

IMS

kupuj

media

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa*: 2,97

Cena docelowa: 4,0

Przedłużająca się reorganizacja

Wyniki 2Q'25 pokazały, że reorganizacja w spółce się przedłuża. Wskazuje na to niska dynamika wzrostu przychodów przy utrzymujących się podwyższonych kosztach. Dodatkowo doszedł efekt nasilonej konkurencji na rynku, co spowodowało potrzebę udzielenia rabatu Rossmannowi, by utrzymać jego salony w portfolio Closer Music. W konsekwencji redukujemy nasze prognozy przychodów i marżowości na ten rok. W przypadku kolejnych lat obniżyliśmy nasze założenia co do marżowości, ale w znacznej mierze utrzymaliśmy założenia dotyczące wzrostu przychodów. Cały czas uważamy, że spółka celuje we wzrost sprzedaży i na tym będzie się głównie skupiała w tym i w kolejnym roku. Wskazuje na to między innymi deklaracja powrotu do tematu akwizycji oraz ambitny cel pozyskania w tym roku ok. 4 000 nowych lokalizacji abonamentowych. W średnim okresie oczekujemy dalszej presji na rentowność, co wpłynęło na obniżenie ceny docelowej dla akcji IMS do poziomu 4,0 PLN za jeden walor (poprzednio 4,5 PLN). Jednocześnie, z uwagi na spadek kursu od czasu naszej ostatniej analizy, podtrzymujemy naszą rekomendację „kupuj”.

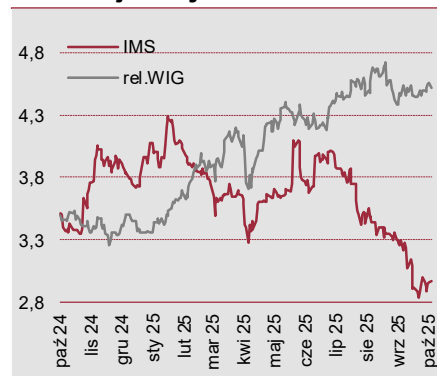
Akwizycje remedium na słabe zachowanie nieabonentowych segmentów?

Słabsze zachowanie segmentu reklamowego zaczęło się już w 4Q'23 i szybko zostało dostrzeżone przez spółkę, co doprowadziło do reorganizacji oraz publikacji ambitnego celu wzrostu przychodów segmentu do ok. 30 mln PLN najpóźniej w roku obrotowym 2026. Wynik 1H'25 nie zapowiada jednak transformacji, gdyż przychody pozostały praktycznie płaskie r/r, a w samym 2Q nawet obniżyły się względem niskiej zeszłorocznej bazy. Reorganizacja działu się więc przedłuża, co widoczne jest także w przypadku systemów Digital Signage (czwarty kwartał z rzędu dwucyfrowej dynamiki spadku r/r). W tym kontekście nie dziwi nas powrót tematu akwizycji, w którym spółka ma dobry track record. IMS zakomunikował, że jego celem jest przeprowadzenie 1-2 akwizycji w perspektywie najbliższych miesięcy. Obecnie prowadzone są rozmowy z blisko 10 spółkami z kraju i zagranicy (Europa Zachodnia). Generalnie pozytywnie odbieramy ten komunikat, choć ostateczny wydzźwięk ewentualnego przejęcia zależeć będzie od jego parametrów oraz charakterystyki kupowanego podmiotu.

