



Dom Maklerski BDM S.A.

AGORA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 11,30 PLN

10 WRZESIEŃ 2025, 16:05 CET/CEST

Podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory i ustalamy cenę docelową na poziomie 11,3 PLN (poprzednio 13,97 PLN). Zgodnie z naszą symulacją spółka aktualnie jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA bliskim 4,1x na rok 2025 oraz 3,6x na rok 2026 roku.

Krótkoterminowa i średnioterminowa ścieżka wynikowa dla segmentu radio oraz film i książka naszym zdaniem wygląda optymistycznie. Zakładamy w modelu, iż te dwa kluczowe segmenty Agory w nadchodzących kwartałach powinny wykazywać budujące odczyty w ujęciu r/r. Zauważamy i doceniamy również działania zmierzające do odczuwalnej poprawy rezultatów w segmencie internet. Liczymy, że w kolejnych aktualizacjach będziemy mieli powody do rewizji naszych średnioterminowych założeń dla tej dywizji biznesowej. Jednocześnie, pomimo wskazanych czynników wzrostu nie spodziewamy się aby sentyment inwestycyjny do Agory w krótkiej perspektywie uległ poprawie. Pozytywne impulsy budowy wartości płynące z segmentu radio oraz film i książka (w naszym odczuciu) nie będą wystarczające wobec potencjału rozczarowania jaki może przynieść obszar reklama zewnętrzna.

W 2025 roku spodziewamy się, że skor. EBIT Agory wyniesie blisko 107 mln PLN (+24,4% r/r). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka wypracuje 71 mln PLN (+14,5% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa wraz z pozycjami uzgadniającymi) powinny wypracować skor. EBIT blisko 36 mln PLN (+50% r/r). Nasza ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada dalszy wzrost r/r skor. EBIT odpowiednio o 28% i 22%. W tych dwóch kolejnych latach decydujący wpływ na wysokie dynamiki budowy wyniku mają obszary z ekspozycją na wpływy reklamowe (poza segmentem film i książka). W porównaniu do prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-05-14) obniżyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2025 o 1%. Na lata 2026-2027 bieżące projekcje obniżyliśmy o blisko 12% i 8%.

Przypominamy, że spółka już w 2025 roku zdecydowała się na wypłatę dywidendy w kwocie 0,25 PLN/akcję. Jest to szybszy powrót do strumienia dywidend niż zakładały nasze zeszłoroczne symulacje. Spółka według nas ma dobrą pozycję bilansową do utrzymania trwałej polityki wypłat dywidend.

Liczymy, że przełom 2025/2026 roku wskaże na efekty negocjacji na linii wydawcy-big tech (porozumienie lub skierowanie sporu na ścieżkę administracyjną). Scenariusz wprowadzenia nowego mechanizmu definiującego podział strumienia przychodów należnego wydawcom może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży mediów w Polsce. W obecnym raporcie nadal nie wprowadzamy zmian w ekosystemie działania segmentu prasa oraz internet. Jednocześnie mamy przeświadczenie, że Agora może być jednym z głównych beneficjentów zmian.

Wycena końcowa [PLN]	11,30
Wycena DCF [PLN]	11,34
Wycena mnożnikowa [PLN]	11,25
Potencjał do wzrostu / spadku	+27,5%

Cena rynkowa [PLN]	8,86
Kapitalizacja [PLN m]	413
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-6,4	-10,8
6M stopa zwrotu	-18,7	-34,4
YTD stopa zwrotu	-7,6	-41,6
12M stopa zwrotu	-8,8	-40,1

(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	6,35%

Autor raportu:

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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody [PLN m]	1 424	1 504	1 539	1 658	1 740	1 813
EBITDA skor. [PLN m]	228	257	282	310	332	351
EBIT skor. [PLN m]	59	86	107	137	168	187
Wynik netto [PLN m]	65	15	21	72	99	118
P/E (x)	6,3	28,2	19,5	5,8	4,2	3,5
EV/Przychody (x)	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	4,7	4,4	4,1	3,6	3,2	2,9
EV/EBIT (x)	18,3	13,3	10,9	8,2	6,4	5,5
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,25	0,40	0,55	0,70
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	2,8%	4,5%	6,2%	7,9%



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
ZAŁOŻENIA PROGRAMU MOTYWACYJNEGO	5
WYCENA DCF.....	7
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	9
WYNIKI AGORY ZA Q2 2025	12
DŁUG FINANSOWY	17
ROK 2026 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?	18
SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ VS DIGITAL NETWORK (PORÓWNANIE TRENDÓW)	19
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podtrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Agory i ustalamy cenę docelową na poziomie 11,3 PLN (poprzednio 13,97 PLN). Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 11,34 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (4,0x) na lata 2025-2027 wskazuje na cenę 11,25 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 11,3 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod. Zgodnie z naszą symulacją spółka aktualnie jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA bliskim 4,1x na rok 2025 oraz 3,6x na rok 2026 roku.

Podsumowanie wyceny Agory

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	11,34
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	11,25
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		11,30

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

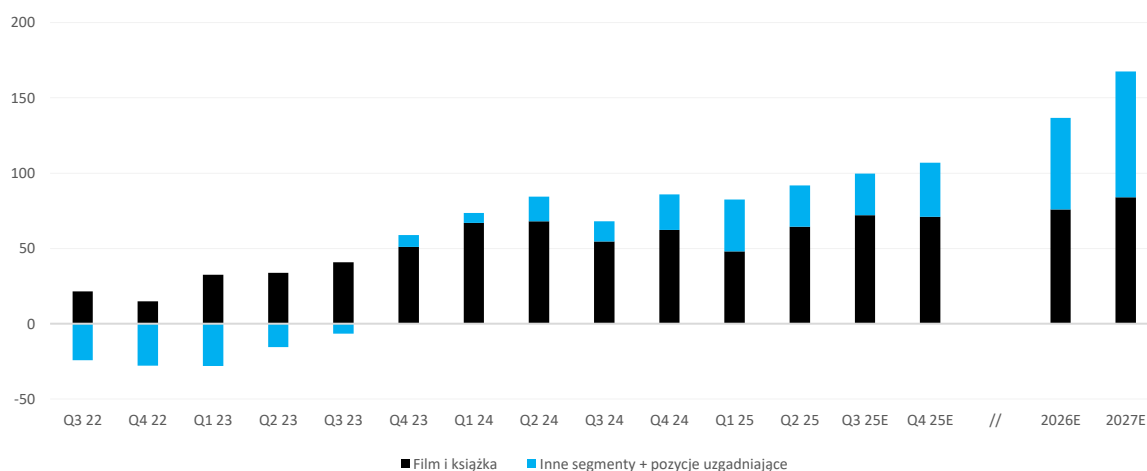
Krótkoterminowa i średnioterminowa ścieżka wynikowa dla segmentu radio oraz film i książka naszym zdaniem wygląda optymistycznie. Zakładamy w modelu, iż te dwa kluczowe segmenty Agory w nadchodzących kwartałach powinny wykazywać budujące odczyty w ujęciu r/r. Zauważamy i doceniamy również działania zmierzające do odczuwalnej poprawy rezultatów w segmencie internet. Liczymy, że w kolejnych aktualizacjach będziemy mieli powody do rewizji naszych średnioterminowych założeń dla tej dywizji biznesowej.

Pomimo wskazanych czynników wzrostu nie spodziewamy się aby sentyment inwestycyjny do Agory w krótkiej perspektywie uległ poprawie. Pozytywne impulsy budowy wartości płynące z segmentu radio oraz film i książka w naszym odczuciu nie będą wystarczające wobec potencjału rozczarowania jaki może przynieść obszar reklama zewnętrzna. Definiujemy w taki sposób nasze przemyślenia ze względu na przekonanie, iż przynajmniej część uczestników rynku pozycjonowała segment reklamy zewnętrznej Agory jako obszar o bardzo ciekawym i atrakcyjnym profilu wzrostu. Największe międzynarodowe podmioty związane z branżą reklamową od wielu kwartałów zwracają uwagę inwestorom w swoich prezentacjach, iż jednym z najbardziej dynamicznych obszarów jest i w perspektywie kolejnych lat może być właśnie reklama zewnętrzna, a w szczególności DOOH (w połączeniu z technologią programmatic). Tymczasem dwa lub trzy ostatnie lata z dynamicznym wzrostem udziału DOOH w całym rynku OOH w Polsce wskazują, iż postępująca transformacja okazuje się dla Agory większym ryzykiem niż szansą na wyczekiwany sukces.

W 2025 roku spodziewamy się, że skor. EBIT Agory wyniesie blisko 107 mln PLN (+24,4% r/r). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka wypracuje 71 mln PLN (+14,5% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa wraz z pozycjami uzgadniającymi) powinny wypracować skor. EBIT blisko 36 mln PLN (+50% r/r). Nasza ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada dalszy wzrost skor. EBIT odpowiednio o 28% i 22%. W tych dwóch latach decydujący wpływ na wysokie dynamiki budowy wyniku w prognozie mają obszary z ekspozycją na wpływy reklamowe (poza segmentem film i książka).

