

IMS S.A. jest zdecydowanym liderem na polskim rynku marketingu sensorycznego. Z uwagi na fakt, że rynek ten jest bardzo rozdrobniony (Spółka szacuje swoje udziały rynkowe na około 5%, przy czym najwięksi konkurenci są o ponad połowę mniejsi jeśli chodzi o skalę działalności), oczekujemy, że w średnim okresie będzie on podlegał zjawisku konsolidacji. Przewidujemy, że głównymi aktorami w tym procesie będą podmioty oferujące możliwe najbardziej kompleksową ofertę (co będzie akcelerać możliwości wzrostu organicznego kosztem słabszej pod względem produktu konkurencji) i dysponujące największym potencjałem akwizycyjnym (zdrowy bilans, stabilne przepływy pieniężne).

W naszej ocenie IMS idealnie wpasowuje się w ten schemat, mając już pewne doświadczenia w akwizycjach, bardzo dobrą konwersję EBITDy na przepływy operacyjne oraz minimalny na chwilę obecną poziom zadłużenia netto w stosunku do potencjału generowania wyniku EBITDA.

W bieżącym roku spodziewamy się, że głównym motorem wzrostu Grupy będzie wzmocnienie struktury sprzedażowej. IMS planuje docelowo w 2018 r. zwiększyć zatrudnienie w dywizji sprzedaży o 40% (20 etatów). W naszej ocenie pozwoli to osiągnąć mocny, średnio kilkunastoprocentowy wzrost przychodów w okresie 2018-20E. Spodziewamy się również lekkiej, aczkolwiek konsekwentnej poprawy rentowności biznesu (struktura kosztowa będzie rosła wolniej niż przychody), co powinno pozwolić spółce na generowanie wzrostu wyniku netto, a co za tym idzie wyższych przepływów do akcjonariuszy (przyjęliśmy założenie wyższego niż dotychczas wskaźnika wypłaty dywidendy kosztem programu skupu akcji).

Ponadto Zarząd IMS stale monitoruje rynek (zarówno krajowy, jak i europejski) w poszukiwaniu celów akwizycyjnych, które mogą przyczynić się do skokowego wzrostu skali działalności.

Na podstawie modelu DCF wyceniliśmy bieżącą wartość godziwą przedsiębiorstwa IMS na PLN 202m. Z kolei wartość przedsiębiorstwa oszacowana na podstawie oczekiwanej stopy dywidendy w najbliższym okresie wynosi PLN 133m. Na bazie powyższych metod wyznaczamy cenę docelową akcji IMS na PLN 5.00, co oznacza 32% potencjał wzrostu kursu w stosunku do bieżącej ceny rynkowej. Przy założeniu kapitalizacji odpowiadającej cenie docelowej, stopa dywidendy wyniosłaby 3.9% w tym roku, oraz odpowiednio 6.0%, 7.2% i 8.3% dla wypłat z zysków osiągniętych wg naszej prognozy w okresie 2018-20E.

Tabela 1: Podsumowanie finansowe

	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
Przychody (PLN m)	42.1	43.4	48.1	54.7	63.0	70.5
EBITDA (PLN m)	12.0	10.9	13.5	16.5	19.3	21.8
EBIT (PLN m)	8.8	7.5	9.9	13.2	15.7	18.1
Zysk netto (PLN m)	6.9	5.7	7.7	10.2	12.2	14.1
marża EBITDA (%)	28.5%	25.0%	28.0%	30.2%	30.6%	30.9%
marża operacyjna (%)	21.0%	17.2%	20.5%	24.1%	25.0%	25.7%
marża netto (%)	16.4%	13.2%	16.0%	18.6%	19.4%	20.1%
EV / EBITDA (x)	5.8	9.5	7.4	7.4	6.3	5.6
P/E (x)	10.2	18.0	13.4	12.5	10.4	9.0

