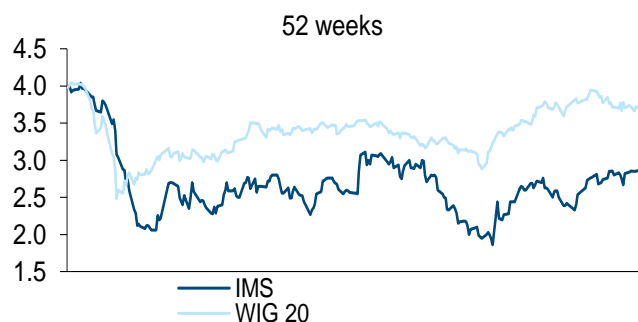


IMS

Kupuj

PLN mn	2020p	2021p	2022p	2023p
Przychody	37.1	49.2	57.6	65.3
EBITDA	11.7	14.0	16.4	18.6
EBIT	5.8	7.7	9.8	11.5
Zysk netto dla jedn. dominującej	4.5	6.0	7.8	9.3
Zysk na akcję (PLN)	0.14	0.18	0.24	0.29
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	0.33	0.38	0.45	0.51
Wartość księgowa na akcję (PLN)	0.70	0.78	0.89	1.01
Dywidenda na akcję (PLN)	0.05	0.11	0.13	0.17
EV/EBITDA (x)	8.7	7.3	6.0	5.2
P/E (x)	19.8	15.3	11.7	9.9
P/CE (x)	8.7	7.5	6.3	5.6
Stopa dywidendy	1.7%	3.9%	4.6%	6.0%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu 09/02/21	2.83
Liczba akcji (mn)	32.4
Wartość rynkowa (PLN mn)	92
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	102



Reuters	IMS.WA	Akcje w wolnym obrocie	31.8%
Bloomberg	IMS PW	Główni akcjonariusze:	Dariusz Lichacz (19.69%)
Dzień dywidendy			Michał Kornacki (19.01%)
Cena docelowa	3.54	Strona internetowa:	www.imssensory.com

Analitik:

Konrad Grygo
+48 22 538 6254
konrad.grygo@erstegroup.com

Kontynuacja wzrostu wstrzymanego przez COVID

Pomimo restrykcji wprowadzonych w związku z pandemią COVID-19 oraz presji na ceny usługodawców dla spółek sektora detalicznego, IMS był w stanie zwiększyć liczbę lokalizacji abonamentowych (oczek. +3% r/r) oraz zminimalizować spadek przychodów abonamentowych do zaledwie 13% r/r, oferując swoim klientom mniejsze zniżki (średni przychód na lokalizację abonamentową -20% r/r niż się pierwotnie spodziewaliśmy (-23%). Ponadto, spółce udało się wypłacić dywidendę w trudnym 2020r. oraz utrzymać bezpieczny poziom DN/EBITDA poniżej 1.0x.

W 2021 oczekujemy stabilizacji sytuacji pandemicznej (wraz z postępującym procesem zaszczepiania społeczeństwa), co powinno skutkować powrotem klientów do centrów handlowych oraz pomóc IMS odbudować utracone przychody (szczególnie w segmencie usług reklamowych oraz digital signage). Pomimo tego, że nie spodziewamy się kolejnego lockdown'u, nasze założenia modelowe są bardzo konserwatywne – od 14 do 29% poniżej średnich wartości EBITDA zapisanych w nowym programie motywacyjnym na lata 2021-23.

IMS powinien być beneficjentem jakościowego przeglądu obecności spółek w centrach handlowych, z potencjałem dosprzedaży innych usług dzięki oszczędnościom czynszowym uzyskanych przez spółki detaliczne. Dodatkowe 200-250 tys. m² nowej powierzchni handlowej w 2021r., kontynuacja komercjalizacji własnych baz muzycznych, solidna kontrola kosztów i perspektywy wzrostu zagranicznego powinny być dobrym prognostykiem dla wzrostu wyników oraz marż.

Biorąc wskazane argumenty pod uwagę, podtrzymujemy rekomendację **Kupuj**, jednocześnie obniżając cenę docelową z PLN 3.73 do **PLN 3.54**. Co więcej, spółka oferuje dość atrakcyjną stopę dywidendy w wysokości 3.9%/4.6%/6.0% w latach 2021/22/23 i obecnie jest handlowana ze zdecydowanym dyskontem do spółek z grupy porównawczej – 28-34% jeśli chodzi o wskaźnik C/Z oraz 37-46% pod względem EV/EBITDA na lata 2021-22.

Aktualizacja sytuacji makro oraz trendów w sektorze

Nagle zamknięcie centrów handlowych w marcu zmusiło Polaków do przejścia do kanału online, a sprzedawcy detaliczni zintensyfikowali swoje działania marketingowe aby napędzić sprzedaż internetową i zachować płynność finansową. W rezultacie, **sprzedaż e-commerce** (jako % sprzedaży detalicznej) sięgnęła rekordowych poziomów **11.9%** w kwietniu 2020r., w porównaniu do 5.6% odnotowanych w styczniu. W kolejnych miesiącach **udział sprzedaży internetowej stopniowo się zmniejszał, w ślad za otwarciem galerii handlowych w maju** i stopniowego znoszenia restrykcji, szczególnie w 3Q20, gdy Internet odpowiadał średnio za 6.5% ogółu sprzedaży detalicznej – nie różniło się to mocno od poziomów ze stycznia. Podobną sytuację obserwowaliśmy także przy listopadowym lockdownie, a następnie otwarciu galerii handlowych w grudniu.

