,9	12,4
CLEAR CHANNEL	15,2	13,7
JCDECAUX	8,8	8,1
LAMAR ADVERTIS	15,2	14,6
STROEER	7,7	7,0
LAGARDERE SA	7,2	6,7
KINEPOLIS	8,6	8,0
CINEMARK	7,9	7,0
IMAX CORP	9,5	8,8
AMC ENTERTAINMEN	18,5	13,8

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025-2025 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 11,1x oraz 10,3x.

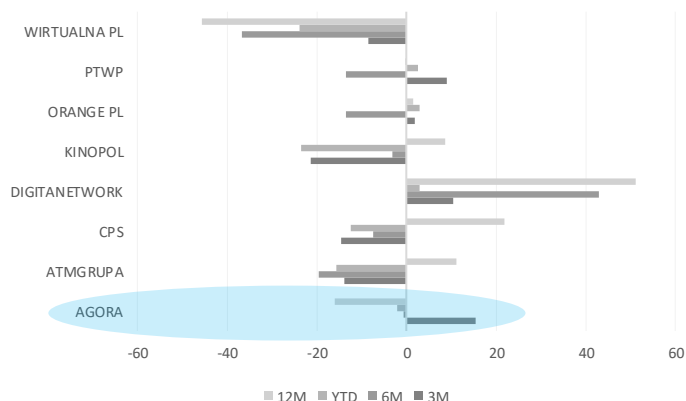
Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada różne działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej i tym samym poziomem akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, reklama zewnętrzna, radio, kino).

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być The New York Times (inwestorzy akceptują wskaźniki EV/EBITDA rzędu 13,7x na rok 2025).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

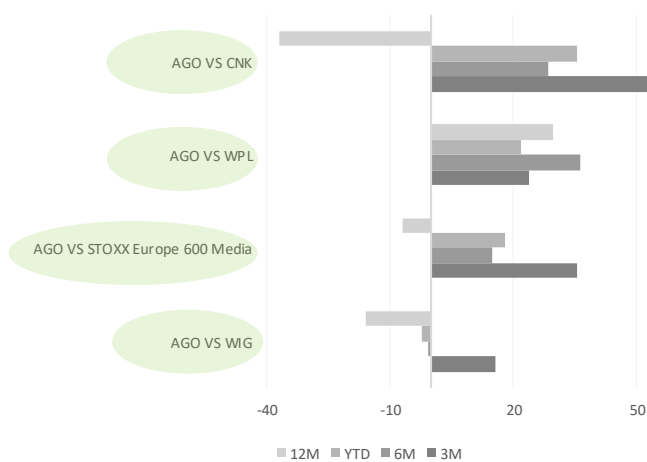
	3M	6M	YTD	12M
AGORA	13,1	-2,9	-4,5	-18,1
ATMGRUPA	-15,3	-21,0	-17,2	9,5
CYFRPLSAT	-15,5	-8,4	-13,2	21,3
DIGITANET	9,0	41,5	1,4	49,7
KINOPOL	-22,1	-3,9	-24,4	8,1
ORANGE PL	-1,8	-17,0	-1,1	-2,2
PTWP	9,5	-13,4	2,8	0,3
WIRTUALNA PL	-8,0	-36,9	-23,7	-45,9



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	13,1	33,9	21,1	53,6
6M	-2,9	13,3	34,0	27,2
YTD	-4,5	16,7	19,2	34,3
12M	-18,1	-8,2	27,8	-38,3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

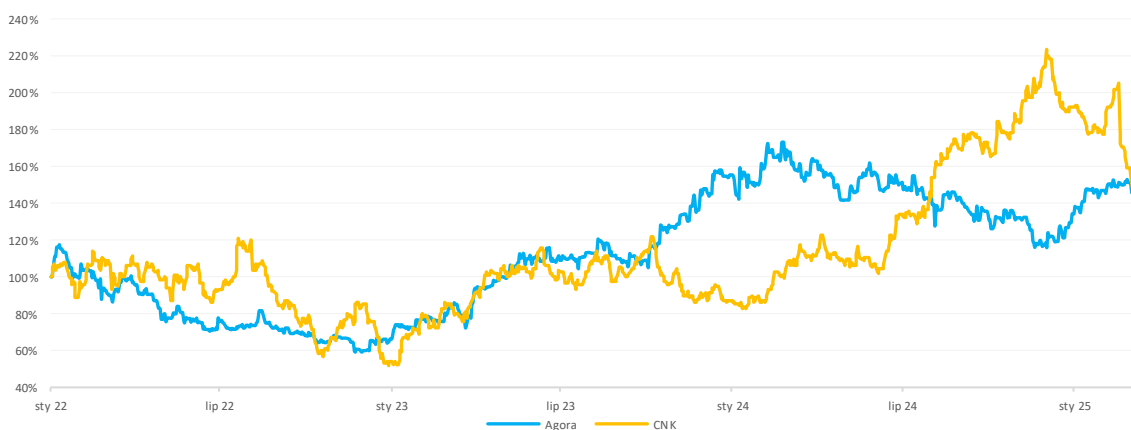
Ostatnie 3 miesiące wskazały na względną siłę zachowania kursu Agory (po wcześniejszym odczuwalnym słabszym zachowaniu) do indeksu WIG oraz STOXX Europe Media. W trakcie minionych 3 miesięcy walory spółki przyniosły jednocześnie lepsze stopy zwrotu niż Wirtualna Polska (oba podmioty posiadają silną ekspozycję na rynek reklamy internetowej w Polsce) czy Cinemark Holdings (sieć multipleksów z ekspozycją głównie na USA).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q3 2024

Zaprezentowane wyniki za Q3 2024 odebraliśmy z lekkim rozczarowaniem. Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich komentarzach, przygotowywaliśmy się na scenariusz, iż okres Q3 2024 wskaże na istotny spadek rezultatów Agory w relacji r/r. Decydujący wpływ na zakończony Q3 2024 miał słaby rynek kinowy. Pozytywnym akcentem jest dla nas segment radio. Jednocześnie jednak dostrzegamy, że łącznie segmenty z ekspozycją na reklamę (wszystkie poza segmentem film i książka) wypracowały podobny odczyt EBIT jak w Q3 2023.

- Segment film i książka w Q3 2024 wykazał erozję r/r skor. EBIT z 19,3 mln PLN do 5,9 mln PLN.
- W segmentach z ekspozycją na reklamę (poza segmentem film i książka) łączny skorygowany EBIT wyniósł 7,6 mln PLN względem odczytu 7,8 mln PLN w Q3 2023. Zauważamy, że segment radio wykazał lepszy wynik niż nasza prognoza. Jednocześnie suma wyników segmentów z ekspozycją na reklamę (poza dywizją biznesową film i książka) była jednak niższa niż nasze oczekiwania.
- Rozpoznana kwota pozycji uzgadniających (dla wyniku EBIT na poziomie grupy) w Q3 2024 wyniosła -13,4 mln PLN względem -10,8 mln PLN w analogicznym okresie ubiegłego roku.

W Q3 2024 sieć Helios sprzedała około 24% mniej biletów do kin w ujęciu r/r i był to kwartał z największą erozją frekwencji w relacji r/r od zakończenia turbulencji po pandemii. W ujęciu 1-3Q 2024 liczba sprzedanych biletów w kinach Helios była niższa o ponad 2% w relacji r/r.

