



Dom Maklerski BDM S.A.

## AGORA

### RAPORT ANALITYCZNY

# KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 13,59 PLN**

13 GRUDZIEŃ 2024, 09:25 CET

**Podtrzymujemy zalecenie Kupuj i jednocześnie obniżamy wycenę spółki z 14,6 PLN/akcją do 13,59 PLN/akcję. Sugerowana przez nas wycena jest 56% powyżej obecnej ceny rynkowej. Zgodnie z naszą symulacją Agora aktualnie jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA bliskim 3,8x na rok 2025.**

Spodziewamy się, że Agora powróci na ścieżkę wzrostu wyników w ujęciu LTM już po odczycie za Q4 2024. Po Q2 2024 skor. EBITDA pomniejszona o płatności leasingowe w ujęciu LTM ustanowiła lokalne maksimum. Tak jak wskazaliśmy w poprzednich komentarzach, przygotowaliśmy się na scenariusz, że po Q3 2024 ten odczyt w ujęciu LTM będzie niższy. Liczymy, że raport za Q4 2024 potwierdzi, iż organizacja utrzymała moc do dalszej budowy wyników. Nasze prognozy wskazują, że finalnie Agora za cały 2025 rok powinna wskazać na wzrost odczytu skor. EBITDA minus płatności leasingowe do poziomu ok 180 mln PLN (+17,5% r/r).

W średnim terminie oczekujemy odczuwalnej zmiany struktury wyniku spółki. Najbliższe dwa lata, według naszej symulacji, powinny znacząco wzmocnić kontrybucję do budowy zysków Agory ze strony dywizji biznesowych z kluczową rolą wpływów reklamowych (obszary poza segmentem film i książka). W roku 2024 spodziewamy się, że segment film i książka będzie odpowiadał za blisko 74% całego odczytu skor. EBIT Agory. Natomiast w roku 2026, nasza symulacja wskazuje, iż pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe wraz z pozycjami nieprzypisanymi/uzgadniającymi, powinny łącznie odpowiadać za blisko 50% skonsolidowanego odczytu skor. EBIT Agory.

W najbliższych kwartałach spodziewamy się dalszej odbudowy frekwencji kinowej w Polsce. Zwracamy też uwagę na duży optymizm inwestorów (przejawiający się na kursie Cinemark Holdings) dotyczący perspektyw branży kinowej/multipleksów.

W naszym odczuciu, uchwalone w 2024 roku nowe przepisy o prawie autorskim w Polsce oznaczają jakościową poprawę pozycji negocjacyjnej wydawców z globalnymi gigantami technologicznymi. Na przełomie Q1/Q2 2025 liczymy na rozpoczęcie rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech. 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 potencjalnych zmian w mechanizmie definiującym podział strumienia przychodów należnego wydawcom.

Zwracamy też uwagę, iż w Q4 2024 (październik i grudzień) miały miejsce transakcje zakupu akcji przez członków zarządu Agory. łącznie na rynku dokonano zakupu prawie 27,5 tys. walerów za kwotę niespełna 250 tys. PLN. Choć wartość tych transakcji jest relatywnie niewielka to wskazane raporty bieżące są dla nas nową i budującą informacją.

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem [PLN m]	1 113	1 424	1 479	1 521	1 613	1 700
EBITDA skor. [PLN m]	143	228	249	285	323	352
EBIT skor. [PLN m]	-13	59	75	111	150	178
Wynik netto [PLN m]	-103	65	10	49	85	110
P/E (x)	---	6,2	40,2	8,4	4,8	3,7
EV/Przychody (x)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	7,9	4,6	4,5	3,8	3,1	2,6
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	3,4%

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

Wycena końcowa [PLN]	13,59
Wycena DCF [PLN]	13,44
Wycena mnożnikowa [PLN]	13,74
Potencjał do wzrostu / spadku	+56%

Cena rynkowa [PLN]	8,73
Kapitalizacja [PLN m]	407
Ilość akcji [m]	46,6

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-11	-13
6M stopa zwrotu	-19	-16
YTD stopa zwrotu	-23	-28
12M stopa zwrotu	-22	-29

(1) - absolutna stopa zwrotu

(2) - stopa zwrotu względem WIG

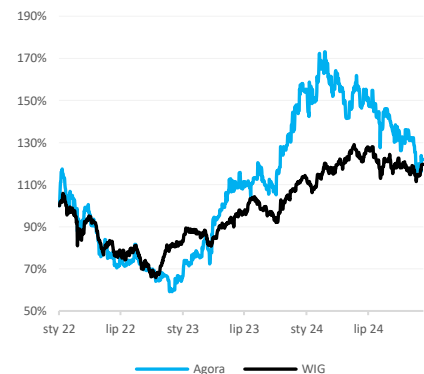
Akcjonariat (udział w kapitale):	
Agora-Holding	11,6%
PTE PZU	17,7%
Media Dev.Investment Fund	11,5%
NN PTE	8,8%

**Autor raportu:**

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.



## SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	9
WYNIKI AGORY ZA Q3 2024 .....	12
HELIOS vs CINEMARK (PORÓWNANIE TRENDÓW).....	16
SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ vs DIGITAL NETWORK (PORÓWNANIE TRENDÓW) .....	19
DŁUG FINANSOWY .....	21
ROK 2025 OKRESEM PIERWSZYCH POZYTYWNYCH ZMIAN DLA WYDAWCÓW?.....	22
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY (ZAŁOŻENIA MODELU) .....	23

## WYCENA I PODSUMOWANIE

**W bieżącym raporcie analitycznym podtrzymujemy zalecenie Kupuj i jednocześnie obniżamy wycenę spółki z 14,6 PLN/akcję do 13,59 PLN/akcję.** Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 13,44 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA (5,0x) na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 13,74 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 13,59 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod. Zgodnie z naszą symulacją spółka aktualnie jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA bliskim 3,8x na rok 2025.

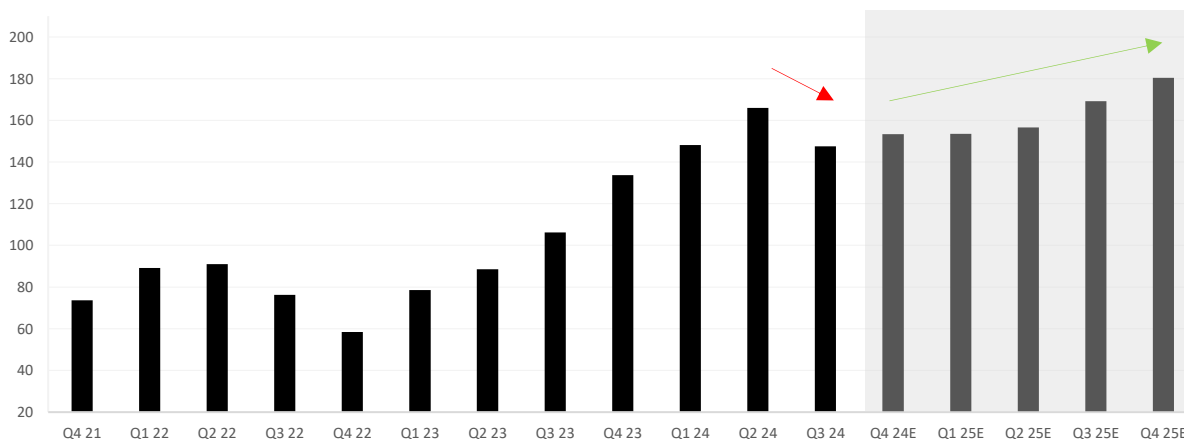
### Podsumowanie wyceny Agory

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	13,44
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	13,74
<b>C = (A*50%+B*50%)</b>	<b>Wycena końcowa [PLN/akcję]</b>	<b>13,59</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Po Q2 2024 skor. EBITDA pomniejszona o płatności leasingowe w ujęciu LTM ustanowiła lokalne maksimum. Tak jak wskazaliśmy w poprzednich komentarzach, przygotowaliśmy się na scenariusz, że po Q3 2024 ten odczyt w ujęciu LTM będzie niższy. Wraz z Q4 2024 spodziewamy się, iż Agora wejdzie ponownie na trajektorię wskazującą, iż organizacja ma moc dalszej budowy wyników. Nasze prognozy wskazują, że finalnie Agora za cały 2025 rok powinna wskazać na wzrost odczytu skor. EBITDA minus płatności leasingowe do poziomu ok 180 mln PLN (+17,5% r/r).

### 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.

Poza kluczowym dla nas założeniem szybkiego powrotu Agory na ścieżkę wzrostu wyników w ujęciu LTM (już od Q4 2024), w raporcie akcentujemy również inne aspekty, które powinny wspierać sentyment do spółki w średnim terminie.

W najbliższych okresach spodziewamy się dalszej odbudowy frekwencji kinowej w Polsce. Zwracamy równocześnie uwagę na duży optymizm inwestorów (przejawiający się na kursie Cinemrak Holdings) dotyczący perspektyw dla branży kinowej/multipleksów. Akcentujemy, iż w 2024 roku (według naszej symulacji) segment film i książka będzie odpowiedzialny za blisko 74% łącznego skorygowanego EBIT Agory.

**Kurs Cinemark Holdings na tle liczby sprzedanych biletów w multipleksach Cinemark na rynku USA**  
(na wykresie pokazujemy zmianę frekwencji r/r w poszczególnych kwartałach)

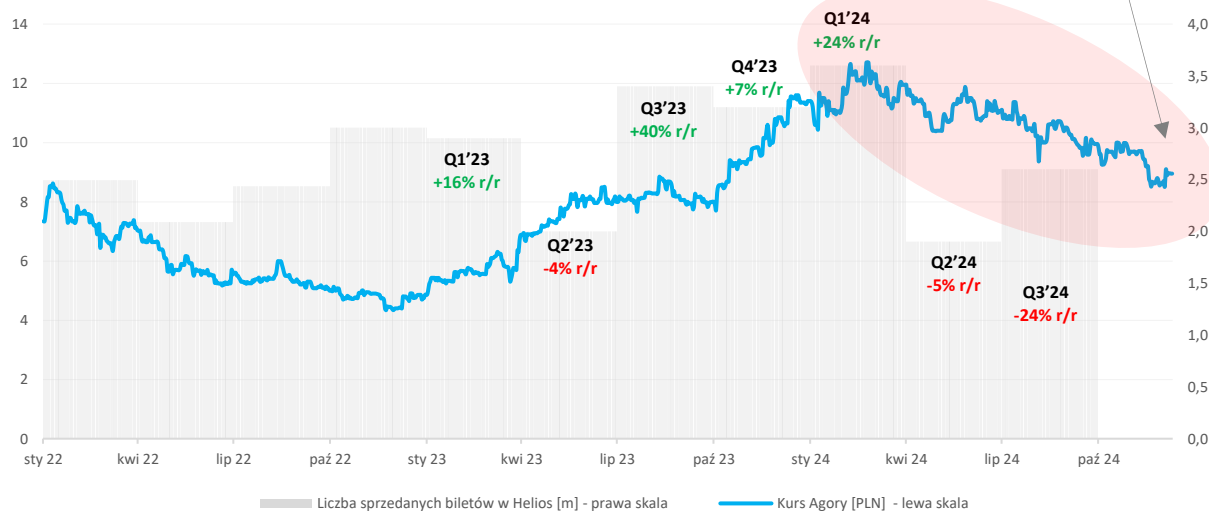


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cinemark Holdings

Kurs Cinemark YTD: +135%

Kurs Agory YTD: -23%

**Kurs Agory na tle liczby sprzedanych biletów w multipleksach sieci Helios**  
(na wykresie pokazujemy zmianę frekwencji r/r w poszczególnych kwartałach)



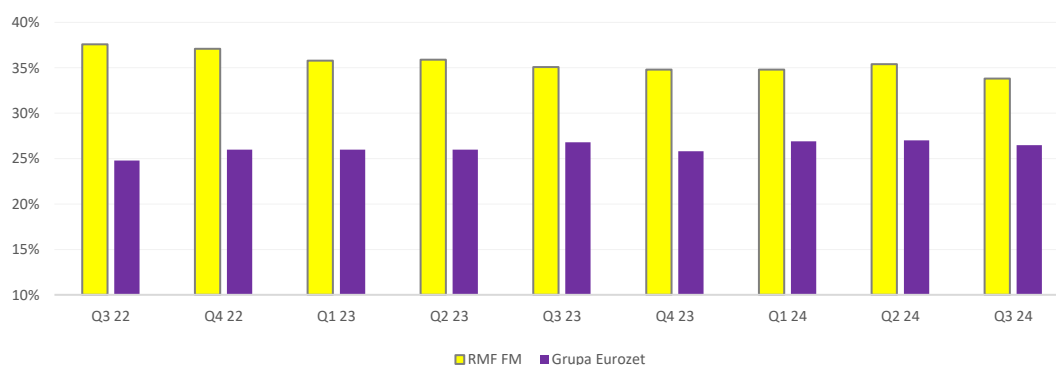
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora

W średnim horyzoncie **oczekujemy odczuwalnej zmiany struktury wyniku spółki**. Najbliższe dwa lata według naszej symulacji powinny znacząco wzmocnić kontrybucję do budowy zysków także innych dywizji biznesowych (poza segmentem film i książka). W roku 2024 spodziewamy się, że segment film i książka będzie odpowiadał za blisko 74% całego odczytu skor. EBIT Agory. Natomiast w roku 2026, nasza symulacja wskazuje, iż pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe wraz z pozycjami nieprzypisanymi/uzgadniającymi, powinny łącznie odpowiadać za blisko 50% skonsolidowanego odczytu skor. EBIT Agory.