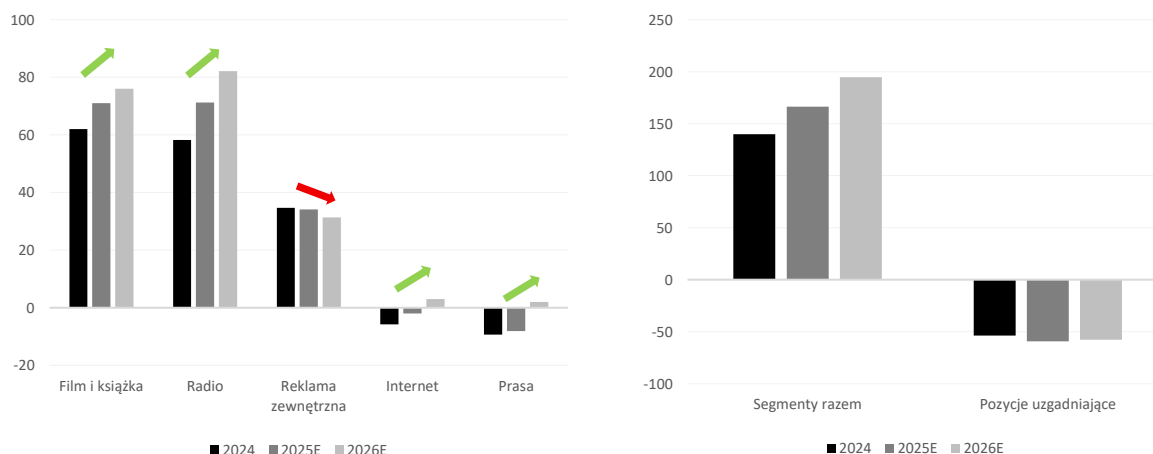
W oparciu o przyjęte założenia (w dalszym ciągu) akcentujemy prawdopodobną zmianę struktury budowy skor. EBIT Agory. Segmenty inne niż obszar film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu w naszej prognozie odpowiadają w 2025 roku za 33% rocznego odczytu skor. EBIT (dla porównania w 2024 roku było to 28%). W latach 2026-2027 bieżąca symulacja wskazuje, że obszary poza segmentem film i książka będą odpowiadały odpowiednio za 44% i 49% łącznego skor. EBIT Agory.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Rynek reklamy zewnętrznej (OOH)

W poprzednich materiałach (m.in. raport analityczny z 2024-12-13) sygnalizowaliśmy, iż dostrzegamy ryzyko związane z pogorszeniem perspektyw biznesowych dla segmentu reklamy zewnętrznej. Spółka w poprzednich kwartałach implementowała odważne zmiany cennikowe (m.in. uwzględniła dodatkowe opłaty aglomeracyjne), co w minionym 2024 roku poprawiło wyniki segmentu. Bieżący 2025 rok może okazać się już tym punktem, w którym będzie pojawiać się coraz większych znaków zapytania dotyczących właściwego zrozumienia, aktualności i możliwości realizacji wyznaczonej strategii średnioterminowej dla tej dywizji biznesowej.

W ramach katalogu potencjalnych ryzyk należy również przygotować się na scenariusz, iż w 2026 roku Bauer Media Outdoor będzie chciał mocniej zaakcentować swoją obecność na polskim rynku.

Dlatego, przyspieszona transformacja całego rynku OOH w Polsce oraz dołączenie do rywalizacji Bauer Media Outdoor mogą ukształtować na tyle wymagające otoczenie biznesowe dla Agory, iż finalnie dojdzie do dalszej i trwałej erozji wartości segmentu reklamy zewnętrznej.

Przyszła ścieżka wynikowa

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

Udziały w rynku mediów

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

Rynek kinowy

Rynek kinowy w Polsce po pandemii odbudowuje swoją wartość. Liczymy się jednak z tym, że w najbliższych latach zmniejszy się liczba 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).

Stany Zjednoczone 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.

ZAŁOŻENIA PROGRAMU MOTYWACYJNEGO

Założenia programu motywacyjnego wskazują, iż 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.

Nowe akcje mogą stanowić maksymalnie 4% dotychczasowych akcji.

Ogółem pula 30% warrantów jest przypisana do przyszłego zachowania kursu Agory. Zaproponowanym wymogiem aktywowania odpowiednich puli w programie motywacyjnym jest aby stopa zwrotu na walorach Agory (łącznie z dywidendą) była o 5 pkt % wyższa niż zachowanie indeksu sWIG80 w stosunku rocznym w odpowiednich interwałach czasu.

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) w przedziale 0,445 - 0,625 PLN. Jest to scenariusz wykraczający optymizmem poza nasze oczekiwania modelowe.

Kryteria wypracowania odpowiedniego poziomu EBITDA w latach 2026-2028 będą odpowiadały za 45% puli warrantów zamiennych na akcje. Przedstawione progi minimalne (w naszej ocenie) nie są ambitne. Założenia modelowe w bieżącym raporcie cechują się 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 = 200,4 mln PLN)
	Cel 2	15% warrantów A i B	Cel wynikowy 2027 EBITDA: 175-204,99 mln PLN	(BDM = 222,7 mln PLN)
	Cel 3	10% warrantów A i B	Cel wynikowy 2028 EBITDA: 180-209,99 mln PLN	(BDM = 241,4 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 w 6 latach stopa zwrotu na walorach Agory (łącznie z dywidendą) była wyższa niż oferował indeks sWIG80. 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. W zapisach programu motywacyjnego są uwzględnione interwały o długości 2,5 roku.

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

Lata	2 letni total return (w ujęciu rocznym)	
	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%

Lata	3 letni total return (w ujęciu rocznym)	
	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.

WYCENA DCF

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

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2% (poprzednio 2,0% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 12,85%.

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

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

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 11,34 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-12-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC	8,3%	15,8	16,8	18,1	19,5	21,2	23,2	25,6
	9,8%	13,2	14,0	14,8	15,8	16,8	18,1	19,5
	11,3%	11,3	11,9	12,5	13,2	14,0	14,8	15,8
	12,8%	9,9	10,4	10,8	11,34	11,9	12,5	13,2
	14,3%	8,8	9,2	9,5	9,9	10,4	10,8	11,3
	15,8%	8,0	8,2	8,5	8,8	9,2	9,5	9,9
	17,3%	7,2	7,5	7,7	8,0	8,2	8,5	8,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT [PLN m]	86,6	110,8	135,7	151,6	165,1	175,0	181,3	186,9	190,1	192,9
Amortyzacja [PLN m]	176,4	173,2	164,6	163,8	164,7	165,5	166,5	167,3	167,8	168,3
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-6,6	-7,0	-4,7	-3,1	-0,9	-1,3	-1,6	-1,9	-2,1	-2,2
CAPEX + odnowienie leasingu + akwizycje [PLN m]	-198,9	-185,7	-180,9	-206,7	-181,4	-184,4	-185,0	-185,3	-186,6	-187,7
FCFF [PLN m]	57,4	91,3	114,8	105,6	147,5	154,9	161,2	167,0	169,1	171,3
Suma PV FCFF [PLN m]	739,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	537,1									
Wartość firmy EV [PLN m]	1 276,2									
Dług netto [PLN m]	739,7									
Inne korekty [PLN m]	8,1									
Wartość kapitału [PLN m]	528,4									
Ilość akcji [m]	46,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	11,34									

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

WACC w okresie rezydualnym: 12,85%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody reklama r/r	5,4%	11,8%	5,2%	4,7%	4,3%	3,7%	3,2%	2,9%	2,7%	2,6%
Przychody bilety + bary kinowe r/r	6,8%	6,7%	6,4%	4,6%	4,6%	3,6%	2,8%	2,4%	1,4%	1,4%
NOPAT y/y	24,4%	28,0%	22,5%	11,7%	8,9%	6,0%	3,5%	3,1%	1,7%	1,5%
Marża NOPAT	5,6%	6,7%	7,8%	8,4%	8,8%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%
(CAPEX + odnowienie leasingu)/ Przychody	12,6%	11,2%	10,4%	11,4%	9,6%	9,5%	9,2%	9,0%	8,9%	8,8%
D / E	201%	142%	108%	76%	70%	65%	65%	64%	64%	64%
E / (E+D)	33%	41%	48%	57%	59%	61%	61%	61%	61%	61%
D / (E+D)	67%	59%	52%	43%	41%	39%	39%	39%	39%	39%
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	2,5	2,1	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
WACC	12,0%	12,2%	12,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2025-2027 w wysokości 4,0x (wcześniej używaliśmy mnożnika 5,0x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 11,25 PLN/akcję.

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

Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-27							
	3,00	3,50	3,75	4,0	4,25	4,50	5,00
Cena docelowa [PLN/akcję]	4,6	7,9	9,6	11,25	12,9	14,6	17,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2025E	2026E
VEND MARKETPLACE	40,3	31,4
SCOUT24 SE	22,2	19,6
CANAL+	4,0	3,7
INFORMA	12,3	11,6
PEARSON	9,6	9,0
WOLTERS KLUWER	14,9	14,1
NEW YORK TIMES	15,6	14,4
ALPHABET	16,7	14,5
META PLATFORMS	18,7	15,7
CLEAR CHANNEL	14,2	13,5
JCDECAUX	8,2	7,8
LAMAR ADVERTIS	16,6	15,9
STROEER	6,2	5,7
LAGARDERE SA	7,3	6,9
KINEPOLIS	8,6	8,0
CINEMARK	8,8	7,7
IMAX CORP	11,2	10,3
AMC ENTERTAINMEN	20,8	15,3
WIRTUALNA POSŁKA	13,6	5,6
DIGITAL NETWORK	8,2	7,5

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2025-2026 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 12,1x oraz 11,3x.

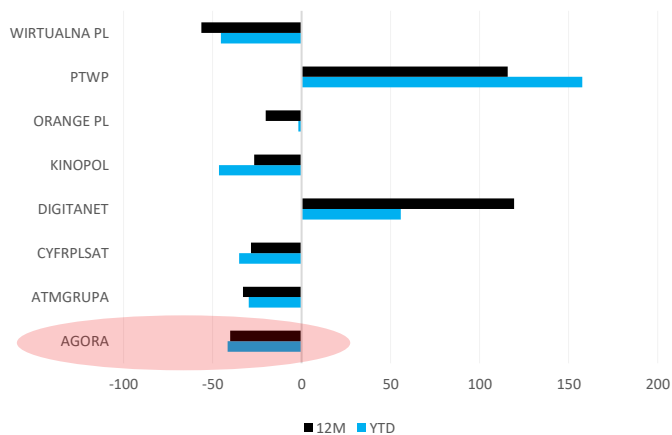
Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada różne działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej i tym samym poziomem akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, reklama zewnętrzna, radio, kino).

