IMS

kupuj

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa[1]: 2,77
Cena docelowa: 3,71

Akwizycja rozpędzi spółkę

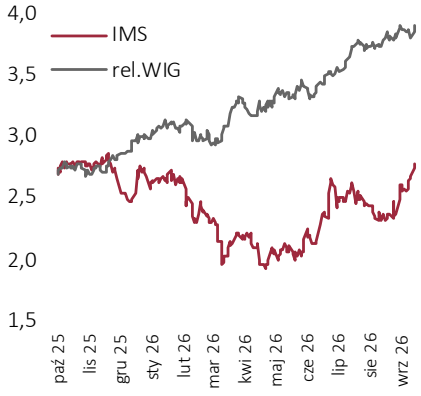
Po dwóch rozczarowujących latach pod względem dynamiki przychodów, w pierwszym półroczu tego roku doszło do zauważalnej poprawy. Wcześniejsze inwestycje w zespoły sprzedażowe i reorganizacja zaczęły przynosić wymierne efekty w postaci wzrostu sprzedaży. Ponadto spółka przeprowadziła akwizycję Digitall Concept, podmiotu działającego w segmencie digital signage. Konsolidacja nowego nabytku rozpocznie się w 3Q'26, co dodatkowo poprawi przychodowy obraz grupy. Oznacza to, że IMS z pewnym opóźnieniem, ale zaczyna dowozić wcześniejsze deklaracje chęci zdynamizowania sprzedaży. Zarząd pozostaje przy tym ambitny i zakłada, że w kolejnym roku możliwy do osiągnięcia jest poziom 100 mln PLN przychodów, co oznaczałoby przeskalowanie spółki o lekko ponad 50% względem 2025 roku. Nasze założenia są bardziej konserwatywne w tym względzie, ale wierzymy, że grupa weszła w wyraźnie lepszy dla siebie okres. W konsekwencji weryfikujemy nasze średnioterminowe założenia dotyczące poziomu sprzedaży, ale podtrzymujemy konserwatywne oczekiwania odnośnie do marżowości. Co prawda spółka deklaruje chęć szukania oszczędności, ale nie zmienia to faktu, że w najbliższym czasie koszty pozostaną zwiększone przez nowy program motywacyjny na lata 2026–2028. Przeskalowanie działalności oznacza podwyższenie ceny docelowej dla akcji IMS do poziomu 3,71 PLN za jeden walor (poprzednio 2,87 PLN). Podtrzymujemy przy tym naszą rekomendację „kupuj".

Pozytywne efekty wcześniejszych zmian

IMS od kilku kwartałów przeprowadzał reorganizację w postaci inwestycji w nowe zespoły sprzedażowe oraz zmiany działalności głównego segmentu reklamowego. Pozytywne efekty tych zmian trudno było jednak zaobserwować do końca minionego roku. Zmieniło się to od 1Q'26, kiedy dynamika sprzedaży wyniosła 11,1% w skali roku przy pozytywnej kontrybucji wszystkich segmentów. W 2Q'26 ten pozytywny trend został podtrzymany, co szczególnie widać po segmencie reklamowym, którego wcześniejsze zmiany najbardziej dotknęły. Wyraźnie poprawiła się także sprzedaż systemów digital signage, i to jeszcze przed akwizycją Digitall Concept, który działa właśnie w tym segmencie. Uważamy, że dwa powyższe segmenty będą motorem wzrostu w najbliższym czasie i to też zakłada sam IMS.

Potencjał cross-sellingu po akwizycji

Zarząd IMS liczy na spore synergie wynikające z przejęcia. Digitall Concept nie skupia się bowiem na sprzedaży reklam i nie ma w swoim portfolio usług abonamentowych. IMS może wypełnić tę lukę i zaoferować klientom Digitall Concept dodatkowe usługi. Jednym ze znaczących klientów Digitall Concept jest włoski koncern Luxottica i zapewne będzie to jeden z pierwszych potencjalnie nowych klientów obecnej grupy IMS. Zgodnie z deklaracjami spółki sprzedaż reklam na nośnikach zainstalowanych przez Digitall Concept w galeriach rozpoczęła się od 3Q'26. Dodatkowo nowy nabytek więcej niż sam IMS sprzedaje za granicą, co otwiera przed grupą nowe możliwości poza granicami kraju.