Konkurencja w abonamentach utrudnia wzrost cen per lokalizację

W wynikach 1Q/2Q'25 innym negatywnym zaskoczeniem był dla nas niski średni przychód z lokalizacji abonamentowej. W segmencie audio i wideo w 2Q wyniósł on 76 PLN, czyli tyle samo, ile w 2Q'23. Nie współgra to z obserwowanym od końca 2023 roku trendem redukcji liczby lokalizacji ekonomicznych na rzecz segmentu premium. Wskazuje to na wciąż silną konkurencję, co zresztą dobrze obrazuje umowa Closer Music z Rossmannem. Aby utrzymać tego klienta, CM musiał zdecydować się na udzielenie rabatu w nieujawnionej skali.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	4,4 / 2,82		
Liczba akcji (mln)	34,5		
Kapitalizacja (mln PLN)	102		
EV (mln PLN)	81		
Free float (mln PLN)	41		
Średni obrót (tys PLN)	74,4		
Główni akcjonariusze	Michał Kornacki 18,56%, 18,56%		
% akcji, % głosów	Dariusz Lichacz 18,22%, 18,22%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-10,0%	-23,3%	-15,1%
Zmiana rel. WIG	1,5%	1,6%	30,7%

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 (%)
2024	66,4	15,1	19,5	13,6	10,6	0,30	0,43	1,2	9,6	2,5	14,8	5,4	4,2	25,0
2025p	70,7	12,4	17,6	10,5	8,5	0,24	0,39	1,3	12,0	2,3	0,0	6,6	4,6	18,5
2026p	78,1	13,3	18,7	11,5	9,4	0,27	0,42	1,4	10,9	2,2	3,6	6,1	4,3	19,5
2027p	85,2	15,3	21,0	13,7	11,1	0,32	0,48	1,4	9,2	2,1	4,3	5,3	3,9	22,1

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

* - cena rynkowa z dnia 6.10.2025 r., godz. 17:00

Spis treści

Wycena	3
Ostatnie wydarzenia	6
Aktualizacja prognoz finansowych	8
ESG	8
Czynniki ryzyka	9
Wyniki finansowe	11
Rekomendacje Biura Maklerskiego Banku Millennium	13

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 173,2 mln PLN, czyli 5,03 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 102,7 mln PLN (2,98 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 138 mln PLN, czyli 4,0 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	173,2	5,03
Wycena porównawcza	102,7	2,98
Wycena IMS	138,0	4,00

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 2025 do 2034,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5,5% (brak zmiany względem poprzedniej rekomendacji),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5,0%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1,1,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2034 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)	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p	2034p	>2034p
Przychody	70,7	78,1	85,2	92,0	97,7	102,6	105,7	108,7	111,7	114,6	
EBIT skorygowany*	12,2	13,0	15,1	16,9	18,4	19,3	19,8	20,4	21,0	21,6	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT skorygowany* x (1-T)	9,9	10,6	12,3	13,7	14,9	15,6	16,1	16,6	17,0	17,5	
Amortyzacja (non MSSF16) **	5,2	5,4	5,7	5,9	6,0	6,2	6,4	6,7	6,9	7,1	
Zmiana w kapitale pracującym	0,2	-1,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
CAPEX	-9,2	-8,6	-8,4	-8,2	-8,1	-8,4	-8,8	-9,1	-9,5	-9,8	
FCFF	6,0	6,3	8,4	10,3	12,0	12,7	13,2	13,6	14,0	14,4	247,6
zmiana FCF		4,0%	33,9%	22,6%	16,3%	6,1%	4,3%	3,0%	2,8%	2,6%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,6%	3,8%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%
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	6,6%	5,8%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	6,9%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%
Koszt kapitału własnego	10,1%	9,3%	9,8%	10,0%	10,2%	10,4%	10,4%	10,6%	10,8%	10,9%	11,0%
WACC	7,4%	6,8%	7,1%	7,3%	7,6%	7,9%	8,0%	8,3%	8,6%	8,8%	8,5%
PV (FCF)	5,9	5,9	7,3	8,3	8,9	8,7	8,3	7,8	7,2	6,7	119,3
Wartość DCF (mln PLN)	194,4										
+ (Dług) Gotówka netto (non MSSF16)	-21,1										
- wypłacone dywidendy	0,0										
Wycena DCF (mln PLN)	173,2										
Liczba akcji (mln)	34,5										
Wycena 1 akcji	5,03										

