

Cele ambitne, ale rynek trudny

Zarząd IMS nieprzerwanie stawia sobie ambitne cele i zamierza skalować biznes organicznie oraz poprzez potencjalne akwizycje. Niemniej jednak rezultaty ostatnich kwartałów wskazują na silną presję konkurencyjną, między innymi w związku z rozpowszechniającą się muzyką generowaną przez AI. Rynek pozostaje więc wymagający, co w konsekwencji prowadzi do redukcji naszych prognoz przychodów i marżowości w najbliższych latach. Na wynikach w średnim okresie zaciąży dodatkowo nowy program motywacyjny oraz komunikowany przez samą spółkę spodziewany wzrost kosztów, między innymi na zespoły sprzedażowe. Weryfikujemy także nasze długoterminowe założenia dotyczące marżowości biznesu oraz skali wzrostu na poziomie przychodów. Wciąż uważamy, że spółka celuje we wzrost sprzedaży i na tym zamierza się skupiać w kolejnych kwartałach. Nasz model nie zakłada jednak akwizycji, a potencjał samego wzrostu organicznego jest naszym zdaniem zdecydowanie skromniejszy niż zakładany przez zarząd ambitny poziom 100 mln PLN w niedalekiej perspektywie 3 lat. Wpływa to na obniżenie ceny docelowej dla akcji IMS do poziomu 2,87 PLN za jeden walor (poprzednio 4 PLN). Jednocześnie, z uwagi na spadek kursu od czasu naszej ostatniej analizy, podtrzymujemy naszą rekomendację „kupuj”.

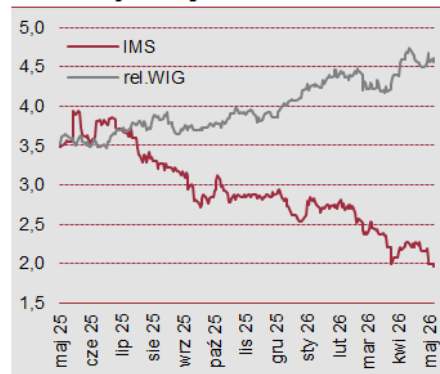
Sztuczna inteligencja wpływa na perspektywy wzrostu

W ostatnich miesiącach temat sztucznej inteligencji stał się niezwykle popularny, a dynamiczny rozwój i adopcja tej technologii wpływa na rosnącą liczbę modeli biznesowych. W tym kontekście grupa IMS nie pozostaje odporna na zmieniający się rynek. Naszym zdaniem jest to już widoczne, głównie na poziomie średniego przychodu na lokalizację abonamentową oraz relatywnej słabości segmentu audio i wideo na tle aromy, która jest bardziej uodporniona na obserwowane konkurencyjne trendy. Tym niemniej spółce cały czas udaje się rosnąć na poziomie lokalizacji abonamentowych. Na korzyść IMS z pewnością działa jakość bazy muzycznej oraz jej legalność. Nie uważamy więc, że model biznesowy spółki jest istotnie zagrożony. Zwiększona konkurencja wpłynie jednak na poziom realizowanych marż i wypukli potrzebę wzmocnienia pozostałych gałęzi biznesu. W tym kontekście mowa w szczególności o segmencie reklamowym, który od dwóch lat zмага się ze swoimi wyzwaniami, aczkolwiek może powoli wychodzić na prostą.

Zarząd nie składa broni i celuje w 100 mln PLN przychodów

Zarząd IMS pozostaje konsekwentny w chęci skalowania biznesu i celuje w 100 mln PLN przychodów. W realizację tego celu wpisują się niedawne komunikaty o nowym programie motywacyjnym na lata 2026–2028 oraz zmianie polityki dywidendowej. Odczytujemy to jako sygnał, że negocjacje w kwestii wskazywanych wcześniej 1-2 akwizycji prawdopodobnie zmierzają w pomyślnym kierunku i na tej bazie formułowane są wspomniane ambitne cele.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	4,4 / 1,87
Liczba akcji (mln)	34,5
Kapitalizacja (mln PLN)	68
EV (mln PLN)	41
Free float (mln PLN)	27
Średni obrót (tys PLN)	64,4
Główni akcjonariusze	Michał Kornacki 18,96%, 18,96%
% akcji, % głosów	Dariusz Lichacz 18,55%, 18,55%
	1 m 3 m 12 m
Zmiana ceny	-9,6% -28,6% -46,2%
Zmiana rel. WIG	-0,7% 3,1% 26,0%

Łukasz Bugaj, CFA

Doradca Inwestycyjny

lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2025	66,3	13,4	17,8	11,3	9,0	0,26	0,38	1,2	7,5	1,6	6,0	3,1	2,3	21,2
2026p	69,3	11,1	15,8	9,1	7,3	0,21	0,34	1,3	9,2	1,6	4,3	3,7	2,6	16,7
2027p	72,1	11,9	16,8	9,9	8,0	0,23	0,37	1,3	8,5	1,5	4,6	3,5	2,4	17,5
2028p	74,6	12,7	17,8	10,7	8,7	0,25	0,39	1,3	7,8	1,5	5,0	3,2	2,3	18,4

Źródło: IMS, prognoza BM Banku Millennium; mln PLN;

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

* - cena rynkowa z dnia 12.05.2026 r., godz. 17:00

Spis treści

Wycena	3
Ostatnie wydarzenia	6
Prognoza wyników za 1Q'26	8
Aktualizacja prognoz finansowych	9
ESG	9
Czynniki ryzyka	10
Wyniki finansowe	12
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	14

Wycena

Wycenę IMS przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem głównie zagranicznych spółek zajmujących się reklamą i marketingiem. Projekt Closer Music uwzględniliśmy w wycenie, tym niemniej nasze szacunki jego przyszłych przepływów bazują głównie, choć nie tylko, na rozliczeniach z OZZ. Oznacza to, że konserwatywnie podchodzimy do jego wyceny, głównie z uwagi na ciągły brak możliwości stworzenia wiarygodnych prognoz przepływów z innych sposobów monetyzacji bazy muzycznej tego projektu.