Podstawowe informacje

Sektor	media
Kapitalizacja (mln PLN)	95
Free float (mln PLN)	38
Średni obrót (tys PLN)	40,4

Akcjonariat (% akcji)

Michał Kornacki	18,96%
Dariusz Lichacz	18,55%

Analityk

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	10,6	2,3	4,3	5,1	3,9	21,2
2026p	79,6	12,7	18,7	10,7	8,6	0,25	0,42	1,3	11,0	2,2	7,1	5,4	3,7	19,5
2027p	87,5	14,4	20,8	12,3	10,0	0,28	0,46	1,3	9,6	2,1	8,2	4,8	3,3	21,6
2028p	92,8	15,8	20,9	13,7	11,1	0,32	0,46	1,4	8,6	2,0	9,1	4,3	3,3	22,9

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

[1] - cena rynkowa z dnia 06.10.2026 r., godz. 17:00

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. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

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 147,5 mln PLN, czyli 4,28 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 108,5 mln PLN (3,15 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%.

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga
Wycena DCF	147,5	4,28	50%
Wycena porównawcza	108,5	3,15	50%
Wycena IMS	**128,0**	**3,71**	

Źródło: BM Banku Millennium

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 128 mln PLN, czyli 3,71 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujmy rekomendację „kupuj" dla akcji grupy IMS.

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.

		EV/EBITDA			P/E		
Spółka	Kraj	2026	2027	2028	2026	2027	2028
APG|SGA	Szwajcaria	11,8	11,4	11,2	18,3	17,8	17,2
JCDecaux	Francja	9,1	8,6	8,2	16,9	15,6	14,7
M&C Saatchi	GB	5,8	5,6	5,3	10,0	8,6	8,0
Publicis Groupe	Francja	8,2	7,6	7,2	12,0	11,1	10,4
Stroer	Niemcy	5,9	5,6	5,3	12,3	10,3	9,0
Wirtualna Polska	Polska	5,6	5,1	4,9	10,7	11,5	10,1
Mediana		**7,1**	**6,6**	**6,2**	**12,1**	**11,3**	**10,3**
Wyniki spółki (mln PLN)		18,7	20,8	20,9	8,6	10,0	11,1
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)		**105**	**110**	**104**	**105**	**113**	**114**
Wycena				**108,5**			
Liczba akcji (mln)				34,5			
Wycena na 1 akcję				**3,15**			

Źródło: Bloomberg; prognoza BM Banku Millennium; mln PLN; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-10-06 16:00

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki IMS na 3,15 PLN.

Wycena DCF

	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	2035p	>2035p
Przychody	79,6	87,5	92,8	97,4	101,3	104,3	107,0	109,6	112,4	115,2	
EBIT skorygowany*	12,4	14,2	15,6	16,9	17,6	18,2	18,5	18,9	19,4	20,0	
Stopa podatkowa (T)	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*
EBIT skorygiwany* x (1-T)	10,1	11,5	12,6	13,7	14,3	14,7	15,0	15,3	15,7	16,2	
Amortyzacja (non MSSF16) **	6,0	6,3	5,2	5,4	5,6	5,8	6,0	6,2	6,3	6,5	
Zmiana w kapitale pracującym	-1,2	-1,2	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
CAPEX	-9,0	-8,9	-7,9	-8,3	-8,3	-8,2	-8,1	-8,1	-8,3	-8,6	
FCFF	5,9	7,7	9,1	10,1	11,0	11,9	12,5	13,0	13,3	13,7	220,1
zmiana FCF		31,3%	17,7%	11,0%	9,0%	7,9%	5,7%	3,5%	2,7%	2,7%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	*3,8%*	*4,0%*	*4,7%*	*5,2%*	*5,6%*	*5,8%*	*5,8%*	*6,0%*	*6,1%*	*6,2%*	*6,2%*
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%	6,7%	7,2%	7,6%	7,8%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,2%
Koszt kapitału własnego	9,3%	9,5%	10,2%	10,7%	11,1%	11,3%	11,3%	11,5%	11,6%	11,7%	11,7%
WACC	6,3%	6,0%	6,8%	7,2%	7,6%	7,9%	8,1%	8,4%	8,6%	8,8%	8,9%
PV (FCF)	5,8	7,3	8,0	8,2	8,2	8,1	7,9	7,4	6,9	6,4	102,4
Wartość DCF (mln PLN)	176,5										
+ (Dług) Gotówka netto (non MSSF16)	-26,9										
- wypłacone dywidendy	2,1										
Wycena DCF (mln PLN)	**147,5**										
Liczba akcji (mln)	34,5										
Wycena 1 akcji	**4,28**										