Sprzedaż detaliczna według kategorii – zmiana m/m

Sprzedaż detaliczna m/m	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
OGÓŁEM	-20.6%	0.4%	-3.2%	-12.3%	14.9%	8.4%	6.5%	-2.4%	-2.2%	2.1%	-5.4%	19.8%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-12.7%	-0.4%	-23.9%	-38.5%	46.8%	42.9%	5.8%	-16.6%	11.2%	2.4%	-0.8%	8.1%
Paliwa stałe, cieckie i gazowe	-4.2%	-2.9%	-6.3%	-21.8%	24.2%	11.1%	13.0%	2.3%	-5.5%	-5.0%	-9.8%	2.3%
Zwierzęta, napoje i wyroby tytoniowe	-23.0%	0.7%	10.2%	-8.6%	-0.5%	3.8%	5.0%	0.7%	-3.7%	4.9%	-5.9%	25.9%
Pozostała sprz. det. w niewyspecjalizowanych sklepach												
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	-14.1%	6.0%	0.9%	-18.3%	-0.3%	2.4%	11.7%	-2.4%	2.3%	5.3%	-5.2%	16.4%
Tekstylia, odzież, obuwie	-27.9%	-9.4%	-46.4%	-22.1%	131.4%	27.1%	-0.8%	-2.4%	0.6%	-5.1%	-14.1%	38.3%
Mebles, rtv, agd	-34.8%	2.0%	-8.4%	0.1%	33.2%	1.4%	8.1%	-3.0%	-27.1%	6.5%	-2.3%	24.1%
Prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspec. sklepach	-40.6%	-3.2%	-9.9%	-6.2%	39.7%	4.5%	3.2%	-0.8%	-3.1%	-4.1%	-3.7%	48.0%
Pozostałe	-18.9%	4.7%	2.7%	-18.1%	14.1%	6.2%	12.5%	-5.8%	2.5%	-3.8%	-10.5%	11.7%

Źródło: GUS, Erste Group Research

Sprzedaż online (jako % sprzedaży detalicznej) w '20

Sprzedaż online (% sprzedaży detalicznej)	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
OGÓŁEM	5.6%	5.6%	8.1%	11.9%	9.1%	7.7%	6.5%	6.1%	6.8%	7.3%	11.4%	8.1%
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	0.8%	0.8%	1.0%	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.7%
Zwierzęta, napoje i wyroby tytoniowe	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.3%	0.9%
Farmaceutyki, kosmetyki, sprzęt ortopedyczny	4.5%	4.9%	6.8%	10.0%	7.1%	5.6%	5.1%	5.3%	5.6%	5.1%	7.4%	5.5%
Tekstylia, odzież, obuwie	17.1%	17.4%	35.6%	61.3%	26.8%	19.9%	16.8%	15.7%	18.2%	19.4%	35.4%	19.9%
Mebles, rtv, agd	9.9%	9.6%	24.5%	28.6%	15.6%	14.1%	11.1%	10.9%	11.8%	12.8%	22.5%	15.2%
Prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowany	18.7%	17.0%	26.2%	39.9%	25.2%	21.8%	19.4%	19.3%	22.5%	25.2%	38.1%	27.8%
Pozostałe	5.2%	5.1%	7.4%	8.3%	7.2%	5.8%	6.1%	5.2%	5.2%	5.8%	7.1%	6.5%

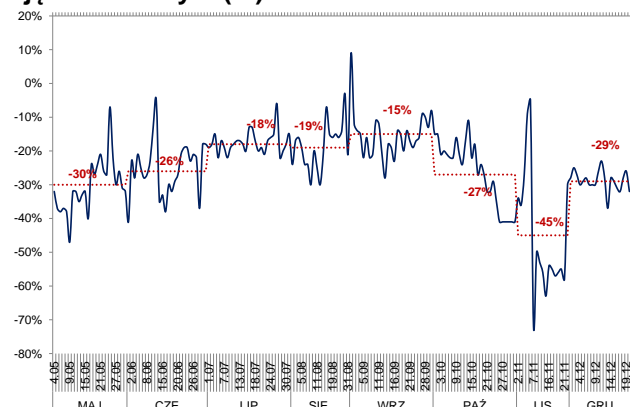
Źródło: GUS, Erste Group Research

Powyższe obserwacje skłaniają nas do następujących wniosków:

- **Pogłoski o śmierci handlu detalicznego są mocno przesadzone**, jako, że kanał offline w dalszej mierze odpowiada za ok. 90% sprzedaży detalicznej w Polsce i pozostaje ulubioną formą dla większości Polaków
- **Handel detaliczny jest najbardziej efektywny przy połączeniu świata offline oraz online** (wielokanałowość, omnichannel), co pozytywnie wpływa na doświadczenia zakupowe klientów, a także zyskowność spółek
- **Cel udziału handlu online na poziomie 30% w 2024r.** wydaje się nam obecnie ciężki do zrealizowania

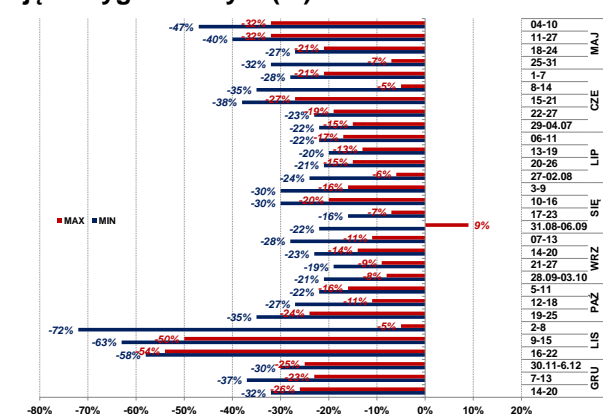
Jeśli chodzi o centra handlowe, **odwiedzalność** w (stosunkowo) normalnym 3Q20 była, przeciętnie, niższa o 17% r/r, podczas gdy zaraz po otwarciu handlu w maju i grudniu spadki sięgały 30%. Główną przyczyną różnic tych dwóch wartości jest fakt, że nie wszystkie placówki zostały otwarte jednocześnie (np. restauracje, siłownie – ważne ośrodki generowania ruchu). Tak więc, funkcja rozrywkowa/spędzania wolnego czasu w galeriach handlowych pozostaje ważną dla Polaków.