Liderzy transformacji cyfrowej na świecie mają względnie wysokie akceptowalne przez rynek mnożniki rynkowe. Przykładem może być The New York Times.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

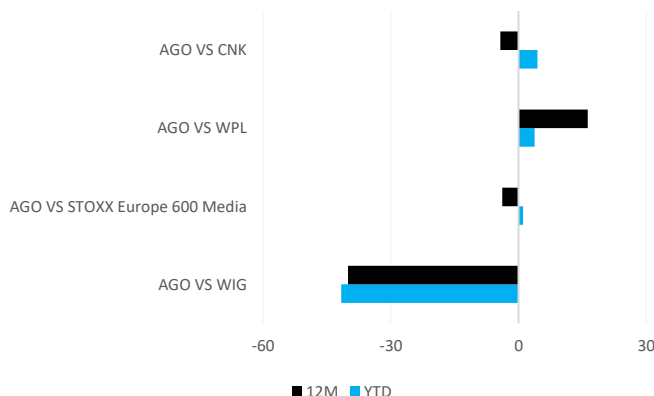
	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-10,8	-34,4	-41,6	-40,1
ATMGRUPA	-4,2	-11,3	-29,7	-32,9
CYFRPLSAT	-20,0	-19,2	-35,1	-28,4
DIGITANET	18,7	44,5	55,8	119,4
KINOPOL	4,8	-22,4	-46,4	-26,6
ORANGE PL	-6,7	-3,9	-1,9	-20,2
PTWP	64,7	129,3	157,6	115,7
WIRTUALNA PL	-21,0	-20,7	-45,4	-56,3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	AGO vs WIG	AGO vs STOXX Europe Media	AGO vs WPL	AGO vs CNK
3M	-10,8	3,3	10,2	7,6
6M	-34,4	-13,5	-13,7	-30,7
YTD	-41,6	1,1	3,8	4,4
12M	-40,1	-3,8	16,2	-4,3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

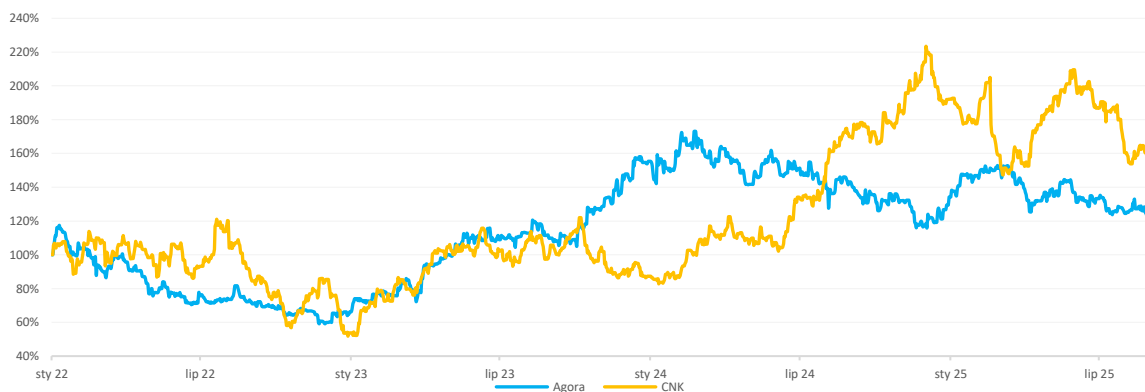
W ostatnich miesiącach walory Agory zachowują się odczuwalnie słabiej niż indeks szerokiego rynku WIG. W trakcie minionych 3 miesięcy total return na walorach Agory jest o niemal 11 pkt % słabszy niż w przypadku WIG. W ujęciu YTD inwestycja w akcje Agory dała total return o blisko 42 pkt % słabszy niż WIG (Agora -7,6%, a WIG +34%). Jednocześnie zauważamy, iż zachowanie Agory na tle Stoxx Europe Media wskazuje na podobne stopy zwrotu YTD.

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



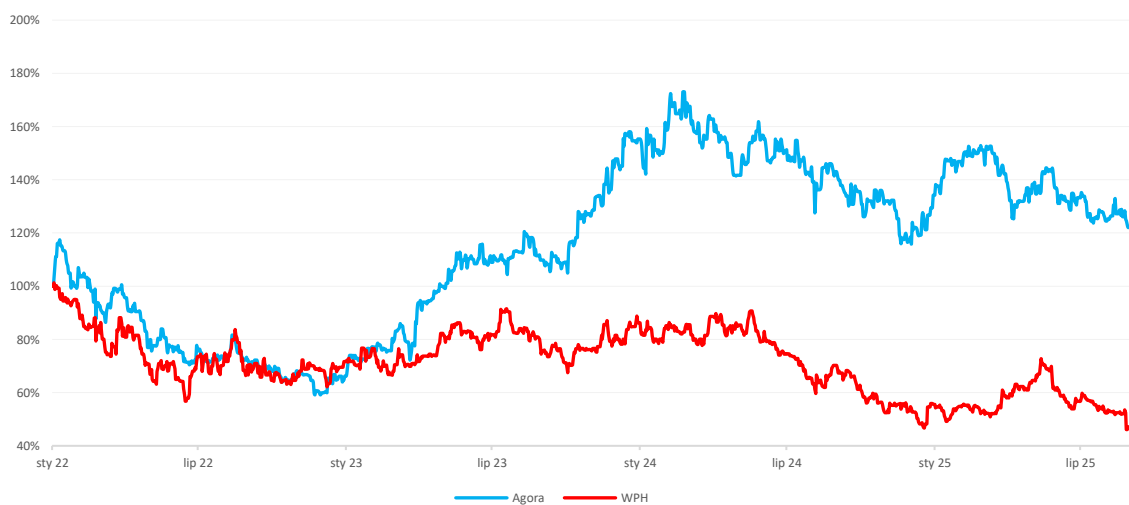
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI AGORY ZA Q2 2025

Wyniki za Q2 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q2 24	Q2 25	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25 LTM	y/y	Q2 25E	realizacja
Przychody	337,5	379,6	12%	1 525,0	1 509,1	-1%	358,1	106%
Reklama	193,3	208,7	8%	748,9	783,8	5%	201,3	104%
Bilety do kina	40,1	56,2	40%	258,1	259,6	1%	49,1	114%
Sprzedaż wydawnictw	33,3	31,9	-4%	139,6	130,6	-7%	31,2	102%
Bary kinowe	24,6	36,6	49%	148,1	158,3	7%	30,4	121%
Sprzedaż gastronomiczna	12,3	0,0	-100%	46,3	0,0	-100%	0,0	---
Działalność filmowa	3,7	12,1	228%	54,0	45,6	-16%	15,8	76%
Pozostała sprzedaż	30,2	34,0	13%	130,1	131,2	1%	30,3	112%
EBITDA skorygowana	56,9	65,5	15%	255,6	267,0	4%	68,9	95%
EBIT skorygowany	13,2	22,6	71%	84,3	91,8	9%	22,7	100%
Film i książka	-5,2	11,2		68,0	64,4	-5%	9,2	122%
Radio	13,0	18,0	38%	55,2	64,9	18%	16,3	111%
Prasa	-1,2	-3,4		-10,9	-1,4		-3,3	103%
Reklama zewnętrzna	19,3	17,5	-10%	26,4	33,6	27,5%	18,0	97%
Internet	-1,0	-4,1		-9,4	-7,3		-3,4	119%
Segmenty razem	25,0	39,2	57%	129,2	154,2	19%	36,8	106%
Pozycje uzgadniające	-11,8	-16,6		-44,9	-62,5		-14,2	117%
Saldo finansowe	-14,6	-21,6		-19,5	-62,0		-20,5	105%
Wynik brutto	-1,7	-0,6		52,3	25,3	-52%	2,4	-25%
Wynik netto	-8,1	-3,1		33,4	20,0	-40%	-2,3	134%
akcjonariuszy jedn. dominującej	-12,3	-3,8		13,0	14,5	11%	-2,8	136%
EBIT skorygowany	13,2	22,6	71%	84,3	91,8	9%	22,7	100%
Film i książka	-5,2	11,2		68,0	64,4	-5%	9,2	122%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	18,4	11,4	-38%	16,3	27,4	68%	13,4	85%
EBIT non IFRS16	5,1	14,6	188%	42,0	59,1	40,7%		
EBITDA non IFRS16	28,8	37,5	30%	143,9	155,4	8,0%		

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W Q2 2025 skor. EBIT wyniósł 22,6 mln PLN i oznacza to wzrost o 9,4 mln PLN (+71% r/r). Poprawa wyników Agory na poziomie skor. EBIT w Q2 2025 w relacji do Q2 2024 jest głównie efektem kontrybucji segmentu film i książka (m.in. mocna frekwencja kinowa). Pozostałe obszary biznesowe (łącznie) były dla nas powodem rozczarowania.

W Q2 2025 doceniamy dobrą monetyzację widza (zarówno przez pryzmat średniej ceny biletu jak i wartości paragonu w barach kinowych). Dodatkowo, w segmencie film i książka w Q2 2025 dostrzegamy wysokie wpływy z działalności filmowej.

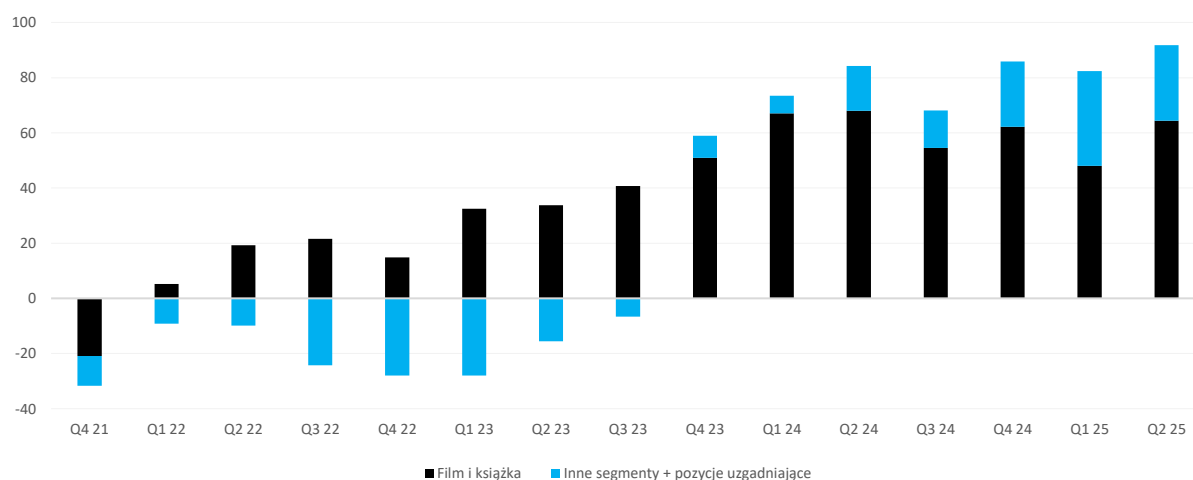
Pozostałe obszary biznesowe Agory (łącznie) wykazały dobre dynamiki wzrostu przychodów r/r oraz wyższe koszty operacyjne. W minionym kwartale wpływy reklamowe spółki były wyższe o 7,9% r/r. Wysokie dynamiki wzrostu przychodów reklamowanych odnotowano w segmencie radio (+15% r/r) i w prasie (+6,1% r/r). Zauważamy przełamanie negatywnego trendu erozji wpływów reklamowych w segmencie internet (+2% r/r). Jednocześnie słabe, szczególnie na tle rosnącej konkurencji w DOOH, przychody pokazał segment reklamy zewnętrznej (-0,4% r/r).