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)*

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na 10 lat tj. okres 2026 – 2035,
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,2% (zmiana z 5,9%),
- premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- współczynnik beta na poziomie 1,1,
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 r. na poziomie 2,5%,
- efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%.

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

		rezydualna stopa wzrostu						
		1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%
stopa R_f rezydualna	5,2%	4,41	4,52	4,65	4,79	4,93	5,09	5,26
	5,7%	4,18	4,28	4,39	4,51	4,64	4,77	4,91
	6,2%	3,99	4,08	4,17	**4,28**	4,38	4,50	4,62
	6,7%	3,81	3,89	3,98	4,07	4,16	4,26	4,37
	7,2%	3,66	3,73	3,81	3,89	3,97	4,06	4,15

Źródło: BM Banku Millennium

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 4,28 PLN.

Wyniki 2Q'26

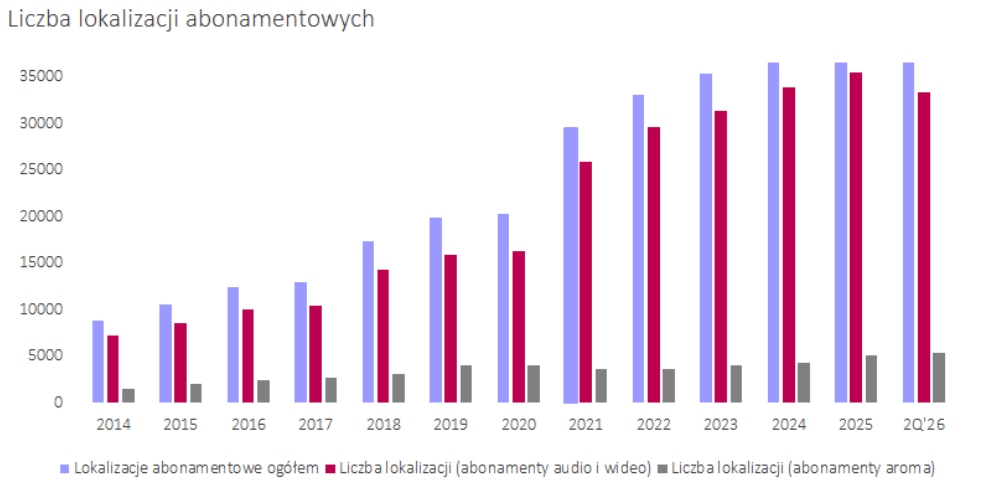
	2Q'26	prognoza MBM	2Q'25	zmiana r/r	1-2Q'26	1-2Q'25	zmiana
Przychody	19,5	17,9	16,3	19,7%	35,4	30,6	15,7%
s. abonamenty audio i wideo	8,0		7,8	3,3%	15,8	15,4	2,9%
s. abonamenty aroma	2,6		2,3	12,5%	5,3	4,6	13,2%
s. usługi reklamowe audio i wideo	5,1		3,7	36,6%	9,6	7,6	26,9%
s. systemy Digital Signage	2,3		0,6	282,4%	2,5	0,8	222,3%
s. pozostała sprzedaż	1,4		1,9	-22,3%	2,2	2,2	-2,0%
Zysk na sprzedaży	3,3	2,8	3,3	-0,3%	5,0	4,8	3,0%
EBITDA	4,7	4,3	4,1	15,0%	7,8	7,1	10,1%
EBIT	3,2	2,8	2,7	16,1%	4,8	4,4	10,4%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	1,5	1,8	1,7	-8,7%	2,5	2,7	-8,1%
Marże							
Marża EBITDA	23,9%		24,9%		22,0%	23,2%	
Marża EBIT	16,4%		16,9%		13,7%	14,3%	
Marża netto	7,8%		10,2%		7,0%	8,8%	