Zmiana odwiedzalności r/r centrów handlowych w ujęciu dziennym (%)



Źródło: PRCH, Erste Group Research

Zmiana odwiedzalności r/r centrów handlowych w ujęciu tygodniowym (%)



Źródło: PRCH, Erste Group Research

W naszej ocenie, **3Q20 może być dobrym wskaźnikiem na przyszłość** – kwartał był stosunkowo normalny jeśli chodzi o stabilizację sytuacji pandemicznej i liczbę nowych dziennych przypadków zakażeń. Niemniej, w tym czasie ruch w galeriach handlowych był średnio 17% niższy r/r, dlatego też podtrzymujemy naszą tezę, że odwiedzalność centrów handlowych w średnim/długim terminie powinna być o 15-20% niższa w porównaniu do poziomów sprzed pandemii COVID-19.

Obecnie krótkoterminowe perspektywy w odniesieniu do funkcjonowania centrów handlowych pozostają pod dużym znakiem zapytania, toczy się wiele procesów renegocjacji, a niektórzy detaliści nie otworzyli swoich placówek pomimo złagodzenia restrykcji od początku lutego. Dla przypomnienia, podczas pierwszej fali pandemii, wynajmujący zazwyczaj **czasowo** (np. do końca 2020r.) **obniżali** najemcom **czynsze**, jednocześnie wydłużając okres najmu (np. o 6 miesięcy).

Kluczowe wnioski z polskiego rynku centrów handlowych są następujące:

- Rynek nowoczesnej powierzchni handlowej w Polsce jest w **fazie dojrzałości i tempo jest rozwoju zwalnia**.
- **Parki handlowe** oraz mniejsze centra typu „convenience” cieszą się dużą popularnością, zarówno wśród detalistów, deweloperów oraz klientów (okazały się najbardziej odporne na spadek ruchu podczas pandemii COVID-19).
- **Właściciele galerii handlowe muszą zrewidować swoje cenniki w dół** – szczególnie w najlepszych lokalizacjach, jako że największe centra handlowe odnotowały r/r największe spadki odwiedzalności; tym samym detaliści będą w stanie część zaoszczędzonych pieniędzy przeznaczyć na inne usługi polepszające doświadczenia zakupowe klientów w sklepach (np. te dostarczane przez IMS – zaledwie 5% niższy czynsz za m² w 700m² sklepie stanowiłby ekwiwalent 77 dodatkowych lokalizacji abonamentowych w IMS).
- Zarówno wynajmujący, jak i najemcy powinni w kolejnych kwartałach kontynuować **jakościowy przegląd swoich placówek** (ulepszenia, wdrożenie nowoczesnych rozwiązań przyjaznych klientowi, skoncentrowanie na poprawie efektywności).
- Oczekiwane 200-250 tys. nowej powierzchni handlowej w 2021 w porównaniu do 260 tys. w 2020 (na podstawie danych Colliers International) – głównie w mniejszych parkach handlowych i centrach typu „convenience”

Rynek reklamowy w Polsce

Rynek reklamowy, który jest silnie związany z sytuacją gospodarczą i poziomem PKB, odnotował spadek w poprzednim roku – według danych za 9M20 reklamodawcy zmniejszyli swoje wydatki o 9.3% r/r. Według prognoz, rynek ten w 2021 powinien odnotować **średni jednocyfrowy wzrost** r/r.

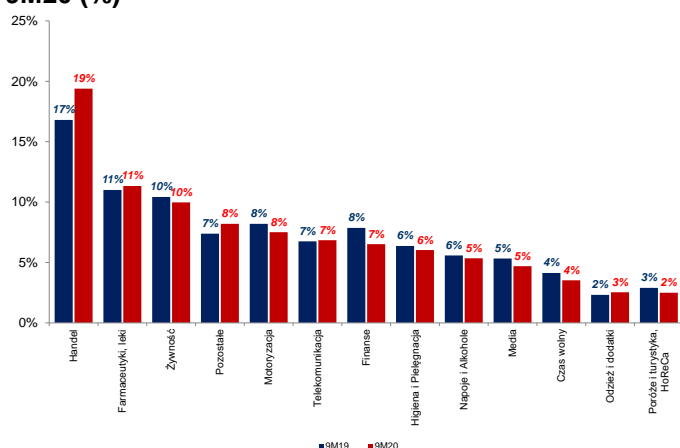
W zakresie **środków reklamy**, telewizja pozostaje numerem jeden (42.6% udziałów w porównaniu do 44.5% rok temu), aczkolwiek jej przewaga jest historycznie najniższa w stosunku do Internetu – udział tego kanału wzrósł z 36.4% w 2019r. do 42.2% w 2020r.

Internet oraz **radio** to dwa główne kanały, które zyskały na pandemii, zmieniającym się otoczeniu rynkowym, podczas gdy outdoor oraz kina były w największym stopniu poszkodowane przez wprowadzone ograniczenia. Sytuacja ta powinna się jednak poprawić w 2021r. w ślad za znoszeniem obostrzeń. W najbliższej przyszłości Internet najprawdopodobniej wyprzedzi telewizję jako najpopularniejszy środek reklamy i osiągnie ponad 50% udziałów rynkowych w 2022r. **IMS powinien być beneficjentem**

odbudowy rynku reklamowego w 2021r. , wespół z oczekiwanym wzrostem PKB, a także spodziewaną (zdecydowanie) mniejszą skalą restrykcji w galeriach handlowych.