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	4,5%	5,19	5,33	5,48	5,64	5,82	6,01	6,22
	5,0%	4,92	5,04	5,17	5,31	5,46	5,62	5,79
	5,5%	4,69	4,80	4,91	5,03	5,15	5,29	5,44
	6,0%	4,49	4,58	4,68	4,78	4,89	5,01	5,14
	6,5%	4,31	4,39	4,48	4,57	4,67	4,77	4,88

Źródło: BM Banku Millennium; mln PLN;

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 5,03 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		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027
APG SGA	APGN	Szwajcaria	13,3	12,3	11,6	21,4	19,4	17,9
JCDecaux	DEC	Francja	8,2	7,8	7,5	12,8	11,6	10,7
M&C Saatchi	SAA	GB	5,0	4,8	4,7	7,9	7,1	6,6
Publicis Groupe	PUB	Francja	7,7	7,3	7,0	11,0	10,4	9,8
Stroer	SAX	Niemcy	6,1	5,6	5,2	12,5	10,5	9,0
Wirtualna Polska	WPL	Polska	5,6	4,6	4,4	14,9	11,0	10,1
Mediana			6,9	6,5	6,1	12,6	10,7	10,0
Wyniki spółki (mln PLN)			17,6	18,7	21,0	8,5	9,4	11,1
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			97	97	104	107	100	110
Wycena			102,7					
Wycena na 1 akcję			2,98					

Źródło: Bloomberg; prognoza BM Banku Millennium; mln PLN; wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-10-07 7:30

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki IMS na 2,98 PLN.

Ostatnie wydarzenia

Wyniki w 2Q 2025 r.

Skonsolidowane wyniki grupy IMS

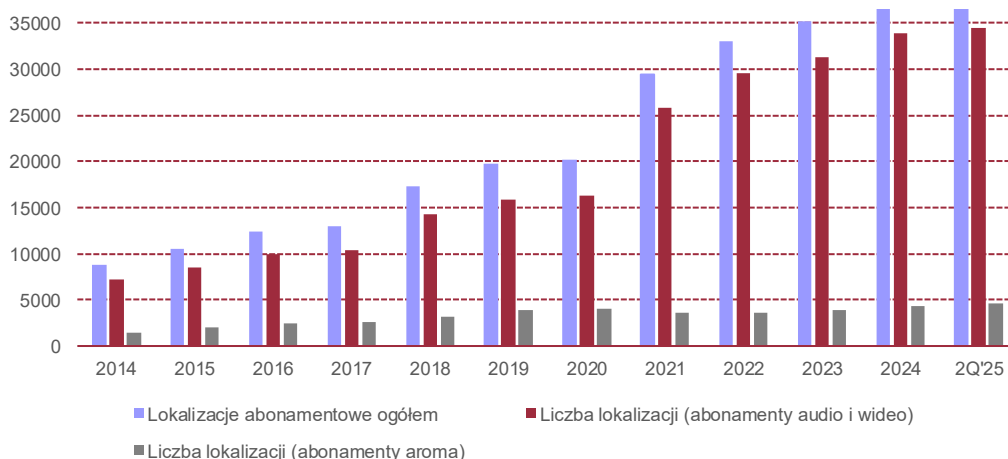
	2Q'25	2Q'24	zmiana r/r	1-2Q'25	1-2Q'24	zmiana
Przychody	16,3	15,7	3,6%	30,6	29,8	2,7%
s. abonamenty audio i wideo	7,8	7,5	3,5%	15,4	14,7	4,2%
s. abonamenty aroma	2,3	2,1	8,8%	4,6	4,2	11,7%
s. usługi reklamowe audio i wideo	3,7	4,1	-8,2%	7,6	7,5	0,9%
s. systemy Digital Signage	0,6	1,3	-52,6%	0,8	2,2	-64,5%
s. pozostała sprzedaż	1,9	0,7	152,1%	2,2	1,1	92,9%
Zysk na sprzedaży	3,3	3,5	-5,3%	4,8	5,8	-16,5%
EBITDA	4,1	4,9	-17,0%	7,1	8,7	-18,5%
EBIT	2,7	3,5	-20,6%	4,4	5,9	-25,7%
Zysk netto akcj. jedn. dominującej	1,7	2,7	-39,2%	2,7	4,9	-44,7%
Marże						
Marża EBITDA	24,9%	31,1%		23,2%	29,2%	
Marża EBIT	16,9%	22,0%		14,3%	19,8%	
Marża netto	10,2%	17,4%		8,8%	16,4%	