Źródło: IMS; BM Banku Millennium; mln PLN

Wyniki 2Q'26, co do zasady, były nieco lepsze od naszych oczekiwań, choć zysk netto okazał się trochę niższy od prognoz. Ogólnie rezultaty oceniamy jednak lekko pozytywnie, gdyż wskazują one na postępującą poprawę w postaci pozytywnych efektów inwestycji w zespoły sprzedażowe. Lepiej od naszych prognoz kolejny kwartał z rzędu zaprezentowała się głównie strona przychodowa. Poprawa była widoczna w zdecydowanej większości segmentów, ale najbardziej zauważalna w przypadku reklamy oraz systemów Digital Signage. Na poziomie zysków dynamika zmian jest gorsza, na co wpływ miał wyższy podatek odroczony oraz wyższe koszty wynagrodzeń, wynikające z nowego programu motywacyjnego. Jego koszt oszacowano na 0,9 mln PLN.

Przychody Grupy IMS wzrosły o 19,7% r/r do 19,5 mln PLN. IMS podaje, że widoczne są efekty inwestycji w zespoły sprzedażowe. W przypadku kluczowego segmentu abonamentów audio i wideo poprawa nie jest jednak istotna i sprzedaż wzrosła o 3,3% r/r. Wciąż lepiej na tym tle radzi sobie obszar abonamentów aroma, z dynamiką wzrostu na poziomie 12,5% r/r. W przypadku pozostałych segmentów poprawa jest bardziej zauważalna. W segmencie reklamy wzrost sprzedaży sięgnął 36,6% r/r, co oznacza przyspieszenie względem i tak już dość udanego 1Q'26. Dynamicznie poprawiła się również sprzedaż systemów Digital Signage (+282,4% r/r), choć baza w tym segmencie była bardzo niska. Pozostała sprzedaż, w której raportowana jest część przychodów Closer Music, jednak spadła o 22,3% r/r do 1,4 mln PLN. Wydaje się, że główny wpływ na to miały przesunięcia w rozliczeniach z organizacjami zbiorowego zarządzania prawami autorskimi po dość udanym 1Q'26. Niemniej jednak oznacza to także, że w dłuższym okresie rozliczenia z OZZ nie wykazują zauważalnej tendencji wzrostowej.

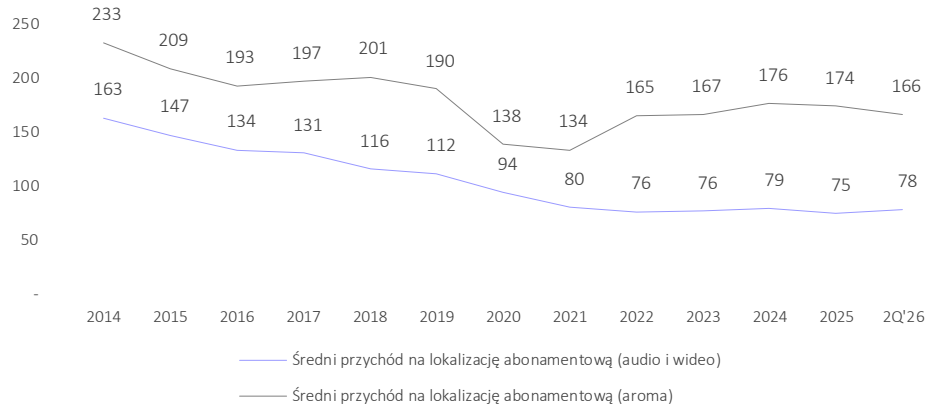
W 2Q'26 IMS utracił aż 1716 lokalizacji abonamentowych. Spółka komunikuje jednak, że wynika to ze świadomie i konsekwentnie realizowanej polityki, polegającej na podnoszeniu cen za usługę