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 117,4 mln PLN, czyli 3,41 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 80,5 mln PLN (2,34 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 99 mln PLN, czyli 2,87 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację „kupuj” dla akcji grupy IMS.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	117,4	3,41
Wycena porównawcza	80,5	2,34
Wycena IMS	99,0	2,87

Źródło: Bloomberg, prognoza BM Banku Millennium; mln PLN;

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla IMS za lata obrotowe od 2026 do 2035,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5,9% (wzrost o 0,4 pkt proc. względem poprzedniej rekomendacji),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5,0%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1,1,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 na poziomie 2,5%,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%,
- ❑ DCF uwzględnia szacunki przepływów z projektu Closer Music, ale nie uwzględnia potencjalnych przejęć.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p	>2035p
Przychody	69,3	72,1	74,6	76,8	78,7	80,7	82,7	84,8	86,9	89,1	
EBIT skorygowany*	10,8	11,6	12,5	13,3	13,7	14,1	14,3	14,6	15,0	15,4	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT skorygowany* x (1-T)	8,7	9,4	10,1	10,8	11,1	11,4	11,6	11,8	12,1	12,5	
Amortyzacja (non MSSF16) **	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	5,9	6,1	6,3	6,5	
Zmiana w kapitale pracującym	0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
CAPEX	-7,4	-7,4	-7,8	-8,2	-8,2	-8,1	-8,0	-8,0	-8,2	-8,5	
FCFF	6,4	6,5	7,0	7,6	8,1	8,7	9,2	9,6	9,8	10,1	176,5
zmiana FCF		0,8%	8,5%	7,6%	7,3%	7,1%	6,0%	3,8%	2,8%	2,7%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,8%	4,0%	4,6%	4,8%	5,1%	5,4%	5,4%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Koszt długu	5,8%	6,0%	6,6%	6,8%	7,1%	7,4%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
Koszt kapitału własnego	9,3%	9,5%	10,1%	10,3%	10,6%	10,9%	10,9%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%
WACC	6,2%	6,0%	6,6%	6,9%	7,3%	7,5%	7,6%	7,9%	8,1%	8,3%	8,4%
PV (FCF)	6,2	6,1	6,2	6,2	6,1	6,1	5,9	5,6	5,3	4,9	85,6
Wartość DCF (mln PLN)	144,3										
+ (Dług) Gotówka netto (non MSSF16)	-26,9										
- wypłacone dywidendy	0,0										
Wycena DCF (mln PLN)	117,4										
Liczba akcji (mln)	34,5										
Wycena 1 akcji	3,41										

Źródło: BM Banku Millennium

* - w DCF EBIT pomniejszony o koszty finansowe z tyt. leasingu powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

** - amortyzacja z wyłączeniem amortyzacji aktywów z tytułu praw do powierzchni biurowych (wpływ MSSF16)

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny akcji IMS na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%
stopa R _r rezydualna	4,9%	3,52	3,62	3,74	3,86	4,00	4,15	4,31
	5,4%	3,32	3,41	3,51	3,61	3,73	3,85	3,98
	5,9%	3,14	3,22	3,31	3,41	3,50	3,60	3,71
	6,4%	2,99	3,06	3,14	3,22	3,30	3,39	3,49
	6,9%	2,86	2,92	2,99	3,06	3,13	3,21	3,29

Źródło: BM Banku Millennium; mln PLN;

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 3,41 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską i pięć zagranicznych spółek zajmujących się marketingiem w segmencie DOOH (Digital Out Of Home), będących agencjami reklamowymi bądź operujących na rynku reklamowym. Wartość spółki IMS oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			P/E		
			2026	2027	2028	2026	2027	2028
APG SGA	APGN	Szwajcaria	10,8	9,9	9,3	18,8	16,7	15,4
JCDecaux	DEC	Francja	7,8	7,4	7,1	14,1	12,9	12,1
M&C Saatchi	SAA	GB	5,6	5,1	5,4	9,8	8,5	8,1
Publicis Groupe	PUB	Francja	6,5	6,2	5,9	9,9	9,3	8,9
Stroer	SAX	Niemcy	6,0	5,7	5,3	14,0	11,7	10,1
Wirtualna Polska	WPL	Polska	5,3	5,1	5,0	11,8	10,2	9,1
Mediana			6,3	5,9	5,6	12,9	10,9	9,6
Wyniki spółki (mln PLN)			15,8	16,8	17,8	7,3	8,0	8,7
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			72	73	73	95	87	83
Wycena			80,5					
Wycena na 1 akcję			2,34					

Źródło: Bloomberg; prognoza BM Banku Millennium; mln PLN; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-05-12 16:00

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki IMS na 2,34 PLN.