Wyniki za Q3 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

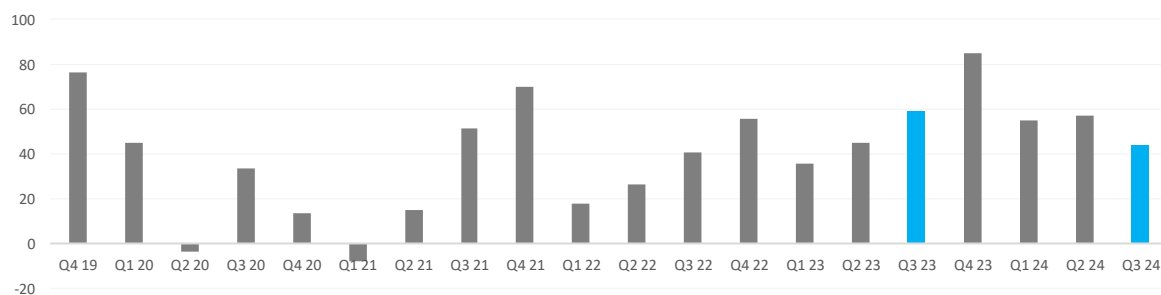
	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y	Q4 24E	realizacja
Przychody	363,5	334,5	-8,0%	1 317,2	1 496,0	13,6%	430,7	78%
Reklama	167,7	176,3	5,1%	631,6	757,5	19,9%	234,0	75%
Bilety do kina	71,7	56,3	-21,4%	234,2	242,8	3,6%	79,2	71%
Sprzedaż wydawnictw	33,2	31,0	-6,5%	139,1	137,5	-1,1%	35,1	88%
Bary kinowe	39,8	35,9	-9,9%	129,7	144,1	11,1%	44,8	80%
Sprzedaż gastronomiczna	11,4	0,0	-100,0%	41,5	34,8	-16,0%	0,0	---
Działalność filmowa	4,2	2,7	-36,2%	20,8	52,5	152,3%	9,0	30%
Pozostała sprzedaż	35,5	32,2	-9,1%	120,3	126,8	5,4%	28,6	113%
EBITDA skorygowana	59,2	43,7	-26,2%	195,0	240,1	23,1%	97,0	45%
EBIT skorygowany	16,3	0,1	-99,2%	34,1	68,1	99,9%	53,3	0%
Film i książka	19,3	5,9	-69,5%	40,7	54,6	34,1%	25,6	23%
Radio	7,0	9,3	32,3%	29,0	57,4	97,7%	28,4	33%
Prasa	0,6	0,0	-100,0%	-16,3	-11,5	---	0,6	---
Reklama zewnętrzna	4,3	0,8	-82,3%	27,2	22,8	-16,0%	9,9	8%
Internet	-4,1	-2,5	-39,0%	-0,6	-7,8	-1222%	2,0	-122%
Segmenty razem	27,2	13,5	-50,3%	80,0	115,5	44,4%	66,5	20%
Pozycje uzgadniające	-10,8	-13,4	-24,1%	-45,9	-47,4	-3,3%	-13,2	101%
Saldo finansowe	-32,6	-10,6	67,5%	30,1	2,5	-91,9%	-14,7	72%
Wynik brutto	-18,3	-10,8	41,0%	8,9	59,8	571,4%	47,6	-23%
Wynik netto	-13,2	-11,5	13,0%	3,6	35,2	890,0%	38,5	-30%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-14,2	-11,5	19,0%	-6,1	15,7	257,0%	36,7	-31%
EBIT skorygowany	16,3	0,1	-99,2%	34,1	68,1	99,9%	53,3	0%
Film i książka	19,3	5,9	-69,5%	40,7	54,6	34,1%	25,6	23%
Inne segmenty z ekspozycją na reklamę	7,8	7,6	-3,2%	39,3	60,9	55,1%	40,9	19%
Pozycje uzgadniające	-10,8	-13,4	23,6%	-45,9	-47,4	3,2%	-13,2	101%

** W 1H 2024 segment prasa oraz internet zostały obciążone kosztem restrukturyzacji zatrudnienia w łącznej kwocie 8,272 mln PLN (7,122 mln PLN w segmencie prasa i 1,15 mln PLN w segmencie internet).

*** dane za Q3 2023 nie zostały zmodyfikowane o wyłączenie sprzedanej działalności gastronomicznej (szacunkowa strata netto z tej działalności w Q3 2024 to 0,113 mln PLN; w Q3 2023 na działalności zaniechanej spółka wykazała stratę 0,182 mln PLN).

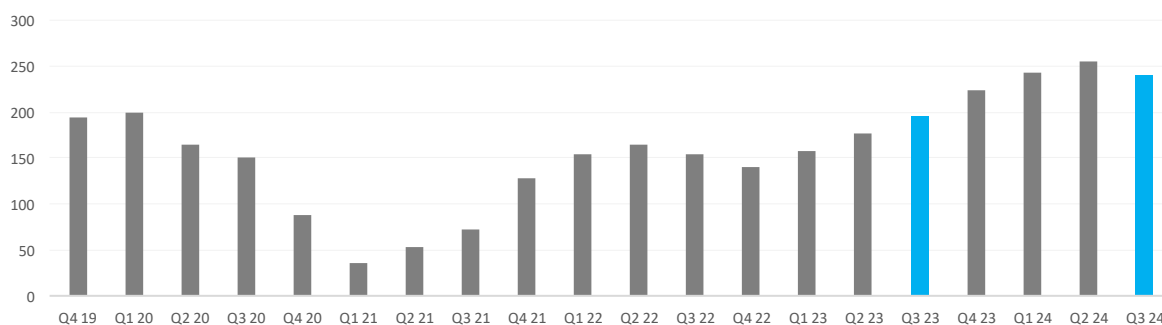
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



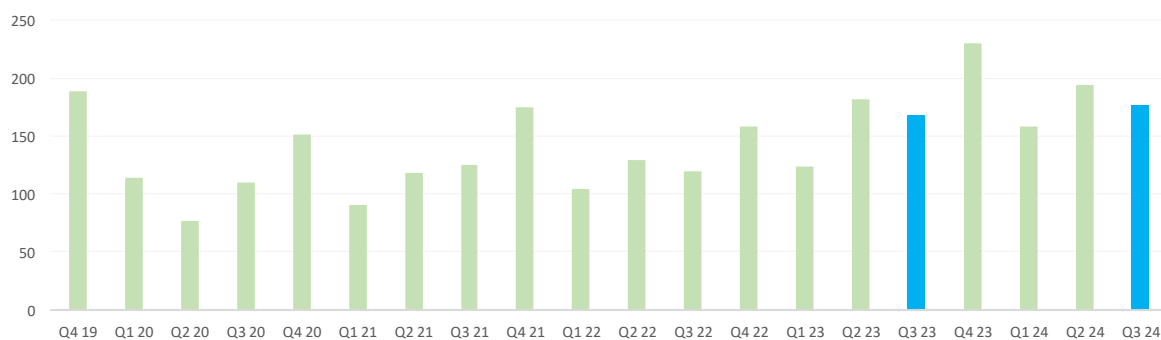
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



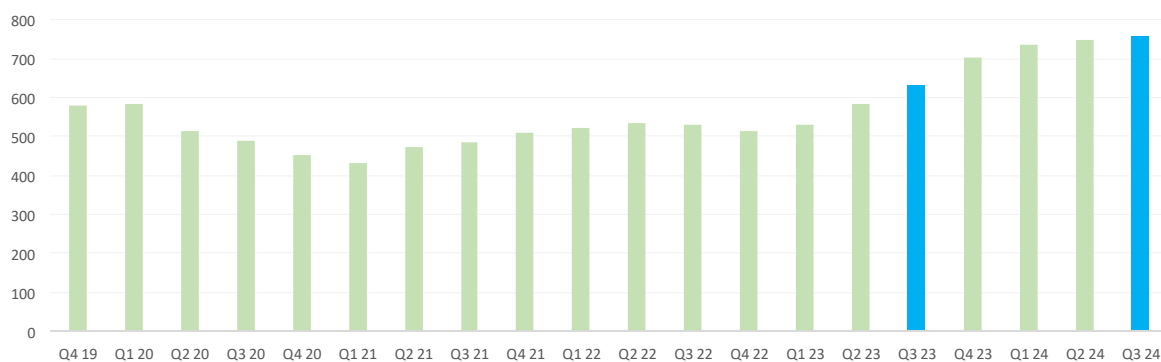
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe w grupie Agora [PLN m]



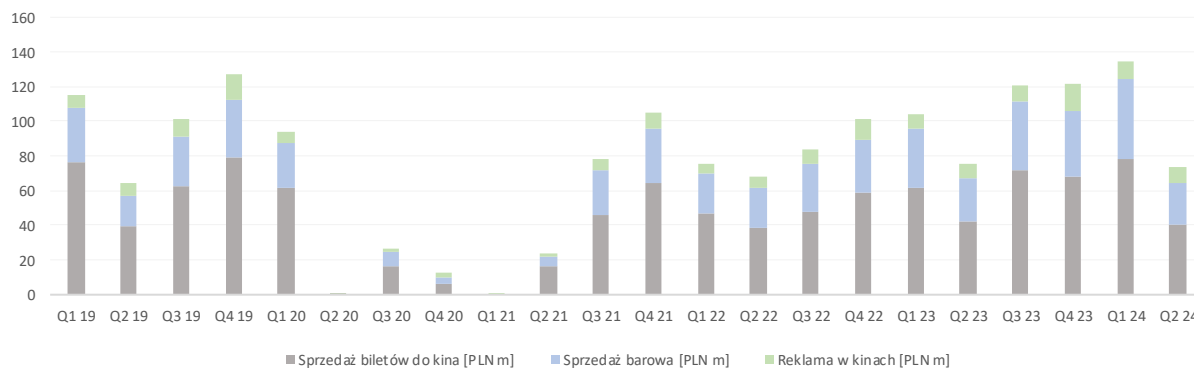
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody reklamowe LTM w grupie Agora [PLN m]