Źródło: IMS

audiomarketingu i rezygnacji z tanich lokalizacji audio. W konsekwencji celem Grupy IMS jestarczanie usług premium w obszarze audiomarketingu, opartych o wysokiej jakości, w pełni legalne bazy muzyczne Closer Music. Według naszych obliczeń rzeczywiście najwięcej rezygnacji dotyczyło segmentu ekonomicznego audiomarketingu (-1943 szt.). W przypadku odnogi premium dynamika zmian była pozytywna i przyniosła 627 szt. nowych lokalizacji. W konsekwencji wzrósł także średni przychód na lokalizację abonamentową do poziomu 78 PLN. Tym razem gorzej na tym tle wypadł segment aroma, gdzie średni przychód na lokalizację spadł poniżej poziomu 170 PLN. Niemniej jednak spółka w tym segmencie pozyskała sporo nowych lokalizacji, gdyż aż 227. Najprawdopodobniej kontynuowana jest więc polityka rabatów udzielanych klientom, które są pokłosiem utrzymującej się wysokiej konkurencji.

Średni miesięczny przychód na lokalizację (PLN)



Źródło: IMS, BM Banku Millennium

Rentowność biznesu w 2Q'26 pogorszyła się w relacji rok do roku. Marża EBITDA obniżyła się o 1 pkt proc. do poziomu poniżej 23,9%, a marża EBIT spadła do 16,4%. Głównym obciążeniem były szacunkowe koszty programu motywacyjnego w kwocie 0,9 mln PLN. Z kolei marża netto wyniosła 7,8% w przypadku akcjonariuszy jednostki dominującej. Negatywny wpływ na ten wynik miał podatek odroczony w kwocie 0,7 mln PLN.

Ostatecznie zysk operacyjny IMS wzrósł w 2Q'26 o 16,1% r/r do 3,2 mln PLN, a zysk EBITDA zwiększył się o 15% r/r i osiągnął poziom 4,7 mln PLN. Z kolei zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej spadł o 8,7% r/r do poziomu 1,5 mln PLN).

Podsumowując, wyniki Grupy IMS w 2Q'26 wskazywały na pozytywną tendencję wzrostu przychodów przy nieco obniżającej się rentowności. Był to jednocześnie ostatni kwartał bez konsolidacji niedawno przejętej spółki z sektora Digital Signage, która zapewne jeszcze bardziej wzmocni te tendencje. Dynamiczny wzrost nieabonamentowych segmentów umożliwia przy tym reorganizację w obszarze audiomarketingu, gdzie spółka skupia się na lokalizacjach premium przy rezygnacji z lokalizacji charakteryzujących się najniższą ceną w segmencie ekonomicznym.

Prognoza wyników na 2026 rok

Krótko przed publikacją wyników za 2Q'26 spółka podała prognozę wyników finansowych na 2026 rok. Zakłada ona osiągnięcie przychodów na poziomie 80 mln PLN oraz skorygowanej o koszty programu motywacyjnego EBITDA w wysokości 23 mln PLN. Zarząd podtrzymał także strategiczny cel osiągnięcia 90–100 mln PLN skonsolidowanych przychodów w 2027 roku. Umożliwić ma to między innymi konsolidacja wyników przejętej spółki Digitall Concept od 3Q'26. Zgodnie z podanymi informacjami spółka ta kontynuuje dynamiczne wzrosty i za 1H'26 osiągnęła zyski na poziomie zbliżonym do całego 2025 roku. Samo to przejęcie implikuje pozytywną trajektorię wyników 2H'26 Grupy IMS, które zapewne inwestorów zdecydowanie bardziej interesują od zaraportowanych rezultatów 1H'26.