Ujęcie segmentowe wskazuje, że w Q2 2025:

- Obszar film i książka wykazał wzrost skor. EBIT r/r o 16,4 mln PLN (+11,2 mln PLN vs -5,2 mln PLN w Q2 2024).
- Odczyt skor. EBIT w pozostałych segmentach z ekspozycją na reklamę (poza segmentem film i książka) plus pozycje uzgadniające wykazał erozję o 7 mln PLN w ujęciu r/r (+11,4 mln PLN versus +18,4 mln PLN w Q2 2024).

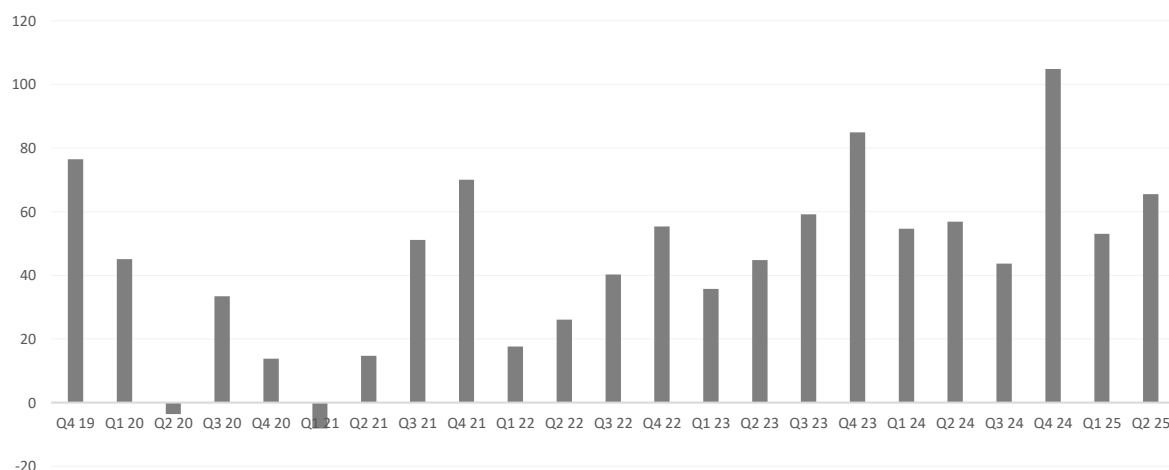
Po Q2 2025 w ujęciu LTM skor. EBIT segmentu film i książka wyniósł 64,4 mln PLN, z kolei pozostałe dywizje biznesowe odpowiadały za 27,4 mln PLN (przypominamy, że po Q1 2025 relacje ta wynosiła odpowiednio 48 mln PLN i 34,4 mln PLN).

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



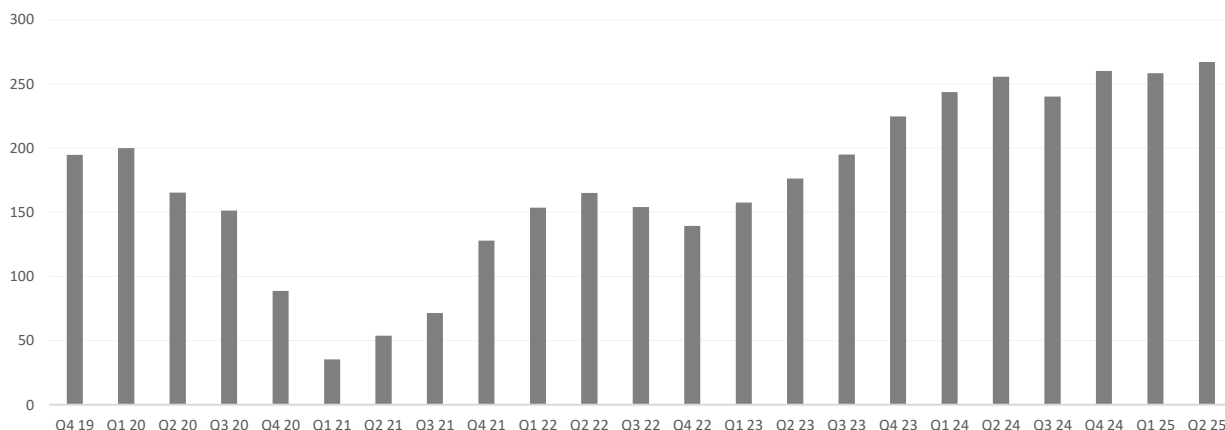
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



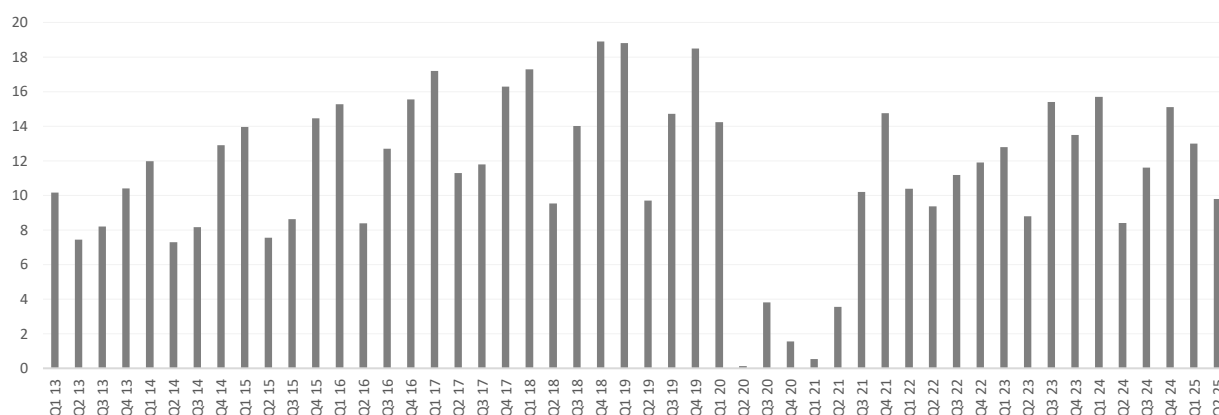
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



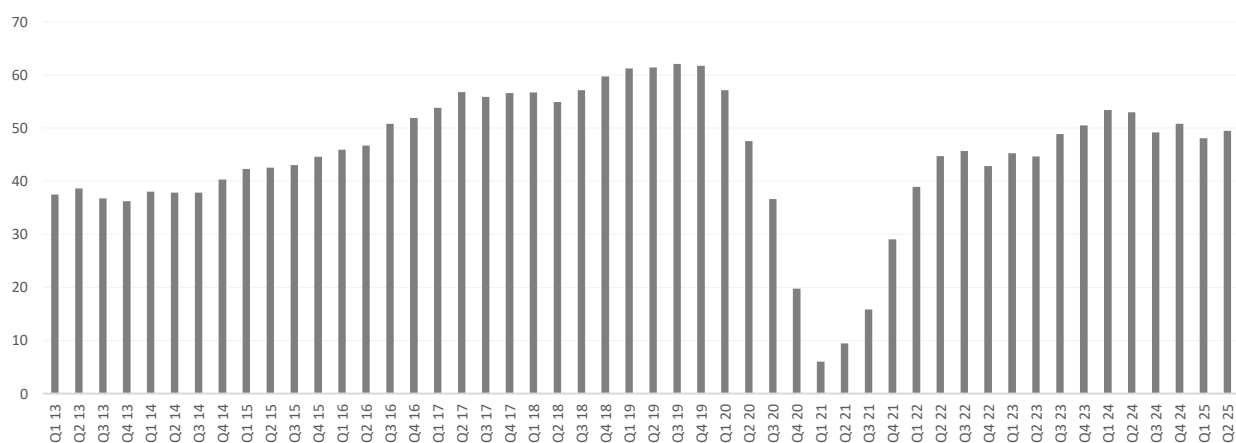
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



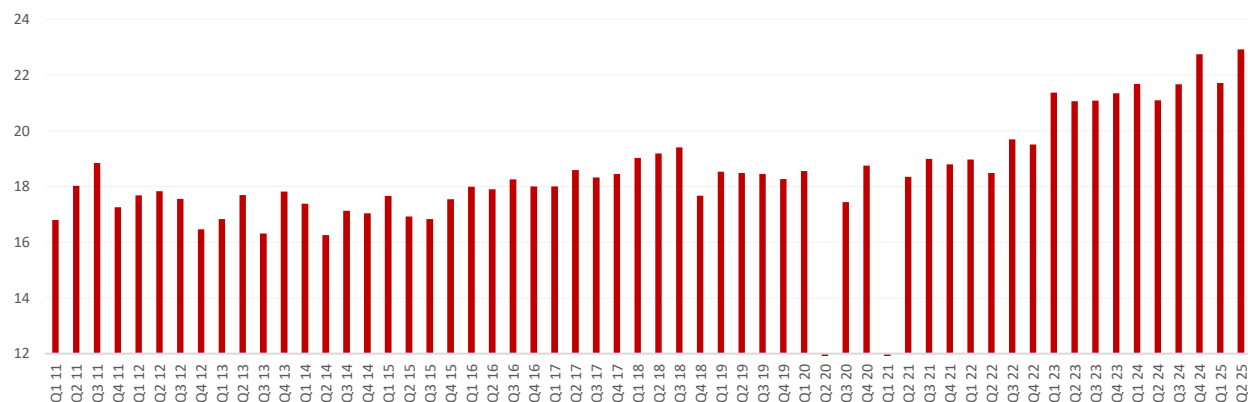
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]