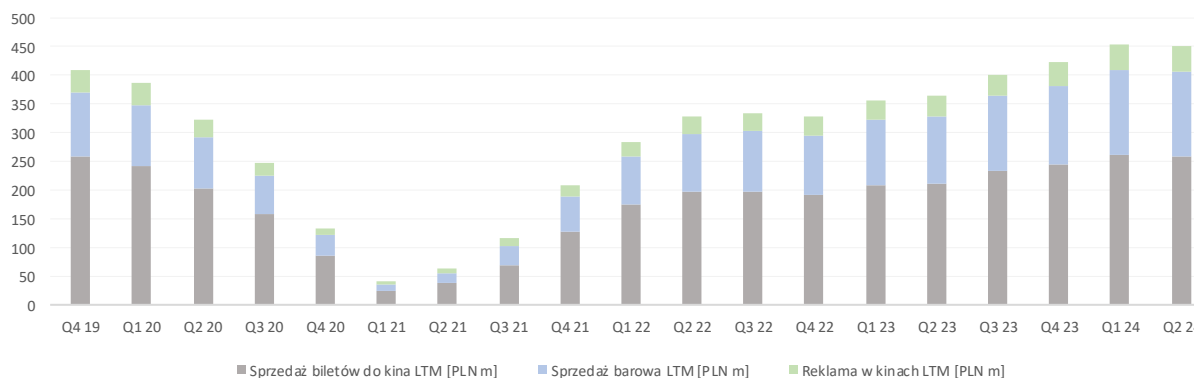
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



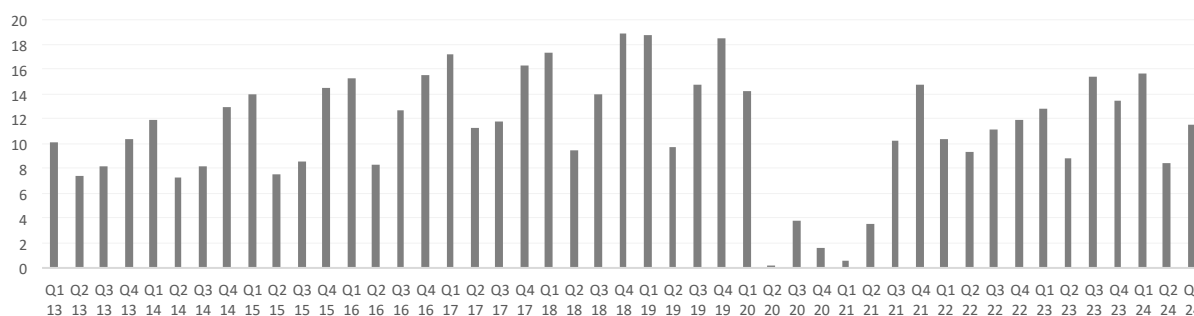
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



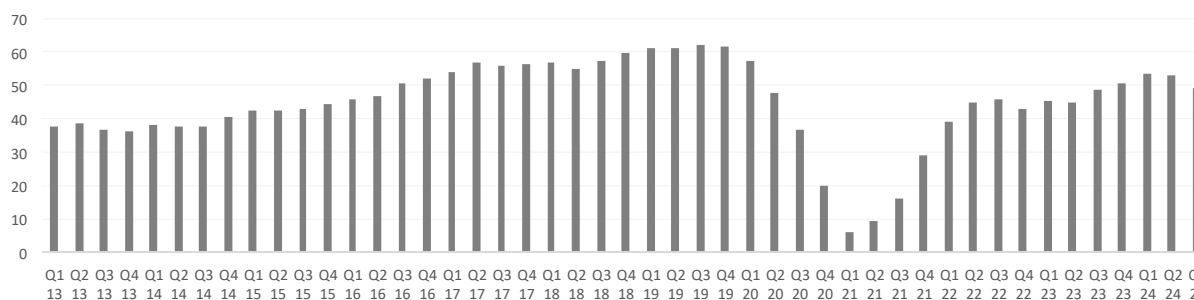
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



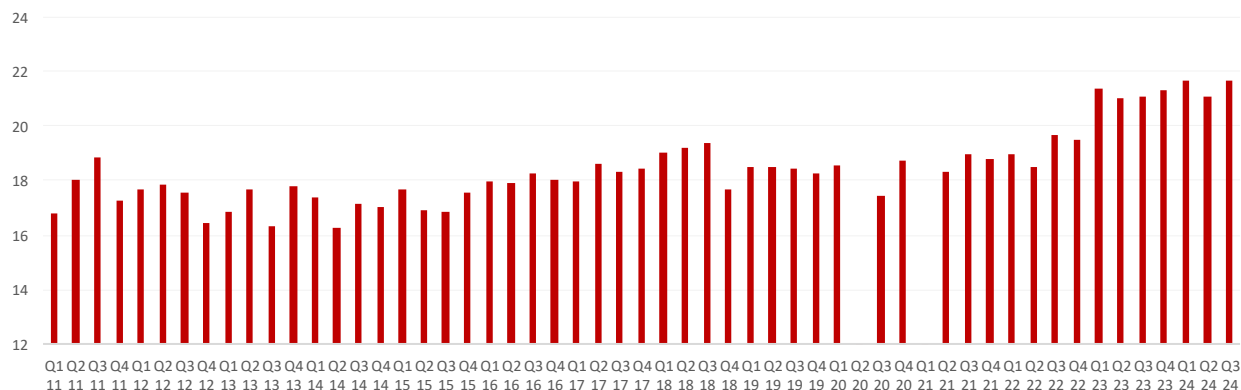
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



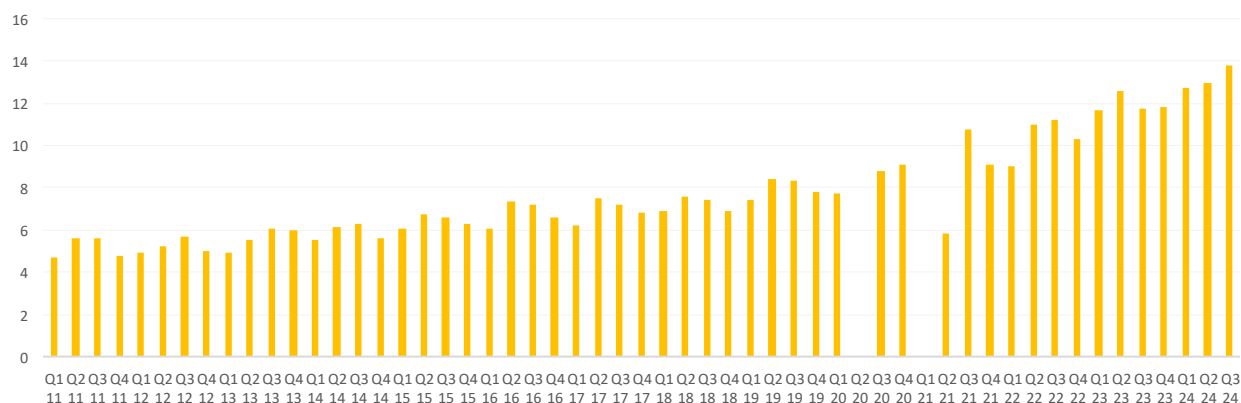
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



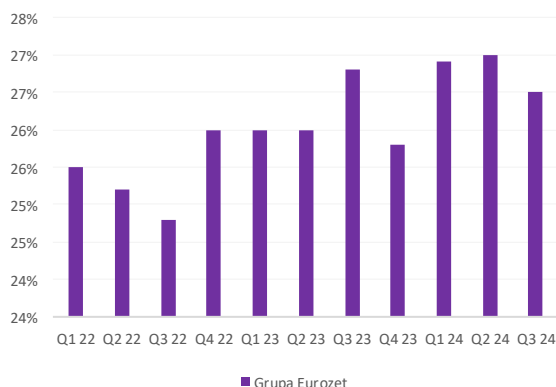
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

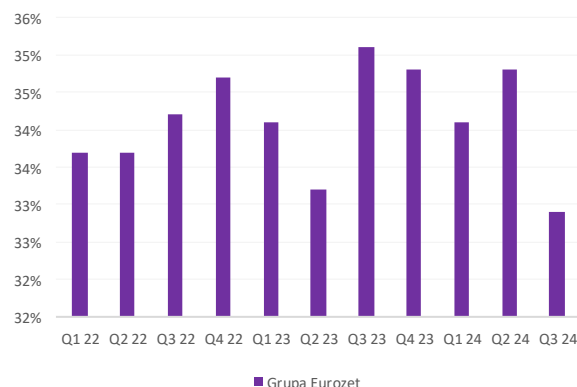


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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



W Q3 2024 różnica w udziale słuchalności pomiędzy Eurozet a liderem rynku Grupą RMF wyniosła 7,3 pkt % (w Q2 2024 i Q1 2024 było to odpowiednio 8,4 pkt % i 7,9 pkt %). Jednocześnie w grupie mieszkańców miast 100 tys.+ Eurozet w Q3 2024 wyprzedza Grupę RMF o blisko 3,2 pkt % i jest liderem w tej kategorii rynku. W miastach 200 tys.+ różnica ta wynosiła niespełna 10 pkt %, a w miastach powyżej 500 tys. przewaga Eurozet wyniosła ok 14 pkt %.