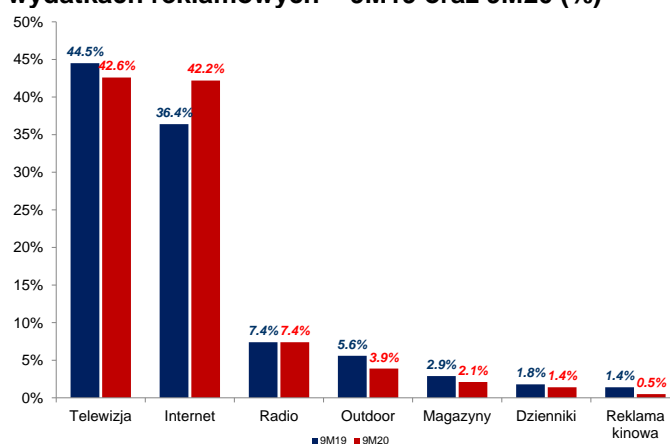
Pośród reklamodawców, w 2020 **wydatki zwiększyły tylko 3 branże** – handel (+2.5%), sprzęt komputerowy i audio (+12.5%) oraz produkty do użytku domowego (+14.4%). Handel pozostaje największym reklamodawcą, odpowiadającym za 19% ogółu wydatków w sektorze.

Udział branż w wydatkach na reklamę – 9M19 oraz 9M20 (%)



Źródło: Publicis Groupe, Erste Group Research

Udział klas mediów reklamowych w całkowitych wydatkach reklamowych – 9M19 oraz 9M20 (%)



Źródło: Publicis Groupe, Erste Group Research

Aktualizacja prognoz finansowych

Polskie spółki detaliczne musiały zmierzyć się z wysoką niepewnością i kilkoma lockdownami w 2020r., wprowadzonymi przez polski rząd aby walczyć z dynamicznie rozwijającą się sytuacją pandemiczną w kraju i rosnącymi zakażeniami. Centra handlowe były zamknięte przez cały miesiąc zarówno w kwietniu, jak i listopadzie, co przełożyło się także na wyniki finansowe spółki IMS.

W porównaniu do naszych sierpniowych prognoz, drugi lockdown (którego nie uwzględniliśmy w naszych estymacjach) sprawił, że pozyskiwanie nowych klientów przez IMS stało się praktycznie niemożliwe. W rezultacie, **zysk netto w 2020 powinien wynieść PLN 4.5mn** (vs PLN 5.7mn oczekiwane przez nas w poprzednim raporcie oraz PLN 9.4mn w 2019r.)

Spółka wprowadziła szereg pro-klienckich inicjatyw, w tym udzielała tymczasowych obniżek cen swoich usług. Niemniej, **skala rabatowania okazała się być niższa niż pierwotnie zakładaliśmy**, dlatego też wynik ten oceniamy pozytywnie.

Na bazie obecnego rozwoju sytuacji pandemicznej w Polsce i **stosunkowo stabilnej perspektywie** (nie zakładamy kolejnych zamknięć galerii handlowych z uwagi na postępujący proces szczepień społeczeństwa), zaktualizowaliśmy nasze prognozy finansowe, jak zaprezentowano w poniższej tabeli.

Przyjęliśmy **konserwatywne założenia** i w bazowym scenariuszu oczekujemy, że IMS w 2022r. powróci do poziomu przychodów z 2019r. z uwagi na wolniejsze tempo dodawania nowych lokalizacji abonamentowych (częściowo skompensowane przez niższą niż pierwotnie zakładaliśmy presję na obniżkę cen), brak IMS Events oraz ostrożne podejście do kosztów operacyjnych.

Zmiana prognoz finansowych – przychody ze sprzedaży, EBITDA, zysk operacyjny oraz zysk netto (PLN mn)

Skonsolidowane, MSSF (PLN, mn)	2020p			2021p			2022p		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	37.1	43.9	-15%	49.2	57.2	-14%	57.6	62.9	-9%
EBITDA	11.8	13.6	-13%	14.0	16.9	-17%	16.4	18.7	-12%
marża (%)	31.8%	30.9%	0%	28.5%	29.6%	0%	28.5%	29.8%	0%
Zysk operacyjny EBIT	5.8	7.1	-17%	7.7	9.9	-22%	9.8	10.8	-10%
marża (%)	15.7%	16.1%	0%	15.6%	17.3%	0%	17.0%	17.2%	0%
Zysk netto	4.6	5.7	-19%	6.0	7.9	-24%	7.8	8.7	-10%
marża (%)	12.4%	12.9%	0%	12.2%	13.8%	0%	13.6%	13.8%	0%

Źródło: Factset, Erste Group Research

Według naszych estymacji, **średni przychód na lokalizację abonamentową** w 2020r. powinien zmniejszyć się o 20% r/r, w porównaniu do oczekiwanych -22% z poprzedniego raportu (bez lockdownu) – było to możliwe dzięki mniejszej skali obniżek w segmencie audio i video. Na 2021r. zakładamy odbicie o odpowiednio 10%/15% r/r w segmentach audio/aroma z uwagi na kończące się okresowe obniżki i powrót do cennika obowiązującego przed pandemią.