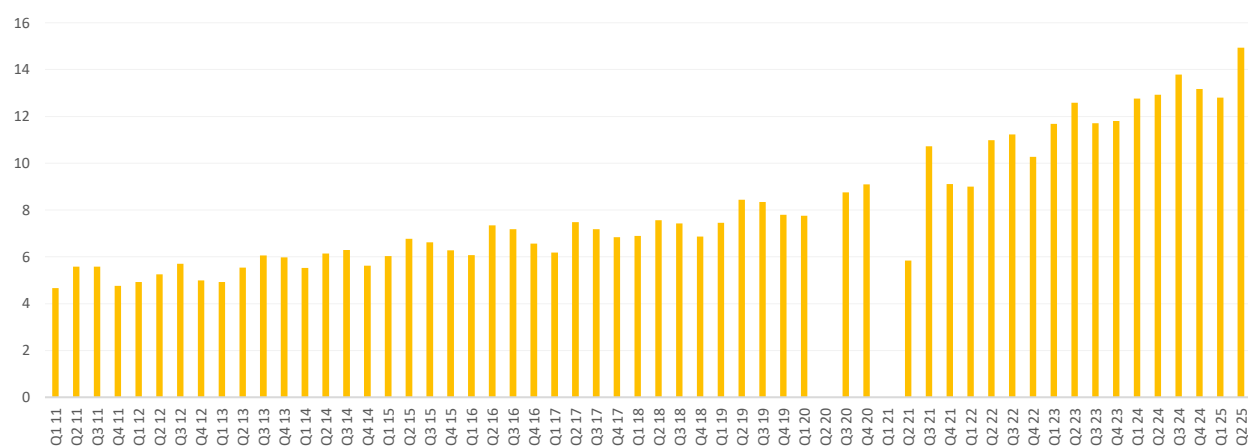
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



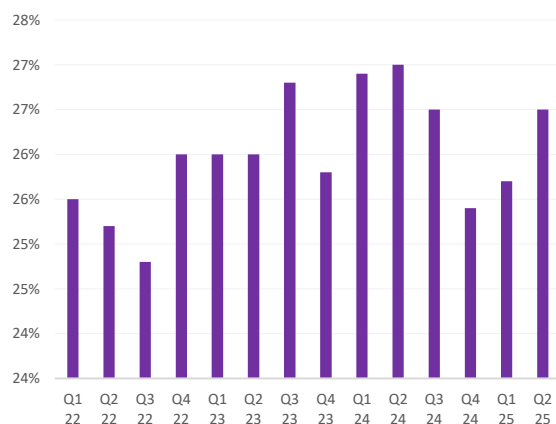
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

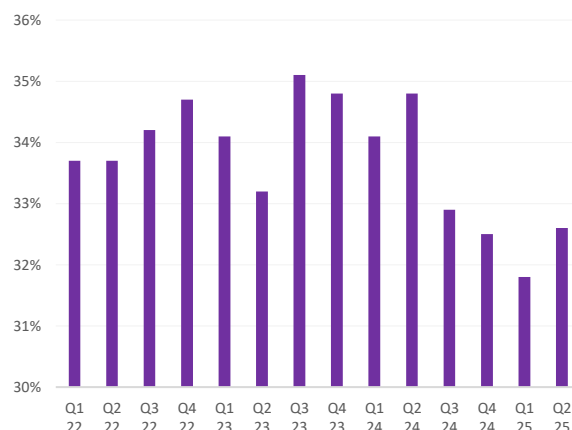


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

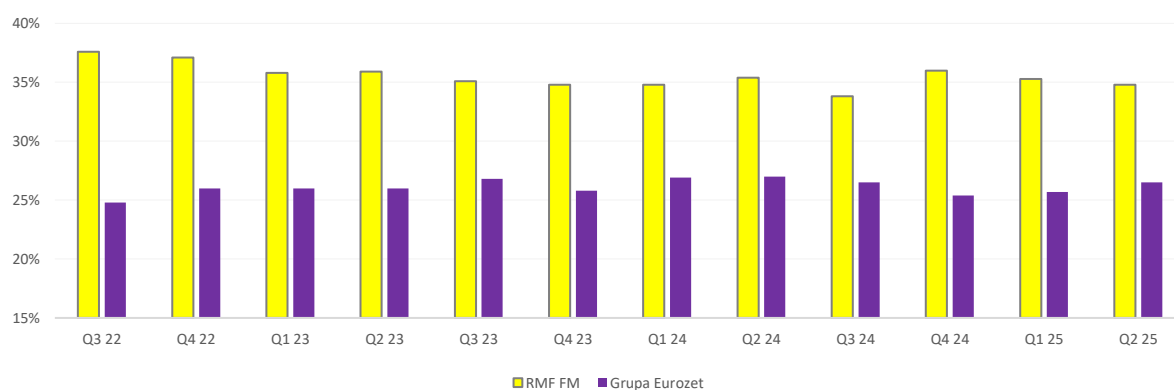
Udział Eurozet w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+



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



Udziały rynkowe Grupy Eurozet na tle RMF FM



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

DŁUG FINANSOWY

Na koniec Q2 2025 zadłużenie Agory z tytułu kredytów i leasingu wyniosło ponad 825,4 mln PLN (na koniec Q1 2025 było to 831,2 mln PLN, a na koniec 2024 roku 817 mln PLN) i w tej puli zobowiązań finansowych zadłużenie leasingowe (głównie efekt umów najmu długoterminowego w kinach Helios) wynikające z IFRS 16 stanowiło 590 mln PLN (na koniec Q1 2025 ok 599 mln PLN, a na koniec 2024 było to 587 mln PLN). Dług finansowy bez uwzględnienia IFRS 16 na koniec Q2 2025 wyniósł ponad 235 mln PLN (niewielki wzrost q/q). Jednocześnie na koniec Q2 2025 saldo gotówki (plus ekwiwalenty) w spółce wyniosło ponad 122 mln PLN.

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

Stan zobowiązań finansowych Agory oraz szacunkowy koszt obsługi zadłużenia



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ROK 2026 Z EFEKTEM POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?

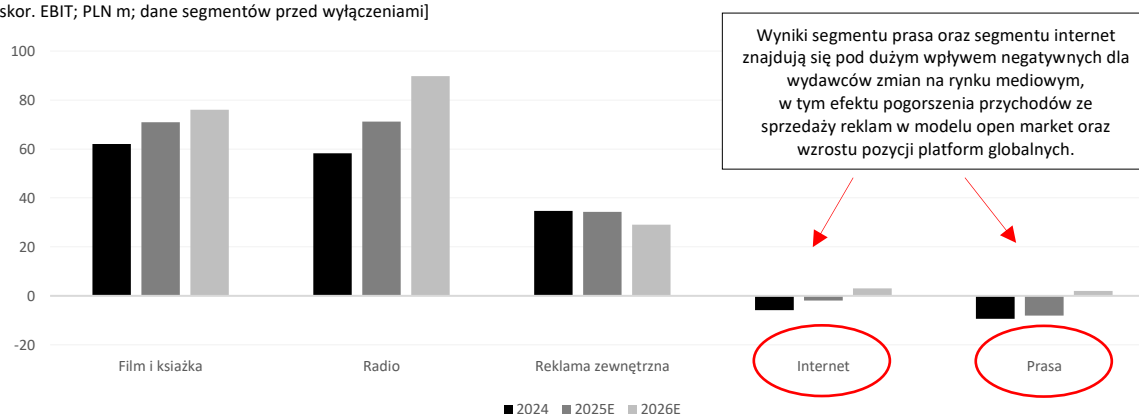
W raporcie zwracamy uwagę na trudne uwarunkowania biznesowe dla podmiotów zajmujących się tworzeniem treści informacyjnych/publicystycznych w Polsce. Obecna sytuacja rynkowa wydawców w Polsce jest krytyczna jeśli spoglądamy na relację generowanych przychodów i poziom ponoszonych przez nich kosztów na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

Liczymy, że przełom 2025/2026 roku wskaże na efekty rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech (porozumienie lub skierowanie sporu na ścieżkę administracyjną).

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

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



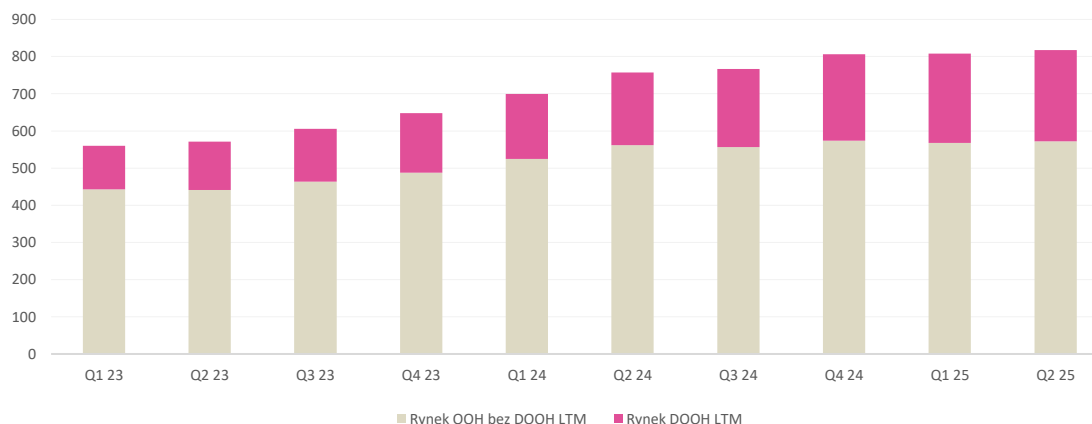
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ vs DIGITAL NETWORK

(porównanie trendów)

Jak podaje OOHlife monitorowana wielkość sprzedaży na rynku reklamy OOH w Polsce w Q2 2025 wyniosła 229 mln PLN. W Q2 2025 roku wielkość sprzedaży klasycznego OOH przekroczyła 149 mln PLN (na porównywalnej bazie oznacza to wzrost o 2,3% r/r). W Q2 2025 sprzedaż Digital OOH wyniosła 64,9 mln PLN (na porównywalnej bazie oznacza to wzrost o blisko 9% r/r). Po Q2 2025 w ujęciu LTM wartość rynku DOOH wyniosła ponad 245 mln PLN i stanowiło to 30% całego rynku reklamy zewnętrznej w Polsce.

Struktura i wartość rynku reklamy zewnętrznej w Polsce (ujęcie LTM) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie raportów przygotowanych przez OOHlife Izba Gospodarcza i Domu Mediowego STARCOM (Publicis Group).

W poprzednich materiałach (m.in. raport analityczny z 2024-12-13) sygnalizowaliśmy, iż dostrzegamy ryzyko związane z pogorszeniem perspektyw biznesowych dla segmentu reklamy zewnętrznej. Spółka w poprzednich kwartałach implementowała odważne zmiany cennikowe (m.in. uwzględniła dodatkowe opłaty aglomeracyjne), co w minionym 2024 roku poprawiło wyniki segmentu. Bieżący 2025 rok może okazać się już tym punktem, w którym będzie pojawiać się coraz większych znaków zapytania dotyczących właściwego zrozumienia, aktualności i możliwości realizacji wyznaczonej strategii średnioterminowej dla tej dywizji biznesowej.