Oceniamy, że **Agora jest wciąż w procesie odbudowy swojej pozycji rynkowej na rynku reklamy**. W obecnym modelu przygotowujemy się na okresowe schłodzenie koniunktury na rynku reklamy w Polsce wraz ze słabszymi odczytami makro, co przejawia się w obniżeniu oczekiwań przychodowych z reklamy na lata 2025-2026. Utrzymujemy jednocześnie nasz optymizm dotyczący możliwości jakościowych zmian w kontrybucji do wyników Agory ze strony segmentów z ekspozycją na reklamę.

Porównanie dwóch głównych grup medialnych działających na rynku radiowym w Polsce wskazuje, że w Q3 2024 dystans pomiędzy grupą rozgłośni skupionych wokół RMF FM a Eurozet wyniósł około 7,3 pkt % (w grupie wszyscy 15+). Dla przypomnienia, w Q3 2023 różnica na korzyść RMF FM wynosiła 8,3 pkt %. Zwracamy uwagę, że według tegorocznych badań radiostacje skupione wokół Eurozet to często jedyna grupa radiowa w Polsce, która wykazuje wzrost udziałów w słuchalności.

**W pogoni za liderem rynku – dystans w słuchalności anten Eurozet do anten skupionych w grupie RMF FM [pkt% słuchalności]**  
(w czasie słuchania radia w grupie wszyscy 15+)

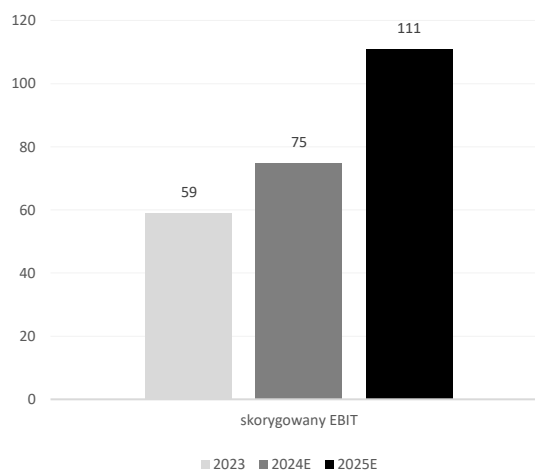
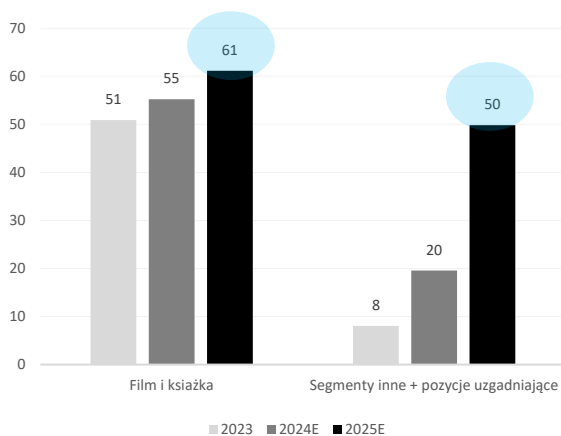
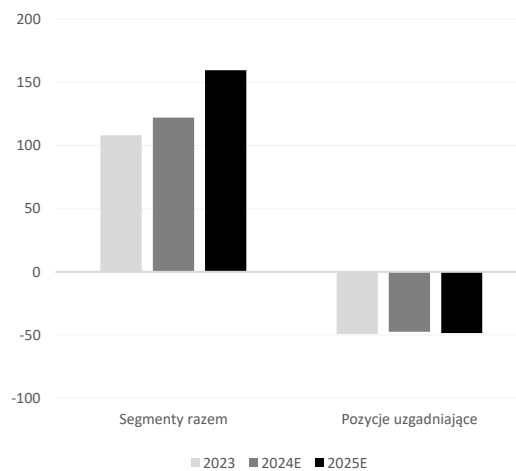
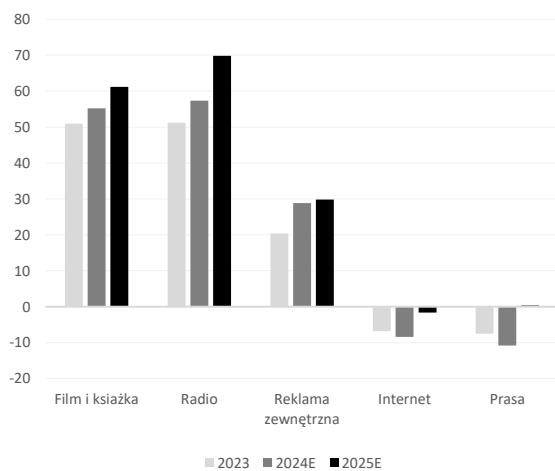


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

W kierunkach strategicznych przyjętych przez Agorę na lata 2023-2026 znajduje się mocny punkt wskazujący, iż spółka chce zostać liderem rynku radiowego w Polsce (perspektywa kilku lat). Spodziewamy się, że w latach 2025-2026 nastąpi intensyfikacja działań zmierzających do osiągnięcia przytoczonego celu wyznaczonego w strategii średnioterminowej. **W bieżącym modelu wciąż nie zakładamy, że Agora w kolejnych latach zdobędzie pozycję lidera rynku radiowego w Polsce (to obszar, w którym upatrujemy potencjalnych impulsów dla pozytywnych rewizji średnioterminowych w przyszłych modelach wyceny).**

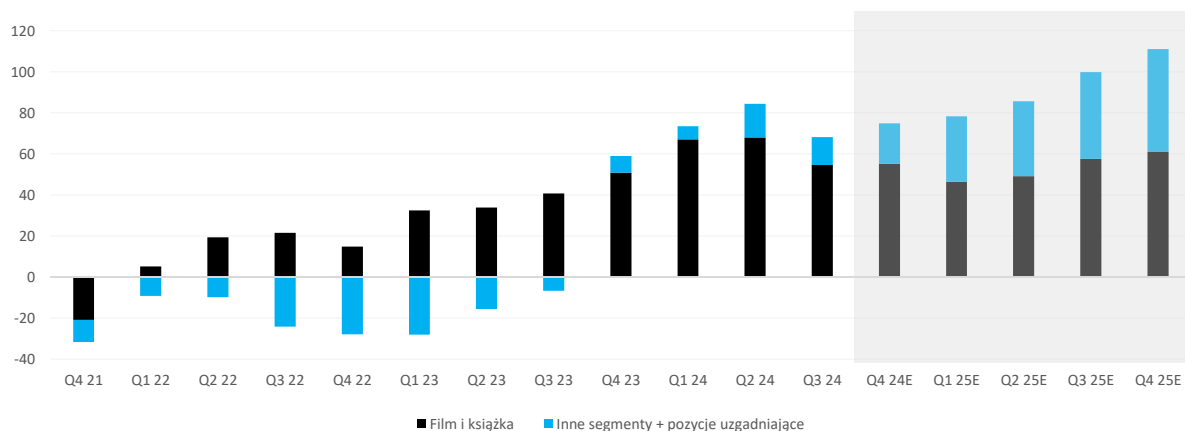
Wreszcie zwracamy też uwagę, iż w Q4 2024 (październik i grudzień) miały miejsce **transakcje zakupu akcji przez członków zarządu**. Łącznie na rynku dokonano zakupu prawie 27,5 tys. walorów za kwotę niespełna 250 tys. PLN. Choć wartość tych transakcji jest relatywnie niewielka to wskazane raporty bieżące są dla nas nową i budującą informacją.

**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.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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 istotnym 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 177 mln PLN i 214 mln PLN.

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 naszym odczuciu, konsekwentnie realizuje scenariusz zakotwiczenia w wąskiej niszy odbiorców. Ta dywizja biznesowa 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 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 ostatecznie 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 5,7% (poprzednio 5,3%). 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 2,5% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 13,3%.

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 przejęcie aktywów mniejszościowych głównie w segmencie film i książka) oraz o inne szacowane korekty.

**Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Agory na 13,44 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-03-03.**

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	8,8%	17,7	18,8	19,9	21,3	22,8	24,7	26,8
	10,3%	15,3	16,0	16,8	17,7	18,8	19,9	21,3
	11,8%	13,4	14,0	14,6	15,3	16,0	16,8	17,7
	13,3%	12,1	12,5	12,9	<b>13,44</b>	14,0	14,6	15,3
	14,8%	11,0	11,3	11,7	12,1	12,5	12,9	13,4
	16,3%	10,1	10,4	10,6	11,0	11,3	11,7	12,1
	17,8%	9,3	9,6	9,8	10,1	10,4	10,6	11,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody [PLN m]	1 521	1 613	1 700	1 771	1 842	1 903	1 956	2 004	2 046	2 088
EBIT [PLN m]	111,0	150,3	177,9	200,9	221,2	235,4	245,0	253,8	259,9	265,4
NOPAT [PLN m]	89,9	121,7	144,1	162,7	179,2	190,7	198,5	205,6	210,5	215,0
Amortyzacja [PLN m]	174,4	173,1	174,5	173,3	172,9	172,9	173,0	172,9	172,6	172,3
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-3,8	-1,8	-2,4	-3,2	-1,1	-1,4	-1,7	-2,0	-2,2	-2,3
CAPEX + odnowienie leasingu [PLN m]	-181,5	-173,2	-178,7	-180,7	-183,1	-185,2	-184,9	-184,4	-184,8	-185,1
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]	79,0	119,8	137,6	152,2	167,9	177,0	184,9	192,2	196,2	199,9
Suma PV FCFF [PLN m]	837,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	550,2									
Wartość firmy EV [PLN m]	1 388,1									
Dług netto [PLN m]	716,2									
Inne korekty [PLN m]	45,7									
<b>Wartość kapitału [PLN m]</b>	<b>626,2</b>									
Ilość akcji [m]	46,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>13,44</b>									

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

WACC w okresie rezydualnym: 13,3%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ogółem r/r	2,9%	6,0%	5,4%	4,2%	4,0%	3,3%	2,8%	2,5%	2,1%	2,0%
Przychody reklama r/r	5,1%	6,1%	5,6%	4,8%	4,5%	3,7%	3,2%	2,9%	2,9%	2,8%
Przychody bilety + bary kinowe r/r	10,3%	7,7%	7,2%	4,6%	4,6%	3,6%	2,8%	2,3%	1,3%	1,0%
Marża NOPAT	5,9%	7,5%	8,5%	9,2%	9,7%	10,0%	10,1%	10,3%	10,3%	10,3%
(CAPEX + odnowienie leasingu)/ Przychody	11,9%	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%	9,7%	9,5%	9,2%	9,0%	8,9%
D / E	150%	114%	87%	61%	52%	52%	52%	51%	51%	51%
E / (E+D)	40%	47%	54%	62%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
D / (E+D)	60%	53%	46%	38%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	2,1	1,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
WACC	12,5%	12,7%	12,9%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

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 5,5x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 640 mln PLN, czyli 13,74 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	3,5	4,0	4,5	<b>5,0</b>	5,5	6,0	6,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,14	8,01	10,88	<b>13,74</b>	16,61	19,48	22,35

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2024E	2025E
SCHIBSTED	34,6	26,0
VIVENDI	8,7	8,3
INFORMA	12,3	10,7
PEARSON	12,2	11,6
WOLTERS KLUWER	21,6	19,9
NEW YORK TIMES	17,7	15,6
ALPHABET	16,2	14,2
META PLATFORMS	17,8	15,7
CLEAR CHANNEL	13,8	13,0
JCDECAUX	8,4	7,8
LAMAR ADVERTIS	17,1	16,2
STROEER	7,0	6,3
LAGARDERE SA	10,2	9,7
KINEPOLIS	10,6	9,3
CINEMARK	10,8	9,3
IMAX CORP	11,9	10,5
AMC ENTERTAINMEN	32,7	18,3
GRUPA PRACUJ	13,1	12,0
CYFROWY POLSAT	5,9	5,5
WIRTUALNA POLSKA	5,4	5,0
KINO POLSKA	3,2	3,1
ATM GRUPA	4,8	4,3
DIGITAL NETWORK	4,9	4,4
AGORA	4,5	3,8

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2024-2025 dla wskazanych podmiotów zagranicznych wyniosła odpowiednio 12,3x oraz 11,6x.

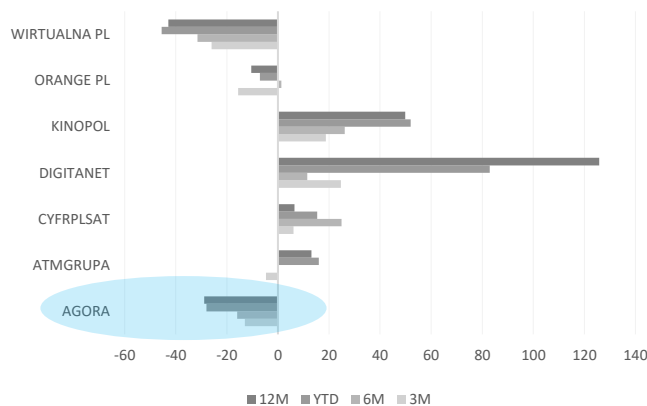
Zwracamy uwagę, że Agora w swojej strukturze posiada różne działalności, które mogą cechować się istotnymi różnicami w zakresie oceny atrakcyjności inwestycyjnej i tym samym poziomem akceptowalnych mnożników rynkowych (m.in. prasa cyfrowa, reklama zewnętrzna, radio, kino).