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 4Q 2025 r.

Skonsolidowane wyniki grupy IMS

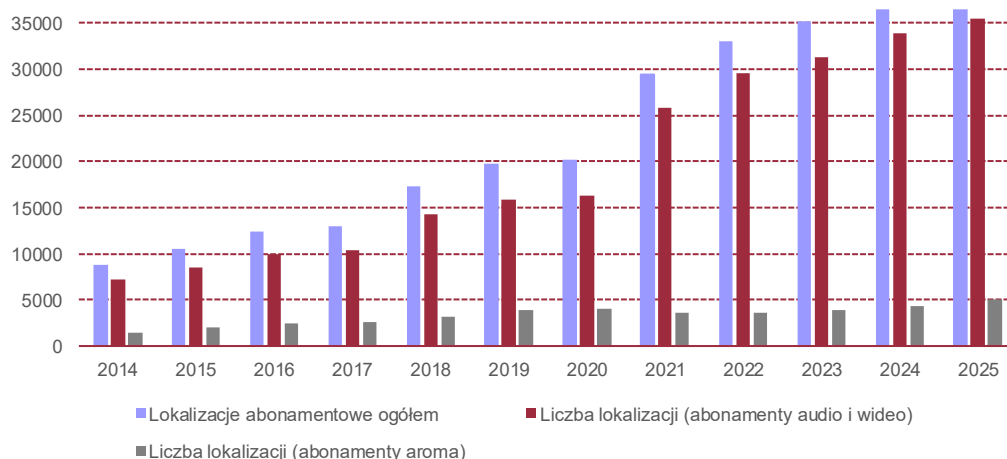
	4Q'25	prognoza MBM	4Q'24	zmiana r/r	1-4Q'25	prognoza MBM	1-4Q'24	zmiana
Przychody	20,2	24,6	20,4	-1,0%	66,3	70,7	66,4	-0,1%
s. abonamenty audio i wideo	8,0		8,2	-2,2%	31,0		30,7	1,2%
s. abonamenty aroma	2,6		2,3	11,3%	9,6		8,7	10,9%
s. usługi reklamowe audio i wideo	6,8		6,4	5,8%	18,9		17,7	6,8%
s. systemy Digital Signage	1,1		1,6	-32,0%	2,4		5,2	-53,8%
s. pozostała sprzedaż	1,7		1,8	-7,0%	4,3		4,1	4,9%
Zysk na sprzedaży	6,4	5,5	6,0	6,9%	13,7	12,4	15,4	-11,0%
EBITDA	8,0	7,7	7,5	6,4%	18,9	18,7	20,7	-8,8%
EBIT	6,5	5,5	6,1	7,3%	13,4	12,4	15,1	-11,2%
Zysk netto akcj. jedn. dominując	4,6	4,1	3,9	15,6%	8,9	8,5	11,1	-19,2%
Marże								
Marża EBITDA	39,5%		36,8%		28,5%		31,2%	
Marża EBIT	32,4%		29,9%		20,2%		22,8%	
Marża netto	22,6%		19,4%		13,5%		16,7%	

Źródło: IMS; BM Banku Millennium; mln PLN

Wyniki 4Q'25 były nieco lepsze od naszych oczekiwań na poziomie zysków, ale zauważalnie niższe w przypadku przychodów. Ogólnie oceniamy je lekko pozytywnie. Wyższe od prognoz linie zysków oznaczają poprawę na poziomie realizowanych marż, przy czym marża zysku netto po raz pierwszy od ostatniego kwartału 2019 roku przekroczyła poziom 20%. Z drugiej strony kontynuowane było słabe zachowanie strony przychodowej, a w szczególności kolejny kwartał z rzędu lekko spadł przychód kluczowego segmentu abonamentów audio i wideo (w relacji r/r). Niekorzystnie zaskoczył nas także segment reklamowy, ponieważ nie zaobserwowaliśmy kontynuacji poprawy z poprzedniego kwartału.

Przychody Grupy IMS spadły o 1% r/r do 20,2 mln PLN. W przypadku kluczowych segmentów abonamentowych widać utrzymującą się relatywną przewagę segmentu aroma, gdzie przychody zwiększyły się o 11,3% r/r. Większy obszar audio i wideo kolejny raz wypadł wyraźnie słabiej, gdyż zanotował spadek przychodów o 2,2% r/r. To już drugi kwartał z rzędu, kiedy obserwowana presja konkurencyjna przekłada się na ujemny wynik top line w relacji r/r. Cały czas dziesiątkowana jest sprzedaż systemów Digital Signage. Segment ten wszedł bowiem w okres niskiej bazy, gdyż rok temu jego sprzedaż tąpnęła w ostatnim kwartale roku o 50,1%. Mimo tego dynamiczne spadki są kontynuowane (tym razem -32% r/r), a sama sprzedaż wyniosła zaledwie 1,1 mln PLN, podczas gdy dwa lata temu przekraczała 3 mln PLN. Naszym zdaniem od