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

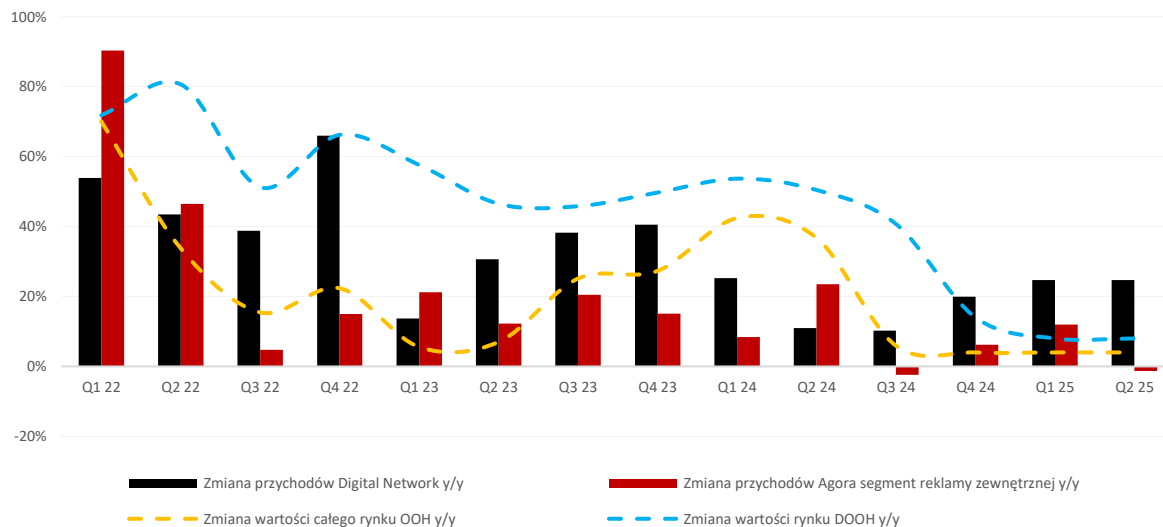
Spółka w dniu 2025-09-08 poinformowała o zawarciu przedwstępnej umowy zakupu Synergic. Zakładamy konsolidację tego podmiotu od grudnia'25 i wzmocnienie segmentu reklamy zewnętrznej traktujemy jako potrzebną inicjatywę.

Według naszej symulacji na koniec Q2 2025 odczyt EBIT LTM w Digital Network jest o 16% powyżej (!) EBIT LTM segmentu reklama zewnętrzna Agory (na koniec 2024 roku segment OOH w Agorze miał EBIT jeszcze o prawie 5% wyższy niż rezultaty Digital Network). Nasza prognoza wskazuje, że kolejne kwartały będą jeszcze boleśniejsze dla Agory (już po uwzględnieniu konsolidacji Synergic) w porównaniu wyników operacyjnych z Digital Network. Z bieżącej perspektywy spodziewamy się, że odczyt za cały 2025 rok wskaże, iż EBIT segmentu OOH w Agorze jest o ponad 14% niższy niż EBIT w Digital Network. Rok 2026 w naszym odczuciu może być okresem dalszego pogłębienia tej negatywnej relacji i spodziewamy się, iż EBIT segmentu OOH w Agorze będzie o blisko 25% poniżej odczytu Digital Network.

W ramach katalogu potencjalnych ryzyk należy również przygotować się na scenariusz, iż w 2026 roku Bauer Media Outdoor będzie chciał mocniej zaakcentować swoją obecność na polskim rynku.

Dlatego, przyspieszona transformacja całego rynku OOH w Polsce oraz dołączenie do rywalizacji Bauer Media Outdoor mogą ukształtować na tyle wymagające otoczenie biznesowe dla Agory, iż finalnie dojdzie do dalszej i trwałej erozji wartości segmentu reklamy zewnętrznej.

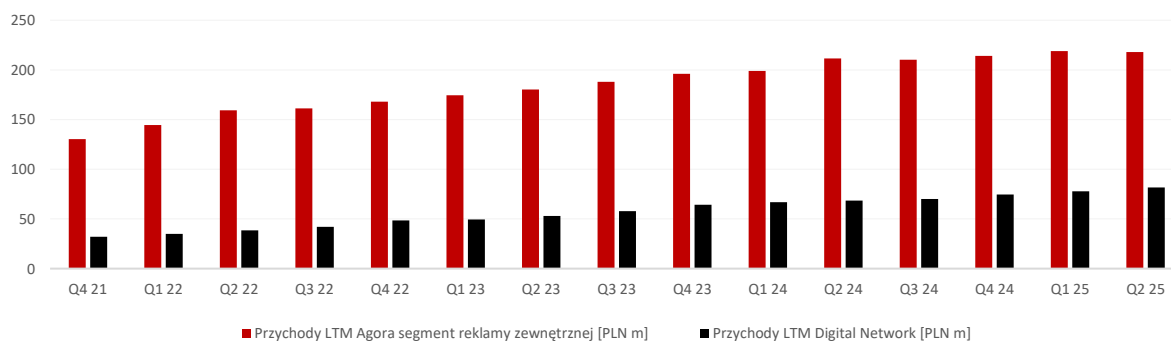
Dynamika rynku reklamy zewnętrznej oraz dynamika przychodów Digital Network i segmentu reklamy zewnętrznej w Agorze



Zwracamy uwagę, że zaprezentowane na wykresie dane obrazujące kondycję rynku reklamy zewnętrznej uwzględniają zwiększenie liczby podmiotów działających na rynku reklamy OOH. Tym samym przedstawione na wykresie dynamiki zmian wartości OOH jak i DOOH są także pod wpływem zmiany liczby/struktury nośników reklamowych.

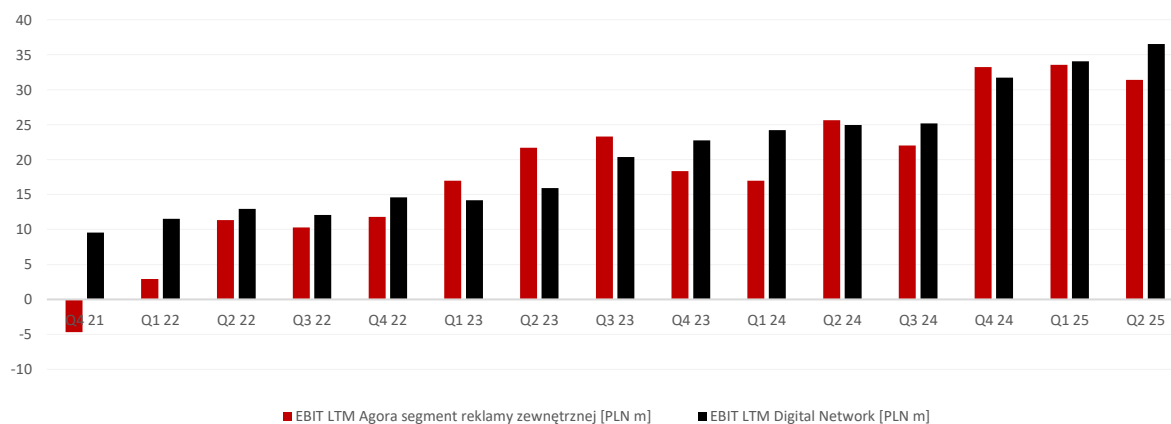
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, Digital Network, OOHlife

Przychody w ujęciu LTM w Digital Network oraz w Agorze w segmencie reklamy zewnętrznej



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

EBIT w ujęciu LTM w Digital Network oraz w Agorze w segmencie reklamy zewnętrznej



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

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU)

Pomimo naszej chłodnej oceny rezultatów za Q2 2025, z bieżącej perspektywy liczymy na dobrą ścieżkę wynikową Agory w H2 2025. W naszym odczuciu segment film i książka ma niską bazę porównawczą z Q3 2024. Natomiast wykazywany optymizm dotyczący sieci Helios na Q4 2025 związany jest z mocnymi pozycjami w box office - dotyczy to zarówno tytułów polskich jak i zagranicznych. W pozostałych segmentach z ekspozycją na wpływy reklamowe (łącznie) zakładamy w H2 2025 utrzymanie dobrych dynamik przychodowych w relacji r/r, które powinny budować odczyt skor. EBIT (w Q2 2025 dostrzegamy kilka „jednorazowych” pozycji kosztowych, które traktujemy jako inwestycję w H2 2025).

W H1 2025 na frekwencja kinowa w Polsce była niższa o ponad 5% w relacji r/r (słaby odczyt r/r w Q1 2025 i dynamiczne odbicie r/r w Q2 2025). Jesteśmy optymistycznie nastawieni do potencjału wzrostu widowni kinowej w ujęciu r/r w Q3 i Q4 2025. Na cały 2025 rok utrzymujemy wcześniejsze spojrzenie wskazujące na możliwy wzrost frekwencji względem 2024 roku (ok +1% r/r).

Przypominamy, że spółka zdecydowała się na wygaszenie działalności poligraficznej. Ten ruch w skali pełnego roku kalendarzowego powinien (według spółki) wygenerować oszczędności rzędu 6 mln PLN. W modelu na 2026 rok staramy się uwzględnić ten impuls i jest to główny czynnik decydujący o wzroście skor. EBIT segmentu. Jednocześnie, szacowana wysokość rezerwy z tytułu zwolnień grupowych związanych z zamknięciem ostatniej drukarni (Warszawa, ul. Daniszewska) ma wynieść blisko 2,4 mln PLN i będzie ujęta w wynikach za Q3 2025. Spodziewamy się, że docelowo wspomniana nieruchomość (podobnie jak poprzednie po zamkniętych drukarniach) zostanie sprzedana.

Dodatkowo w symulacji (już od Q3 2025) staramy się uwzględnić dokonane zmiany w organizacji grupy, czyli przeniesienie muzycznej części działalności Agora Muzyka i Agora Digital Music do Next Film (obecnie wchodzi do segmentu film i książka, a poprzednio wyniki były ujmowane w segmencie prasa). W Q3 2025 jednym z kluczowym wydarzeń dla tej działalności była organizacja festiwalu muzycznego Olsztyn Green Festival.