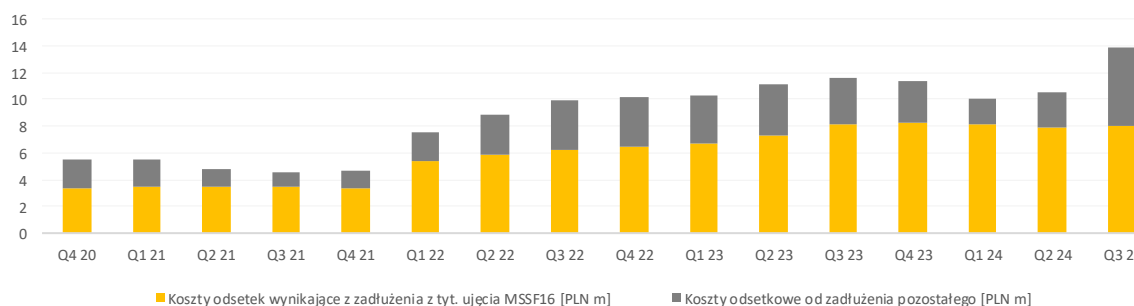
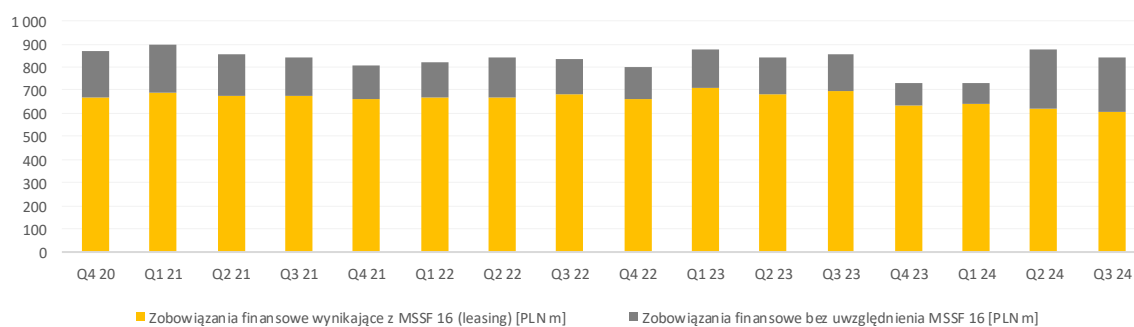
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

DŁUG FINANSOWY

Na koniec września 2024 roku zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ponad 843 mln PLN (na koniec Q2 2024 było to 888 mln PLN, z kolei na koniec 2023 około 734 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z IFRS 16 stanowiło 603,5 mln PLN (na koniec 2023 było to 631 mln PLN). Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec Q3 2024 wyniósł niespełna 240 mln PLN (na koniec 2023 roku ponad 102 mln PLN). Jednocześnie na koniec Q3 2024 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło ponad 84 mln PLN.

W 2023 roku w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia wyniosły łącznie 44,3 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało 30,4 mln PLN. Po Q3 2024 w ujęciu LTM w rachunku wyników odsetkowe koszty obsługi zadłużenia wyniosły łącznie 45,7 mln PLN, z czego na zobowiązania z tyt. leasingu rozpoznanego z zastosowaniem IFRS 16 przypadało 32,3 mln PLN.

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przypominamy, że spółka w Q2 2024 zaaranżowała nowe finansowanie, które zostało przeznaczone na sfinansowanie przejęcia 49% udziałów w Eurozet. Agora poinformowała, że konsorcjum banków udzieliło finansowanie w łącznej kwocie do 362 mln PLN.

Łącznie kredyty terminowe stanowią kwotę do 246 mln PLN:

- Kredyt terminowy A udzielony Agorze w wysokości 104 mln PLN z 5-letnim okresem spłaty w równych ratach kapitałowych płatnych w ostatnim dniu roboczym kwartału kalendarzowego;
- Kredyt terminowy B w wysokości 104 mln PLN z terminem spłaty (zapadalności) przypadającym w dniu 5. rocznicy podpisania umowy kredytów;
- Kredyt terminowy A udzielony Helios w wysokości 19 mln PLN z 5-letnim okresem spłaty w równych ratach kapitałowych płatnych w ostatnim dniu roboczym kwartału kalendarzowego;
- Kredyt terminowy B udzielony Helios w wysokości 19 mln PLN z terminem spłaty (zapadalności) przypadającym w dniu 5. rocznicy podpisania umowy kredytów.

Nowe finansowanie przewiduje również udostępnione kredyty obrotowe dla grupy do kwoty 116 mln PLN. Dotyczy to kredytów obrotowych udzielonych Agorze do maksymalnej kwoty 38 mln PLN (33 mln PLN + 5 mln PLN), Heliosowi do maksymalnej kwoty 63 mln PLN (38 mln PLN + 25 mln PLN) i dla AMS do maksymalnej kwoty 15 mln PLN.

ROK 2025 OKRESEM PIERWSZYCH POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?

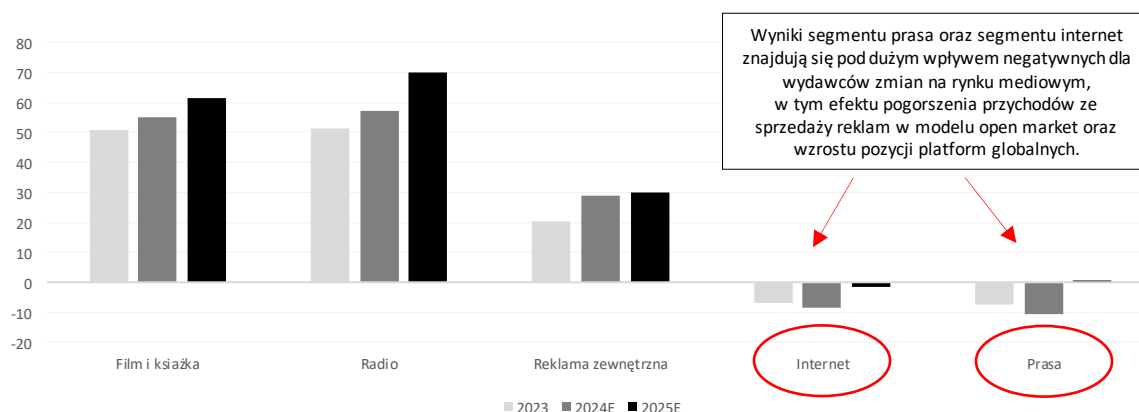
W raporcie zwracamy uwagę na trudne uwarunkowania biznesowe dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych/publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna jeśli spoglądamy na relację generowanych przychodów i poziom ponoszonych przez nich kosztów na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

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

W bieżącym 2025 roku spodziewamy się efektów rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech. W ostatnich miesiącach zauważamy szereg inicjatyw podejmowanych przez zrzeszenia wydawców, które mają m.in. przygotować i wzmocnić środowisko do procesu negocjacji przyszłego modelu ustalania należnych opłat za korzystanie z treści. Z drugiej strony zwracamy też uwagę na niedawny ruch ze strony Google, który został mocno oprotestowany przez środowisko wydawców (test mający na celu zablokowanie europejskich treści prasowych w Google News, Search i Discover; według Google test ten obejmie ok 1% użytkowników w Belgii, Chorwacji, Danii, Grecji, Włoszech, Holandii, Polsce i Hiszpanii).

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

Dane za 2023 rok oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa na 2024-2025 segmentów operacyjnych Agory [skor. EBIT; PLN m; dane segmentów przed wyłączeniami]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Prognozy wyników na Q4 2024 [PLN m]

	Q4 23	Q4 24E	y/y	Q4 23 LTM	Q4 24E LTM	y/y
Przychody	438,1	430,7	-1,7%	1 424,3	1 488,6	4,5%
Reklama	229,9	234,0	1,8%	703,7	761,5	8,2%
Bilety do kina	68,3	79,2	16,0%	244,0	253,7	4,0%
Sprzedaż wydawnictw	39,4	35,1	-10,9%	139,9	133,2	-4,8%
Bary kinowe	37,8	44,8	18,6%	136,6	151,1	10,6%
Sprzedaż gastronomiczna	11,8	0,0	-100,0%	43,0	23,1	-46,4%
Działalność filmowa	16,6	9,0	-45,8%	29,5	44,9	52,2%
Pozostała sprzedaż	34,3	28,6	-16,7%	127,5	121,1	-5,0%
EBITDA skorygowana	84,9	97,0	14,2%	224,6	252,2	12,3%
EBIT skorygowany	43,8	53,3	21,9%	58,9	77,6	31,7%
Film i książka	21,7	25,6	18,1%	50,9	58,5	14,9%
Radio	27,8	28,4	2,1%	51,2	58,0	13,4%
Prasa	-0,1	0,6		-7,5	-10,8	
Reklama zewnętrzna	3,9	9,9	153,7%	20,4	28,8	41,2%
Internet	2,6	2,0	-22,9%	-6,8	-8,4	
Segmenty razem	55,8	66,5	19,1%	108,2	126,2	16,7%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-13,2		-49,2	-48,5	
Saldo finansowe	32,1	-14,7		61,3	-44,4	
Wynik brutto	66,2	47,6	-28,1%	101,6	41,2	-59,5%
Wynik netto	50,9	38,5	-24,3%	85,0	22,8	-73,2%
akcjonariuszy jedn. dominującej	40,1	36,7	-8,6%	65,4	12,3	-81,3%
EBIT skorygowany	43,8	53,3	21,9%	58,9	77,6	31,7%
Film i książka	21,7	25,6	18,1%	50,9	58,5	14,9%
Inne segmenty z ekspozycją na reklamę	34,2	40,9	19,8%	57,3	67,7	18,2%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-13,2	9,2%	-49,2	-48,5	-1,4%