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 15,6x 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 %]

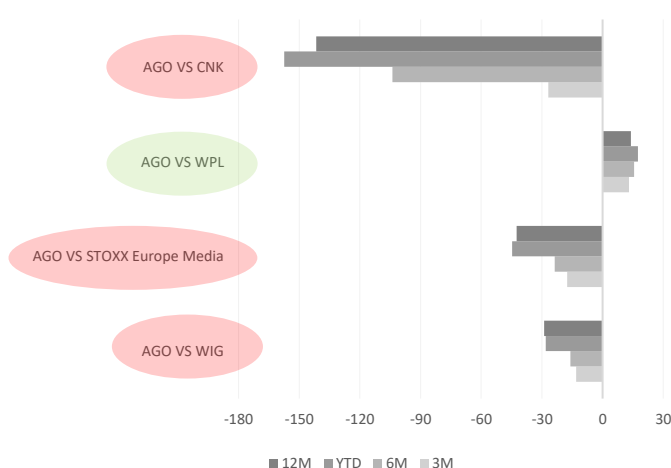
	3M	6M	YTD	12M
<b>AGORA</b>	<b>-13,0</b>	<b>-15,9</b>	<b>-28,0</b>	<b>-28,9</b>
ATMGRUPA	-4,7	0,3	16,0	13,2
CYFRPLSAT	6,1	24,9	15,4	6,5
DIGITANET	24,6	11,5	82,9	125,8
KINOPOL	18,8	26,1	52,0	49,8
ORANGE PL	-15,6	1,3	-7,1	-10,5
WIRTUALNA PL	-26,0	-31,5	-45,6	-42,9



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 %]

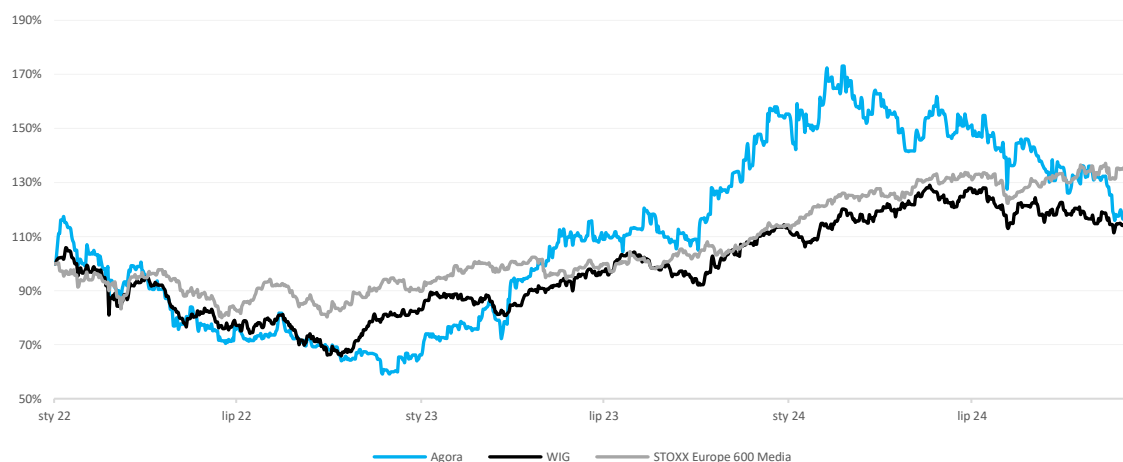
	AGO vs WIG	AGO vs STOXX Europe Media	AGO vs WPL	AGO vs CNK
3M	-13,0	-17,5	13,0	-26,9
6M	-15,9	-23,6	15,6	-103,9
YTD	-28,0	-44,7	17,5	-157,5
12M	-28,9	-42,5	14,0	-141,6



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

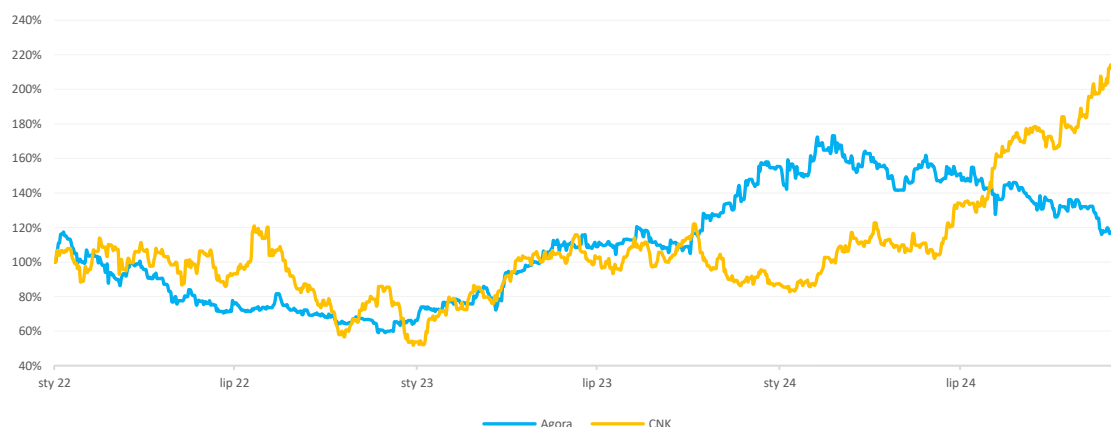
Ostatnie miesiące 2024 roku przyniosły względną słabość zachowania kursu Agory (po wcześniejszym silnym odbiciu z historycznych minimów). W ujęciu YTD kurs Agory zachowuje względną siłę na tle walorów Wirtualnej Polski (oba podmioty posiadają silną ekspozycję na rynek reklamy internetowej w Polsce). Zauważamy jednocześnie, że na tle Cinemark Holdings (multipleksy) kurs Agory jest wyjątkowo słabo. W ujęciu YTD stopa zwrotu na Cinemark w walucie lokalnej wynosi +135%, z kolei stopa zwrotu na Agorze w omawianym okresie to -23%. Ostatnie kwartały wskazują również na odczuwalną słabość Agory względem indeksu WIG jak i indeksu STOXX Europe 600 Media.

**Zachowanie kursu Agory na tle indeksu WIG i STOXX Europe 600 Media w okresie 2022-grudzień 2024**



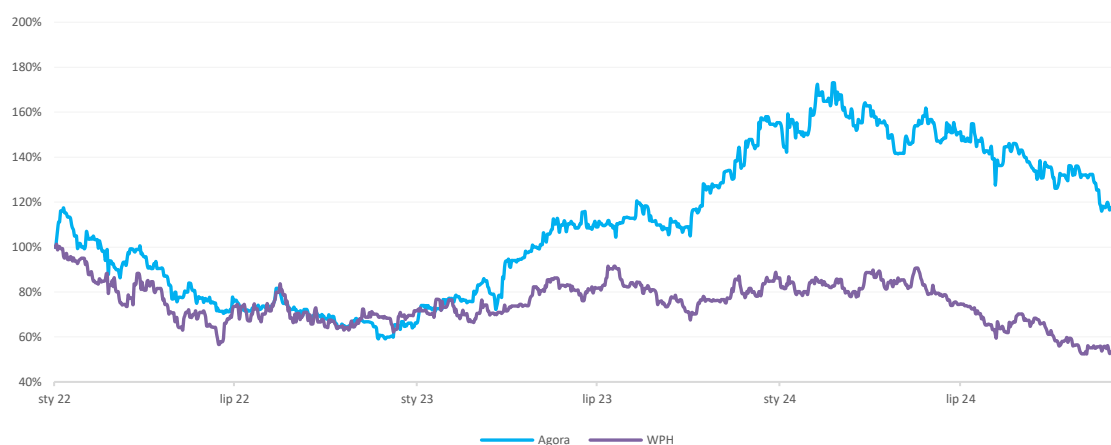
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu Agory na tle walorów Cinemark (operator multiplexów w USA) w okresie 2022-grudzień 2024**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Zachowanie kursu Agory na tle walorów Wirtualna Polska w okresie 2022-grudzień 2024**



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]

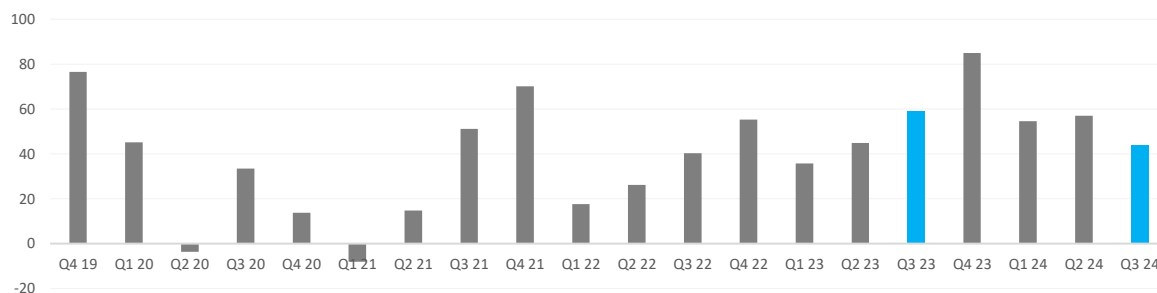
	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y	Q3 24E	realizacja
Przychody	363,5	334,5	-8,0%	1 317,2	1 496,0	13,6%	330,2	101%
Reklama	167,7	176,3	5,1%	631,6	757,5	19,9%	170,9	103%
Bilety do kina	71,7	56,3	-21,4%	234,2	242,8	3,6%	56,2	100%
Sprzedaż wydawnictw	33,2	31,0	-6,5%	139,1	137,5	-1,1%	34,0	91%
Bary kinowe	39,8	35,9	-9,9%	129,7	144,1	11,1%	32,1	112%
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%	4,3	64%
Pozostała sprzedaż	35,5	32,2	-9,1%	120,3	126,8	5,4%	32,7	99%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>59,2</b>	<b>43,7</b>	<b>-26,2%</b>	<b>195,0</b>	<b>240,1</b>	<b>23,1%</b>	<b>47,0</b>	<b>93%</b>
EBIT skorygowany	16,3	0,1	-99,2%	34,1	68,1	99,9%	3,8	3%
Film i książka	19,3	5,9	-69,5%	40,7	54,6	34,1%	7,0	85%
Radio	7,0	9,3	32,3%	29,0	57,4	97,7%	8,9	105%
Prasa	0,6	0,0	-100,0%	-16,3	-11,5	-30,7%	0,3	---
Reklama zewnętrzna	4,3	0,8	-82,3%	27,2	22,8	-16,0%	2,3	33%
Internet	-4,1	-2,5	-39,0%	-0,6	-7,8	-1230,0%	-2,3	105%
Segmenty razem	27,2	13,5	-50,3%	80,0	115,5	44,4%	16,1	84%
Pozycje uzgadniające	-10,8	-13,4	-24,1%	-45,9	-47,4	-3,3%	-12,3	109%
Saldo finansowe	-32,6	-10,6	67,5%	30,1	2,5	-91,9%	-7,8	135%
Wynik brutto	-18,3	-10,8	41,0%	8,9	59,8	571,4%	-2,7	398%
Wynik netto	-13,2	-11,5	13,6%	3,6	35,2	890,0%	-2,7	420%
<b>akcjonariuszy jedn. dominującej</b>	<b>-14,2</b>	<b>-11,5</b>	<b>19,0%</b>	<b>-6,1</b>	<b>15,7</b>	<b>257,0%</b>	<b>-3,1</b>	<b>371%</b>
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>16,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-99,2%</b>	<b>34,1</b>	<b>68,1</b>	<b>99,9%</b>	<b>3,8</b>	<b>3%</b>
Film i książka	19,3	5,9	-69,5%	40,7	54,6	34,1%	7,0	85%
Inne segmenty	7,8	7,6	-3,2%	39,3	60,9	55,1%	9,1	83%
Pozycje uzgadniające	-10,8	-13,4	23,6%	-45,9	-47,4	3,2%	-12,3	109%

\*\* 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).