Konserwatywnie założyliśmy stopniowy spadek (-5% w każdym kolejnym roku) średniego przychodu na lokalizację abonamentową z uwagi na: skoncentrowaniu się na rozwiązaniach budżetowych (aż 264 spośród 322 nowych lokalizacji audio w 9M20 pozyskanych było właśnie w wariacie ekonomicznym) oraz potencjalnym inwestycjom w cenę w segmencie aroma (po wdrożeniu własnych urządzeń „Aroma Box”), aby szybko zdobyć nowych klientów (podnieśliśmy nasze oczekiwania w tym zakresie do 700 nowych lokalizacji aroma średniorocznie w latach 2021-23 w porównaniu do 600 z poprzedniego raportu).

Abonamentowy charakter działalności spółki IMS ujawnił swoją siłę w kryzysowym roku 2020 i w efekcie łączne przychody abonamentowy najprawdopodobniej odnotują jedynie 13% spadek r/r (w porównaniu do 55%/50% w przypadku odpowiednio usług reklamowych/digital signage). Tym samym, udział przychodów abonamentowych w łącznej sprzedaży Grupy IMS powinien sięgnąć aż 66% (w porównaniu do 48% w 2019r. oraz średnio 46% w latach 2015-2019). Spodziewamy się, że udział ten obniży się do 57% w 2021r. w rezultacie oczekiwanego odbicia sprzedaży w segmentach najmocniej poszkodowanych przez COVID-19.

Co więcej, abonamentowy charakter modelu biznesowego pozwolił spółce IMS nie tylko na utrzymanie płynności finansowej, ale także na **wypłatę dywidendy z zysków osiągniętych w roku 2019** – rozważne podejście, IMS przeznaczył jedynie 17% zysku netto (w porównaniu do minimum 60% zapisanych w polityce dywidendowej). Pomimo dystrybucji zysku do akcjonariuszy, spółka powinna zakończyć 2020r. z bezpiecznym poziomem wskaźnika **długu netto/EBITDA 0.9x** (dalsza obniżka do 0.7x spodziewana w 2021r.).

W poniższej tabeli przedstawiamy kluczowe założenia modelu finansowego. Spodziewamy się, że w każdym kolejnym roku spółka powinna wykazywać solidne, dodatnie wolne przepływy pieniężne, które pozwolą na kontynuację płatności dywidendowych. Na 2021r. zakładamy współczynnik wypłaty dywidendy na poziomie 80%, a następnie 70% w latach kolejnych, co powinno przełożyć się na stopę dywidendy w wysokości 3.9%/4.6%/6.0%

Zmiana prognoz finansowych – przychody ze sprzedaży, EBITDA, zysk operacyjny oraz zysk netto (PLN mn)

	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Zmiana liczby lokalizacji abonamentowych r/r, a w tym..	4 391	2 463	500	1 500	2 100	2 500	2 500
audio & wideo	3 908	1 623	300	1 000	1 500	1 800	1 800
aroma	483	840	200	500	600	700	700
Poprzedni raport - zmiana lokalizacji abonamentowych			800	2 300	2 100	1 900	1 700
audio & wideo			600	1 500	1 400	1 300	1 200
aroma			200	800	700	600	500
Zmiana średniego przychodu na lokalizację abonamentową	-8%	-4%	-20%	9%	-3%	-3%	-2%
audio & wideo	-11%	-4%	-18%	10%	-5%	-5%	-4%
aroma	2%	-6%	-26%	15%	-5%	-5%	-5%
Poprzedni raport - zmiana przychodu na lokalizację abon.			-22%	15%	-1%	0%	1%
audio & wideo			-23%	20%	-2%	-2%	-2%
aroma			-23%	20%	-2%	-2%	-2%
Przychody ze sprzedaży według segmentów - zmiana r/r							
Abonamenty audio i wideo	8%	18%	-13%	14%	2%	4%	5%
Abonamenty aroma	15%	16%	-15%	15%	15%	15%	15%
Usługi reklamowe audio i wideo	22%	7%	-55%	70%	30%	20%	10%
Systemy Digital Signage	2%	-10%	-50%	60%	30%	20%	10%
Eventy	-28%	22%	-96%	-100%	0%	0%	0%
Pozostała sprzedaż	5%	28%	-60%	80%	50%	20%	15%
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	14 502	14 966	6 818	9 918	12 811	14 156	15 940
Nakłady inwestycyjne	-4 924	-6 317	-4 684	-5 148	-5 749	-6 401	-7 033
Wolne przepływy pieniężne	9 578	8 649	2 135	4 770	7 062	7 755	8 907
Wolne przepływy pieniężne na akcję	0.29	0.27	0.07	0.15	0.22	0.24	0.28
Zadłużenie netto	8 923	9 720	10 790	9 584	6 707	4 431	2 034
DN/EBITDA	0.5	0.5	0.9	0.7	0.4	0.2	0.1

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Z uwagi na fakt, iż nasze założenia są bardzo konserwatywne, poniżej przedstawiamy czynniki, które mogą pozytywnie wpłynąć na potencjał wzrostu wartości spółki IMS:

- **poprawa marż w segmencie audio** – dzięki komercjalizacji własnych baz muzycznych, efektem skali rozładniającym koszty stałe (po przejęciu APR i większym zaangażowaniu w segment ekonomiczny, marża w 2019 wzrosła r/r oraz zachowywała się stabilnie w roku 2020 pomimo udzielonych obniżek).
- **nowe grupy klientów** – Closer Music i aktualny proces komercjalizacji własnych baz muzycznych stwarzają możliwość wzrostu biznesu w Europie Zachodniej (ponadto, zagraniczny inwestor nabył 4.9% akcji Closer Music za EUR 149 tys.).
- **kontynuacja dyscypliny kosztowej** – IMS udowodnił, że jest w stanie szybko dostosować poziom wydatków operacyjnych do zmieniającej się rzeczywistości (9M20 koszty działalności operacyjnej spadły o 35% r/r, podczas gdy spadek przychodów wyniósł 38% r/r).
- **skokowy wzrost lokalizacji abonamentowych** – IMS był zainteresowany przejęciem podmiotu posiadającego ponad 6000 lokalizacji, a także spółka była w zaawansowanej fazie przetargu na co najmniej 1000 lokalizacji.
- **poprawa marż w segmencie aroma** – dzięki wprowadzeniu własnych urządzeń „Aroma Box” – bardziej efektywne aniżeli obecne od zewnętrznych firm.