Źródło: IMS; BM Banku Millennium; mln PLN

Wyniki 2Q'25 oceniamy negatywnie z uwagi na zauważalny wzrost kosztów oraz rozczarowujący poziom przychodów, co w konsekwencji wpłynęło na obniżenie realizowanych marż. Wzrost wydatków koncentrował się na zasobach ludzkich i dotyczył przede wszystkim obszaru sprzedaży w kluczowych segmentach: abonamentowym i reklamowym. Spółka, podobnie jak kwartał wcześniej, tłumaczy, że przyniosą one pozytywne efekty w dalszej części roku, a szczególnie w sezonowo najlepszym 4Q. Na poziomie przychodów widać niewielki wzrost, który koncentrował się na kluczowych segmentach abonamentowych, ale także pozostałej sprzedaży. Rozczarował segment reklamowy oraz systemów Digital Signage, który już kolejny kwartał pokazał wyraźny spadek.

Przychody grupy IMS zwiększyły się o 3,6% r/r do 16,3 mln PLN. W przypadku kluczowych segmentów abonamentowych widać kontynuację rozwoju, choć ze zmniejszającą się dynamiką. Wciąż relatywnie najlepiej radzi sobie aroma, gdzie przychody zwiększyły się o blisko 9% r/r, Większy obszar audio i wideo wypada słabiej, gdyż zanotował wzrost przychodów o 3,5% r/r. Rozczarował segment reklamy. Mimo niskiej zeszłorocznej bazy oraz teoretycznie sprzyjających warunków w postaci późniejszych Świąt Wielkanocnych, przychody spadły nie tylko rok do roku, ale także kwartał do kwartału. Wciąż silnie spadała sprzedaż systemów Digital Signage, która obniżyła się aż o 52,6% r/r do skromnego poziomu 0,6 mln PLN. To już czwarty kwartał z rzędu

Liczba lokalizacji abonamentowych

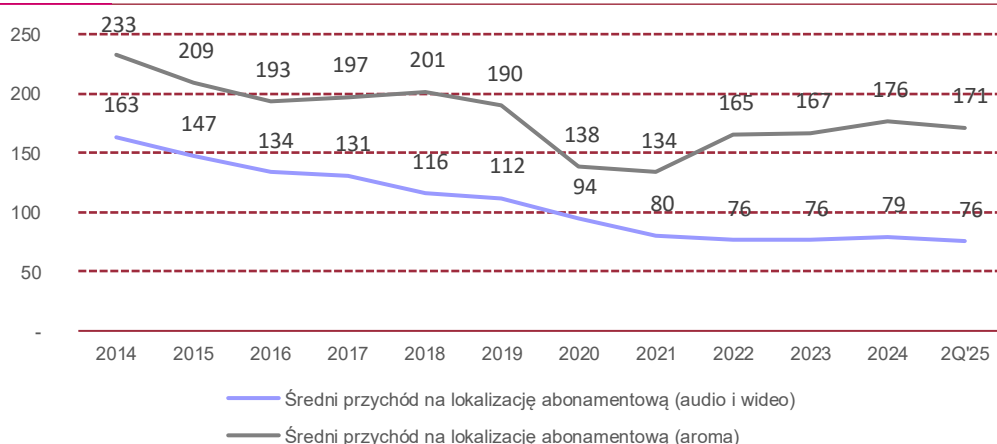


Źródło: IMS

wyraźnego spadku, choć, jak komunikuje spółka, segment ten nie jest kluczowym, a raczej mniej istotnym dodatkiem do działalności. Pozostała sprzedaż, w której raportowana jest część przychodów Closer Music, wzrosła o wyraźne 152,1% r/r do 1,9 mln PLN. To po części wpływ spływających rozliczeń z OZZ, ale zapewne także z innych kwestii, bezpośrednio nie wskazanych w raporcie.