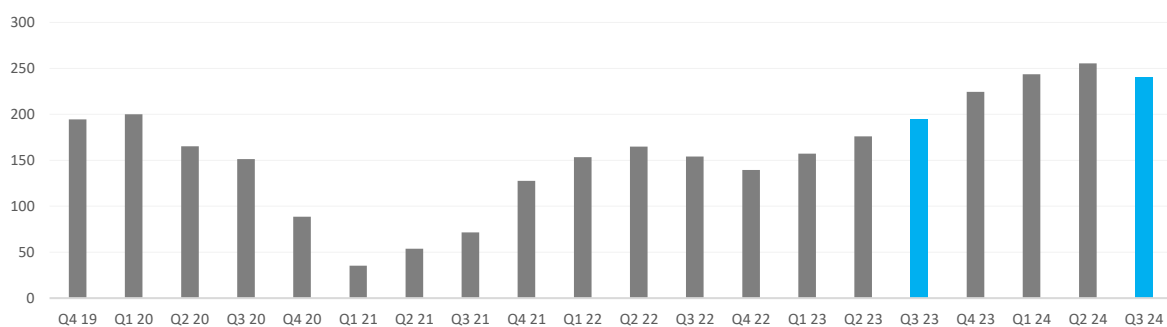
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



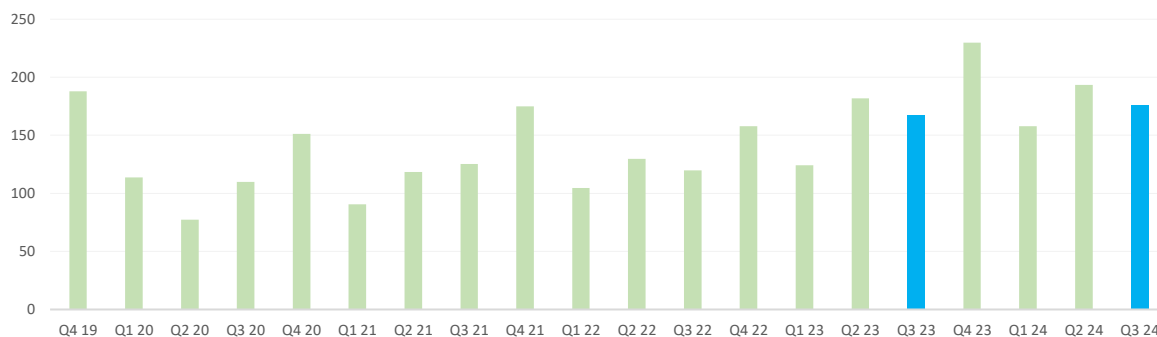
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



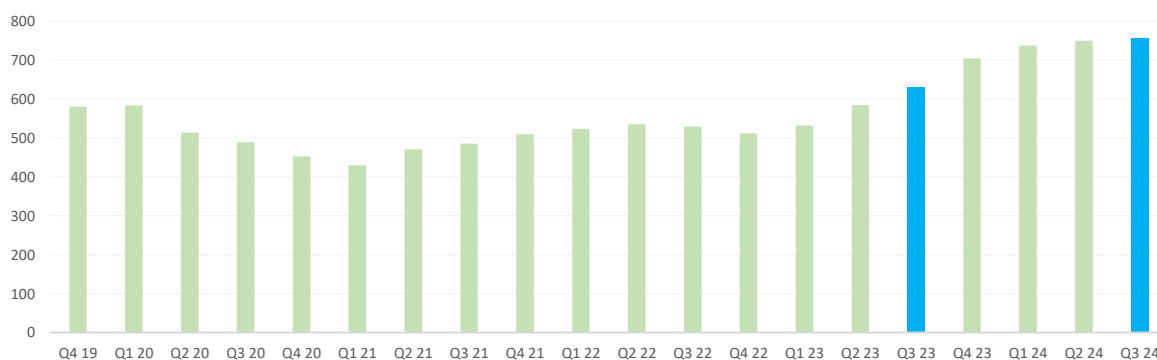
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Przychody reklamowe w grupie Agora [PLN m]



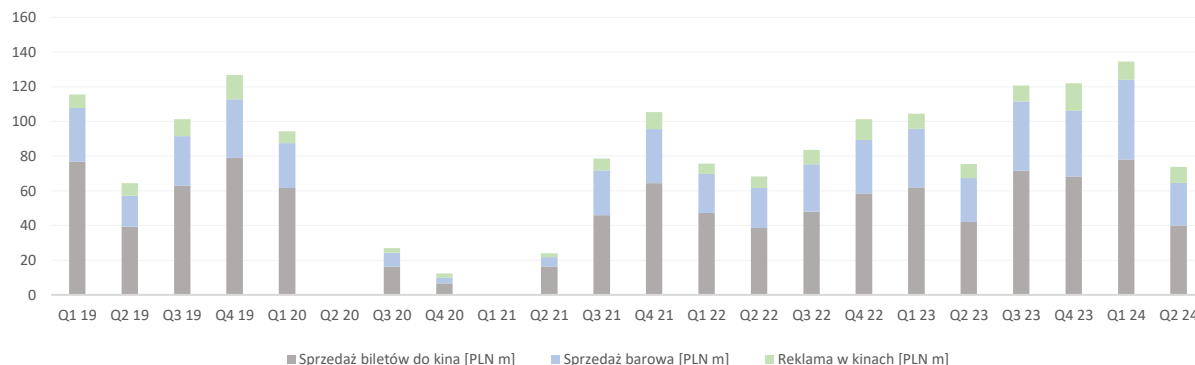
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Przychody reklamowe LTM w grupie Agora [PLN m]



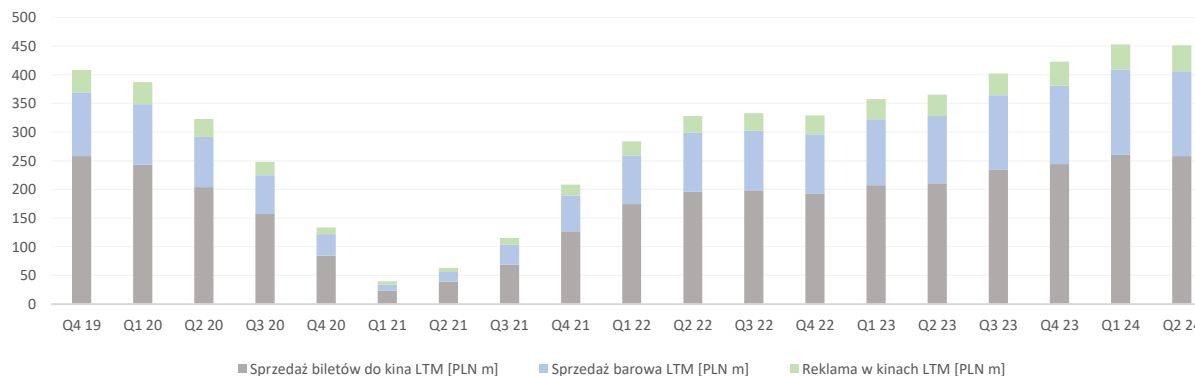
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



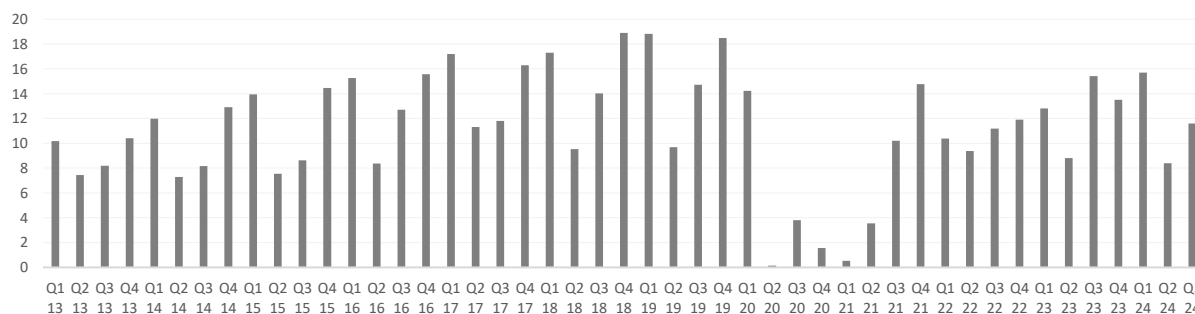
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



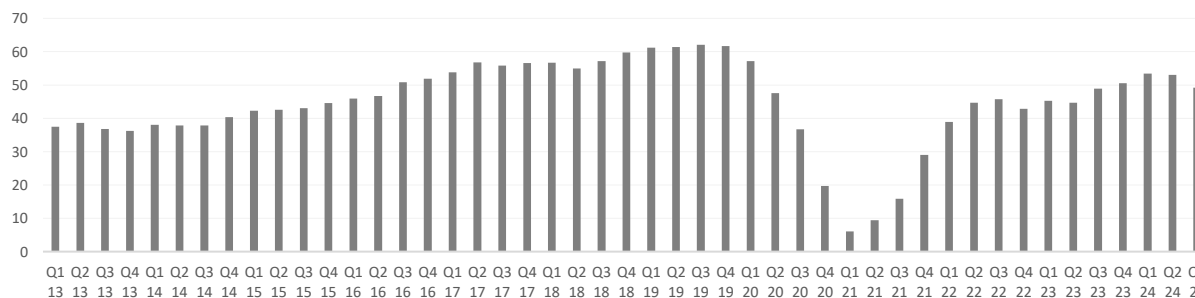
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



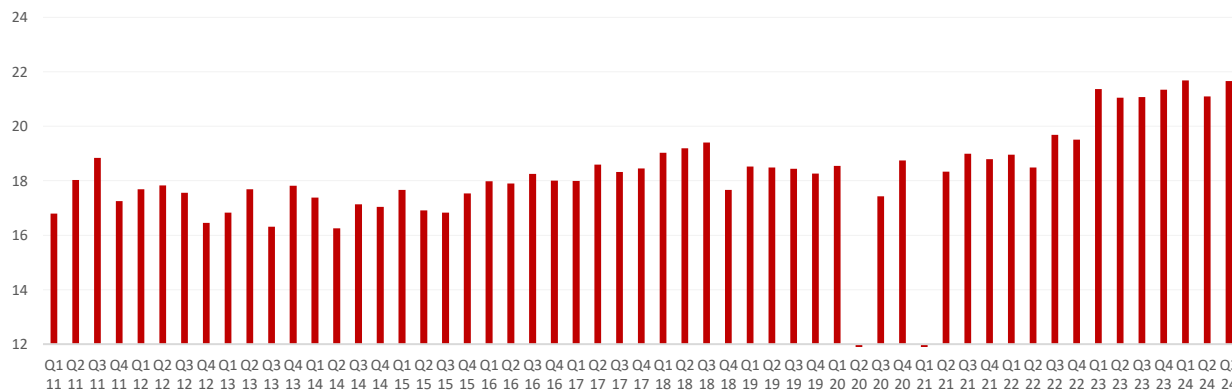
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

**Historyczna frekwencja w kinach w Polsce LTM [m]**



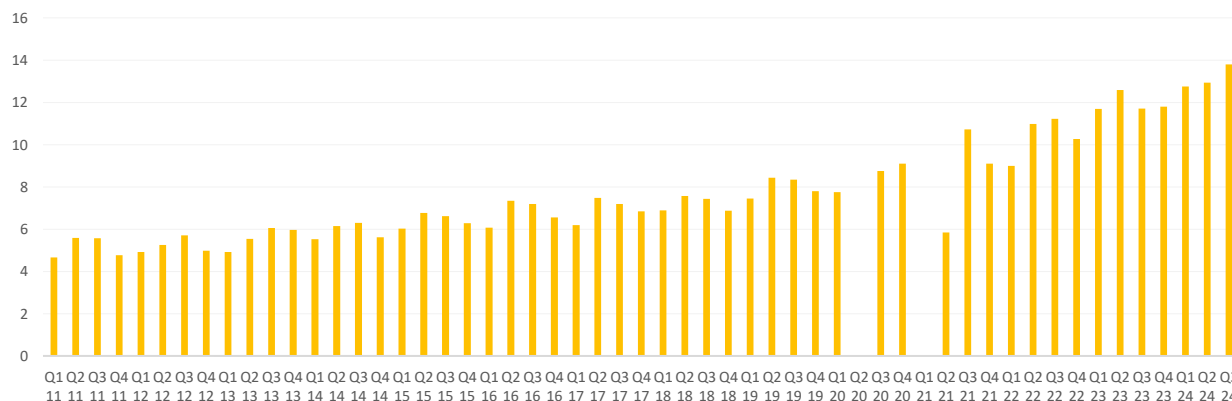
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PISF, boxoffice.pl, spółka

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



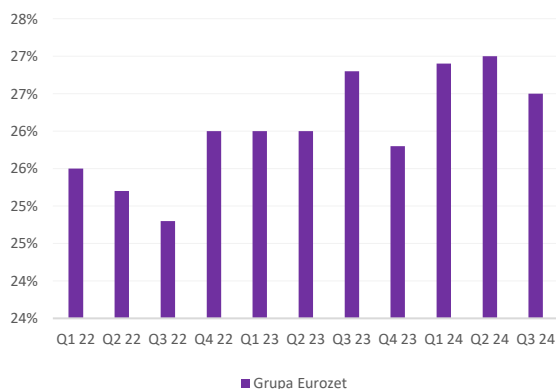
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

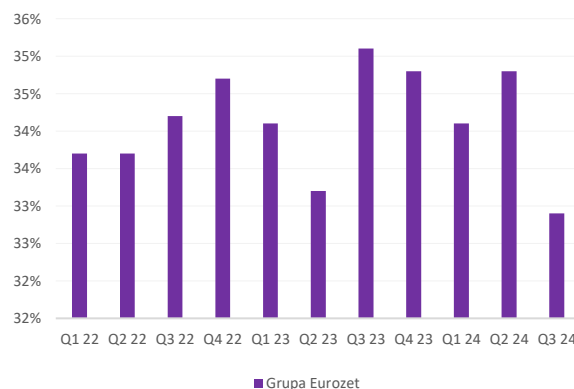


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### 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 wynosiła ok 14 pkt %.