Źródło: IMS, szacunki PDM

27/03/2018

IMS

Media

Kupuj

TP: PLN 5.00

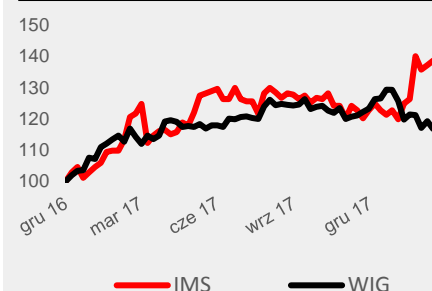
Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	5.00
Cena bieżąca (PLN)	3.78
Potencjał wzrostu/spadku	32%
Min (52T)	3.05
Max (52T)	3.94
Liczba akcji (m)	33.50
Kapitalizacja (PLNm)	127
Dług netto (2017, PLNm)	(4)
EV (PLNm)	119
Śr. Dzienny wolumen (3M, szt)	4.299

Akcjonariat

Dariusz Lichacz	18.75%
Michał Kornacki	17.54%
Artur G. Czeszejko-Sochacki	10.61%
Paweł Przetacznik	8.46%
TRIGON TFI S.A.	7.42%
OPERA TFI S.A.	6.58%
Piotr Bielawski	2.54%
IMS S.A. (akcje własne)	1.61%
Pozostali	26.49%

IMS vs. WIG 30.12.2016 – 23.03.2018



Spis treści

IMS	3
Charakterystyka spółki	3
Struktura Grupy Kapitałowej	4
Struktura akcjonariatu i polityka dywidendowa	5
Program motywacyjny	6
Program skupu akcji własnych	6
Przesłanki do inwestycji	7
Czynniki ryzyka	8
Charakterystyka rynku	10
Rynek reklamy	10
Rynek usług abonamentowych	12
Marketing sensoryczny	13
Analiza konkurencji	14
Wyniki finansowe	15
Przepływy operacyjne	15
Przychody ze sprzedaży	16
Koszty & marże	17
Bilans	18
Prognozy finansowe	19
Prognoza na lata 2018-2020	19
Metodologia wyceny	21
Opis metodologii DCF	21
Oczekiwana stopa dywidendy DY	21
Wycena przedsiębiorstwa	22
Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)	22
Wynik wyceny metodą DCF	23
Analiza wrażliwości	24
Wynik wyceny metodą oczekiwanej stopy dywidendy	24
Sprawozdanie finansowe	25
Informacje końcowe	26

IMS

Charakterystyka spółki

Spółka IMS S.A. powstała 4 sierpnia 2000 r. Pod nazwą Internet Media Services Sp. z o.o. zapoczątkowała w Polsce świadczenie nowoczesnych i wyspecjalizowanych usług w zakresie **audiomarketingu**. W 2006 r. rozszerzyła swoją działalność poprzez wykupienie 63% udziałów w nowo powstałej spółce Tech Cave Sp. z o.o. zajmującą się działalnością badawczo rozwojową, produkcyjną oraz świadczącą usługi w dziedzinie instalacji elektroakustycznych. W tym samym roku firma wprowadziła do swojej oferty usługi **aromamarketingowe** i **videomarketingowe**, dostarczane za pomocą urządzeń zaprojektowanych przez firmę Tech Cave. Pod koniec 2006 r. IMS obsługiwał 1 384 obiektów w Polsce, a także rozpoczął świadczenie usług klientom zagranicznym.

W 2007 r. IMS został przekształcony w spółkę akcyjną, a także objął 70% udziałów w kolejnej już spółce - Videotronic Media Solutions Sp. z o.o., zajmującej się głównie rozwojem działalności videomarketingowej na terenie UE. W 2010 r. pierwsza galeria w Polsce, Cuprum w Lublinie została objęta usługą aromamarketingu. Spółka weszła na rynek NewConnect w styczniu 2012 r., dostarczając usługi abonamentowe do 6 051 lokalizacji.

Potwierdzeniem sukcesu spółki są nagrody, takie jak: Gazele Biznesu 2007, Polish Digital Signage Association Awards 2011 i 2017, Lider Przedsiębiorczości Roku 2013, 2014 i 2015, Gepard Biznesu 2014, wyróżnienie Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych oraz inne osiągnięcia.