Oprócz tego, poniżej przedstawiamy podsumowanie założeń nowego Programu Motywacyjnego na lata 2021-23, skierowanego do kluczowych menedżerów i pracowników IMS. Zgodnie z tabelą, praktycznie w każdym przypadku wypełnienia założeń spółka dostarczyłaby lepszy wynik EBITDA od naszych (konserwatywnych) oczekiwań. Zaproponowany Program Motywacyjny będzie czwartą edycją i powinien pozytywnie wpłynąć na zaangażowanie i wskaźnik retencji doświadczonych specjalistów w IMS (kapitał ludzki jako jedno z kluczowych aktywów w tego typu spółkach).

Biorąc pod uwagę środek przedziału dla celu EBITDA w każdym roku, IMS zaraportowałaby odpowiednio PLN 16/20/24mn w latach 2021/22/23 w porównaniu do naszych prognoz zakładających wynik na poziomie PLN 14/16.4/18.6mn. Potencjalnie takie wyniki przekładałyby się na wskaźnik EV/EBITDA w wysokości 5.2/4.2x na lata 2021/22 w porównaniu do mediany grupy porównawczej 11.7/11.2x.

Podsumowanie nowego Programu Motywacyjnego na lata 2021-23

Rok	% średniej EBITDA (2017-2019)	.. nominalnie (PLN mn)	% akcji programu	Erste - prognoza EBITDA (PLN mn)	Różnica
2021	80%	12.8	20-30%	14.0	-9%
	90%	14.4	20-40%		3%
	100%	16.0	30-50%		14%
	110%	17.6	40-60%		26%
	120%	19.2	50-70%		37%
2022	105%	16.8	20-30%	16.4	2%
	115%	18.4	20-40%		12%
	125%	20.0	30-50%		22%
	135%	21.6	40-60%		32%
	145%	23.2	50-70%		41%
2023	130%	20.8	20-30%	18.6	12%
	140%	22.4	20-40%		20%
	150%	24.0	30-50%		29%
	160%	25.6	40-60%		37%
	170%	27.2	50-70%		46%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Prognoza 4Q20

IMS powinien przedstawić wyniki finansowe za 4Q20 w dniu 28 kwietnia 2021r. Oczekujemy przychodów ze sprzedaży na poziomie PLN 11.3mn (-36% r/r) z uwagi na listopadowy lockdown. W porównaniu kw/kw, skonsolidowana sprzedaż powinna wzrosnąć o 27% ze względu na odbudowę popytu sieci detalicznych w kluczowym dla handlu 4Q.

Konserwatywnie, założyliśmy r/r spadek w średnim przychodzie na lokalizację abonamentową odpowiednio o 25%/31% w segmencie audio & video oraz aroma (słaby listopad oraz wynegocjowane obniżki). W odniesieniu do usług reklamowych oczekujemy spadku przychodów w tym segmencie o 50% r/r (wobec -55% w 3Q20). Z czynników pozytywnych, oczekujemy płaskiej r/r sprzedaży w digital signage z uwagi na kontrakt z galerią handlową.

Z perspektywy bazy klientów, podkreślamy, iż pomimo wymagającej sytuacji pandemicznej, IMS był w stanie zwiększyć liczbę lokalizacji abonamentowych (według stanu na wrzesień 2020r.) o 459 w porównaniu z grudniem 2019r. Z uwagi na niepewność oraz sytuację z zamknięciem centrów handlowych, oczekujemy, że w całym roku spółka doda 500 nowych lokalizacji abonamentowych w 2020r. (łącznie 20.3 tys.).

W zakresie kosztów operacyjnych, IMS udowodnił już w poprzednich kwartałach, że jest organizacją elastyczną i zwinną w tym zakresie (spadek kosztów operacyjnych podobny do dynamiki przychodów). Oczekujemy dalszej optymalizacji w zakresie głównych składników kosztowych – usługi obce (-32% r/r) oraz wynagrodzenia (-44% r/r). Tym samym, łączne koszty operacyjne w 4Q20 powinny wynieść PLN 9.4mn (-34% r/r), zaś EBITDA PLN 3.8mn (wobec PLN 6.3mn w analogicznym okresie roku ubiegłego).

Podsumowanie prognozy Erste na 4Q20

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20p	r/r	kw/kw
Przychody netto ze sprzedaży	17.61	10.41	6.51	8.91	11.28	-36%	27%
Koszty działalności operacyjnej	14.27	9.17	5.59	7.63	9.45	-34%	24%
Zysk na sprzedaży	3.53	1.35	0.90	1.30	1.84		
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0.97	0.03	-0.13	0.16	0.39		
EBITDA	6.29	2.78	2.21	3.02	3.82	-39%	27%
Zysk na działalności operacyjnej (EBIT)	4.50	1.38	0.77	1.46	2.23	-50%	53%
Saldo działalności finansowej	-0.17	-0.24	-0.08	-0.09	-0.09		
Zysk brutto (EBT)	4.33	1.14	0.69	1.38	2.15		
Podatek dochodowy	0.60	0.25	0.04	0.20	0.30		
Zysk/(strata) netto przypisany akcjonariuszom jedn. dom.	3.76	0.94	0.48	1.18	1.86	-51%	58%
Marża	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20p	r/r	kw/kw
Zysku na sprzedaży	20.1%	13.0%	13.8%	14.6%	16.3%	-3.8 pp	1.7 pp
EBITDA	35.7%	26.7%	34.0%	33.8%	33.8%	-1.9 pp	0 pp
Zysku operacyjnego (EBIT)	25.6%	13.2%	11.8%	16.4%	19.8%	-5.8 pp	3.4 pp
Zysku brutto (EBT)	24.6%	11.0%	10.6%	15.4%	19.0%	-5.6 pp	3.6 pp
zysku netto	21.3%	9.0%	7.4%	13.2%	16.5%	-4.9 pp	3.3 pp

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Wycena

Używamy modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych – DCF – jako naszego głównego narzędzia wycenowego, opierając się na prognozach dla szczegółowego okresu lat 2021-25.