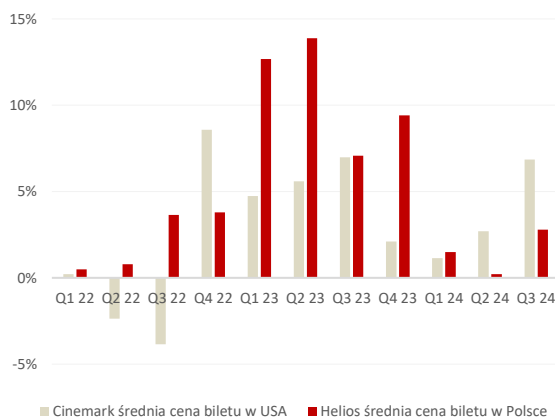
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, badania Radio Track

## HELIOS vs CINEMARK

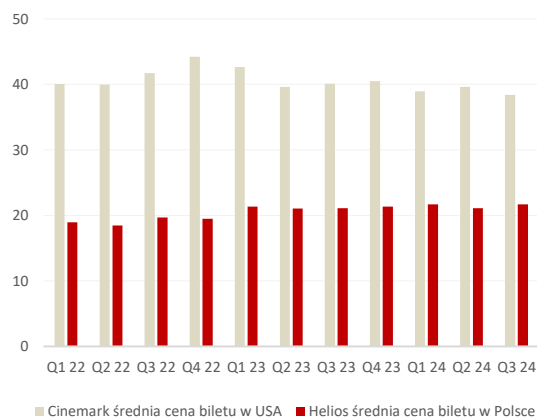
(porównanie trendów)

Poniżej pokazujemy jak wyglądają próby podnoszenia cen biletów w Helios na tle tego, co robi sieć Cinemark na lokalnym rynku amerykańskim (bez rynków międzynarodowych). W 2022 i 2023 roku było widać wyraźną dynamikę wzrostu cenników w ujęciu r/r (przy procesie odbudowy frekwencji) oraz wygaszenie dynamiki wzrostu cen biletów w widoczne w H1'24 przy względnie słabym okienku frekwencyjnym w USA. W Q3'24 średnia cena biletu w USD w Cinemark na rynku USA była wyższa r/r o niemal 7%, podczas gdy średnia cena biletu w Helios była wyższa o niespełna 3% r/r.

Zmiana średniej ceny biletu r/r  
[waluta lokalna, PLN dla Helios i USD dla sieci Cinemark]



Średnia cena biletu wyrażona w PLN  
[PLN dla Helios; dla sieci Cinemark przeliczono na PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Agory oraz Cinemark Holdings

Zauważamy bardzo duży optymizm odnośnie ścieżki odbudowy frekwencji kinowej w USA widoczny na kursie Cinemark Holdings. Przedstawiciele Cinemark podczas tegorocznych konferencji wyników mocno akcentują pozytywne argumenty dla branży multipleksów (m.in. refleksje po Cinemacon, plany mocnego zaistnienia w branży kinowej studiów filmowych z grupy Amazon czy Apple).

W walucie lokalnej stopa zwrotu w okresie 2023-01-01 do 2024-12-10 na Agorze wynosi blisko 84%, a dla Cinemark jest to +285%. W podziale na dwa podokresy, stopa zwrotu na walorach Agory w 2023 roku to +135% (w tym samym okresie walory Cinemark Holdings zyskały 63%). W okresie od stycznia 2024 do 2024-12-12 kurs Agory spadł o blisko 23%, a w tym samym okresie kurs Cinemark Holdings zyskał 135%.

Na poniższym wykresie nałożyliśmy kurs Cinemark na frekwencję kinową w multipleksach tego operatora znajdujących się w USA. W Q1'24 frekwencja spadła o 6,3% r/r, natomiast w Q2'24 liczba sprzedanych biletów była niższa o 25% r/r (słabsze okienko frekwencyjne w H1'24 było wynikiem zeszłorocznego strajku scenarzystów i aktorów). W Q3'24 frekwencja w sieci Cinemark na rynku amerykańskim była już symbolicznie wyższa r/r (+0,3% r/r). Kolejne kwartały dzięki mocnym pozycjom w box office, według władz Cinemark, powinny wskazać na dalszą odbudowę frekwencji (nawet powyżej odczytów poprzedzających pandemię).

Na kolejnym wykresie wskazujemy kurs Agory na tle liczby sprzedanych biletów w sieci Helios. Dzięki silnej sprzedaży biletów na polskie produkcje kinowe frekwencja w multipleksach Helios w Q4'23 i Q1'24 wykazała jeszcze wzrosty w ujęciu r/r pomimo już odczuwalnego spadku liczby wyświetlanych nowych wysokobudżetowych produkcji zagranicznych. Okres Q2'24 i Q3'24 to dwa kwartały z rzędu, kiedy frekwencja w Helios była niższa w relacji r/r (odpowiednio -5% i -24%).

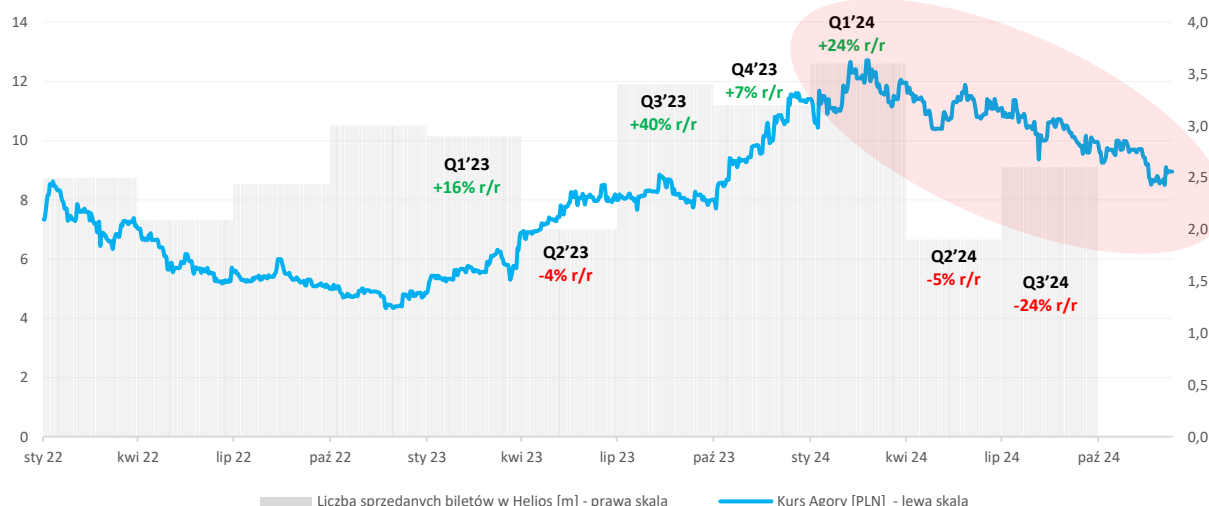


### Kurs Cinemark Holdings na tle liczby sprzedanych biletów w multiplexach Cinemark na rynku USA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cinemark Holdings

### Kurs Agory na tle liczby sprzedanych biletów w multiplexach sieci Helios



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora

Na konferencji wynikowej za Q3'24 władze Agory podtrzymały swoje wcześniejsze przemyślenia wskazujące, że frekwencja za cały rok 2024 może być zbliżona do danych z 2023 roku (pomimo słabego Q2 i Q3). Nasze szacunki wskazują, że aby rok 2024 był podobny jak 2023 to sprzedaż w Q4'24 powinna wykazać dynamikę wzrostu powyżej 5% r/r.

Wybrane najważniejsze premiery kinowe przewidziane na rynek USA w 2025 roku



Źródło: Cinemark Holdings

Wybrane najważniejsze premiery kinowe przewidziane na rynek USA w 2026 roku



Źródło: Cinemark Holdings

## SEGMENT REKLAMY ZEWNĘTRZNEJ vs DIGITAL NETWORK

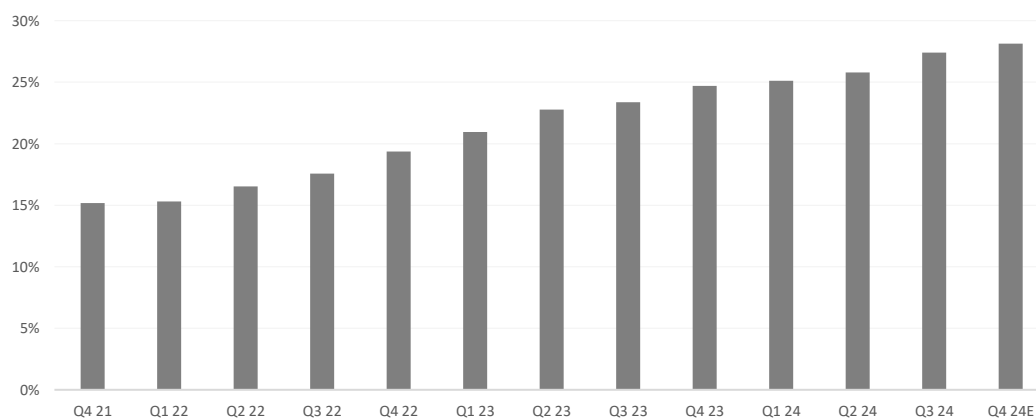
(porównanie trendów)

Jak podaje OOHlife monitorowana wielkość sprzedaży na rynku reklamy OOH w Polsce w Q3 2024 wyniosła 181,3 mln PLN. Bez oczyszczenia bazy nośników reklamowych dynamika r/r wyniosła +5,9%, jednocześnie jednak po oczyszczeniu bazy (w stosunku do tej samej grupy porównawczej z Q3 2023) dynamika sprzedaży wskazała na spadek rynku o 7,4% r/r.

W Q3 2024 roku wielkość sprzedaży klasycznego OOH wyniosła 116,7 mln PLN (na porównywalnej bazie oznacza to erozję o 19,7% r/r). W Q3 2024 sprzedaż Digital OOH wyniosła 51,5 mln PLN (na porównywalnej bazie oznacza to wzrost o 27,6% r/r; na danych bez ujednoczenia bazy dynamika wzrostu wartości DOOH wyniosła ponad 40% r/r).

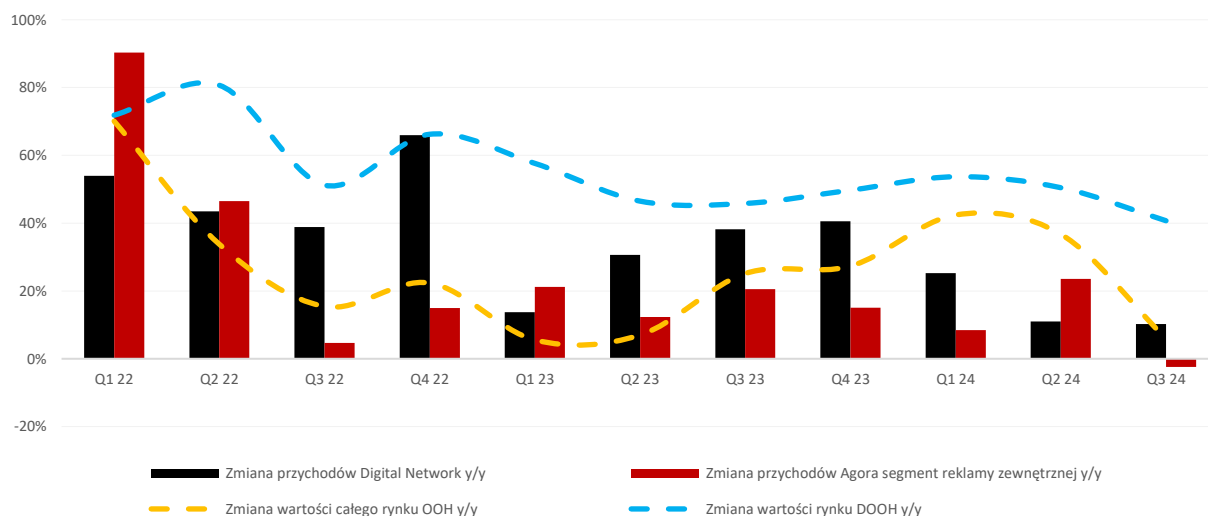
Spadek sprzedaży r/r na rynku OOH (na porównywalnej bazie) w Q3 2024 wynika z braku przychodów na kampanię wyborczą (w 2023 roku trwała parlamentarna kampania wyborcza). Dodatkowo część tegorocznych budżetów na reklamę OOH wykorzystana została wcześniej (w Q2).

### Udział rynku DOOH w całym rynku reklamy zewnętrznej (ujęcie LTM)



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

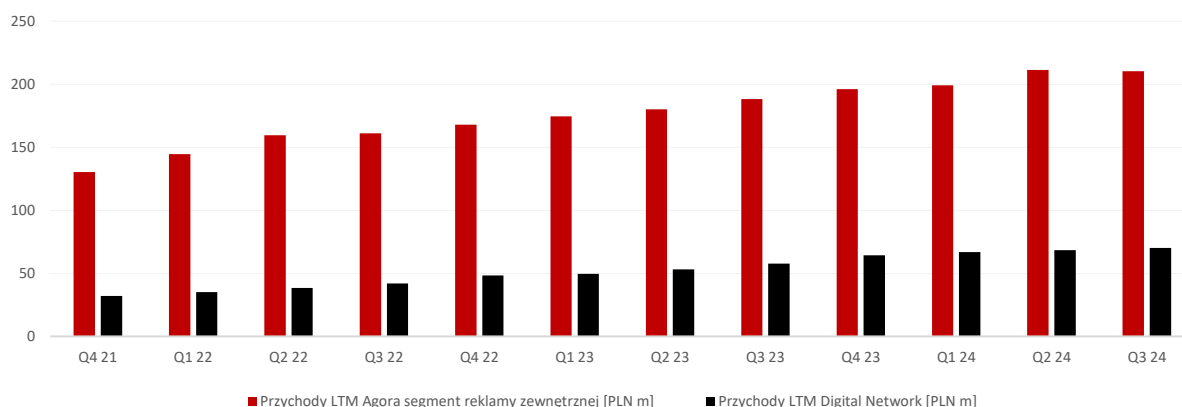
### Dynamika rynku reklamy zewnętrznej oraz dynamika przychodów Digital Network i segmentu reklamy zewnętrznej w Agorze



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.