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

Przypominamy, że w Q4 2023 spółka ujęła dwa zdarzenia jednorazowe obniżające wynik segmentu internet oraz reklamy zewnętrznej (łącznie na kwotę 13,4 mln PLN). Segment reklama zewnętrzna został obciążony kosztem rezerwy w kwocie 6,1 mln PLN (rekalkulacja rezerwy na demontaże nośników reklamowych). Dodatkowo w Q4 2023 spółka ujęła ok 7,3 mln PLN odpisów aktualizujących w segmencie internet w związku ze sprzedażą HR Link. Szacowany przez nas skorygowany EBIT segmentu internet w Q4'23 nie obejmuje wskazanego odpisu.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przygotowujemy się na scenariusz, że okres Q4 2024 wskaże na schłodzenie dynamik wzrostu rynku reklamy na tle poprzednich kwartałów 2024 roku. Jednocześnie liczymy, że spółka znajdowała się w procesie stopniowej odbudowy udziałów rynkowych.

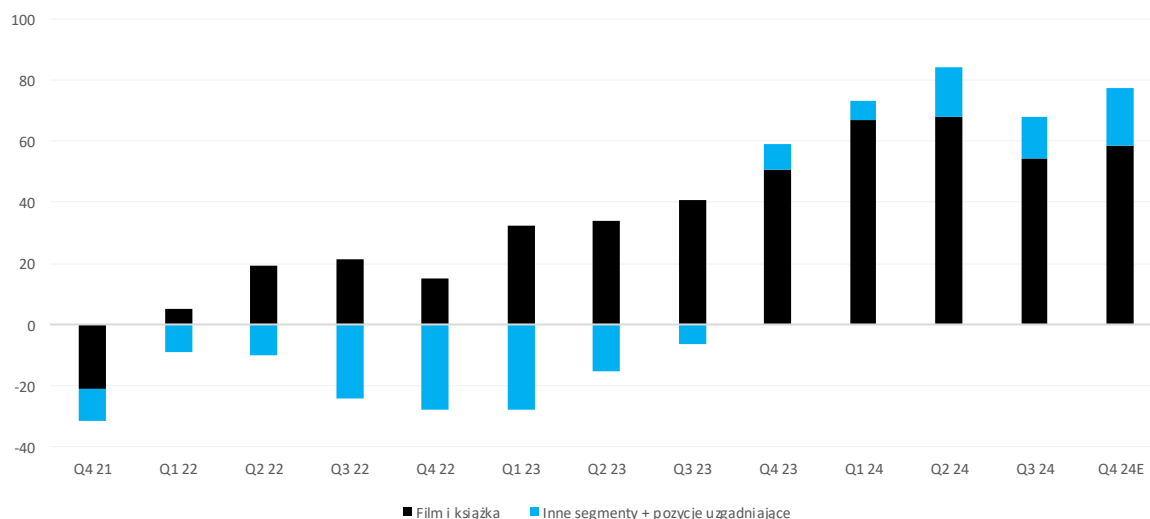
Na podstawie danych OOHLife Izba Gospodarcza rynek reklamy OOH w Polsce w 2024 roku wzrósł o blisko 9,7% (mocne dynamiki wzrostu w Q1 i Q2, erozja wartości r/r w Q3 oraz blisko 5% wzrost r/r w Q4). Najszybciej rosnącym obszarem reklamy zewnętrznej była reklama cyfrowa. Udział DOOH w całym rynku reklamy zewnętrznej w 2024 roku zwiększył się o blisko 4 pkt % do blisko 28,8% (w samym Q4 2024 szacunkowa wartość DOOH w całym rynku OOH to już ponad 32,5%).

Na podstawie naszych szacunkowych danych, frekwencja w kinach w minionym Q4 2024 okazała się prawdopodobnie ponad 11,5% wyższa niż w Q4 2023. Tym samym, w skali całego 2024 roku (według naszych symulacji) łączna frekwencja w kinach mogła być powyżej odczytów z 2023 roku.

Spodziewamy się, że skor. EBIT Agory w Q4 2024 wyniesie blisko 53,3 mln PLN (+22% r/r; bez ujęcia zysku na sprzedaży Step Inside w kwocie 8,8 mln PLN). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 25,6 mln PLN (+18% 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 27,7 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że w Q4 2024 spółka prawdopodobnie wykaże na pozostałych przychodach operacyjnych zysk w kwocie 8,8 mln PLN wynikający ze sprzedaży udziałów w Step Inside (sieci gastronomicznej Pasibus). Ta kwota nie jest ujęta w wykazanej przez nas symulacji skor. EBIT za Q4 2024 ale jest widoczna na wyniku netto. Jednocześnie przypominamy zeszłoroczne nieudane (pod względem możliwości monetyzacji) wdrożenie własnego produktu SaaS przez Yieldbird. Dlatego, należy mieć na uwadze, że w ramach publikacji raportu rocznego Agora może pokusić się o aktualizację wartości posiadanych aktywów Yieldbird. Aktywa trwałe i obrotowe przypisane do Yieldbird na koniec 2023 roku to kilkanaście mln PLN. Zatem ewentualna skala odpisów związana z utratą wartości, według nas, nie powinna być odczuwalnym obciążeniem wyników spółki w 2024 roku. W naszej symulacji w Q4 2024 nie uwzględniliśmy potencjalnych odpisów związanych z Yieldbird.

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



W skali 2024 roku segment film i książka (według naszej symulacji) może odpowiadać za blisko 75% odczytu Agory na poziomie skor. EBIT.
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na cały rok 2025 (pomimo korekty in minus na Q1) i 2026 przyjęliśmy w modelu kontynuację procesu odbudowy frekwencji kinowej. W najbliższych dwóch latach w segmencie film i książka spodziewamy się wzrostu sprzedaży biletów o odpowiednio 2,6% oraz 7,3% r/r. W 2027 roku oczekiwana przez nas frekwencja na całym rynku w Polsce wynosi blisko 58 mln wejść (jest to ok 94% frekwencji z 2019 roku). W 2025 roku działalność związana z dystrybucją kinową (plus koprodukcja/produkcja), za którą odpowiada Next Film w ramach segmentu film i książka w naszym modelu notuje istotnie niższe wyniki niż w 2024 roku (efekt wyjątkowo wysokiej bazy z H1 2024)

Nasze bieżące spojrzenie na rynek reklamy w Polsce na 2025 rok nadal wskazuje, iż możemy obserwować schłodzenie dynamiki wzrostu w relacji do 2024 roku. Dlatego, łącznie w całym 2025 roku wpływy reklamowe Agory w naszym modelu rosną o blisko 5%. W modelu staramy się uwzględnić scenariusz wzrostu udziałów rynkowych w segmencie radio oraz stopniowy proces odbudowy wpływów reklamowych w innych segmentach. Z obecnej perspektywy na lata 2026-2027 oczekiwana ścieżka wzrostu wpływów reklamowych Agory wynosi ok 6,3% r/r i 5,6% r/r.