Przejęcie Digitall Concept

IMS dokonał pośredniego (przez spółkę Revo DOOH) zakupu kontrolnego pakietu 75,3% udziałów w Digitall Concept, spółce działającej w segmencie Digital Signage. Działalność Digitall Concept skupia się na sprzedaży sprzętu i urządzeń Digital Signage. Jej klientami są między innymi duże i znane podmioty, jak włoski koncern Luxottica (działający w Polsce pod marką Vision Express), co dobrze świadczy o jakości dostarczanych urządzeń. IMS wykorzystuje sprawdzony w dwóch wcześniejszych przejęciach model płatności typu earn-out. Na dzień przejęcia płatność jest stosunkowo niewielka (2,9 mln PLN z korektą w październiku +/- 0,5 mln PLN, uzależnioną od ostatecznego rozliczenia bilansu należności i zobowiązań handlowych na dzień przejęcia). Większość płatności nastąpi w kolejnych 5 latach i będzie uzależniona od zysku netto przejmowanego podmiotu.

Szybko rosnący i rentowny przejmowany podmiot. IMS podał wybrane dane finansowe Digitall Concept, z których wynika, że przychody w 2025 roku wzrosły o 49% r/r do 12,4 mln PLN. Linie EBIT i EBITDA są praktycznie identyczne i w minionym roku wyniosły 1,7 mln PLN, po wzroście o 118% r/r. Znikoma amortyzacja oznacza, że przejmowany podmiot działa w modelu asset-light, charakteryzującym się wysoką konwersją zysku na gotówkę. Z kolei zysk netto wyniósł 1,5 mln PLN i wzrósł o 95% r/r. Rentowność przejmowanego podmiotu jest więc dwucyfrowa, choć nieco niższa niż grupy IMS, co jednak jest zrozumiałe z uwagi na odmienny obszar działania. W praktyce Digitall Concept skupia się na segmencie systemów Digital Signage, który w ramach IMS charakteryzuje się niższą rentownością od pozostałych segmentów. Z drugiej jednak strony przejmowany podmiot szybko rośnie, podczas gdy segment Digital Signage w ramach IMS potrafił się kurczyć w ostatnich kwartałach.

Potencjał cross-sellingu w atrakcyjnym segmencie. Z komunikatu można wywnioskować, że IMS liczy na spore synergie wynikające z przejęcia. Digitall Concept nie skupia się bowiem na sprzedaży reklam i nie ma w swoim portfolio usług abonamentowych. IMS może wypełnić tę lukę i zaoferować klientom Digitall Concept dodatkowe usługi. Jednym ze znaczących klientów Digitall Concept jest włoski koncern Luxottica i zapewne będzie to jeden z pierwszych potencjalnie nowych klientów obecnej grupy IMS.

Sprawdzony model płatności. IMS przyzwyczaił swoich akcjonariuszy do modelu płatności opartego na wynikach przejmowanego podmiotu. Podobnie będzie w tym przypadku. Dotychczasowi właściciele i kadra zarządzająca Digitall Concept pozostają więc w ramach powiększonego podmiotu i są motywowani do dalszego wzrostu poprzez system płatności uzależniony od wyników w kolejnych 5 latach. Pozytywnie odbieramy taką strukturę, szczególnie że sprawdziła się ona w dwóch wcześniejszych przypadkach.

Podsumowując, pozytywnie oceniamy informację o akwizycji. IMS kupuje nie tylko ciekawy podmiot, ale także dostęp do jego klientów, którym może zaoferować swoje usługi. Atrakcyjna jest także początkowa wycena, która jest bezpieczna dla akcjonariuszy grupy IMS. Nowy podmiot będzie konsolidowany począwszy od 3Q'26 i istotnie wpłynie na wyniki całej grupy w drugim półroczu tego roku oraz kolejnych latach.