Liczba lokalizacji abonamentowych

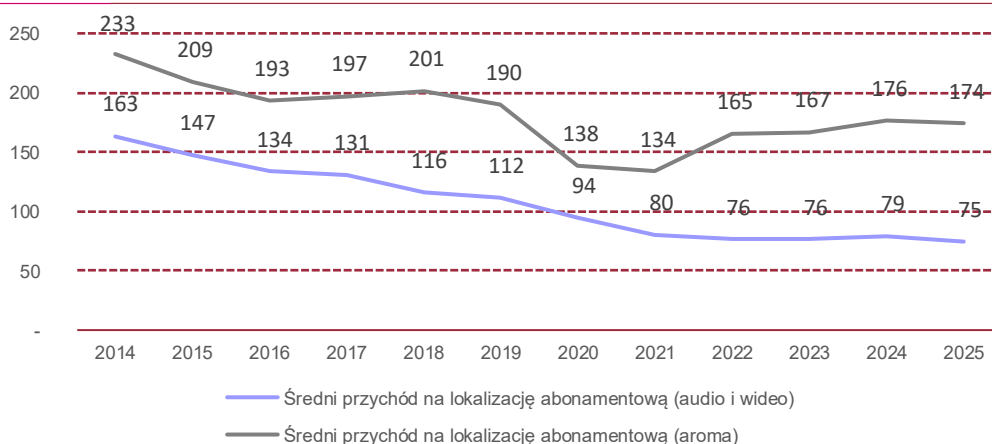


Źródło: IMS

niekorzystnej strony zaprezentował się również segment reklamy. Obiecująca dynamika wzrostu z poprzedniego kwartału spowolniła bowiem do 6%, czyli nie odróżniała się istotnie od tej obserwowanej przed rokiem. Prowadzona od dłuższego czasu kosztowna reorganizacja segmentu nie przynosi więc oczekiwanych, bardziej trwałych pozytywnych efektów. Pozostała sprzedaż, w której raportowana jest część przychodów Closer Music, spadła o 7% r/r do 1,7 mln PLN. Projekt Closer Music wciąż więc w dużym stopniu bazuje na nie zawsze regularnych rozliczeniach z organizacjami zbiorowego zarządzania prawami autorskimi.

W 4Q IMS pozyskał 737 lokalizacje abonamentowe. To mniej niż w ostatnim kwartale minionego roku. W konsekwencji w całym roku spółce udało się otworzyć 2 371 nowych lokalizacji, czyli nie został osiągnięty obniżony wcześniej cel pozyskania 3 000 nowych lokalizacji w całym roku. Spółka przy okazji rewidowania tego celu wskazywała na wolniejsze tempo wdrożeń lokalizacji u niektórych klientów, co prawdopodobnie było kontynuowane. Utrzymywała się przy tym relatywnie silniejsza postawa segmentu aroma. W jego ramach spółka pozyskała 226 lokalizacji, czyli drugi kwartał z rzędu przekroczony został poziom 200 lokalizacji. W całym roku średni przychód generowany przez lokalizację wyniósł 174 PLN, czyli poziom zbliżony do roku wcześniejszego (176 PLN). Słabiej wypadł segment audio i wideo, gdyż 511 nowych lokalizacji ogółem było wynikiem niewiele lepszym niż kwartał wcześniej i słabszym od wyniku 2Q. O ponad 5% obniżył się przy tym średni przychód na lokalizację abonamentową w całym roku do 75 PLN (z 79 PLN w 2024 roku). Najprawdopodobniej kontynuowana jest więc polityka istotnych rabatów udzielanych klientom, które są pokłosiem wysokiej konkurencji, ale zapewne także chęci dalszego wzrostu (nowe lokalizacje w zamian za rabat na tych funkcjonujących obecnie).

Średni miesięczny przychód na lokalizację (PLN)



Źródło: IMS, BM Banku Millennium

Rentowność biznesu w 4Q polepszyła się w relacji rok do roku. Marża EBITDA zbliżyła się do poziomu 40%, a marża EBIT przekroczyła 30%. Marża netto wyniosła pokaźne 22,6% w przypadku akcjonariuszy jednostki dominującej. We wszystkich przypadkach zanotowano poprawę, co wskazuje na większą dyscyplinę kosztową.

Ostatecznie zysk operacyjny IMS wzrósł w 4Q o 7,3% r/r do 6,5 mln PLN, a zysk EBITDA zwiększył się o 6,4% r/r i osiągnął poziom 8 mln PLN. Z kolei zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej wzrósł o 15,6% r/r do poziomu 4,6 mln PLN. Były to wartości wyższe od naszych oczekiwań.

Podsumowując, wyniki IMS w 4Q'25 z jednej strony wskazywały na kontynuację niekorzystnych tendencji po stronie przychodowej, ale z drugiej – wskazywały na wzrost dyscypliny kosztowej. Ostatni kwartał roku nadal był kluczowy, ale tym razem zmanifestowało się to poprzez wzrost marż. Tym niemniej w całym roku, drugi rok z rzędu, przychody lekko się obniżyły. Mimo więc obserwowanego wcześniej wzrostu kosztów przeznaczonych na reorganizację, od dwóch lat nie obserwujemy jej pozytywnych efektów. Wydaje się, że niezadowolenie z tej sytuacji udzieliło się także zarządowi. W liście do akcjonariuszy prezes deklaruje chęć kolejnych zmian, co wskazywałoby na utrzymanie się wyższych kosztów w obecnie trwającym roku. Na ten rok spółka zakłada sobie ambitny cel przekroczenia poziomu 45 tys. lokalizacji i pozyskania nawet ok. 8 tys. nowych abonamentów. My w kontekście rozwoju najbardziej realną szansę przełamania negatywnego impasu upatrywalibyśmy w potencjalnej akwizycji.