W 2Q IMS pozyskał 684 lokalizacji abonamentowych. Dość przewidywalna stała się kompozycja tego wzrostu, gdyż koncentruje się na lokalizacjach premium audiomarketingu (639) oraz nowych punktów w obszarze aroma (131, czyli niemal dokładnie tyle samo, ile kwartał wcześniej). Spółka utraciła 86 lokalizacji w segmencie ekonomicznym audiomarketingu, co jest kontynuacją strategii widocznej od końca 2023 roku, polegającej na niekoncentrowaniu się na ekonomicznej odnodze audiomarketingu. Niestety z konsekwentnym rozrastaniem się segmentu premium nie do końca współgra spadek średniego przychodu na lokalizację abonamentową do 76 PLN z 79 PLN przed rokiem (segment audio i wideo). To taki sam poziom jak dwa lata temu i zaledwie 1 PLN wyższy niż w poprzednim kwartale. Także segment aroma w tym względzie trochę rozczarował, gdyż średni przychód na lokalizację spadł z 175 PLN rok temu i 177 PLN kwartał wcześniej do 171 PLN obecnie. Spółka więc pozyskuje nowych klientów, ale zapewne zachęca ich polityką rabatową. Jednocześnie lekko obniżony został ambitny plan na ten rok, by pozyskać ok. 4 000 nowych lokalizacji (wcześniej spółka chciała zdobyć ponad 4 000 nowych lokalizacji).

Średni miesięczny przychód na lokalizację (PLN)



Źródło: IMS, BM Banku Millennium

Rentowność biznesu w 2Q zauważalnie się pogorszyła. Wpływ na to miał wcześniej wspomniany wzrost kosztów, głównie usług obcych, co obniżyło pierwszą marżę na sprzedaży do 20,1%. Marża EBIT spadła do 16,9% (spółka spisała należności w kwocie 0,6 mln PLN), a netto do 10,2% w przypadku akcjonariuszy jednostki dominującej (wzrost efektywnej stawki podatkowej). To spadek o odpowiednio 5,1 p.p. i 7,2 p.p. r/r.

Ostatecznie zysk operacyjny IMS spadł w 2Q o 20,6% r/r do 2,7 mln PLN, a zysk EBITDA zmniejszył się o 17% r/r i osiągnął poziom 4,1 mln PLN. Z kolei zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej spadł o 39,1% r/r do poziomu 1,7 mln PLN. Z informacji podanych przez spółkę wynika, że CM nie obciążył wyniku netto spółki, tylko dodał do niego 0,1 mln PLN.

Podsumowując, wyniki IMS w 2Q'25 rozczarowują, gdyż odsuwają w czasie spodziewany pozytywny wpływ prowadzonych przez spółkę zmian, głównie w segmencie reklamowym. Jak na razie spółka ponosi koszty inwestycji w powiększenie działów sprzedażowych, ale nie odnosi z nich zauważalnych korzyści. Na bardziej widoczny pozytywny wpływ IMS trzeba czekać do ostatniego kwartału roku, który tradycyjnie jest sezonowo najlepszym. Jako plus ocenimy komunikację spółki o chęci powrotu do przejęć. Pojawił się bowiem cel przeprowadzenia 1-2 akwizycji w perspektywie najbliższych miesięcy.