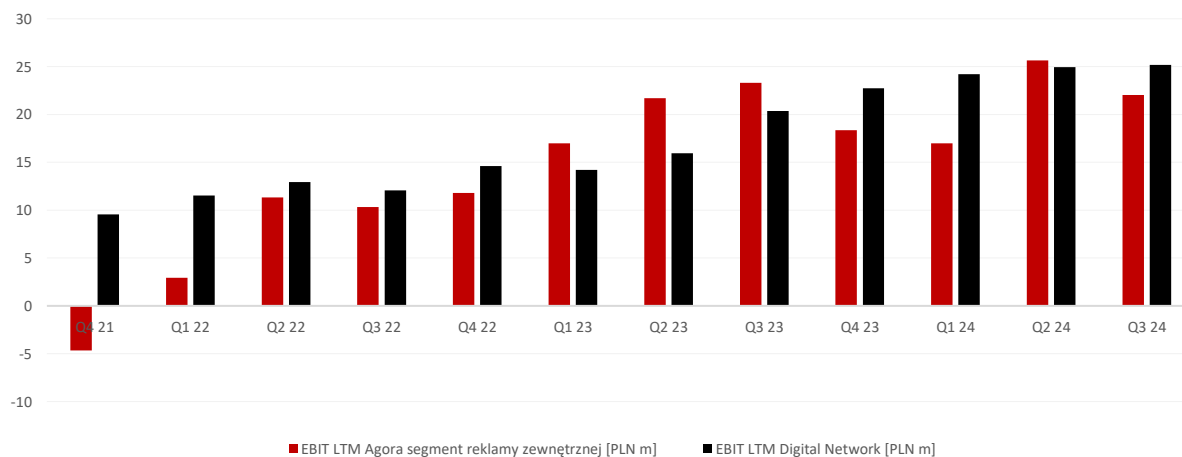
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, Digital Network, OOHlife

### 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



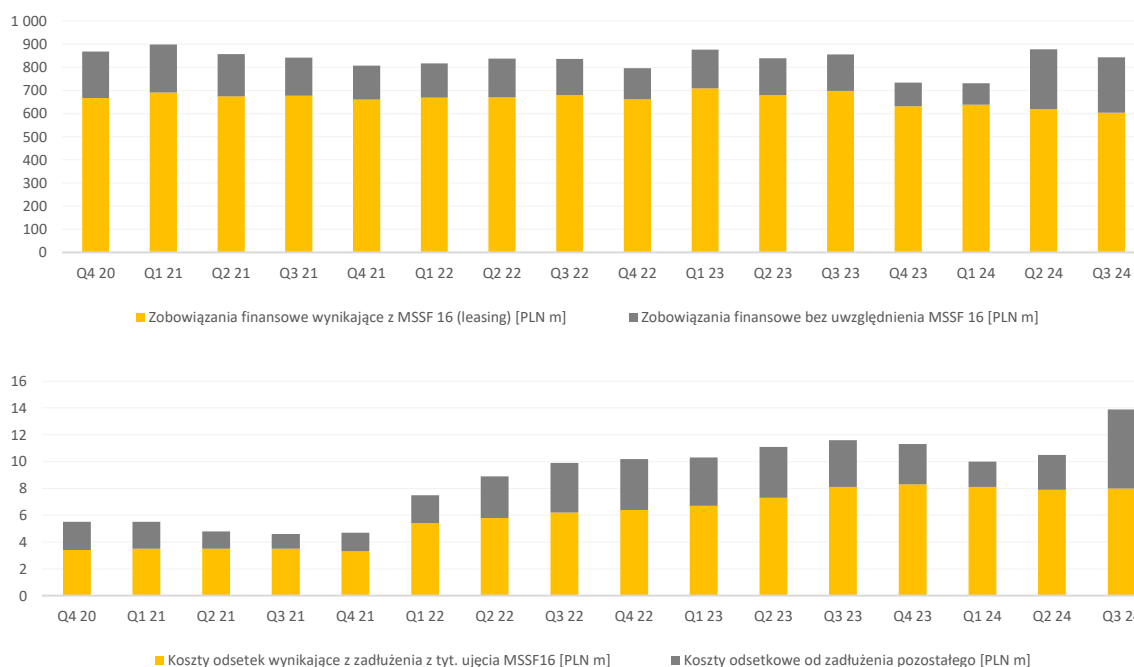
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, Digital Network

## 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.

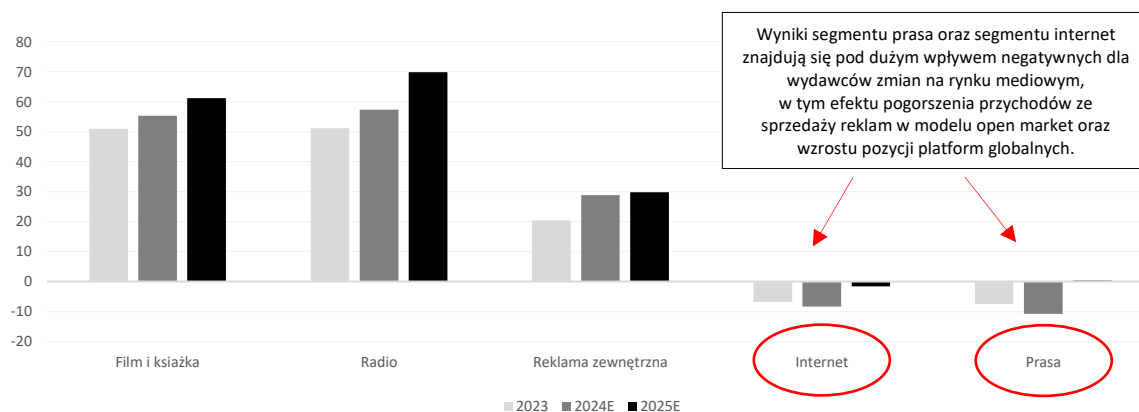
W naszym odczuciu, uchwalone w 2024 roku nowe przepisy o prawie autorskim w Polsce oznaczają jakościową poprawę pozycji negocjacyjnej wydawców z globalnymi gigantami technologicznymi.

Na przełomie Q1/Q2 2025 spodziewamy się rozpoczęcia rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech. W ostatnich miesiącach zauważamy szereg inicjatyw podejmowanych przez zrzeszenia wydawców, które mają m.in. przygotować 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).

Oceniamy, że w 2025 roku możliwe są pierwsze materialne efekty przeprowadzonych zmian w prawie autorskim. Powołany Związek Pracodawców Wydawców Cyfrowych (ZPWC) powinien pomóc wypracować standardy nowych relacji biznesowych na linii wydawca-big tech (firmy technologiczne, które wykorzystują treści wydawców powinny to robić po podpisaniu umowy licencyjnej).

**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)

Na konferencji wynikowej za Q3 2024 spółka podtrzymała swoje wcześniejsze oczekiwania dotyczące dynamiki zmian wartości rynku reklamy w 2024 roku. Przedstawione założenia Agory dla wzrostu wartości całego rynku reklamy na 2024 to przedział od +6% do +8% w relacji do 2023 r. Przypominamy, że po Q2 2024 Agora zdecydowała się na rewizję w górę przedziału dla obszaru telewizji oraz internetu i jednocześnie obniżyła oczekiwania dla dynamiki rynku reklamy w prasie.

Jednocześnie podczas konferencji wynikowej spółka wskazała, że dynamika wzrostu rynku reklamy w samym Q4 2024 może być niższa niż w poprzednich kwartałach bieżącego roku.

**Założenia Agory dla dynamiki rynku reklamy w Polsce na 2024**

	PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q1 2024) przedział od/do:		PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q2 2024) przedział od/do		PROGNOZA NA 2024 (po wynikach za Q3 2024) przedział od/d	
<b>Rynek reklamy ogółem</b>	+5%	+7%	+6%	+8%	+6%	+8%
Telewizja	+3%	+5%	+4%	+6%	+4%	+6%
Internet	+5%	+8%	+7%	+10%	+7%	+10%
Radio	+4%	+7%	+4%	+7%	+4%	+7%
Reklama zewnętrzna	+10%	+15%	+10%	+15%	+10%	+15%
Prasa	-8%	-5%	-11%	-8%	-11%	-8%
Kino	+9%	+14%	+9%	+14%	+9%	+14%

Źródło: Dom Maklerski

W naszej symulacji liczymy, że skor. EBIT Agory za Q4 2024 wyniesie 50,5 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o ponad 15% r/r (bez ujęcia zysku na sprzedaży Step Inside w kwocie 8,8 mln PLN).

Zakładamy, że końcówka bieżącego 2024 roku wskaże na rosnącą frekwencję w kinach (po dwóch wcześniejszych kwartałach ze spadkiem sprzedaży biletów w relacji r/r). W Q4 2024 w modelu przyjęliśmy wzrost frekwencji w Helios o 4,5% r/r. Nasza symulacja wskazuje, że po dwóch pierwszych miesiącach trwającego Q4 2024 (październik i listopad) frekwencja była wyższa w ujęciu r/r. Dodatkowo, nasze spojrzenie na grudniowy box office sugeruje, iż Helios czeka mocna końcówka grudnia (m.in. będzie na ekranach animacja Mufasa: Król Lew oraz Kleks i wynalazek Filipa Golarza).

W pozostałych dywizjach biznesowych z ekspozycją na rynek reklamy z uwzględnieniem pozycji nieprzypisanych/uzgadniających liczymy na wykazanie wzrostu raportowanego wyniku w ujęciu r/r. Zakładamy jednocześnie, że odczyt skor. EBIT dla sumy segmentów z ekspozycją na rynek reklamy (poza segmentem film i książka) wraz z pozycjami nieprzypisanymi wskaże na płaski odczyt w ujęciu r/r, czyli blisko 28 mln PLN (gdy dane za Q4 2023 skorygujemy o koszt utworzonej rezerwy w segmencie reklamy zewnętrznej na kwotę 6,1 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 tegoroczne 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.

**Prognozy wyników na Q4 2024 [PLN m]**

	Q4 23	Q4 24E	y/y	Q4 23 LTM	Q4 24E LTM	y/y
Przychody	438,1	421,2	-3,9%	1 424,3	1 479,1	3,8%
Reklama	229,9	232,8	1,3%	703,7	760,4	8,1%
Bilety do kina	68,3	74,2	8,7%	244,0	248,7	1,9%
Sprzedaż wydawnictw	39,4	35,1	-10,9%	139,9	133,2	-4,8%
Bary kinowe	37,8	42,0	11,1%	136,6	148,3	8,6%
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	28,0	-18,4%	127,5	120,5	-5,5%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>84,9</b>	<b>94,1</b>	<b>10,9%</b>	<b>224,6</b>	<b>249,3</b>	<b>11,0%</b>
EBIT skorygowany	43,8	50,5	15,4%	58,9	74,8	26,9%
Film i książka	21,7	22,4	3,2%	50,9	55,3	8,6%
Radio	27,8	27,7	-0,4%	51,2	57,3	12,0%
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	
Segmety razem	55,8	62,6	12,1%	108,2	122,2	13,0%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-12,1		-49,2	-47,4	
Saldo finansowe	32,1	-14,7		61,3	-44,4	
Wynik brutto	66,2	44,7	-32,4%	101,6	38,3	-62,3%
Wynik netto	50,9	36,2	-28,9%	85,0	20,5	-75,9%
<b>akcjonariuszy jedn. dominującej</b>	<b>40,1</b>	<b>34,5</b>	<b>-13,9%</b>	<b>65,4</b>	<b>10,1</b>	<b>-84,5%</b>
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>43,8</b>	<b>50,5</b>	<b>15,4%</b>	<b>58,9</b>	<b>74,8</b>	<b>26,9%</b>
Film i książka	21,7	22,4	3,2%	50,9	55,3	8,6%
Inne segmenty	34,2	40,2	17,7%	57,3	67,0	17,0%
Pozycje uzgadniające	-12,1	-12,1	0,1%	-49,2	-47,4	-3,6%

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.

W ujęciu całego 2024 roku spodziewamy się, że skor. EBIT wyniesie 74,8 mln PLN (+26,9% r/r). Nasz model wskazuje, że skor. EBIT segmentu film i książka może wynieść 55,3 mln PLN (około 74% wartości prognozowanego przez nas skonsolidowanego odczytu skor. EBIT Agory), czyli więcej o 8,6% w relacji do 2023 roku. Z kolei pozostałe segmenty z ekspozycją na wpływy reklamowe wraz z pozycjami uzgadniającymi powinny wypracować skor. EBIT blisko 20 mln PLN. Tym samym w 2024 roku łącznie pozostałe dywizje biznesowe z ekspozycją na wpływy reklamowe (radio, reklama zewnętrzna, internet, prasa) z uwzględnieniem pozycji nieprzypisanych nadal miały relatywnie niewielki (choć już pozytywny) wpływ na budowę skonsolidowanego odczytu skor. EBIT.