Zmiana polityki dywidendowej

IMS zmienił politykę dywidendową i dopuszcza, iż nie każdego roku będzie rekomendować transfer środków do akcjonariuszy na poziomie co najmniej 75 proc. skonsolidowanego zysku netto przypisanego jednostce dominującej. Jako przyczynę wymieniane są planowane wydatki na zwiększanie działów sprzedażowych oraz możliwe akwizycje. Odczytujemy to jako sygnał, że negocjacje w kwestii wskazywanych wcześniej 1-2 akwizycji zmierzają w pomyślnym kierunku i powinny być w tym roku finalizowane. Jednocześnie zarząd podtrzymał, że jego intencją jest dalsze coroczne dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami.

Program motywacyjny na lata 2026–2028

Rada Nadzorcza IMS przyjęła regulamin Programu Motywacyjnego V na lata 2026–2028, opartego na opcjach menedżerskich i skierowanego do członków zarządu, menedżerów, pracowników i współpracowników spółek z Grupy Kapitałowej IMS. Program zakłada możliwość objęcia łącznie do 2,5 mln akcji nowej serii, co odpowiada maksymalnie 7,25% obecnego kapitału zakładowego, po spełnieniu określonych kryteriów związanych m.in. z wynikami finansowymi grupy oraz realizacją wskaźników KPI. Cena emisyjna akcji została ustalona na poziomie 0,58 zł za akcję, z 80% dyskontem wobec średniego kursu z wyznaczonego okresu. Uprawnienia będą realizowane poprzez warranty subskrypcyjne, a nabyte akcje objęte zostaną 18-miesięcznym okresem lock-up. Wejście w życie programu wymaga zatwierdzenia odpowiednich uchwał przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Nowy program jest kontynuacją dotychczasowej praktyki spółki w zakresie wynagradzania kadry. Realizacja programu przełoży się na wzrost kosztów operacyjnych spółki oraz doprowadzi do rozwodnienia akcjonariuszy mniejszościowych. Oczekujemy na publikację szczegółowych wskaźników KPI, które naszym zdaniem powinny być zbieżne z celami zakomunikowanymi przez prezesa w ostatnim liście do akcjonariuszy.

Prognoza wyników za 1Q'26

W 1Q'26 oczekujemy powrotu do wzrostu przychodów na poziomie grupy IMS po dwóch kolejnych spadkowych kwartałach w relacji r/r. Nasza prognoza jest spójna z założeniem całorocznego wzrostu top line na poziomie 4,5%. W konsekwencji spodziewamy się, że przychody zbliżą się do poziomu 15 mln PLN.

W przypadku rentowności spodziewamy się pogorszenia miar w związku ze wzrostem ponoszonych przez spółkę kosztów na nowe zespoły sprzedażowe. Zakładamy, że marża EBITDA spadnie lekko poniżej 20%, a same linie wyników powinny, naszym zdaniem, lekko się obniżyć względem poprzedniego roku.

Ostatecznie spodziewamy się EBITDA wynoszącego 2,9 mln PLN (-4,7% r/r), zysku operacyjnego na poziomie 1,5 mln PLN (-8,7% r/r) oraz zysku netto 0,9 mln PLN (-10,3% r/r). W przypadku wyniku netto zakładamy utrzymanie się negatywnego wpływu kosztów finansowych. Raport finansowy z wynikami za 1Q'26 spółka planuje opublikować 28 maja.

Prognoza skonsolidowanych wyników kwartalnych grupy IMS

	1Q'26p	1Q'25	zmiana r/r
Przychody	14,9	14,3	4,5%
EBITDA	2,9	3,0	-4,7%
EBIT	1,5	1,6	-8,7%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	0,9	1,0	-10,3%
Marże			
Marża EBITDA	19,3%	21,2%	
Marża EBIT	10,0%	11,5%	
Marża netto	6,2%	7,2%	

Źródło: IMS; BM Banku Millennium; mln PLN

Aktualizacja prognoz finansowych

W związku z poczynionymi przez spółkę istotnymi inwestycjami w zespół sprzedażowy, które jak na razie nie przynoszą spodziewanych efektów, zrewidowaliśmy nasze oczekiwania co do poziomu przychodów i zyskowności na najbliższe lata. Nadal spodziewamy się powrotu do organicznego wzrostu, jednak kosztem niższej niż wcześniej zakładanej rentowności. Pozostajemy względnie konserwatywni w tym względzie i na chwilę obecną nie uwzględniamy akwizycji, które zgodnie z komunikacją spółki stają się coraz bardziej prawdopodobne. W latach 2026-2028 dodatkową presję na spadek rentowności wywierać powinien zapowiedziany program motywacyjny oraz planowane wydatki marketingowe w Closer Music. W kolejnych latach rentowność powinna się stopniowo poprawiać. Obniżyliśmy jednak docelowy poziom marży zysku operacyjnego z wcześniejszego poziomu 19% na 17,5%, na co wpływ ma rosnąca konkurencja, między innymi ze strony muzyki generowanej przez sztuczną inteligencję.