Nielatwa współpraca z Rossmannem

W 1Q'24 Closer Music podpisał umowę z Rossmannem na kompleksową obsługę muzyczną punktów handlowych tej marki. Na koniec 2024 roku CM świadczył usługę w ok. 1800 lokalizacjach. Spółka sporo sobie obiecywała po tej umowie, gdyż liczyła, że ułatwi ona pozyskanie innych dużych międzynarodowych marek. Niestety, od tego czasu nie pojawił się komunikat o żadnym innym większym kliencie. Dodatkowo w lipcu 2025 roku spółka otrzymała wypowiedzenie umowy przez Rossmanna. Najprawdopodobniej wynikało to z działalności konkurencji, która zaproponowała Rossmannowi lepsze warunki cenowe. Zgodnie z informacją z końca września udało się zatrzymać klienta, ale kosztem udzielenia rabatu o nieujawnionej skali. Spółka podała tylko, że na koniec tego roku będzie obsługiwała ok. 2100 lokalizacji, a wartość kontraktu w skali 2026 roku nie ulegnie istotnej zmianie w stosunku do roku 2025. Naszym zdaniem cała sytuacja wskazuje na utrzymującą się cenową konkurencję, co utrudnia spółce wzrost cen per lokalizacja. Niekorzystnie oddziałuje to na dynamikę wzrostu przychodów w segmentach abonamentowych.

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 rok obecny. Nadal spodziewamy się pozytywnych rezultatów sprzedażowych w kolejnych latach, 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. Podtrzymujemy przy tym założenie, że w przyszłym roku utrzyma się presja na spadek rentowności z uwagi na planowane wydatki marketingowe w Closer Music. W kolejnych latach rentowność powinna się stopniowo poprawiać. Obniżyliśmy jednak docelowy poziom marży zysku operacyjnego z wcześniejszego poziomu 20,5% na 19%.

Zmiany w prognozach BM Banku Millennium wyników grupy IMS

	2025			2026			2027		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	73,0	70,7	-3,2%	82,2	78,1	-4,9%	89,5	85,2	-4,9%
EBITDA	20,8	18,7	-10,4%	21,8	19,9	-8,8%	24,3	22,1	-8,8%
EBIT	14,5	12,4	-14,9%	15,2	13,3	-12,6%	17,5	15,3	-12,2%
Zysk netto	10,3	8,5	-17,1%	10,9	9,4	-14,4%	12,9	11,1	-13,9%

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 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 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.

- ❑ **Ryzyko 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.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
przychody netto	57,3	67,3	66,4	70,7	78,1	85,2
koszty działalności operacyjnej	47,5	54,1	51,0	58,3	64,8	69,8
zysk na sprzedaży	9,9	13,3	15,4	12,4	13,3	15,3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,1	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBITDA (non MSSF16)*	15,0	18,9	19,5	17,6	18,7	21,0
EBIT	9,5	13,5	15,1	12,4	13,3	15,3
saldo finansowe	-0,8	-2,3	-1,5	-1,9	-1,7	-1,6
zysk przed opodatkowaniem	8,7	11,1	13,6	10,5	11,5	13,7
podatek dochodowy	-1,7	-2,2	-2,9	-2,0	-2,2	-2,6
Zysk netto	6,9	8,9	10,6	8,5	9,4	11,1
EPS	0,22	0,26	0,30	0,24	0,27	0,32