Obecnie IMS jest liderem rynku wyspecjalizowanych usług z zakresu marketingu sensorycznego w Polsce. Działając w segmencie mediów i nowoczesnych technologii wykorzystuje techniki umożliwiające skuteczne, efektywne biznesowo kreowanie nastroju i wywieranie wpływu na zachowanie klienta. Nowoczesne rozwiązania marketingowe w dziedzinie marketingu sensorycznego oraz nowych mediów w miejscu sprzedaży obejmują cztery grupy usług:

- **Audiomarketing** – przygotowanie formatów muzycznych oraz produkcja i emisja reklam dźwiękowych przy użyciu Radia IMS;
- **Digital Signage** – produkcja i emisja przekazów reklamowych oraz treści wizerunkowo-informacyjnych na ekranach plazmowych;
- **Aromamarketing** – tworzenie indywidualnych projektów zapachowych, uwzględniających wizerunek marki oraz specyfikę miejsca sprzedaży;
- **Event Marketing** - organizacja imprez, szkoleń, wyjazdów integracyjnych, w zakresie specjalnych działań eventowych;
- **Technologia i rozwój** – usługi z zakresu innowacji, technologii oraz serwisu technicznego dla marketingu sensorycznego: audiomarketingu, aromarketingu, Digital Signage i Reklamy Instore.

IMS to także **operator największej sieci mediów in-store** w Polsce o łącznym dotarciu do ponad **220 mln kontaktów miesięcznie**.

Struktura Grupy Kapitałowej

W skład Grupy Kapitałowej IMS wchodzi obecnie cztery spółki zależne.



Źródło: IMS

- IMS r&d sp. z o.o. z siedzibą w Krakowie – spółka pracuje nad nowymi, innowacyjnymi rozwiązaniami urządzeń do marketingu sensorycznego wykorzystywanymi w całej Grupie Kapitałowej (np. serwery do nadawania muzyki i wyświetlania kontentu Digital Signage) oraz autorskimi, interaktywnymi aplikacjami multimedialnymi. W 2016 r. IMS R&D wprowadziła do sprzedaży dwa nowe urządzenia, tj. Interaktywna Strefa Zabaw i Wypoczynku oraz Fotobudka (SefiePhotoBox). Spółka została wyróżniona tytułem Geparda Biznesu – rankingu przeprowadzanego wśród najdynamiczniejszych przedsiębiorstw w Polsce;
- IMS events sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie – spółka przejęta w 2014 r. zajmująca się organizacją eventów i działań promocyjnych;
- Videotronic Media Solutions Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie – spółka zależna od IMS od 2011 r. świadcząca usługi logistyczne dla Grupy IMS oraz zajmująca się wynajmem monitorów w centrach handlowych;
- Mood Factory Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie - spółka prowadząca od marca 2013 r. działalność abonamentową w zakresie audio i aromamarketingu na krajowych rynkach lokalnych, gdzie grupą klientów docelowych są głównie pojedyncze sklepy, salony fryzjerskie, salony fitness, puby, restauracje oraz niewielkie, lokalne sieci ww. salonów, sklepów i restauracji (w odróżnieniu od IMS, który w swojej dotychczasowej działalności współpracuje głównie z dużymi markami, sieciami FMCG, galeriami handlowymi oraz sieciami hiper- i supermarketów). Mood Factory działa w najatrakcyjniejszym dla IMS, abonamentowym obszarze działalności. Na dzień przejęcia Mood Factory posiadała ponad 300 lokalizacji abonamentowych audio i aroma. Po nabyciu tej spółki, IMS rozwija działalność abonamentową w dotychczas obsługiwanym kanale sprzedaży (duże marki, sieci FMCG, galerie handlowe, sieci hiper- i supermarketów) oraz na rynkach lokalnych (głównie pojedyncze sklepy, salony fryzjerskie, salony fitness, puby, restauracje oraz niewielkie, lokalne sieci ww. salonów, sklepów i restauracji), gdzie operuje Mood Factory. Dzięki przejęciu, Zarząd IMS spodziewa się wzrostu tempa pozyskiwania lokalizacji abonamentowych oraz dodatkowego wzrostu efektywności w tym segmencie działalności, dzięki obustronnym synergii oraz doświadczeniom rynkowym obu spółek.