W 2025 roku spodziewamy się, że skor. EBIT Agory wyniesie blisko 107 mln PLN (+24,4% r/r). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 71 mln PLN (+14,5% r/r). Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa) wraz z pozycjami uzgadniającymi powinny wypracować skor. EBIT blisko 36 mln PLN (+50% r/r). Przyjęta ścieżka wynikowa na lata 2026-2027 zakłada dalszy wzrost skor. EBIT odpowiednio o 28% i 22%. W tych dwóch latach decydujący wpływ na wysokie dynamiki budowy wyniku w naszej prognozie mają obszary z ekspozycją na wpływy reklamowe (poza segmentem film i książka).

W dalszym ciągu akcentujemy prawdopodobną zmianę struktury budowy skor. EBIT Agory. Segmenty inne niż obszar film i książka, łącznie z pozycjami uzgadniającymi holdingu w naszej prognozie odpowiadają w 2025 roku za 33% rocznego odczytu skor. EBIT (dla porównania w 2024 roku było to 28%). W latach 2026-2027 nasza symulacja wskazuje, że obszary poza segmentem film i książka będą odpowiadały odpowiednio za 44% i 49% łącznego skor. EBIT Agory.

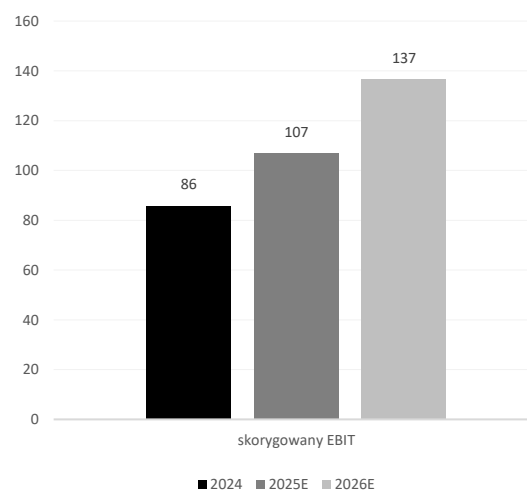
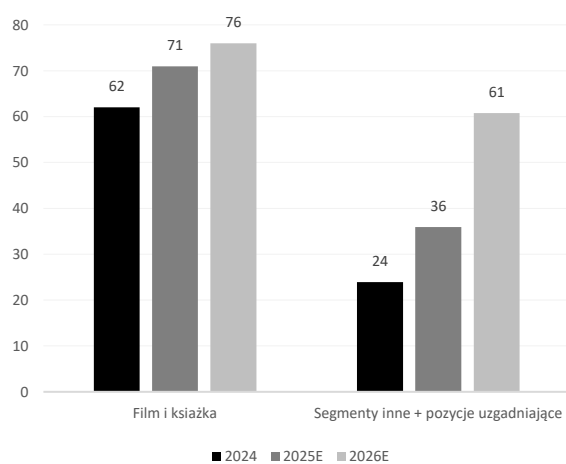
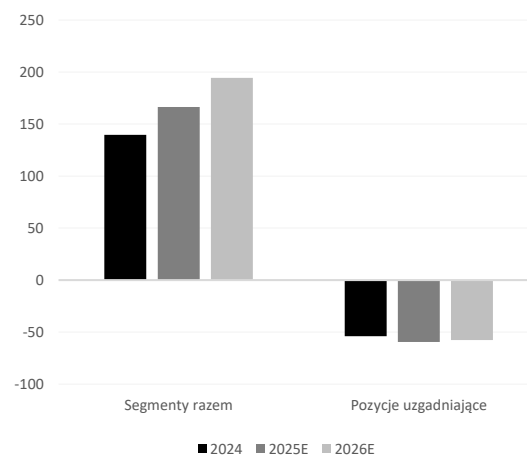
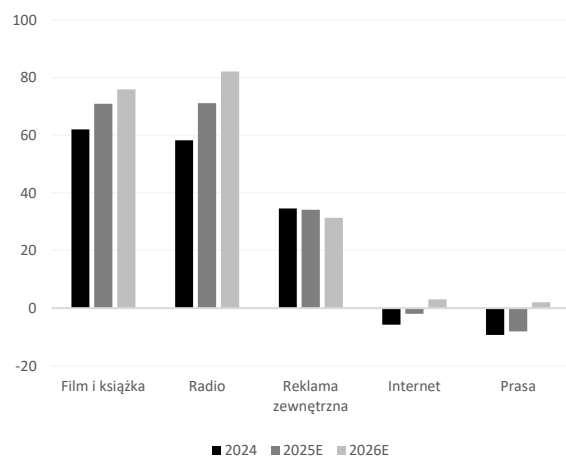
Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25E	Q4 25E	2024	2025E	2026E
Przychody	385,9	337,5	334,5	445,7	349,3	379,6	351,9	458,4	1 503,6	1 539,2	1 657,6
Reklama	157,9	193,3	176,3	235,2	163,6	208,7	182,0	249,6	762,8	803,9	898,8
Bilety do kina	78,1	40,1	56,3	81,9	65,1	56,2	64,1	86,2	256,4	271,8	289,7
Sprzedaż wydawnictw	33,7	33,3	31,0	36,6	31,0	31,9	33,2	34,5	134,6	130,6	129,8
Bary kinowe	45,9	24,6	35,9	47,4	38,4	36,6	41,0	50,1	153,7	166,2	177,6
Sprzedaż gastronomiczna	10,8	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,1	0,0	0,0
Działalność filmowa	29,5	3,7	2,7	13,0	17,8	12,1	5,0	12,0	48,8	46,9	46,7
Pozostała sprzedaż	30,0	30,2	32,2	31,7	33,2	34,0	26,6	26,0	124,2	119,9	115,0
EBITDA skorygowana	54,6	56,9	43,7	104,8	53,0	65,5	50,9	111,4	257,4	281,9	310,0
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	61,6	7,4	22,6	8,0	68,8	85,9	106,9	136,8
Saldo finansowe	-4,5	-14,6	-10,6	-26,0	-3,9	-21,6	-16,8	-12,3	-55,6	-54,6	-47,8
Wynik brutto	6,1	-1,7	-10,8	34,0	2,7	-0,6	-9,1	56,2	27,6	49,3	89,0
Wynik netto	3,8	-8,1	-11,5	42,2	-7,6	-3,1	-9,1	45,6	26,4	25,8	72,1
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	-12,3	-11,5	39,1	-9,2	-3,8	-9,8	44,0	14,7	21,2	71,6
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	61,6	7,4	22,6	8,0	68,8	85,9	106,9	136,8
Film i książka	32,2	-5,2	5,9	29,3	18,0	11,2	13,5	28,3	62,0	71,0	76,0
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	-21,2	18,4	-5,8	32,3	-10,5	11,4	-5,5	40,5	23,9	35,9	60,8

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2025-05-14) obniżyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2025 o 1%. Na lata 2026-2027 nasze bieżące projekcje obniżyliśmy o blisko 12% i 8%.

Uwzględniamy lepszy (niż oczekiwaliśmy) odczyt segmentu film i książka z Q2 2025. Jesteśmy też optymistycznie nastawieni wobec potencjału wzrostu widowni kinowej w H2 2025. Dlatego, nasza prognoza dla segmentu film i książka na poziomie skor. EBIT jest wyższa o 25% względem symulacji zawartych w raporcie z 2025-05-14. Na lata 2026-2027 decydujemy się obniżenie oczekiwań dla segmentu odpowiednio o 2% i 8% (głównie efekt rewizji pozycji związanych z kosztami operacyjnymi).

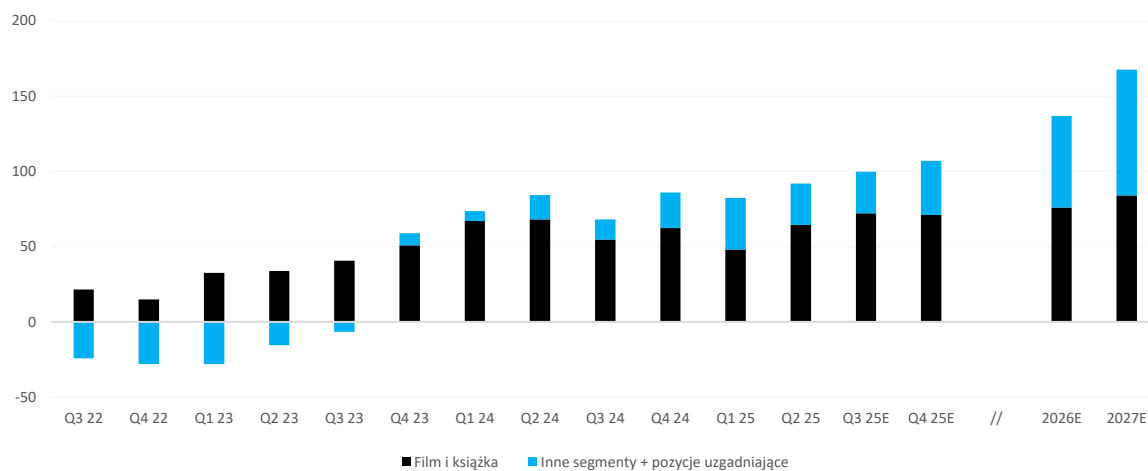
Dla pozostałych obszarów biznesowych (łącznie z pozycjami uzgadniającymi) na rok 2025 obniżyliśmy prognozę dla skor. EBIT z 50,7 mln PLN do niespełna 36 mln PLN, czyli o 29%. Jest to efekt chłodniejszego podejścia wobec obszaru reklamy zewnętrznej oraz uwzględnienia kosztów zamknięcia obszaru druku w segmencie prasa (plus wydzielenie Agora Muzyka i Agora Digital Music do Next Film). Na lata 2026-2027 obecna prognoza skor. EBIT dla omawianych obszarów biznesowych grupy jest niższe odpowiednio o 21% i 7% względem projekcji z 2025-05-14.