Aktualizacja prognoz finansowych

W związku pierwszymi pozytywnymi efektami poczynionych przez spółkę istotnych inwestycji w zespoły sprzedażowe oraz dokonanej akwizycji zrewidowaliśmy nasze oczekiwania co do poziomu przychodów na najbliższe lata. Spodziewamy się zarówno przyspieszenia organicznego wzrostu jak i pozytywnej kontrybucji przejęcia od jego konsolidacji w 3Q'26. Jednocześnie nie zmieniliśmy naszych założeń co do zakładanej rentowności. Pozostajemy w tym względzie konserwatywni, co podyktowane jest programem motywacyjnym na lata 2026-2028, którego koszt zgodnie z deklaracją samej spółki w obecnym roku może sięgnąć 3 mln PLN. W kolejnych latach rentowność powinna się stopniowo poprawiać. Utrzymaliśmy przy tym docelowy poziom marży zysku operacyjnego na wcześniejszym poziomie 17,5%, na co wpływ ma silna 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	69,3	79,6	14,8%	72,1	87,5	21,5%	74,6	92,8	24,4%
EBITDA	16,9	19,9	17,6%	17,9	21,9	22,2%	18,9	22,1	16,7%
EBIT	11,1	12,7	14,8%	11,9	14,4	21,5%	12,7	15,8	24,4%
Zysk netto	7,3	8,6	17,6%	8,0	10,0	24,9%	8,7	11,1	27,6%

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:

E – Środowisko

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

S – Ludzie

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

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.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
przychody netto	**67,3**	**66,4**	**66,3**	**79,6**	**87,5**	**92,8**
koszty działalności operacyjnej	54,1	51,0	52,6	66,8	73,1	77,0
zysk na sprzedaży	**13,3**	**15,4**	**13,7**	**12,7**	**14,4**	**15,8**
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**	**18,7**	**20,8**	**20,9**
EBIT	**13,5**	**15,1**	**13,4**	**12,7**	**14,4**	**15,8**
saldo finansowe	-2,3	-1,5	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
zysk przed opodatkowaniem	**11,1**	**13,6**	**11,3**	**10,7**	**12,3**	**13,7**
podatek dochodowy	-2,2	-2,9	-2,3	-2,0	-2,3	-2,6
Zysk netto	**8,9**	**10,6**	**9,0**	**8,6**	**10,0**	**11,1**
EPS	0,26	0,30	0,26	0,25	0,28	0,32

** - 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**	**79,0**	**80,8**	**82,7**
wartość firmy	24,8	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3
wartości niematerialne	20,6	26,1	30,1	32,8	35,1	37,6
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**	**29,5**	**29,9**	**31,3**
zapasy	3,1	3,7	2,9	3,4	3,8	4,0
należności	17,8	16,2	15,5	22,3	24,5	26,0
środki pieniężne i ekwiwalenty	7,8	3,2	1,5	3,7	1,6	1,3
aktywa razem	**88,6**	**90,4**	**96,8**	**108,5**	**110,8**	**114,1**
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	**39,8**	**42,5**	**42,5**	**44,3**	**46,3**	**48,5**
kapitał mniejszości	**4,6**	**8,6**	**8,5**	**8,5**	**8,5**	**8,5**
zobowiązania	**44,2**	**39,3**	**45,7**	**55,7**	**55,9**	**57,1**
zobowiązania długoterminowe	14,1	10,2	12,8	16,6	16,0	16,2
dług odsetkowy	10,0	6,8	5,2	10,3	10,3	11,3
zobowiązania krótkoterminowe	30,1	29,0	32,9	39,1	40,0	40,9
dług odsetkowy	12,2	17,5	23,2	23,2	23,2	23,2
pasywa razem	**88,6**	**90,4**	**96,8**	**108,5**	**110,8**	**114,1**
BVPS	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4