Struktura akcjonariatu i polityka dywidendowa

Kapitał zakładowy IMS S.A. dzieli się na 33 499 899 akcji o wartości nominalnej PLN 0.2 za akcje. Struktura akcjonariatu nie przewiduje akcji uprzywilejowanych co do głosu. Aktualny stan akcjonariatu przedstawia tabela poniżej:

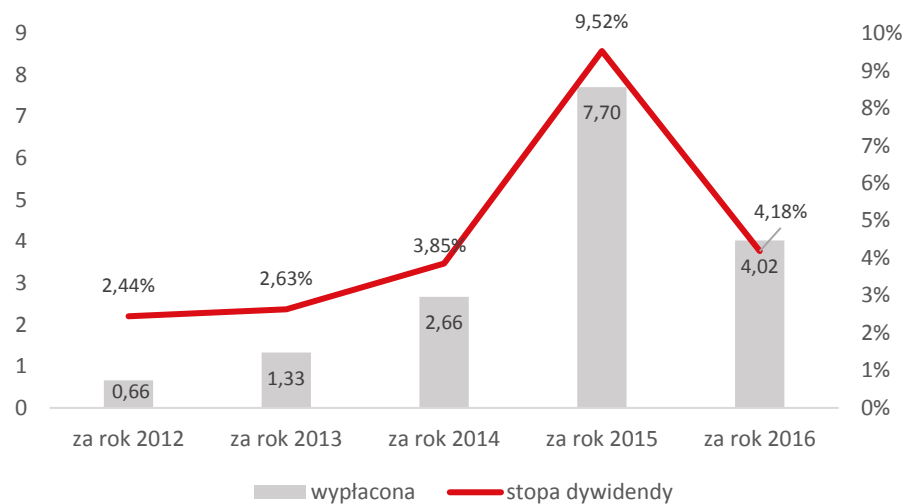
Tabela 2: Struktura akcjonariatu (dane na marzec 2018 r.)

Akcionariusz	Ilość akcji	Udział w kapitale	Udział w liczbie głosów
Dariusz Lichacz	6 282 320	18.75%	18.75%
Michał Kornacki	5 874 784	17.54%	17.54%
Artur G. Czeszejko-Sochacki	3 554 973	10.61%	10.61%
Paweł Przetacznik	2 835 019	8.46%	8.46%
TRIGON TFI S.A.	2 486 220	7.42%	7.42%
OPERA TFI S.A.	2 202 719	6.58%	6.58%
Piotr Bielawski	850 000	2.54%	2.54%
IMS S.A. (akcje własne)	539 926	1.61%	1.61%
Pozostali	8 873 938	26.49%	26.49%
RAZEM	33 499 899	100.00%	100.00%

Źródło: IMS, Stooq

Dywidenda wypłacana jest konsekwentnie od pierwszego roku funkcjonowania Spółki na rynku publicznym.

Wykres 1: Stopa dywidendy i wartość wypłaconych dywidend za lata 2012 – 2016 (dane w PLNm)



Źródło: IMS, Stooq

W dniu 20 czerwca 2017 r. IMS S.A. wypłaciła dywidendę za 2016 rok w wysokości 4.019.987,88 PLN, tj. 12 groszy/akcję. **Polityka dywidendy prowadzona w Grupie Kapitałowej IMS stanowi o corocznym przeznaczaniu nie mniej niż 60% osiąganego przez Grupę rocznego zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej do podziału między Akcjonariuszy.**

Program motywacyjny

18 sierpnia 2017 r. Rada Nadzorcza IMS przyjęła nowy Regulamin dotyczący planu motywacyjnego na lata 2018-20, skierowanego do członków Zarządu, menadżerów, pracowników i współpracowników spółek należących do Grupy Kapitałowej. Celem programu motywacyjnego jest stworzenie dodatkowego, silnego narzędzia motywującego do osiągania bardzo ambitnych celów, poprzez działania takie jak: 1) przejęcia wysokorentownych podmiotów (pierwsza akwizycja jest możliwa już w 2H'18); 2) generowanie wysokiej sprzedaży z bieżących produktów i usług oraz pozyskiwanie nowych klientów i rynków zbytu, co w efekcie powinno w istotny sposób przełożyć się na dobre wyniki IMS. Program motywacyjny wpisuje się w strategię rozwoju grupy która oparta jest zarówno na wzroście organicznym jak i akwizycjach podmiotów z branży.