Zmiana w założeniach w modelu na lata 2025-2027 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-05-14)

	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	1 539	1 658	1 740	1 512	1 605	1 686	2%	3%	3%
Reklama	803,9	898,8	945,3	791,6	836,8	880,8	2%	7%	7%
Bilety do kina	271,8	289,7	308,1	271,2	291,8	311,9	0%	-1%	-1%
Sprzedaż wydawnictw	130,6	129,8	130,7	135,8	137,5	139,2	-4%	-6%	-6%
Bary kinowe	166,2	177,6	189,3	164,1	177,1	189,7	1%	0%	0%
Sprzedaż gastronomiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		NN	
Działalność filmowa	46,9	46,7	47,3	35,5	43,6	41,0	32%	7%	15%
Pozostała sprzedaż	119,9	115,0	119,7	114,2	118,6	122,9	5%	-3%	-3%
EBITDA skorygowana	281,9	310,0	332,2	292,8	334,4	362,3	-4%	-7%	-8%
EBIT skorygowany	106,9	136,8	167,6	107,6	155,2	181,5	-1%	-12%	-8%
Saldo finansowe	-54,6	-47,8	-44,4	-34,2	-44,0	-40,4			
Wynik brutto	49,3	89,0	123,2	74,1	111,2	141,1	-33%	-20%	-13%
Wynik netto	25,8	72,1	99,8	60,0	90,0	114,3	-57%	-20%	-13%
akcjonariuszy jedn. dominującej	21,2	71,6	99,4	56,9	89,6	113,8	-63%	-20%	-13%
EBIT skorygowany	106,9	136,8	167,6	107,6	155,2	181,5	-1%	-12%	-8%
Film i książka	71,0	76,0	84,0	56,9	77,9	91,3	25%	-2%	-8%
Inne segmenty + pozycje uzgadniające	35,9	60,8	83,6	50,7	77,3	90,2	-29%	-21%	-7%

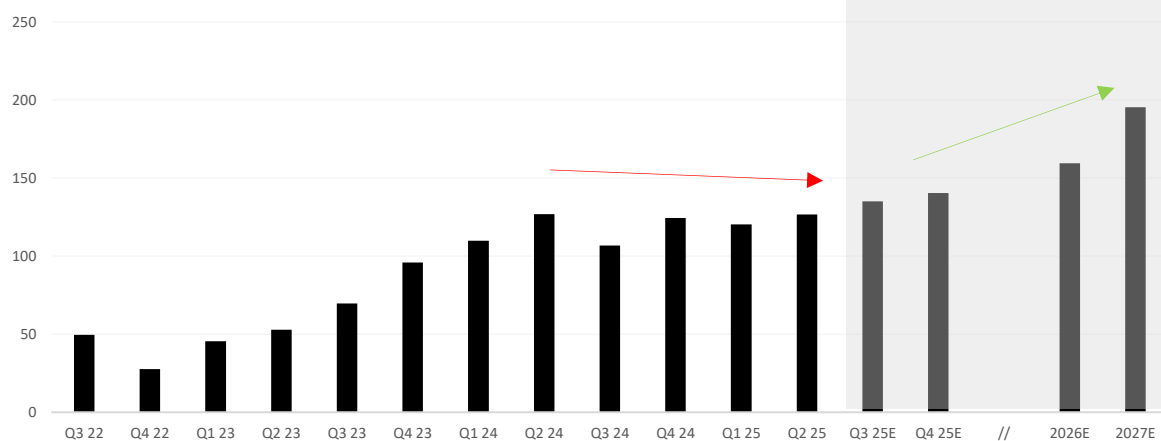
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne oraz nasze prognozy

WSKAŹNIKI RYNKOWE / OPERACYJNE	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Kurs [PLN]	8,86	8,86	8,86	8,86	8,86	8,86	8,86
Kapitalizacja [PLN m]	413	413	413	413	413	413	413
EV [PLN m]	1 177	1 081	1 141	1 161	1 127	1 074	1 034
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	515	449	554	553	529	485	454
EPS [PLN]	-2,2	1,4	0,3	0,5	1,5	2,1	2,5
BVPS [PLN]	14,5	15,9	14,9	14,8	16,0	17,5	19,4
P/E (x)	---	6,3	28,2	19,5	5,8	4,2	3,5
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Przychody (x)	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	8,3	4,7	4,4	4,1	3,6	3,2	2,9
Przychody r/r	15%	28%	6%	2%	8%	5%	4%
(Skor. EBITDA - płatności leasingowe) / Przychody	2%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
Skor. EBIT / Przychody	-1%	4%	6%	7%	8%	10%	10%
Wynik netto / Przychody	-9%	5%	1%	1%	4%	6%	6%
ROE	-14%	9%	2%	3%	10%	13%	14%
ROIC	-1%	4%	4%	6%	7%	9%	10%
Dywidenda [PLN m]	0,0	0,0	0,0	11,6	18,6	25,6	32,6
DPS [PLN]	0,0	0,0	0,0	0,25	0,40	0,55	0,70
Rentowność dywidendy	0%	0%	0%	3%	5%	6%	8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	1 113,1	1 424,3	1 503,6	1 539,2	1 657,6	1 740,4	1 812,5
Reklama	511,9	703,7	762,8	803,9	898,8	945,3	989,3
Bilety do kina	192,3	244,0	256,4	271,8	289,7	308,1	322,1
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	134,6	130,6	129,8	130,7	132,1
Bary kinowe	103,5	136,6	153,7	166,2	177,6	189,3	198,3
Sprzedaż gastronomiczna	38,3	43,0	23,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Działalność filmowa	31,2	29,5	48,8	46,9	46,7	47,3	48,6
Pozostała sprzedaż	99,0	127,5	124,2	119,9	115,0	119,7	122,1
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 398,4	-1 434,7	-1 518,5	-1 568,3	-1 619,9
EBITDA skorygowana	142,7	228,3	257,4	281,9	310,0	332,2	350,9
EBIT	-64,8	44,6	82,1	104,4	136,8	167,6	187,2
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-55,6	-54,6	-47,8	-44,4	-41,1
Udział w wyniku jedn. mpw	8,5	-4,3	1,1	-0,5	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-103,7	101,6	27,6	49,3	89,0	123,2	146,0
Wynik netto	-105,7	85,0	26,4	25,8	72,1	99,8	118,3
akcjonariuszy jedn. dominującej	-102,7	65,4	14,7	21,2	71,6	99,4	117,8
udziały niekontrolujące	-3,0	19,6	11,8	4,6	0,4	0,5	0,5
EBIT skorygowany w podziale na segmenty	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Film i książka	14,9	50,9	62,0	71,0	76,0	84,0	92,9
Radio	4,9	51,2	58,2	71,2	82,2	99,7	109,8
Prasa	-27,9	-7,5	-9,3	-8,1	2,0	2,7	3,1
Reklama zewnętrzna	14,8	20,4	34,6	34,1	31,3	33,6	35,5
Internet	12,0	-6,8	-5,8	-2,0	3,1	3,8	4,1
Segmenty razem	18,6	108,2	139,8	166,3	194,5	223,8	245,4
Pozycje uzgadniające	-31,7	-49,2	-53,9	-59,4	-57,7	-56,3	-58,2
EBIT skorygowany	-13,1	58,9	85,9	106,9	136,8	167,6	187,2
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	48,5	116,7	148,9	170,7	200,4	222,7	241,4
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	-87,9	16,0	53,8	77,0	109,4	140,2	159,8

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

BILANS [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
RZAT + WNIIP	722,4	1 019,6	978,5	964,3	986,8	1 012,1	1 063,9
Prawa do użytkowania aktywów	587,3	581,8	529,4	557,3	547,4	538,3	529,5
Inwestycje rozl. met. praw własności	127,4	13,8	14,9	14,4	14,4	14,4	14,4
Pozostałe aktywa trwałe	59,1	65,2	79,2	73,3	73,3	73,3	73,3
Aktywa trwałe	1 496,3	1 680,3	1 602,0	1 609,3	1 621,8	1 638,1	1 681,0
Zapasy	30,4	34,6	24,0	31,6	40,9	45,3	47,2
Należności kr. Term i rozliczenia mo	195,2	238,3	253,2	244,6	263,4	276,5	288,0
Pozostałe aktywa obrotowe	2,1	1,9	2,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	69,1	90,4	130,5	117,2	111,2	125,4	126,2
Aktywa obrotowe	296,8	365,1	410,5	401,1	423,1	454,9	469,1
Aktywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	2 010,4	2 044,9	2 093,0	2 150,1
Kapitał własny razem	674,0	847,6	700,4	699,7	753,1	827,3	913,0
Zobowiązania długoterminowe	708,6	636,3	761,5	748,6	710,5	673,1	635,8
Zobowiązania krótkoterminowe	410,5	561,5	550,6	562,1	581,3	592,6	601,3
Zobowiązania razem	1 119,0	1 197,8	1 312,1	1 310,7	1 291,8	1 265,7	1 237,1
Pasywa razem	1 793,1	2 045,4	2 012,5	2 010,4	2 044,9	2 093,0	2 150,1

ZADŁUŻENIE FINANSOWE [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Razem zobowiązania z tyt. kredytów i leasingu [dług %]	796,8	733,6	817,0	828,3	788,4	749,4	710,5
Zobowiązania z tyt. kredytów i pożyczek	104,7	84,2	223,7	207,1	177,1	147,1	117,1
Zobowiązania z tyt. leasingu	692,1	649,5	593,3	621,2	611,3	602,3	593,4
Dług netto	764,3	667,9	728,0	748,6	714,7	661,4	621,8
Dług netto bez uwzględnienia MSSF 16	102,1	36,6	140,8	140,7	116,7	72,4	41,6
Dług netto / Adj. EBITDA [x]	5,3	2,9	2,8	2,6	2,3	2,0	1,8
Skor. koszty obsługi zadłużenia	117,4	135,2	139,8	143,0	150,5	136,9	131,7
Koszty odsetkowe netto bez odsetek z leasingu	12,7	13,9	16,2	21,0	18,7	14,8	11,6
Zobowiązania leasingowe	104,7	121,3	123,6	122,0	131,7	122,2	120,1
Fixed charge cover [x]	1,2	1,7	1,9	2,0	2,1	2,4	2,7

CF [PLN m]	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	246,6	260,0	241,2	289,5	306,5	322,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-38,6	-19,5	-39,4	-79,2	-96,4	-99,7	-126,9
Przepływy z działalności finansowej	-104,0	-205,8	-180,5	-175,4	-199,1	-192,6	-194,3
w tym płatności leasingowe	-80,9	-90,9	-91,8	-90,1	-99,2	-90,2	-88,6
w tym dywidendy	0,0	0,0	0,0	-11,6	-18,6	-25,6	-32,6
Środki pieniężne eoP	69,1	90,4	130,5	117,2	111,2	125,4	126,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	11,30	kupuj	13,97,6	2025-09-10	16:05	8,86	106 000
kupuj	13,97	kupuj	13,6	2025-05-14	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 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	3	30%		0	0%
Akumuluj	4	40%		0	0%
Trzymaj	1	10%		0	0%
Redukuj	2	20%		0	0%
Sprzedaj	0	0%		0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Data sporządzenia materiału: 2025-09-10.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-09-10 (16:05 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-10.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2025-09-10:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.