Korzystamy ze stopy dyskontowej opartej o średnioważony koszt kapitału własnego (WACC), wartości rezydualnej opartej o rentę wieczystą, a także rozwodnionej liczbie akcji. Model DCF (**cena docelowa PLN 3.54**) odzwierciedla wartość akcji IMS w bardziej właściwy sposób niż metody porównawcze ponieważ zawiera on szczegółowe dane pieniężne dla przyszłych okresów.

Główne założenia

Nasze estymacje sporządzone są w oparciu o następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka 1.4%, premia za kapitał własny 6%, premia za kapitał obcy 2%
- Marża operacyjna w okresie rezydualnym na poziomie 12% - bardzo konserwatywne podejście (IMS powinien zaraportować 15.7% nawet w trudnym 2020r., zaś średnia z lat 2016-19 wyniosła 20.2%)
- Wzrost w okresie rezydualnym na poziomie 1%
- Nominalna stawka podatku dochodowego na poziomie 19% w okresie 2021-25p
- Wskaźnik wypłaty dywidendy 80% w 2021r., a następnie 70% (polityka dywidendowa zakłada co najmniej 60% zysku netto), co przekłada się na stopę dywidendy 3.9%/4.6%/6.0% w latach 2021/22/23.
- Nie uwzględniamy potencjalnych przejęć

IMS na tle grupy porównawczej

Poniżej przedstawiamy mnożniki C/Z oraz EV/EBITDA dla grupy porównawczej, która składa się głównie ze spółek działających w takich obszarach jak marketing "DOOH", agencje reklamowe, nagrywanie oraz upublicznianie muzyki.

Wskaźniki grupy porównawczej

	Kapitalizacja	C/Z			EV/EBITDA		
	rynkowa (EUR mn)	2020p	2021p	2022p	2020p	2021p	2022p
Stroer	4 237	42.2	23	18.5	12.5	10.3	9.4
JCDecaux	3 702	-263.5	35.1	13	13.9	15.9	12.9
APG SGA	524	138.6	22.7	19	35.8	13	11.2
Vivendi	30 753	24.4	19.9	17.7	16.1	14.3	12.9
WPP	11 381	14.3	11.1	9.8	9.9	8.6	8
Warner Music	16 387	58.9	37.7	29.2	25.4	20.8	17.7
M&C Saatchi	144	16.5	13.1	n/a	8.7	7.6	n/a
Publicis Groupe	11 606	10.5	10	9.7	6.6	6.4	6.2
Mediana		20.5	21.3	17.7	13.2	11.7	11.2
IMS		19.8	15.3	11.7	8.7	7.3	6.0
Premia/dyskonto		-3%	-28%	-34%	-34%	-37%	-46%
Implikowana cena		2.8	3.9	4.3	4.5	4.7	5.5

Źródło: Factset, Erste Group Research

Grupa porównawcza dla IMS obejmuje zdecydowanie większe spółki pod kątem kapitalizacji rynkowej; spółka jest handlowana ze zdecydowanym dyskontem sięgającym 28-34% jeśli chodzi o wskaźnik C/Z oraz 37-46% w przypadku EV/EBITDA na lata 2021-22.

Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	9.0%
Koszt kapitału obcego	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	6.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	4.9%
Udział kapitału własnego	89%	89%	89%	89%	89%	90%
WACC	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	8.6%

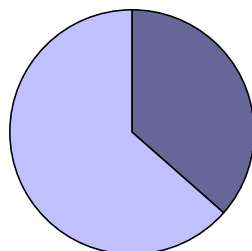
Wycena DCF (Zdykontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	NY / TV
Wzrost przychodów	32.5%	17.0%	13.4%	9.4%	6.2%	1.0%
EBIT	8	10	11	13	13	9
Marża EBIT	15.6%	17.0%	17.6%	17.8%	17.6%	12.0%
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Opodatkowanie EBIT	-1	-2	-2	-2	-3	-2
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	6	8	9	10	11	7
+ Amortyzacja	6	7	7	8	8	8
Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja	82%	86%	89%	90%	90%	103%
+/- Zmiana kapitału pracującego	-2	-1	-1	0	0	0
Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów	-14%	-10%	-8%	-3%	-6%	-10%
- Inwestycje rzeczowe	-5	-6	-6	-7	-8	-9
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	9	10	11	11	12	7
Wzrost w okresie rezydualnym						1.0%
Wartość rezydualna						97
Zdykontowane wolne przepływy pieniężne - Gru 31 2020	8	8	9	9	9	74
Wartość przedsiębiorstwa - Gru 31 2020	117					
Udziały mniejszości	0					
Dług netto	11					
Inne aktywa	0					
Inne korekty	0					
Wartość kapitału własnego - Gru 31 2020	107					
Liczba akcji (mn)	32.4					
Koszt kapitału własnego	7.4%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	3.54					
Obecna cena akcji (PLN)	2.83					
Potencjał wzrostu/spadku	25%					