Program Motywacyjny zakłada uzyskanie praw do objęcia przez osoby w nim uczestniczące, łącznie nie więcej niż **1.5 mln akcji** nowej serii, po cenie emisyjnej **PLN 3.03**. Nabycie praw do objęcia akcji nowej emisji uwarunkowane jest spełnieniem dwóch kluczowych warunków: minimum sześć-miesięczny staż pracy w IMS w danym roku obrotowym i przekroczenie **postawionego celu EBITDA**, który na lata 2018-20 wynosi odpowiednio **PLN 16.5m, PLN 20m i PLN 23m**. Prawo do objęcia nowych akcji będzie realizowane w formie warrantów subskrypcyjnych (jeden warrant upoważnia do objęcia jednej akcji nowej serii po cenie emisyjnej PLN 3.03) wyemitowanych przez spółkę. Konstrukcja Programu Motywacyjnego nie determinuje jednoznacznie maksymalnej kwoty warrantów jakie mogą zostać wyemitowane jednego roku. Rada Nadzorcza, w drodze uchwały, dokonuje wyboru osób uprawnionych oraz określa liczbę warrantów jej przypadających. Zaznaczamy, że wszystkie osoby powiązane obejmujące nowe akcje w ramach Programu Motywacyjnego są zobowiązane do bezwzględnego niezbywania nabytych akcji przez okres dwunastu miesięcy w ramach umowy lock-up.

Program skupu akcji własnych

Zarząd IMS przyjął Program skupu akcji własnych 13 lutego 2018 r. Zgodnie z nim Grupa będzie mogła skupić do 1 mln akcji, wydając na to do PLN 2.5m. Program będzie trwał do 31 marca 2019 r. i będzie wykonywany w ramach transz. Na 21 marca 2018 r. Grupa posiada 561 477 akcji własnych, o wartości nominalnej PLN 11 229.54, które stanowią **1.68% kapitału zakładowego IMS** i uprawniają do 561 477 głosów na WZ (1.68% wszystkich głosów).

IMS systematycznie co roku podejmuje decyzję o Programie skupu akcji własnych. Program uchwalony w 2018 r. to już szósta transza aktualnego programu skupu. W każdej kolejnej Grupa oferuje wyższą cenę, co świadczy o tym, że rynek coraz lepiej rozumie i wycenia perspektywę IMS. W ocenie Zarządu IMS uchwalany buy-back to cenne narzędzie, dzięki któremu umożliwiające jest wyjście z inwestycji zainteresowanym akcjonariuszom. Jednocześnie korzysta na tym IMS, bo część akcji jest odsprzedana inwestorom finansowym po wyższej cenie.

Tabela 3: Programu skupu akcji własnych IMS

	Ilość transz	Ilość akcji	Wartość (PLN)	% w kapitale zakładowym
2014	2	461 788	996 493	1.37
2015	3	2 283 505	4 951 193	6.78
2016	3	786 220	1 690 373	2.34
2017	3	539 926	1 965 270	1.61
RAZEM	11	4 071 439	9 603 329	12.1

Źródło: IMS

Przesłanki do inwestycji

IMS to w naszej opinii ciekawa propozycja inwestycyjna dla osób zainteresowanych uzyskaniem wysokiej dywidendy z jednoczesnym wzrostem wartości wewnętrznej akcji. Poniżej prezentujemy kluczowe naszym zdaniem przesłanki inwestycyjne:

Sytuacja rynkowa. Marketing sensoryczny na świecie bije rekordy popularności. Polski rynek jest ciągle rozdrobniony (zwłaszcza w obszarze Digital Signage), mniej rozwinięty niż w USA oraz Europie Zachodniej i w tym obszarze widzimy szanse ekspansji organicznej Grupy. Zapotrzebowanie na produkty Grupy rośnie wraz ze wzrostem rynku reklamy w Polsce, który obecnie jest wart PLN 8.78 mld (+2.3% r/r). Dodatkowo sytuacja finansowa IMS będzie wspierana rosnącą sprzedażą detaliczną. GUS rejestruje trend wzrostowy sprzedaży detalicznej dla końcówki roku 2017 i początku 2018 r. Stopniowo oddawane do użytku są nowe przestrzenie handlowe, co w 2018 rozszerzy zakupowe okazje polskich konsumentów.