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

Bilans (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
aktywa trwałe	49,9	59,8	67,2	74,0	76,6	78,8
wartość firmy	21,4	24,8	25,3	25,3	25,3	25,3
wartości niematerialne	14,4	20,6	26,1	30,1	33,1	35,7
rzeczowe aktywa trwałe	9,4	8,8	9,4	9,5	9,7	9,8
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	2,3	1,8	1,6	4,3	3,7	3,1
pozostałe	2,5	3,8	4,8	4,8	4,8	4,9
aktywa obrotowe	24,3	28,8	23,1	25,7	28,8	29,8
zapasy	2,9	3,1	3,7	3,3	3,6	3,9
należności	16,7	17,8	16,2	19,8	21,9	23,8
środki pieniężne i ekwiwalenty	4,6	7,8	3,2	2,5	3,2	2,0
aktywa razem	74,2	88,6	90,4	99,7	105,4	108,6
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	30,3	39,8	42,5	46,0	47,9	50,1
kapitał mniejszości	0,3	4,6	8,6	8,6	8,6	8,6
zobowiązania	43,6	44,2	39,3	45,1	48,9	50,0
zobowiązania długoterminowe	10,9	14,1	10,2	12,9	15,3	15,5
dług odsetkowy	6,0	10,0	6,8	6,8	10,3	11,3
zobowiązania krótkoterminowe	32,7	30,1	29,0	32,2	33,6	34,5
dług odsetkowy	9,5	12,2	17,5	17,5	17,5	17,5
pasywa razem	74,2	88,6	90,4	99,7	105,4	108,6
BVPS	0,9	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4

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

Cash flow (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
wynik netto	6,9	8,9	10,6	8,5	9,4	11,1
amortyzacja bez praw do użytkowania MSSF16	5,5	5,4	4,3	5,2	5,4	5,7
zmiana kapitału obrotowego	-1,2	2,0	0,3	0,2	-1,2	-1,1
zapłacone odsetki	1,0	1,3	1,2	1,9	1,7	1,6
przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	13,7	17,8	16,5	16,9	16,5	18,4
inwestycje	-8,5	-8,2	-8,0	-9,2	-8,6	-8,4
przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-8,0	-14,7	-9,1	-9,2	-8,6	-8,4
wypłata dywidendy	-5,6	-6,8	-15,1	0,0	-3,7	-4,4
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	2,7	2,2	-4,0	-3,4	0,2	-2,3
zapłacone odsetki	-1,0	-1,3	-1,2	-1,9	-1,7	-1,6
przepływy pieniężne z działalności finansowej	-3,1	0,0	-12,0	-8,4	-7,2	-11,2
zmiana gotówki netto	2,7	3,2	-4,6	-0,7	0,7	-1,2
DPS	0,18	0,21	0,44	0,00	0,11	0,13
CEPS	0,39	0,41	0,43	0,39	0,42	0,48
FCFPS	0,26	0,49	0,50	0,34	0,36	0,45

Wskaźniki (%)

	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
zmiana sprzedaży	37,0%	17,5%	-1,4%	6,5%	10,5%	9,0%
zmiana EBITDA (non MSSF16)*	4,9%	26,0%	3,1%	-9,8%	6,6%	12,1%
zmiana EBIT	10,8%	42,3%	12,2%	-18,1%	7,3%	15,4%
zmiana zysku netto	-1,9%	28,2%	19,4%	-19,9%	9,9%	18,6%
marża EBITDA (non MSSF16)	26,1%	28,0%	29,3%	24,8%	24,0%	24,6%
marża EBIT	16,5%	20,0%	22,8%	17,5%	17,0%	18,0%
marża netto	12,1%	13,2%	16,0%	12,0%	12,0%	13,0%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8
dług / kapitał (x)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
odsetki / EBIT	-8,5%	-17,4%	-10,2%	-15,1%	-13,1%	-10,7%
stopa podatkowa	19,8%	20,0%	21,6%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	22,9%	22,4%	25,0%	18,5%	19,5%	22,1%
ROA	9,4%	10,1%	11,8%	8,5%	8,9%	10,2%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	10,9	14,4	21,1	21,8	24,7	26,9

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	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler
IFIRMA	Akumuluj	9 kwi 25	22,90	25,40	Seweryn Żołyniak
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

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, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper i 11 bit studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 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	9	60%
Akumuluj	6	40%
Neutralnie	0	0%
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 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 nieprawidłowe. 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 pierwszego 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) - 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 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 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 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 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 osiągniętych 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 2025r. o godzinie 7:55 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 7 października 2025r. godzina 8:15

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.