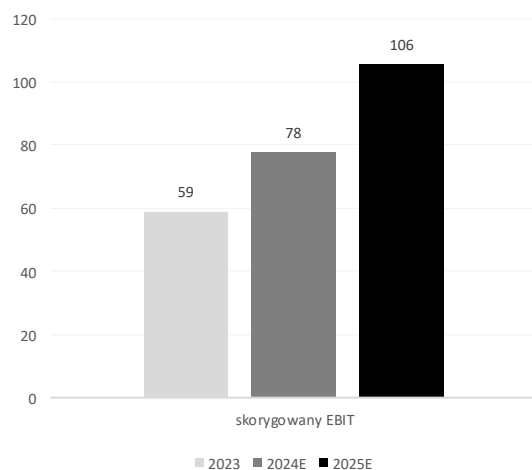
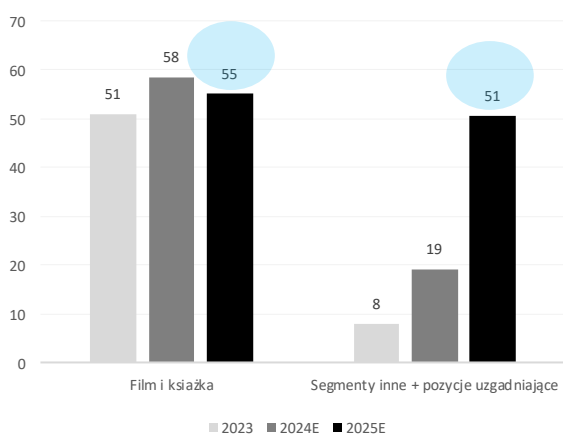
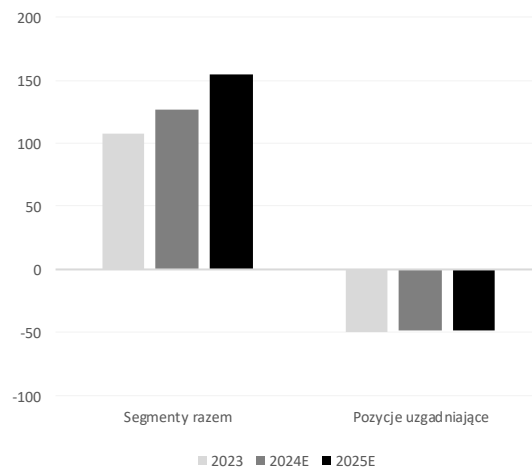
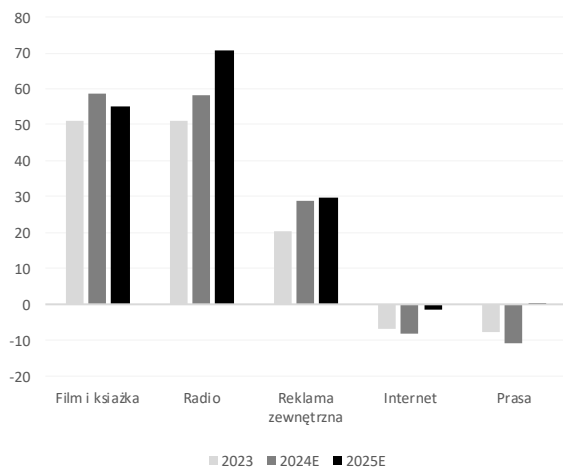
Nasza prognoza na poziomie skor. EBIT na rok 2024 to 77,6 mln PLN. W 2025 roku, według naszej symulacji, skor. EBIT powinien wzrosnąć o blisko 36% do 105,6 mln PLN (nominalnie zakładany wzrost skor. EBIT wynosi 27,9 mln PLN w relacji do 2024 roku). W segmencie film i książka nasza symulacja wskazuje na możliwą erozję o 3,5 mln PLN (-5,9% r/r). W oparciu o założenia naszego modelu pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe plus pozycje nieprzypisane/uzgadniające, łącznie odpowiadają za przyrost skor. EBIT o ponad 31 mln PLN w relacji do 2024 roku. Zatem akcentujemy spodziewaną przez nas odczuwalną zmianę struktury skor. EBIT w 2025 roku Agory. Segmenty inne niż film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu będą odpowiadały za prawie 48% rocznego odczytu skor. EBIT (dla porównania w 2024 roku według nas może to być 25%).

Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	385,9	337,5	334,5	430,7	348,5	344,5	366,9	455,2	1 424,3	1 488,6	1 515,0	1 621,1
Reklama	157,9	193,3	176,3	234,0	163,0	199,9	188,3	248,0	703,7	761,5	799,2	849,6
Bilety do kina	78,1	40,1	56,3	79,2	70,4	48,0	66,5	84,7	244,0	253,7	269,5	297,7
Sprzedaż wydawnictw	33,7	33,3	31,0	35,1	34,0	33,8	32,6	35,0	139,9	133,2	135,5	136,9
Bary kinowe	45,9	24,6	35,9	44,8	41,7	29,7	42,6	48,3	136,6	151,1	162,4	179,8
Sprzedaż gastronomiczna	10,8	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	43,0	23,1	0,0	0,0
Działalność filmowa	29,5	3,7	2,7	9,0	15,9	6,0	5,0	12,0	29,5	44,9	38,9	43,3
Pozostała sprzedaż	30,0	30,2	32,2	28,6	23,4	27,1	31,9	27,3	127,5	121,1	109,6	113,7
EBITDA skorygowana	54,6	56,9	43,7	97,0	50,2	64,8	58,1	106,8	228,3	252,0	279,9	324,1
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	53,3	6,5	21,2	14,6	63,3	58,9	77,6	105,6	151,0
Film i książka	32,2	-5,2	5,9	25,6	15,2	-2,2	14,2	27,7	50,9	58,5	55,0	75,5
Radio	7,4	13,0	9,3	28,4	10,1	15,7	12,3	32,5	51,2	58,0	70,5	89,8
Prasa	-10,2	-1,2	0,0	0,6	-1,9	0,2	0,9	1,2	-7,5	-10,8	0,3	1,6
Reklama zewnętrzna	-1,2	19,3	0,8	9,9	-0,8	18,8	1,1	10,8	20,4	28,8	29,9	33,3
Internet	-7,0	-1,0	-2,5	2,0	-4,8	0,0	-1,0	4,2	-6,8	-8,4	-1,6	0,7
Segmenty razem	21,1	25,0	13,5	66,5	17,8	32,4	27,5	76,4	108,2	126,2	154,1	200,9
Pozycje uzgadniające	-10,2	-11,8	-13,4	-13,2	-11,3	-11,2	-12,9	-13,1	-49,2	-48,5	-48,5	-49,9
Saldo finansowe	-4,5	-14,6	-10,6	-14,7	-4,4	-11,9	-11,7	-11,5	61,3	-44,4	-39,6	-44,9
Wynik brutto	6,1	-1,7	-10,8	47,6	2,3	9,4	3,0	51,9	101,6	41,2	66,5	106,1
Wynik netto	3,8	-8,1	-11,5	38,5	1,8	7,6	2,4	42,0	85,0	22,8	53,9	85,9
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	-12,3	-11,5	36,7	1,0	7,8	1,6	40,5	65,4	12,3	50,9	85,5
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	53,3	6,5	21,2	14,6	63,3	58,9	77,6	105,6	151,0
Film i książka	32,2	-5,2	5,9	25,6	15,2	-2,2	14,2	27,7	50,9	58,5	55,0	75,5
Inne segmenty z ekspozycją na reklamę	-11,1	30,2	7,6	40,9	2,6	34,6	13,3	48,7	57,3	67,7	99,1	125,4
Pozycje uzgadniające	-10,2	-11,8	-13,4	-13,2	-11,3	-11,2	-12,9	-13,1	-49,2	-48,5	-48,5	-49,9

*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 2023 rok oraz nasze założenia na lata 2024-2026 dla skor. EBIT w podziale na segmenty i pozycje uzgadniające [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do ostatniego raportu analitycznego (2024-12-13) podwyższyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2024 o 4%. Szczegółowe założenia na Q4 2024 opisywaliśmy w opublikowanym już wcześniej materiale analitycznym.

W bieżącym modelu dokonaliśmy korekt krótkoterminowych dotyczących segmentu film i książka. Nasze szacunki frekwencji kinowej za styczeń i luty 2025 wskazują na dwucyfrowy spadek frekwencji r/r. Zauważamy, że największy wpływ na niższą frekwencję r/r ma bardzo wymagająca baza na filmie Akademia Pana Kleksa. Nasza symulacja wskazuje, że na tytułach zagranicznych łączna frekwencja w okresie sty-lut 2025 jest ponad 20% wyższa w ujęciu r/r.

W ostatnim raporcie analitycznym (2024-12-13) spodziewaliśmy się spadku frekwencji w Q1 2025 o ok 3,5% r/r. Biorąc pod uwagę zebrane dane za sty-lut 2025 decydujemy się na rewizję naszych dotychczasowych oczekiwań. Obecnie w modelu uwzględniamy spadek frekwencji w ujęciu r/r o ponad 13,5%. W skali całego 2025 roku liczymy na wzrost frekwencji o 2,6% względem odczytu z 2024.

Dla pozostałych segmentów z ekspozycją na rynek reklamy nie dokonujemy istotnych korekt (niewielkie zmiany in plus w obszarze radia).

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2024-2026 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-12-13)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	1 488,6	1 515,0	1 621,1	1 479,1	1 521,3	1 612,9	1%	0%	1%
Reklama	761,5	799,2	849,6	760,4	799,2	847,9	0%	0%	0%
Bilety do kina	253,7	269,5	297,7	248,7	273,3	294,2	2%	-1%	1%
Sprzedaż wydawnictw	133,2	135,5	136,9	133,2	135,5	136,9	0%	0%	0%
Bary kinowe	151,1	162,4	179,8	148,3	164,6	177,6	2%	-1%	1%
Sprzedaż gastronomiczna	23,1	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0	0%		
Działalność filmowa	44,9	38,9	43,3	44,9	38,9	43,3	0%	0%	0%
Pozostała sprzedaż	121,1	109,6	113,7	120,5	109,9	113,0	1%	0%	1%
EBITDA skorygowana	252,0	279,9	324,1	249,1	285,3	323,4	1%	-2%	0%
EBIT skorygowany	77,6	105,6	151,0	74,8	111,0	150,3	4%	-5%	0%
Film i książka	58,5	55,0	75,5	55,3	61,2	75,3	6%	-10%	0%
Radio	58,0	70,5	89,8	57,3	69,8	89,3	1%	1%	1%
Prasa	-10,8	0,3	1,6	-10,8	0,3	1,6		0%	0%
Reklama zewnętrzna	28,8	29,9	33,3	28,8	29,8	33,2	0%	0%	0%
Internet	-8,4	-1,6	0,7	-8,4	-1,6	0,7			5%
Segmenty razem	126,2	154,1	200,9	122,2	159,5	200,2	3%	-3%	0%
Pozycje uzgadniające	-48,5	-48,5	-49,9	-47,4	-48,5	-49,9			
Saldo finansowe	-44,4	-39,6	-44,9	-44,4	-47,3	-45,1			
Wynik brutto	41,2	66,5	106,1	38,3	64,2	105,2	7%	4%	1%
Wynik netto	22,8	53,9	85,9	20,5	52,0	85,2	11%	4%	1%
akcjonariuszy jedn. dominującej	12,3	50,9	85,5	10,1	48,7	84,8	21%	5%	1%
EBIT skorygowany	77,6	105,6	151,0	74,8	111,0	150,3	4%	-5%	0%
Film i książka	58,5	55,0	75,5	55,3	61,2	75,3	6%	-10%	0%
Inne segmenty z ekspozycją na reklamę	67,7	99,1	125,4	67,0	98,3	124,9	1%	1%	0%
Pozycje uzgadniające	-48,5	-48,5	-49,9	-47,4	-48,5	-49,9	2%	0%	0%