W skali całego 2024 roku spodziewamy się, że frekwencja w polskich kinach będzie o blisko 1,5% niższa aniżeli w całym 2023 roku. Rok 2024 w naszej ocenie, w szczególności H1 2024, był wyjątkowo udany dla podmiotu Next Film, który zajmuje się m.in. dystrybucją kinową.



Rozkład przychodów reklamowych spółki w 2024 roku, według naszych symulacji, wskaże na mocne odczyty w obszarze radia (powyżej rynku) oraz stopniową nominalną odbudowę wpływów w prasie. W segmencie radio na rok 2024 zakładamy przez nas wzrost przychodów z reklam wynosi 8,3% (na porównywalnej bazie). Powyżej danych rynkowych zakładamy również odczyt w segmencie prasa (+1,2% r/r). Jednocześnie jesteśmy bardziej stonowani wobec segmentu reklamy zewnętrznej i mamy wrażenie, iż obserwowana dynamiczna transformacja całego rynku OOH w stronę DOOH jest dla tej dywizji biznesowej bardzo wymagającym procesem. Zwracamy też uwagę, że dynamika wpływów reklamowanych Agory w 2024 roku była nadal pod wpływem istotnej erozji przychodów w segmencie internet (-16% r/r), za co głównie odpowiadała kategoria reklamy programatycznej.

**Prognoza Agory dla rynku reklamy na 2024 rok i nasze założenia dla dynamiki przychodów reklamowych Agory w podziale na segmenty**

	PROGNOZA AGORY NA 2024 DLA RYNKU REKLAMY (po wynikach za Q3 2024) przedział od/d		PROGNOZA BDM DYNAMIKI WPŁYWÓW Z REKLAMY W 2024	
	+6%	+8%		
<b>Rynek reklamy ogółem</b>				
Telewizja	+4%	+6%		
Internet	+7%	+10%	Segment internet	-16%
Radio	+4%	+7%	<b>Segment radio</b>	<b>+8,3%</b>
Reklama zewnętrzna	+10%	+15%	Segment reklama zewnętrzna	+8,6%
Prasa	-11%	-8%	Segment prasa	+1,2%
Kino	+9%	+14%	Segment film i książka	+12,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na rok 2025 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 6,1% oraz 4,5% r/r. W 2027 roku oczekiwana przez nas frekwencja na całym rynku w Polsce wynosi poniżej 57,5 mln wejść (jest to ok 93% frekwencji z 2019 roku). Nasza symulacja może okazać się zachowawcza jeśli w Polsce będzie materializował się scenariusz tak dynamicznej odbudowy frekwencji jak ten kreślony dla lokalnego rynku USA przez Cinemark Holdings. Działalność związana z dystrybucją kinową (plus koprodukcja/produkcja), za którą odpowiada Next Film w ramach segmentu film i książka w naszym modelu notuje niższe wyniki niż w 2024 roku. Łącznie w ramach segmentu film i książka spodziewamy się wzrostu skor. EBIT z poziomu 55,3 mln PLN z 2024 roku do ponad 75 mln PLN w 2027 roku.

Nasze bieżące spojrzenie na rynek reklamy w Polsce na 2025 rok 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 5,1% (w poprzednim modelu uwzględnialiśmy dynamikę rzędu +7% r/r). Korekta in minus założeń wynika z oczekiwanego schłodzenia rynku reklamy w najbliższych kwartalach wraz ze słabszymi odczytami makro dla Polski (uwzględniamy również wpływ wysokiej bazy strumienia reklamy z FMCG). Jednocześnie w naszym 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 nasza oczekiwana ścieżka wzrostu wpływów reklamowych Agory wynosi ok 6,1% r/r i 5,6% r/r.

**Szczegółowe założenia dla prognozy na kolejne okresy [PLN m]**

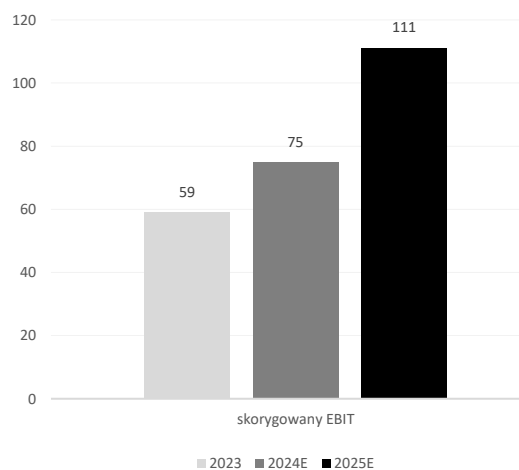
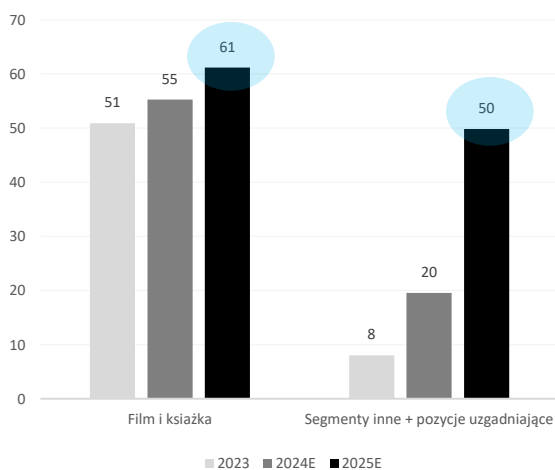
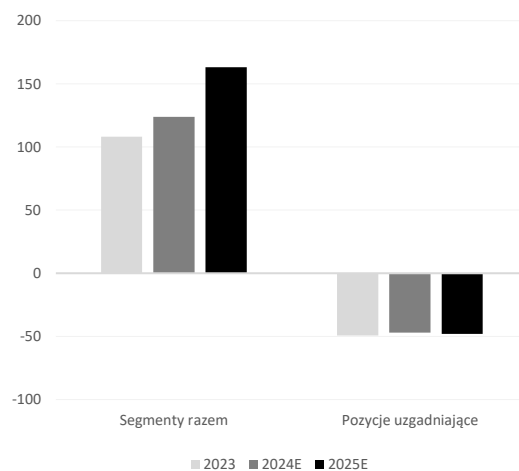
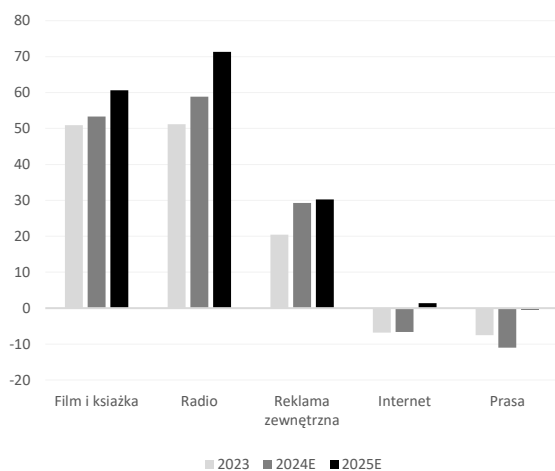
	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	385,9	337,5	334,5	421,2	362,9	342,2	365,7	450,5	1 424,3	1 479,1	1 521,3	1 612,9
Reklama	157,9	193,3	176,3	232,8	164,0	199,6	188,2	247,4	703,7	760,4	799,2	847,9
Bilety do kina	78,1	40,1	56,3	74,2	78,3	46,9	65,9	82,2	244,0	248,7	273,3	294,2
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	42,0	46,5	29,0	42,3	46,9	136,6	148,3	164,6	177,6
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	28,0	24,2	26,9	31,8	27,0	127,5	120,5	109,9	113,0
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>54,6</b>	<b>56,9</b>	<b>43,7</b>	<b>94,1</b>	<b>58,1</b>	<b>64,3</b>	<b>57,8</b>	<b>105,1</b>	<b>228,3</b>	<b>249,1</b>	<b>285,3</b>	<b>323,4</b>
EBIT skorygowany	11,0	13,2	0,1	50,5	14,4	20,6	14,3	61,6	58,9	74,8	111,0	150,3
Film i książka	32,2	-5,2	5,9	22,4	23,4	-2,6	14,3	26,0	50,9	55,3	61,2	75,3
Radio	7,4	13,0	9,3	27,7	10,1	15,7	12,3	31,8	51,2	57,3	69,8	89,3
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	29,8	33,2
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	62,6	26,0	32,0	27,6	74,0	108,2	122,2	159,5	200,2
Pozycje uzgadniające	-10,2	-11,8	-13,4	-12,1	-11,6	-11,3	-13,3	-12,3	-49,2	-47,4	-48,5	-49,9
Saldo finansowe	-4,5	-14,6	-10,6	-14,7	-12,1	-12,0	-11,7	-11,6	61,3	-44,4	-47,3	-45,1
Wynik brutto	6,1	-1,7	-10,8	44,7	2,5	8,8	2,7	50,2	101,6	38,3	64,2	105,2
Wynik netto	3,8	-8,1	-11,5	36,2	2,0	7,2	2,2	40,7	85,0	20,5	52,0	85,2
akcjonariuszy jedn. dominującej	-0,6	-12,3	-11,5	34,5	0,7	7,3	1,4	39,2	65,4	10,1	48,7	84,8
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>11,0</b>	<b>13,2</b>	<b>0,1</b>	<b>50,5</b>	<b>14,4</b>	<b>20,6</b>	<b>14,3</b>	<b>61,6</b>	<b>58,9</b>	<b>74,8</b>	<b>111,0</b>	<b>150,3</b>
Film i książka	32,2	-5,2	5,9	22,4	23,4	-2,6	14,3	26,0	50,9	55,3	61,2	75,3
Inne segmenty	-11,1	30,2	7,6	40,2	2,5	34,6	13,3	48,0	57,3	67,0	98,3	124,9
Pozycje uzgadniające	-10,2	-11,8	-13,4	-12,1	-11,6	-11,3	-13,3	-12,3	-49,2	-47,4	-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.

Nasza prognoza na poziomie skor. EBIT na rok 2024 to 74,8 mln PLN. W 2025 roku, według naszej symulacji, skor. EBIT powinien wzrosnąć do 111 mln PLN, czyli o blisko 48%. Nominalnie zakładany wzrost skor. EBIT wynosi 36,2 mln PLN w relacji do 2024 roku. W segmencie film i książka nasza symulacja wskazuje na możliwą poprawę o niespełna 6 mln PLN (+10,7% 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 blisko 30 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 45% rocznego odczytu skor. EBIT (dla porównania w 2024 roku według nas może to być 26%).

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 naszych prognoz z ostatniego raportu analitycznego (2024-07-12) podwyższyliśmy założenia na poziomie skor. EBIT na rok 2024 o 5%. Na lata 2025-2026 na poziomie skor. EBIT nasza bieżąca symulacja uwzględnia jednak obniżenie oczekiwań. Skorygowany EBIT w roku 2025, według nas, może wynieść 111 mln PLN, a w 2026 roku oczekujemy wzrostu do 150,3 mln PLN (obniżenie założeń odpowiednio o 15% i 14% względem raportu z 2024-07-12).

Bardziej zachowawcza prognoza średnioterminowa związana jest z ujętym przez nas wyczekiwanym schłodzeniem na rynku reklamy w Polsce (przynajmniej w H1 2025) oraz wolniejszym niż oczekiwaliśmy procesem odbudowy pozycji rynkowej mediów Agory. Wprowadziliśmy również korekty w segmencie film i książka (symboliczne obniżenie frekwencji) oraz zaktualizowaliśmy pozycje związane z poziomem kosztów działalności multipleksów.