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	8,6	10,0	11,1
amortyzacja bez praw do użytkowania MSSF16	5,4	4,3	4,4	6,0	6,3	5,2
zmiana kapitału obrotowego	2,0	0,3	-0,9	-1,2	-1,2	-0,8
zapłacone odsetki	1,3	1,2	2,1	2,1	2,1	2,1
przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	**17,8**	**16,5**	**14,8**	**16,7**	**18,3**	**18,7**
inwestycje	-8,2	-8,0	-5,4	-9,0	-8,9	-7,9
przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	**-14,7**	**-9,1**	**-5,6**	**-9,0**	**-8,9**	**-7,9**
wypłata dywidendy	-6,8	-15,1	-4,1	-6,9	-8,0	-8,9
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	2,2	-4,0	-1,8	1,5	-3,6	-2,2
zapłacone odsetki	-1,3	-1,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
przepływy pieniężne z działalności finansowej	**0,0**	**-12,0**	**-11,0**	**-5,4**	**-11,6**	**-11,1**
zmiana gotówki netto	3,2	-4,6	-1,7	2,2	-2,1	-0,3
DPS	0,21	0,44	0,12	0,20	0,23	0,25
CEPS	0,41	0,43	0,38	0,42	0,46	0,46
FCFPS	0,49	0,50	0,45	0,34	0,42	0,48

Wskaźniki (%)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p
zmiana sprzedaży	17,5%	-1,4%	-0,1%	20,0%	10,0%	6,0%
zmiana EBITDA (non MSSF16)*	26,0%	3,1%	-8,6%	5,4%	10,8%	0,8%
zmiana EBIT	42,3%	12,2%	-11,2%	-5,1%	13,4%	9,2%
zmiana zysku netto	28,2%	19,4%	-15,2%	-4,1%	15,5%	11,3%
marża EBITDA (non MSSF16)	28,0%	29,3%	26,8%	23,6%	23,7%	22,6%
marża EBIT	20,0%	22,8%	20,2%	16,0%	16,5%	17,0%
marża netto	13,2%	16,0%	13,6%	10,9%	11,4%	12,0%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
dług / kapitał (x)	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
odsetki / EBIT	-17,4%	-10,2%	-15,8%	-16,2%	-14,7%	-13,0%
stopa podatkowa	20,0%	21,6%	20,2%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	22,4%	25,0%	21,2%	19,5%	21,6%	22,9%
ROA	10,1%	11,8%	9,3%	8,0%	9,0%	9,7%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	14,4	21,1	26,9	29,8	31,8	33,1

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

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

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane z sytuacją społeczno-ekonomiczną w Polsce.** Działalność grupy jest istotnie powiązana z koniunkturą makroekonomiczną i nastrojami konsumenckimi 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 wpłynąć 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 osiągane 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 żądana 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.

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	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
11 bit studios	Akumuluj	10 cze 26	145,00	167,00	Grzegorz Gawkowski
VRG	Kupuj	10 wrz 26	5,38	7,20	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	Akumuluj	16 wrz 26	129,10	145,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 wrz 26	6,37	9,91	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	6 paź 26	20,00	23,90	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 26	2,77	3,71	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, Shoper, VRG i 11Bit Studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego 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	9	60%
Akumuluj	5	33%
Neutralnie	1	7%
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 — Dyrektor banki, ubezpieczenia
Doradca inwestycyjny
marcin.materna@bankmmillennium.pl

Adam Zajler — Analityk przemysł, technologie, media
adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA — Analityk fundusze inwestycyjne
Doradca inwestycyjny
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski — Analityk fundusze inwestycyjne
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyniak, CFA — Analityk handel, deweloperzy
Doradca inwestycyjny
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Departament sprzedaży

Radosław Zawadzki — Dyrektor
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Ołdakowski
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

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 partykularnych 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 miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp 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.

KUPUJ - 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. Millennium Dom Maklerski 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) - lepiej 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 uzależniający 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 konflikcie 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 i GR media 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 i GR media.

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, 11Bit 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. uzupełniającym 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 partykularnych 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 którzy 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 wykonuje 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 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 7 października 2026 r. o godzinie 7:40 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 7 października 2026 r. godzina 8:00.

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