Podział wartości firmy

Wrażliwość (na akcję)

Wartość bieżąca wartości rezydualnej 69%



Wartość bieżąca szczegółowego okresu 31%

Marża EBIT w okresie rezydualnym

	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
7.6%	3.41	3.65	3.89	4.13	4.37
8.1%	3.25	3.48	3.70	3.93	4.15
8.6%	3.12	3.33	3.54	3.75	3.96
9.1%	3.00	3.20	3.40	3.60	3.80
9.6%	2.90	3.09	3.27	3.46	3.65

Wzrost w okresie rezydualnym

	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
7.6%	3.23	3.52	3.89	4.39	5.12
8.1%	3.12	3.38	3.70	4.14	4.74
8.6%	3.02	3.25	3.54	3.92	4.43
9.1%	2.94	3.14	3.40	3.73	4.16
9.6%	2.86	3.04	3.27	3.56	3.94

Źródło: Erste Securities Polska

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
Przychody ze sprzedaży	43.23	48.05	52.70	58.97	37.12	49.20	57.57
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-35.76	-38.08	-40.88	-48.81	-31.84	-41.79	-48.14
Zysk brutto ze sprzedaży	7.47	9.97	11.82	10.16	5.28	7.41	9.43
Koszty sprzedaży i administracyjne	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe przychody	0.48	0.47	0.74	2.07	0.80	0.59	0.69
Pozostałe koszty	-0.45	-0.55	-0.49	-0.35	-0.23	-0.31	-0.36
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	10.86	13.46	16.55	17.98	11.75	14.01	16.42
Amortyzacja	3.37	3.57	4.48	6.10	5.90	6.32	6.66
Zysk operacyjny - EBIT	7.49	9.89	12.07	11.87	5.84	7.69	9.76
Przychody i koszty finansowe	-0.38	-0.12	-0.46	-0.55	-0.49	-0.35	-0.14
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	7.11	9.77	11.61	11.32	5.35	7.35	9.62
Podatek dochodowy	-1.43	-1.86	-2.36	-1.97	-0.79	-1.40	-1.83
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.18	0.00	0.00
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.03	-0.06	0.04	0.04	0.07	0.03	0.04
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	5.72	7.86	9.29	9.40	4.45	5.98	7.83
Skonsolidowany bilans	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe	10.83	10.43	12.63	12.96	12.28	11.46	10.84
Wartości niematerialne	3.02	3.15	14.12	17.43	18.63	18.89	19.27
Pozostałe aktywa trwałe	0.41	0.49	0.81	1.23	1.23	1.23	1.23
Razem aktywa trwałe	14.25	14.07	27.56	31.61	32.13	31.57	31.33
Zapasy	1.95	2.82	3.58	3.53	2.58	3.04	3.24
Należności	9.14	12.95	15.18	14.44	9.73	12.49	14.30
Inne aktywa obrotowe	1.17	0.96	1.53	1.67	2.89	2.97	3.06
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6.86	7.02	0.64	1.29	1.00	1.20	1.50
Razem aktywa obrotowe	19.11	23.76	20.94	20.92	16.20	19.70	22.10
RAZEM AKTYWA	33.36	37.83	48.50	52.53	48.33	51.27	53.43
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	18.88	20.73	18.25	19.95	22.77	25.16	28.76
Udziały niekontrolujące	-0.06	0.00	-0.02	-0.06	-0.14	-0.16	-0.20
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	5.18	5.15	5.87	5.67	6.17	5.65	4.32
Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.58	0.81	7.79	6.73	4.82	4.82	4.82
Razem zobowiązania długoterminowe	5.76	5.96	13.65	12.40	10.99	10.47	9.15
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	1.97	2.48	3.70	5.34	5.62	5.14	3.89
Zobowiązania handlowe	4.80	5.36	6.75	6.07	4.35	5.94	7.11
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2.01	3.30	6.16	8.85	4.73	4.73	4.73
Razem zobowiązania krótkoterminowe	8.78	11.13	16.61	20.26	14.70	15.80	15.72
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	33.36	37.83	48.50	52.53	48.33	51.27	53.43
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	9.34	9.54	14.50	14.97	6.82	9.92	12.81
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1.35	-0.53	-4.84	-2.44	-7.23	-5.15	-5.75
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-6.59	-8.85	-16.10	-11.88	-0.77	-4.57	-6.76
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	1.40	0.17	-6.44	0.65	-1.19	0.20	0.30
Marże i wskaźniki	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Wzrost przychodów rdr	3%	11%	10%	12%	-37%	33%	17%
Marża EBITDA	25%	28%	31%	30%	32%	28%	29%
Marża EBIT	17%	21%	23%	20%	16%	16%	17%
Marża zysku netto	13%	16%	18%	16%	12%	12%	14%
ROE	30%	38%	51%	47%	20%	24%	27%
ROCE	23%	29%	29%	29%	13%	17%	21%
Wskaźnik kapitału własnego	56%	55%	38%	38%	47%	49%	53%
Dług netto	0.3	0.6	8.9	9.7	10.8	9.6	6.7
Kapitał pracujący	6.3	10.4	12.0	11.9	8.0	9.6	10.4

Źródło: dane Spółki, Erste Securities Polska

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). IMS Spółka Akcyjna została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym spółki IMS S.A. Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W związku z powyższym Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument odbiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone

przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECZNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnosiniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiał na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnenmannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Wielka Brytania: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banca Comercială Română jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2019. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

**Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
Ul. Królewska 16
00-103 Warszawa
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl**

oraz:

**Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handloweg: FN 33209m
Sądzie Gospodarczym w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group: <http://www.erstegroup.com>**