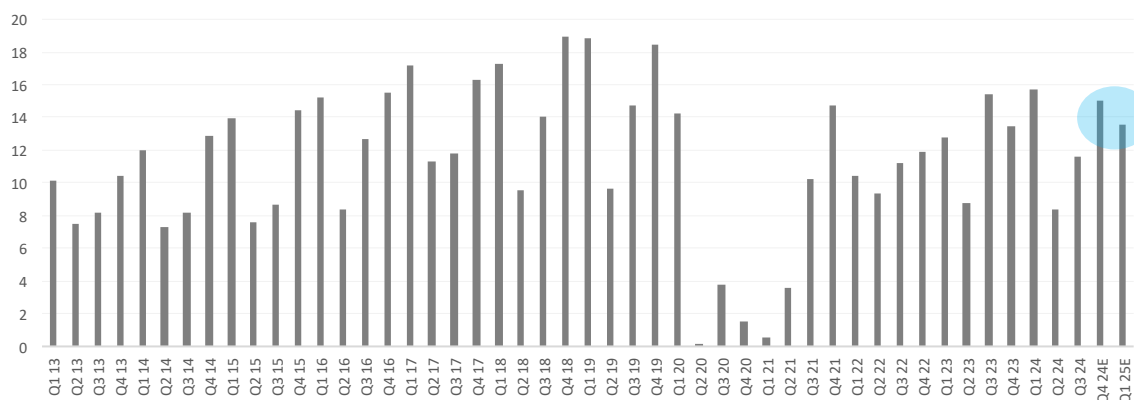
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FREKWENCJA KINOWA W POLSCE

Na podstawie naszych szacunkowych danych frekwencja w kinach w minionym Q4 2024 okazała się prawdopodobnie ponad 11,5% wyższa niż w Q4 2023. Tym samym, w skali całego 2024 roku (według naszych symulacji) łączna frekwencja w kinach mogła być powyżej odczytów z 2023 roku. Jest to dla nas pozytywna informacja, gdyż poprzednie dwa kwartały, czyli Q2 i Q3 2024 wskazały na erozję widowni r/r. Jednocześnie w ujęciu LTM frekwencja po Q4 2024 jest niższa o blisko 5% na tle odczytu z końca Q1 2024 (na koniec marca 2024 w ujęciu LTM frekwencja wynosiła 53,4 mln widzów).

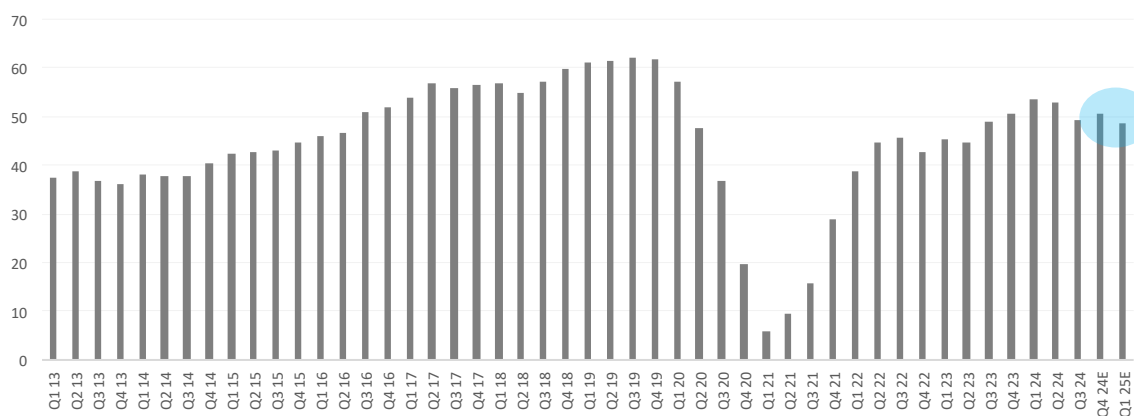
Nasze szacunki frekwencji kinowej za styczeń i luty 2025 wskazują na dwucyfrowy spadek frekwencji r/r. Zauważamy, że największy wpływ na niższą frekwencję r/r ma bardzo wymagająca baza z Q1 2024 na filmie Akademia Pana Kleksa. Nasza symulacja wskazuje, że na tytułach zagranicznych łączna frekwencja w okresie sty-lut 2025 jest ponad 20% wyższa w ujęciu r/r.

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu kwartalnym) oraz nasza symulacja na Q4 2024 i Q1 2025 [m]



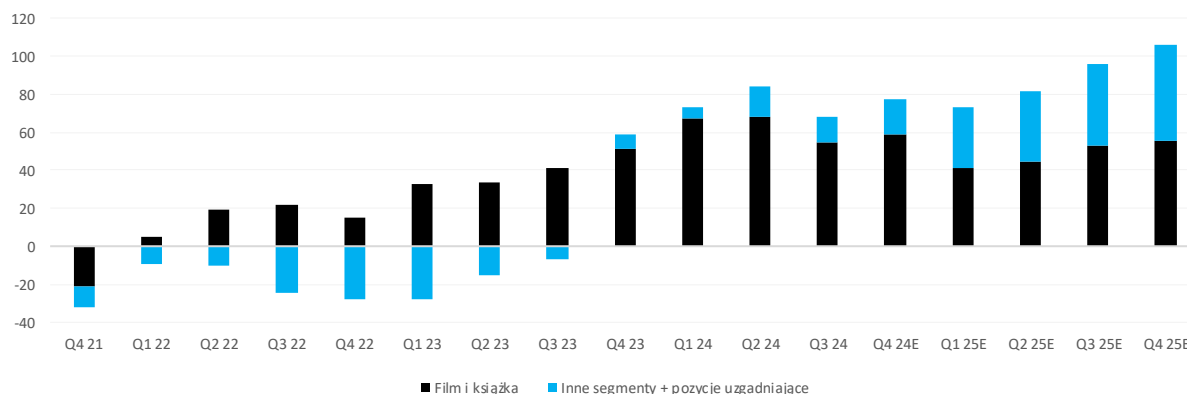
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

Historyczne odczyty frekwencji w kinach w Polsce (w ujęciu zannualizowanym) oraz nasza symulacja na Q4 2024 i Q1 2025 [m]



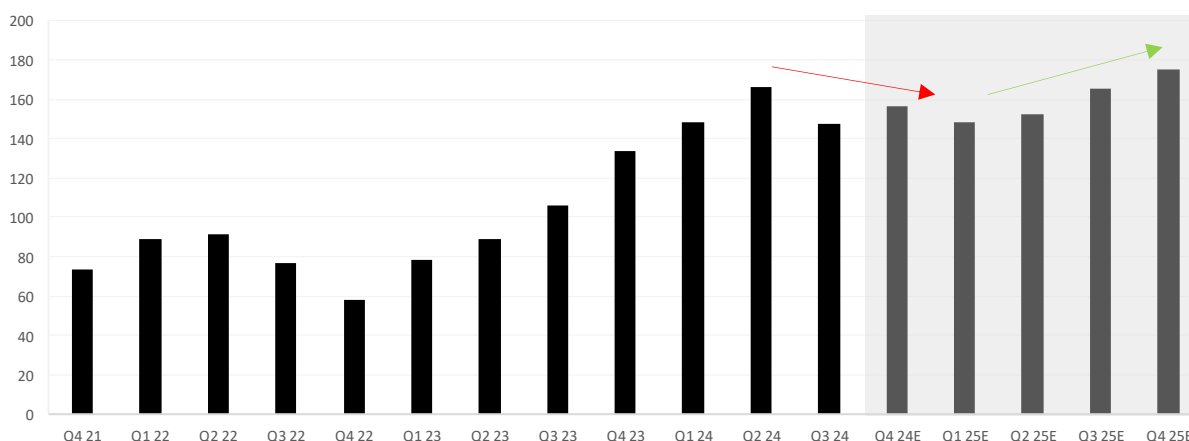
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, PISF, SFP, boxoffice.pl