**Zmiana w założeniach w modelu na lata 2024-2026 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-07-12)**

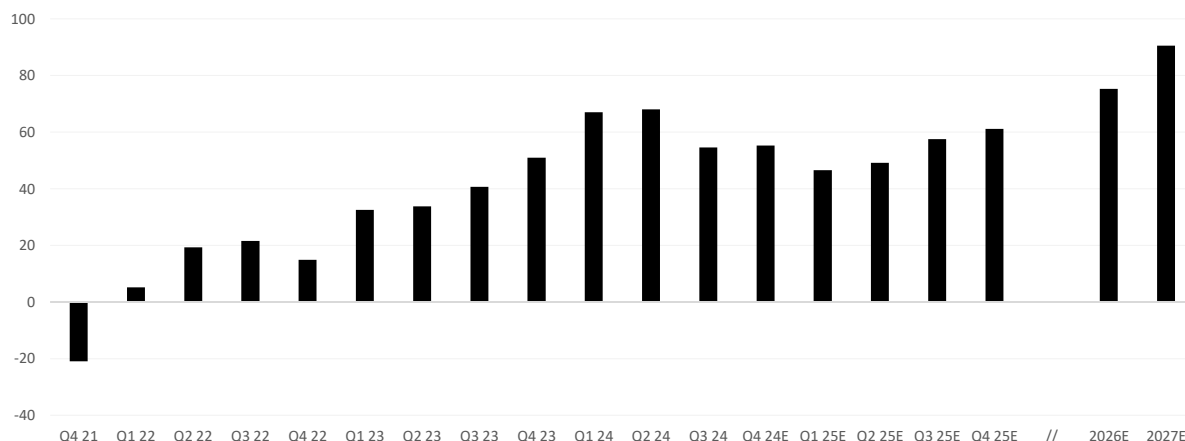
	jest	jest	jest	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	1 479,1	1 521,3	1 612,9	1 526,2	1 623,7	1 732,3	-3%	-6%	-7%
Reklama	760,4	799,2	847,9	771,7	827,9	888,6	-1%	-3%	-5%
Bilety do kina	248,7	273,3	294,2	252,0	276,9	299,5	-1%	-1%	-2%
Sprzedaż wydawnictw	133,2	135,5	136,9	140,2	142,5	143,5	-5%	-5%	-5%
Bary kinowe	148,3	164,6	177,6	146,4	162,4	176,0	1%	1%	1%
Sprzedaż gastronomiczna	23,1	0,0	0,0	49,5	56,6	60,9	-53%	-100%	-100%
Działalność filmowa	44,9	38,9	43,3	43,8	40,0	43,4	2%	-3%	0%
Pozostała sprzedaż	120,5	109,9	113,0	122,6	117,3	120,5	-2%	-6%	-6%
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>249,1</b>	<b>285,3</b>	<b>323,4</b>	<b>248,0</b>	<b>306,3</b>	<b>350,6</b>	<b>0%</b>	<b>-7%</b>	<b>-8%</b>
EBIT skorygowany	74,8	111,0	150,3	71,3	130,7	175,6	5%	-15%	-14%
Film i książka	55,3	61,2	75,3	53,6	69,7	91,0	3%	-12%	-17%
Radio	57,3	69,8	89,3	58,7	73,8	92,6	-2%	-5%	-4%
Prasa	-10,8	0,3	1,6	-8,8	1,5	1,6		-78%	0%
Reklama zewnętrzna	28,8	29,8	33,2	29,3	33,1	35,8	-2%	-10%	-7%
Internet	-8,4	-1,6	0,7	-8,7	-0,7	3,0			-76%
Segmenty razem	122,2	159,5	200,2	124,1	177,3	224,0	-2%	-10%	-11%
Pozycje uzgadniające	-47,4	-48,5	-49,9	-52,8	-46,6	-48,4			
Saldo finansowe	-44,4	-47,3	-45,1	-42,1	-51,3	-49,3			
Wynik brutto	38,3	64,2	105,2	29,6	79,7	126,3	29%	-19%	-17%
Wynik netto	20,5	52,0	85,2	18,0	64,5	102,3	14%	-19%	-17%
<b>akcjonariuszy jedn. dominującej</b>	<b>10,1</b>	<b>48,7</b>	<b>84,8</b>	<b>8,9</b>	<b>60,7</b>	<b>101,8</b>	<b>14%</b>	<b>-20%</b>	<b>-17%</b>
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>74,8</b>	<b>111,0</b>	<b>150,3</b>	<b>71,3</b>	<b>130,7</b>	<b>175,6</b>	<b>5%</b>	<b>-15%</b>	<b>-14%</b>
Film i książka	55,3	61,2	75,3	53,6	69,7	91,0	3%	-12%	-17%
Inne segmenty	67,0	98,3	124,9	70,5	107,6	133,0	-5%	-9%	-6%
Pozycje uzgadniające	-47,4	-48,5	-49,9	-52,8	-46,6	-48,4	-10%	4%	3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Na rok 2024 i lata 2025-2026 założyliśmy, że skor. EBIT segmentu film i książka wyniesie odpowiednio 55,3 mln PLN oraz 61,2 mln PLN i 75,3 mln PLN. Na rok 2024 nasz model zakłada, że wynik segmentu film i książka będzie odpowiadać za blisko 74% całego wyniku Agory na poziomie skor. EBIT. Z kolei w latach 2025-2026 liczymy na pozytywne impulsy w pozostałych dywizjach biznesowych. W roku 2025 udział segmentu film i książka w budowie skonsolidowanego odczytu skor. EBIT według nas spadnie do 55%, z kolei w roku 2026 zakładamy poziom bliski 50%.

**Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła ścieżka wynikowa segmentu film i książka**

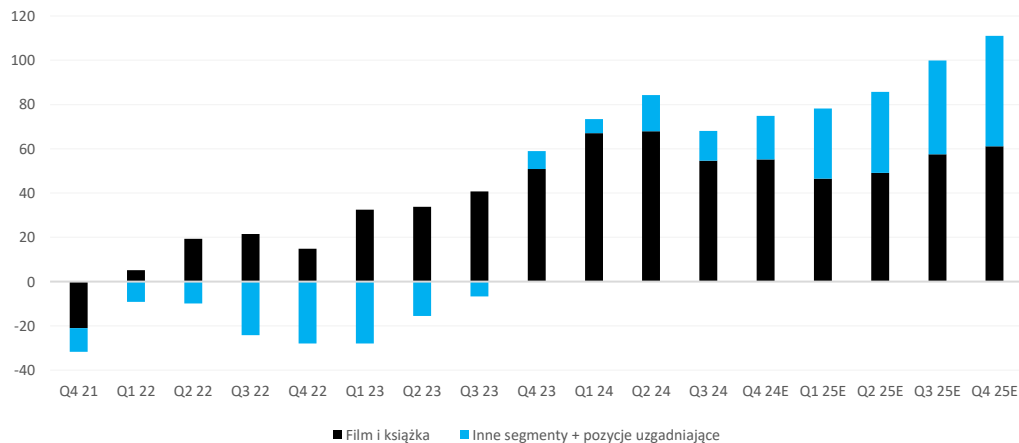
[skor. EBIT w ujęciu zannualizowanym; PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

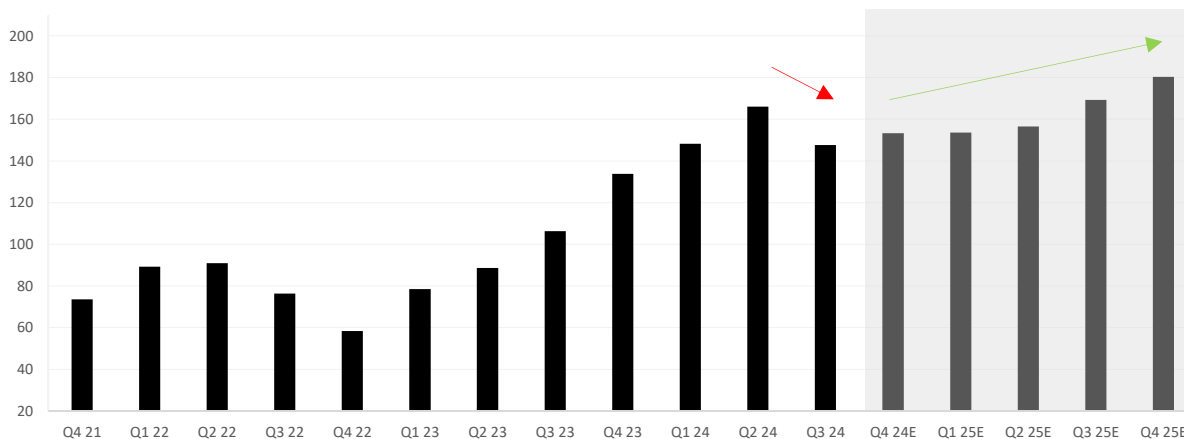
**Historyczna oraz zakładana przez nas przyszła kontrybucja poszczególnych składowych Agory do odczytu skor. EBIT**

[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]	8,73	8,73	8,73	8,73	8,73	8,73	8,73
Kapitalizacja [PLN m]	407	407	407	407	407	407	407
EV [PLN m]	1 133	1 049	1 123	1 082	1 006	916	815
EV (bez IFRS 16) [PLN m]	471	418	521	464	397	316	225
EPS [PLN]	-2,2	1,4	0,2	1,0	1,8	2,4	2,8
BVPS [PLN]	14,5	15,9	14,8	15,8	17,5	19,6	21,9
P/E (x)	---	6,2	40,2	8,4	4,8	3,7	3,1
P/BV (x)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/Przychody (x)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (x)	7,9	4,6	4,5	3,8	3,1	2,6	2,2
Przychody r/r	15%	28%	4%	3%	6%	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%	6%	7%
ROE	-14%	9%	1%	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%	2%	3%	5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

<b>RACHUNEK WYNIKÓW [PLN m]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Przychody	1 113,1	1 424,3	1 479,1	1 521,3	1 612,9	1 699,6	1 771,3
Reklama	511,9	703,7	760,4	799,2	847,9	895,1	937,7
Bilety do kina	192,3	244,0	248,7	273,3	294,2	315,1	329,4
Sprzedaż wydawnictw	136,9	139,9	133,2	135,5	136,9	138,7	140,2
Bary kinowe	103,5	136,6	148,3	164,6	177,6	190,7	199,7
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	120,5	109,9	113,0	117,4	119,7
Koszty operacyjne	-1 177,9	-1 379,8	-1 399,2	-1 412,0	-1 463,5	-1 519,7	-1 567,9
<b>EBITDA skorygowana</b>	<b>142,7</b>	<b>228,3</b>	<b>249,1</b>	<b>285,3</b>	<b>323,4</b>	<b>352,5</b>	<b>374,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>-64,8</b>	<b>44,6</b>	<b>81,9</b>	<b>111,0</b>	<b>150,3</b>	<b>177,9</b>	<b>200,9</b>
Saldo finansowe	-47,4	61,3	-44,4	-47,3	-45,1	-41,1	-37,7
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	38,3	64,2	105,2	136,9	163,2
Wynik netto	-105,7	85,0	20,5	52,0	85,2	110,9	132,2
<b>akcjonariuszy jedn. dominującej</b>	<b>-102,7</b>	<b>65,4</b>	<b>10,1</b>	<b>48,7</b>	<b>84,8</b>	<b>110,4</b>	<b>131,7</b>
udziały niekontrolujące	-3,0	19,6	10,3	3,3	0,4	0,5	0,6
<b>EBIT skorygowany w podziale na segmenty</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Film i książka	14,9	50,9	55,3	61,2	75,3	90,5	101,3
Radio	4,9	51,2	57,3	69,8	89,3	101,1	110,9
Prasa	-27,9	-7,5	-10,8	0,3	1,6	2,4	2,3
Reklama zewnętrzna	14,8	20,4	28,8	29,8	33,2	33,5	36,3
Internet	12,0	-6,8	-8,4	-1,6	0,7	1,8	2,7
Segmenty razem	18,6	108,2	122,2	159,5	200,2	229,2	253,5
Pozycje uzgadniające	-31,7	-49,2	-47,4	-48,5	-49,9	-51,3	-52,6
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>-13,1</b>	<b>58,9</b>	<b>74,8</b>	<b>111,0</b>	<b>150,3</b>	<b>177,9</b>	<b>200,9</b>
	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
EBITDA bez IFRS 16 [PLN m]	48,5	116,7	139,3	176,5	214,1	243,2	264,9
EBIT bez IFRS 16 [PLN m]	-87,9	16,0	54,3	84,0	123,3	150,9	173,9

\*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**

<b>BILANS [PLN m]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
RZAT + WNIP	722,4	1 019,6	968,6	958,5	968,1	982,0	998,9
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
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 496,3</b>	<b>1 680,3</b>	<b>1 587,2</b>	<b>1 594,8</b>	<b>1 595,0</b>	<b>1 599,1</b>	<b>1 606,5</b>
Zapasy	30,4	34,6	35,5	37,5	42,0	44,2	46,1
Należności kr. Term i rozliczenia mo	195,2	238,3	237,1	243,8	260,7	274,7	286,3
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	117,9	145,7	182,5	233,1	294,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>296,8</b>	<b>365,1</b>	<b>393,3</b>	<b>429,8</b>	<b>488,0</b>	<b>554,9</b>	<b>629,6</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 793,1</b>	<b>2 045,4</b>	<b>2 003,5</b>	<b>2 047,8</b>	<b>2 106,0</b>	<b>2 177,1</b>	<b>2 259,1</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>674,0</b>	<b>847,6</b>	<b>695,0</b>	<b>747,1</b>	<b>825,3</b>	<b>922,2</b>	<b>1 033,5</b>
Zobowiązania długoterminowe	708,6	636,3	777,9	762,0	724,2	686,2	648,4
Zobowiązania krótkoterminowe	410,5	561,5	512,9	520,9	538,8	550,9	559,5
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>1 119,0</b>	<b>1 197,8</b>	<b>1 308,5</b>	<b>1 300,7</b>	<b>1 280,7</b>	<b>1 254,9</b>	<b>1 225,7</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 793,1</b>	<b>2 045,4</b>	<b>2 003,5</b>	<b>2 047,8</b>	<b>2 106,0</b>	<b>2 177,1</b>	<b>2 259,1</b>

<b>ZADŁUŻENIE FINANSOWE [PLN m]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
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	118,9	146,6	183,4	234,1	295,3
Dług netto	726,7	642,3	716,2	675,7	599,4	509,1	408,4
Dług netto bez uwzględnienia IFRS 16	64,5	11,0	114,7	56,9	-9,9	-90,5	-181,7

<b>CF [PLN m]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	76,8	246,6	239,8	272,7	305,6	327,7	343,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-38,6	-19,5	-36,0	-78,0	-87,4	-91,5	-95,1
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	117,9	145,7	182,5	233,1	294,3

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](#)

**Krzysztof Tkocz**  
Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**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 Dedećus**  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: piotr.dedecus@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
<b>kupuj</b>	<b>13,59</b>	<b>kupuj</b>	<b>14,6</b>	<b>2024-12-13</b>	<b>09:25 CET</b>	<b>8,73</b>	<b>81 725</b>
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 Q4 2024*:			, 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	50%	0	0%
Akumuluj	4	33%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	1	8%	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: 2024-12-13.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-12-13 (09:25 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-13.**

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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 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 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 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 WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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 2024-12-13:**

- 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.
- Występują inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych \*
- 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.