Wypracowane wyniki ponad prognozą. Wg podanych przez IMS szacunków za 2017 r. wyniki były lepsze od prognozy o 1.4% na skonsolidowanych przychodach oraz 11% wyższe z perspektywy zysku netto. Szacowany wynik EBITDA wyniósł PLN 13.5m i był zgodny z założoną prognozą. Bardzo dobre wyniki finansowe to efekt wzrostu sprzedaży we wszystkich segmentach działalności Grupy. Skutecznie rozwijany jest sektor usług abonamentowych aroma oraz efektywnie wykorzystywana jest pozycja rynkowa w segmencie usług reklamowych audio, gdzie osiągane są najkorzystniejsze progi rentowności. Szacowane wyniki są zgodne ze średnioterminowymi celami finansowymi Grupy IMS na lata 2017-2019. Zgodnie z nimi wynik EBITDA w 2018 r. może wynieść PLN 16.5m, a w kolejnym PLN 20m. Motorem napędowym do osiągnięcia zamierzonych wyników jest dodatkowo uchwalony plan motywacyjny dla kluczowych pracowników, zakładający objęcie akcji IMS na preferencyjnych warunkach przy wypracowaniu założonego celu finansowego.

Stabilna polityka dywidendowa. IMS posiada stabilną politykę dywidendową, zgodnie z którą minimum 60% zysku netto jest przeznaczone do wypłaty dla akcjonariuszy. IMS konsekwentnie wypłaca dywidendę od pierwszego roku funkcjonowania na rynku publicznym. W najbliższych latach widzimy spore szanse na wzrost stopy dywidendy (DY) i spodziewamy się utrzymania wskaźnika wypłaty dywidendy w granicach założeń polityki dywidendowej, nawet w przypadku zrealizowania akwizycji.

Atrakcyjne akwizycje. Strategia rozwoju Grupy, której celem jest konsolidacja rynku i zdobycie pozycji lidera marketingu sensorycznego w Europie, zakłada akwizycje podmiotów krajowych, jak i zagranicznych. Celem Grupy jest poszukiwanie jedynie rentownych podmiotów o dużych perspektywach wzrostu, których przejęcie pozwoli na wzrost wartości Grupy IMS. W 2016 r. IMS objął pakiet kontrolny udziałów w Mood Factory Sp. z o.o. co wpłynęło na wzrost tempa pozyskiwania lokalizacji abonamentowych oraz wzrost efektywności w zakresie audio i aromamarketingu. IMS prowadzi aktualnie rozmowy na temat kolejnych akwizycji na europejskich rynkach. Celem przejęcia wg Grupy będą podmioty o skali porównywalnej do IMS. W Polsce grupa rozmawia o kontraktach z dużymi sieciami handlowymi, widzi też potencjał do rozwoju m.in. w sektorze bankowym. W ocenie IMS można się pokusić o dokonywanie transakcji w branży w przedziale wartości od 6- do 8-krotności EBITDA.

Nowe produkty. Spółka konsekwentnie realizuje obraną strategię rozwoju wprowadzając do oferty nowe produkty: Interaktywną Strefę Zabawy i Wypoczynku oraz SelfiPhotoBox (fotobudka). Interaktywna Strefa Zabawy i Wypoczynku to kompleksowy produkt, łączący miejsce zabaw dla dzieci z miejscem wypoczynku dla rodziców. W strefie wykorzystywane są zarówno elementy nowoczesnej technologii wraz z pakietami aplikacji dla dzieci oraz tradycyjne elementy placu zabaw. SelfiPhotoBox to fotobudka pozwalająca na wykonywanie cyfrowych zdjęć z wykorzystaniem dedykowanego, zmiennego tła. Fotobudka służy nie tylko do budowania fotograficznych atrakcji dla klientów obiektu handlowego, ale również do organizacji wydarzeń o eventowym charakterze.