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy

WSKAŹNIKI RYNKOWE / OPERACYJNE	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs [PLN]	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10	11,10
Kapitałizacja [PLN m]	517	517	517	517	517	517	517
EV [PLN m]	1 244	1 159	1 231	1 189	1 112	1 021	920
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	582	528	630	570	503	422	330
EPS [PLN]	-2,2	1,4	0,3	1,1	1,8	2,4	2,8
BVPS [PLN]	14,5	15,9	14,8	15,9	17,6	19,7	22,1
P/E (x)	---	7,9	42,2	10,2	6,0	4,7	3,9
P/BV (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/Przychody (x)	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	8,7	5,1	4,9	4,2	3,4	2,9	2,5
Przychody r/r	15%	28%	5%	2%	7%	5%	4%
(Skor. EBITDA - płatności leasingowe) / Przychody	6%	10%	11%	13%	14%	15%	16%
Skor. EBIT / Przychody	-1%	4%	5%	7%	9%	10%	11%
Wynik netto / Przychody	-9%	5%	1%	3%	5%	7%	7%
ROE	-14%	9%	2%	7%	11%	13%	14%
ROIC	-1%	4%	4%	6%	8%	10%	11%
Dywidenda [PLN m]	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0	14,0	21,0
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	0%	1%	3%	4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy z modelu na lata 2024-2028

RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 113,1	1 424,3	1 488,6	1 515,0	1 621,1	1 708,5	1 780,5
Reklama	511,9	703,7	761,5	799,2	849,6	897,0	939,8
Bilety do kina	192,3	244,0	253,7	269,5	297,7	318,9	333,5
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	133,2	135,5	136,9	138,7	140,2
Bary kinowe	103,5	136,6	151,1	162,4	179,8	193,1	202,3
Sprzedaż gastronomiczna	38,3	43,0	23,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność filmowa	31,2	29,5	44,9	38,9	43,3	42,6	44,5
Pozostała sprzedaż	99,0	127,5	121,1	109,6	113,7	118,1	120,5
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 405,8	-1 411,9	-1 471,9	-1 528,7	-1 577,3
EBITDA skorygowana	142,7	228,3	252,0	279,9	324,1	353,3	375,2
EBIT	-64,8	44,6	84,7	105,6	151,0	178,7	201,8
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-44,4	-39,6	-44,9	-41,0	-37,6
Udział w wyniku jedn. mpw	8,5	-4,3	0,8	0,6	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-103,7	101,6	41,2	66,5	106,1	137,7	164,2
Wynik netto	-105,7	85,0	22,8	53,9	85,9	111,6	133,0
akcjonariuszy jedn. dominującej	-102,7	65,4	12,3	50,9	85,5	111,1	132,4
udziały niekontrolujące	-3,0	19,6	10,5	3,0	0,4	0,5	0,6
EBIT skorygowany w podziale na segmenty	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Film i książka	14,9	50,9	58,5	55,0	75,5	90,7	101,5
Radio	4,9	51,2	58,0	70,5	89,8	101,6	111,4
Prasa	-27,9	-7,5	-10,8	0,3	1,6	2,3	2,3
Reklama zewnętrzna	14,8	20,4	28,8	29,9	33,3	33,5	36,4
Internet	12,0	-6,8	-8,4	-1,6	0,7	1,8	2,7
Segmenty razem	18,6	108,2	126,2	154,1	200,9	230,0	254,3
Pozycje uzgadniające	-31,7	-49,2	-48,5	-48,5	-49,9	-51,3	-52,5
EBIT skorygowany	-13,1	58,9	77,6	105,6	151,0	178,7	201,8
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	48,5	116,7	142,2	171,1	214,9	244,1	265,9
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	-87,9	16,0	57,1	78,6	124,0	151,7	174,7

*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 2024-2028

BILANS [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNIp	722,4	1 019,6	969,0	958,6	968,6	982,8	999,9
Prawa do użytkowania aktywów	587,3	581,8	543,8	561,1	551,5	541,8	532,3
Inwestycje rozl. met praw własności	127,4	13,8	14,6	15,2	15,2	15,2	15,2
Pozostałe aktywa trwałe	59,1	65,2	60,1	60,1	60,1	60,1	60,1
Aktywa trwałe	1 496,3	1 680,3	1 587,6	1 595,0	1 595,5	1 599,9	1 607,5
Zapasy	30,4	34,6	35,7	37,4	42,2	44,5	46,3
Należności kr. Term i rozliczenia mo	195,2	238,3	238,6	242,8	262,0	276,2	287,8
Pozostałe aktywa obrotowe	2,1	1,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69,1	90,4	120,1	149,5	187,0	238,1	299,8
Aktywa obrotowe	296,8	365,1	397,2	432,5	494,1	561,6	636,7
Aktywa razem	1 793,1	2 045,4	2 007,9	2 050,6	2 112,7	2 184,6	2 267,4
Kapitał własny razem	674,0	847,6	697,3	751,2	830,2	927,7	1 039,8
Zobowiązania długoterminowe	708,6	636,3	777,9	762,0	724,2	686,2	648,4
Zobowiązania krótkoterminowe	410,5	561,5	514,9	519,6	540,5	552,8	561,4
Zobowiązania razem	1 119,0	1 197,8	1 310,5	1 299,4	1 282,5	1 256,8	1 227,6
Pasywa razem	1 793,1	2 045,4	2 007,9	2 050,6	2 112,7	2 184,6	2 267,4

ZADŁUŻENIE FINANSOWE [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu [dług %]	796,8	733,6	835,1	822,4	782,8	743,1	703,6
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	104,7	84,2	226,5	196,5	166,5	136,5	106,5
Zobowiązania z tyt. leasingu	692,1	649,5	608,6	625,8	616,3	606,6	597,1
Dług % wynikający z zastosowania IFRS 16	662,2	631,3	601,6	618,8	609,3	599,6	590,1
Dług % bez efektu IFRS 16	134,5	102,3	233,5	203,5	173,5	143,5	113,5
Środki pieniężne + ekwiwalenty	70,0	91,4	121,1	150,5	188,0	239,1	300,7
Dług netto	726,7	642,3	714,0	671,9	594,8	504,1	402,9
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	64,5	11,0	112,5	53,1	-14,4	-95,5	-187,2

CF [PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	246,6	242,4	274,1	306,7	328,5	344,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-38,6	-19,5	-36,4	-77,8	-87,7	-91,9	-95,5
Przepływy z działalności finansowej	-104,0	-205,8	-176,2	-167,0	-181,5	-185,5	-187,2
w tym płatności leasingowe	-80,9	-90,9	-91,1	-86,2	-95,4	-96,8	-95,1
w tym dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,0	-14,0	-21,0
Środki pieniężne eop	69,1	90,4	120,1	149,5	187,0	238,1	299,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dededjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dededjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	13,60	kupuj	13,59	2025-03-13	10:15 CET	11,10	93 580
kupuj	13,59	kupuj	14,6	2024-12-13	09:25 CET	8,73	81 725
kupuj	14,6	kupuj	14,5	2024-07-12	13:49 CEST	10,8	88 454
kupuj	14,5	kupuj	10,46	2024-01-09	11:20 CET	10,45	77 250
kupuj	10,46	kupuj	10,16	2023-09-13	10:10 CEST	7,60	66 609
kupuj	10,16	wznowienie	---	2023-03-28	10:05 CEST	5,7	57 132
kupuj**	21,5	kupuj	14,8	10.06.2021	07:00 CEST	10,0	66 115
kupuj**	14,8	kupuj	16,0	30.09.2019	12:00 CEST	9,8	57 380
kupuj**	16,0	kupuj	20,3	01.07.2019	09:12 CEST	13,2	60 917
kupuj	20,3	kupuj	19,4	26.05.2017	10:53 CEST	14,8	61 266
kupuj	19,4	trzymaj	11,8	13.03.2017	10:07 CEST	15,0	58 820
trzymaj	11,8	redukuj	11,2	23.02.2016		11,5	45 761
redukuj	11,2	kupuj	10,8	18.06.2015		12,1	53 408
kupuj	10,8	kupuj	10,0	03.02.2015		9,0	52 078
kupuj	10,0	kupuj	12,2	06.08.2014		7,8	50 692
kupuj	12,2	kupuj	10,2	07.02.2014		9,3	52 139
kupuj	10,2	redukuj	8,1	04.09.2013		8,6	48 969
redukuj	8,1	akumuluj	8,8	18.03.2013		9,0	46 500
akumuluj	8,8	akumuluj	10,4	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 Q1 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	6	55%	0	0%
Akumuluj	3	27%	0	0%
Trzymaj	2	18%	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 dwa miesiące, 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: 2025-03-13.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-03-13 (10:15 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-03-13.

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 obarczona 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 portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 portfela 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 wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premialne. Dodatkowo 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 2025-03-13:

- 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 świadomy, 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.