Zmiany w prognozach BM Banku Millennium wyników grupy IMS

	2026			2027			2028		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	78,1	69,3	-11,3%	85,2	72,1	-15,4%	92,0	74,6	-18,9%
EBITDA	19,9	16,9	-14,9%	22,1	17,9	-19,0%	24,0	18,9	-21,2%
EBIT	13,3	11,1	-16,5%	15,3	11,9	-22,4%	17,0	12,7	-25,5%
Zysk netto	9,4	7,3	-21,4%	11,1	8,0	-27,9%	12,5	8,7	-30,1%

Źródło: BM Banku Millennium; mln PLN;

Cały czas uważamy, że dużą szansą dla spółki jest upowszechnienie się w kraju modelu dystrybucji muzyki wraz z opłatami licencyjnymi. IMS zachęca swoich klientów do przejścia na model komercyjny. Taki ruch oznaczałby możliwość grania w sklepach nie tylko muzyki z własnych playlist, ale także dobrze znanych polskich i zagranicznych hitów. Klient IMSu miałby więc dostęp do zdecydowanie szerszej oferty muzycznej, ale wiązałoby się to wyższymi opłatami. Sam IMS mógłby z kolei rozwijać dodatkowe źródło przychodów z lokalizacji abonamentowych w postaci tantiem od organizacji zbiorowego zarządzania, takich jak ZAiKS.

ESG

W październiku 2023 r. zarząd IMS przyjął Strategię ESG dla spółki i grupy kapitałowej IMS. W tym samym czasie spółka zależna Closer Music przyjęła odrębną Strategię ESG, spersonalizowaną (ze względu na profil działalności) zgodnie z potrzebami tego podmiotu.

Przyjęte na najbliższe lata cele zrównoważonego rozwoju skupiają się na:

1. E – Środowisko

- ☐ Redukcja wpływu na klimat
- ☐ Ograniczenie ilości odpadów i wpływu na środowisko
- ☐ Zrównoważone biuro

2. S – Ludzie

- ☐ Dbanie o pracowników i współpracowników
- ☐ Troska o społeczności lokalne i o klientów końcowych usług

3. G – Zarządzanie

- ☐ Przejrzystość i wysokie standardy zarządzania ESG
- ☐ Odpowiedzialne podejście do zagadnień etycznych i bezpieczeństwa danych

W lutym 2024 r. zarząd IMS przyjął dokumenty związane z Corporate Governance. Przyjęte zostały „Kodeks Etyki” oraz „Polityka Antykorupcyjna”, które wyznaczają system wartości, norm i zasad, jakimi spółka chce się kierować każdego dnia.

Przyjęte dokumenty opierają się na wspólnych dla wszystkich pracowników i współpracowników grupy IMS wartościach, takich jak profesjonalizm, uczciwość, odpowiedzialność i współpraca. Zawarte w nich zasady obowiązują każdego pracownika i współpracownika, niezależnie od zajmowanego stanowiska, formy zatrudnienia i charakteru realizowanych zadań we wszystkich spółkach należących do grupy na całym świecie.

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka, które mogą mieć wpływ na działalność grupy IMS i jej ocenę przez akcjonariuszy należą:

- ❑ **Ryzyko związane z sytuacją społeczno-ekonomiczną w Polsce.** Działalność grupy jest istotnie powiązana z koniunkturą makroekonomiczną i nastrojami konsumentów w kraju. Recesja w gospodarce bądź gorsze nastroje społeczne wpływają na klientów IMS, czego efektem może być spadek wydatków na reklamę (pomiędzy dynamiką wydatków marketingowych, a dynamiką zmian PKB zachodzi silna korelacja). Z kolei zmniejszenie wartości inwestycji w zakresie rozwoju sieci sprzedaży (mniejsza liczba otwieranych punktów handlowych) lub ograniczenie sieci sprzedaży może wpłynąć na dynamikę sprzedaży grupy IMS oraz na ilość usług abonamentowych świadczonych dla obecnych klientów.
- ❑ **Ryzyko związane z rozwojem rynku handlu i usług.** Poziom sprzedaży detalicznej w sieciach handlowych wpływa pośrednio na biznes grupy. Zmiany wielkości sprzedaży detalicznej u klientów mogą negatywnie wpływać przede wszystkim na zakres świadczonych usług reklamowych. Tym niemniej istnieje także ryzyko zmiany preferencji klientów w kierunku zdalnej sprzedaży (e-commerce), a trwałe odejście od stacjonarnego modelu wpłynęłoby negatywnie także na kluczowy z perspektywy IMS segment abonamentów.
- ❑ **Ryzyko nietrafionych akwizycji.** Elementem strategii grupy są akwizycje innych podmiotów, przede wszystkim konkurentów. Tego typu transakcje wiążą się z ryzykiem błędu w procesie oceny potencjalnego przedmiotu akwizycji. W konsekwencji jego kupno może nie przynieść oczekiwanych korzyści, a dodatkowo obciążyć wyniki grupy IMS.
- ❑ **Ryzyko związane z konkurencją.** Na wyniki finansowe osiągnięte przez grupę może mieć wpływ obniżanie cen usług i towarów przez firmy konkurencyjne. Ma to szczególne znaczenie w segmencie reklamowym, w którym konkurencja jest większa i bardziej agresywna. Także jednak w segmencie abonamentowym panuje konkurencja, szczególnie ze strony Mood Media działającego w segmencie premium tego rynku. Nie można wykluczyć chęci umocnienia pozycji rynkowej przez ten podmiot czy rozszerzenie jego skali działania. Istnieje także ryzyko pojawienia się nowych konkurentów, co może mieć wpływ na obniżenie marż i wpłynąć na wyniki finansowe lub perspektywy rozwoju grupy w przyszłości.
- ❑ **Ryzyko odpisów inwestycji poczynionych w Closer Music.** IMS mocno zaangażował się w rozwój Closer Music, z którym wiąże duże nadzieje. Nie można jednak wykluczyć możliwości niezmaterializowania się pozytywnych założeń, co może prowadzić do istotnego ograniczenia ambicji związanych z Closer Music, czy wręcz zamknięcia projektu. W konsekwencji pojawiłoby się ryzyko odpisów przynajmniej części poczynionych w ten projekt inwestycji.
- ❑ **Ryzyka zwiększonych potrzeb inwestycyjnych związanych z Closer Music.** Projekt jest wciąż na dość wczesnym etapie, a jego międzynarodowy zakres wiąże się potrzebą istotnych inwestycji w dalszą produkcję muzyki, jej dystrybucję i marketing. IMS planuje zapraszać do projektu kolejnych inwestorów, których wsparcie finansowe mogłoby w znacznej mierze zaspokoić potrzeby kapitałowe rosnącego podmiotu. Nie można jednak wykluczyć trudności z pozyskaniem nowych inwestorów, bądź ich żądania mogłyby zostać uznane przez IMS za zbyt wygórowane. W konsekwencji grupa stanęłaby przed potrzebą bardziej samodzielnego zaspokojenia potrzeb kapitałowych Closer Music, co mogłoby istotnie zwiększyć jej koszty, a w skrajnym scenariuszu negatywnie odbić się na polityce dywidendowej.
- ❑ **Ryzyko rosnących kosztów wynagrodzeń i utraty kluczowych pracowników.** Największym kapitałem grupy są jej pracownicy, w szczególności kadra menedżerska, przedstawiciele handlowi, specjaliści od kontentu muzycznego oraz pracownicy IT. W przypadku przejścia kluczowych pracowników do firm konkurencyjnych, istniałoby ryzyko, że firmy te mogłyby stać się istotnymi konkurentami dla IMS. Ponadto utrata najbardziej wartościowych pracowników mogłaby negatywnie wpłynąć na dalszy rozwój grupy. Jednym z istotniejszych działań prowadzonych w celu zapobiegania ryzyku utraty

kluczowych pracowników jest program motywacyjny oparty o opcje menedżerskie.

- ❑ **Ryzyko nowych technologii.** Istnieje zagrożenie stworzenia nowej technologii, której produkty mogłyby stać się istotną konkurencją dla spółki. Może to także skutkować znaczną obniżką kosztów świadczenia usług i przez to negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe IMS.
- ❑ **Ryzyko pandemii.** Pandemia koronawirusa odcisnęła silne piętno na kondycję spółki w latach 2020 - 2021. Ewentualne pojawienie się kolejnych wysoce zakaźnych chorób mogłoby skutkować podobnymi negatywnymi skutkami dla IMS, a nawet zagrozić jego funkcjonowaniu w przyszłości.
- ❑ **Ryzyko zmienności przepisów.** Krajowy system prawny charakteryzuje się częstymi zmianami regulacji prawnych. Rodzi to dla spółki potencjalne ryzyka, przykładowo w zakresie przepisów dotyczących prawa autorskiego. Ponadto zmiana regulacji prawnych organizacji zarządzających prawami autorskimi (takich jak ZAiKS, SAWP, ZPAV, STOART) oraz wzrost opłat z tytułu wykorzystywania utworów muzycznych, może wpłynąć na obniżenie rentowności grupy.

Do ryzyk, które uważamy za wysokie zaliczamy kwestie wpływu koniunktury i zmian preferencji klientów na produkty oferowane przez IMS. Istotne są także ryzyka związane z dalszym rozwojem spółki Closer Music oraz nowych technologii, takich jak sztuczna inteligencja.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
przychody netto	67,3	66,4	66,3	69,3	72,1	74,6
koszty działalności operacyjnej	54,1	51,0	52,6	58,2	60,2	61,9
zysk na sprzedaży	13,3	15,4	13,7	11,1	11,9	12,7
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0
EBITDA (non MSSF16)*	18,9	19,5	17,8	15,8	16,8	17,8
EBIT	13,5	15,1	13,4	11,1	11,9	12,7
saldo finansowe	-2,3	-1,5	-2,1	-2,0	-2,0	-1,9
zysk przed opodatkowaniem	11,1	13,6	11,3	9,1	9,9	10,7
podatek dochodowy	-2,2	-2,9	-2,3	-1,7	-1,9	-2,0
Zysk netto	8,9	10,6	9,0	7,3	8,0	8,7
EPS	0,26	0,30	0,26	0,21	0,23	0,25

* - EBITDA (non MSSF16) = EBIT + amortyzacja bez amortyzacji praw do użytkowania lokali

Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
aktywa trwałe	59,8	67,2	76,9	78,7	80,5	82,4
wartość firmy	24,8	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3
wartości niematerialne	20,6	26,1	30,1	32,5	34,8	37,2
rzeczowe aktywa trwałe	8,8	9,4	9,9	10,2	10,4	10,7
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	1,8	1,6	5,4	4,6	3,8	3,0
pozostałe	3,8	4,8	6,2	6,1	6,1	6,1
aktywa obrotowe	28,8	23,1	19,9	27,7	27,0	26,4
zapasy	3,1	3,7	2,9	3,0	3,1	3,2
należności	17,8	16,2	15,5	19,4	20,2	20,9
środki pieniężne i ekwiwalenty	7,8	3,2	1,5	5,3	3,7	2,3
aktywa razem	88,6	90,4	96,8	106,5	107,4	108,8
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	39,8	42,5	42,5	44,0	45,6	47,4
kapitał mniejszości	4,6	8,6	8,5	8,5	8,5	8,5
zobowiązania	44,2	39,3	45,7	53,9	53,3	52,9
zobowiązania długoterminowe	14,1	10,2	12,8	16,6	16,0	15,2
dług odsetkowy	10,0	6,8	5,2	10,3	10,3	10,3
zobowiązania krótkoterminowe	30,1	29,0	32,9	37,3	37,3	37,7
dług odsetkowy	12,2	17,5	23,2	23,2	23,2	23,2
pasywa razem	88,6	90,4	96,8	106,5	107,4	108,8
BVPS	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3

Źródło: IMS; prognoza BM Banku Millennium; mln PLN;

Cash flow (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
wynik netto	8,9	10,6	9,0	7,3	8,0	8,7
amortyzacja bez praw do użytkowania MSSF 16	5,4	4,3	4,4	4,7	4,9	5,1
zmiana kapitału obrotowego	2,0	0,3	-0,9	0,4	-0,4	-0,4
zapłacone odsetki	1,3	1,2	2,1	2,0	2,0	1,9
przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	17,8	16,5	14,8	15,6	15,6	16,5
inwestycje	-8,2	-8,0	-5,4	-7,4	-7,4	-7,8
przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-14,7	-9,1	-5,6	-7,4	-7,4	-7,8
wypłata dywidendy	-6,8	-15,1	-4,1	-2,9	-3,2	-3,5
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	2,2	-4,0	-1,8	1,6	-3,5	-3,1
zapłacone odsetki	-1,3	-1,2	-2,1	-2,0	-2,0	-1,9
przepływy pieniężne z działalności finansowej	0,0	-12,0	-11,0	-4,3	-9,9	-10,0
zmiana gotówki netto	3,2	-4,6	-1,7	3,9	-1,7	-1,3
DPS	0,21	0,44	0,12	0,08	0,09	0,10
CEPS	0,41	0,43	0,38	0,34	0,37	0,39
FCFPS	0,49	0,50	0,45	0,34	0,35	0,38

Wskaźniki (%)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
zmiana sprzedaży	17,5%	-1,4%	-0,1%	4,5%	4,0%	3,5%
zmiana EBITDA (non MSSF16)*	26,0%	3,1%	-8,6%	-11,4%	6,4%	5,9%
zmiana EBIT	42,3%	12,2%	-11,2%	-17,4%	7,3%	6,6%
zmiana zysku netto	28,2%	19,4%	-15,2%	-18,4%	8,8%	8,9%
marża EBITDA (non MSSF16)	28,0%	29,3%	26,8%	22,8%	23,3%	23,8%
marża EBIT	20,0%	22,8%	20,2%	16,0%	16,5%	17,0%
marża netto	13,2%	16,0%	13,6%	10,6%	11,1%	11,7%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
dług / kapitał (x)	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
odsetki / EBIT	-17,4%	-10,2%	-15,8%	-18,2%	-17,0%	-15,2%
stopa podatkowa	20,0%	21,6%	20,2%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	22,4%	25,0%	21,2%	16,7%	17,5%	18,4%
ROA	10,1%	11,8%	9,3%	6,9%	7,4%	8,0%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	14,4	21,1	26,9	28,1	29,8	31,2

Źródło: IMS; prognoza BM Banku Millennium; mln PLN;

* - EBITDA (non MSSF16) = EBIT + amortyzacja bez amortyzacji praw do użytkowania lokali

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
IMS	Kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Seweryn Żołyniak
Ambra	Akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	Kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Seweryn Żołyniak
Shoper	Akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Akumuluj	12 wrz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
IMS	Kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
Ambra	Akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gawkowski
VRG	Kupuj	4 gru 25	5,00	6,27	Seweryn Żołyniak
Ambra	Kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 kwi 26	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	Kupuj	8 kwi 26	39,00	51,90	Seweryn Żołyniak
VRG	Akumuluj	8 maj 26	5,26	6,22	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Neutralnie	12 maj 26	149,00	160,80	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	13 maj 26	1,97	2,87	Łukasz Bugaj

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a IFIRMA uczestniczyła w programie do 30 czerwca 2025 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	11	61%
Akumuluj	6	33%
Neutralnie	1	6%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl

Adam Zajler
+48 22 598 26 88
adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski
+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyński, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
przemysł, technologie, media

Analityk
fundusze inwestycyjne

Analityk
fundusze inwestycyjne

Analityk
handel

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Dyrektor

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepszy niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniania właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper i 11 Bit Studios i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub który w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykona swoje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 13 maja 2026r. o godzinie 7:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 13 maja 2026r. godzina 8:10

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.