Atrakcyjny model biznesowy. Ok. 50% sprzedaży Grupy IMS wynika ze stałych, comiesięcznych przychodów abonamentowych opartych o wieloletnie kontrakty. IMS to

operator największej sieci mediów in-store w Polsce o łącznym dotarciu ponad 220 mln kontaktów miesięcznie. Model abonamentowy zapewnia stałe wpływy finansowe i pozwala na dokładniejsze budżetowanie kolejnych okresów.

Ekspansja zagraniczna. Jednym z celów strategicznych Grupy jest zdobycie pozycji lidera w Europie w zakresie marketingu sensorycznego. Oprócz Polski, Grupa aktywnie działa na terenie Słowacji, Czech, Niemiec, Bułgarii, Węgier, Rumunii, Austrii, Chorwacji, Hiszpanii i Szwajcarii. IMS planuje intensyfikację działań zagranicą mających na celu obsługę coraz większej liczby punktów handlowych w Europie. Plany rozwoju opierają się w dużym stopniu na ekspansji zagranicznej partnerów biznesowych Grupy pozyskanych w Polsce. Dzięki długoletniej współpracy polskie organizacje handlowe planując rozwój poza granicami kraju zakładają, iż usługi audio, Digital Signage oraz aroma implementować będą we współpracy ze spółkami Grupy. Dodatkowo IMS rozwija współpracę z dystrybutorem usług Emitenta na terenie Czech i Słowacji, spółką Store Media S.R.L., która to we własnym imieniu rozwija sprzedaż aromamarketingu na bazie doświadczeń oraz urządzeń i olejków zapachowych kupowanych od IMS S.A. Grupa zamierza poszerzyć zasięg działania poza Polskę, do 2.5 – 3 tys. lokalizacji abonamentowych na koniec 2018 r.

Nowe segmenty rynku. Rozwój polegający na implementacji kolejnych usług u klientów pozyskanych w poprzednich latach, to ciągle jeden z najważniejszych elementów strategii rozwoju. Należy jednak podkreślić, że ostatnie lata działań Grupy polegające na poszukiwaniu możliwości rozwoju usług w nowych kanałach dystrybucji wskazały ciekawe i obiecujące kierunki rozwoju. Dodatkowe obszary rozwoju to: bankowość oraz kanał stacji benzynowych. Badania przeprowadzone przez właścicieli sieci stacji benzynowych również potwierdzają skuteczność produktów/usług oferowanych przez Grupę. IMS kontynuuje proces pozyskiwania klientów z branży FMCG, bo mimo tego, że jest kluczowym graczem w tej branży, kilka istotnych co do wielkości sieci nadal nie jest objętych usługami Grupy.

Czynniki ryzyka

Ryzyko konkurencji. Ze względu na swoją atrakcyjność oraz względnie niskie bariery wejścia na rynek audio- i video-marketingowy istnieje wiele stosunkowo niewielkich podmiotów świadczących usługi zbliżone do IMS. Konkurencja ze względu na niewielką skalę działalności często jest w stanie początkowo zaoferować ceny znacząco niższe. Jednakże, z pozoru tanie usługi często wykonywane są kosztem jakości, i tak na ostatnim przetargu, IMS, oferując cenę o prawie 40% wyższą od tej zaoferowanej przez konkurencję, wygrał go. Świadczy to o tym, iż klienci doceniają jakość usług IMS oraz mimo wyższych cen wolą współpracować ze sprawdzonym partnerem. Dla niewielkich podmiotów stracenie nawet jednego znaczącego klienta może skutkować utratą rentowności prowadzonej działalności.

Ryzyko związane z ograniczeniem handlu w niedzielę. Obowiązująca od marca 2018 r. ustawa o ograniczeniu i zakazie handlu w niedzielę może potencjalnie negatywnie wpłynąć na rynek handlu detalicznego w Polsce. Wg Retail Institute o 13.5 proc. zmalała odwiedzalność centrów handlowych w tygodniu od 5 do 11 marca 2018 r., czyli pierwszym, w którym zaczęło obowiązywać nowe prawo o zakazie handlu w niedzielę. Podmioty, które podlegają pod tą ustawę stanowią grupę docelowych klientów dla spółki. Ze względu na to, iż niedziele są jednym z najbardziej rentownych dni tygodnia w branży detalicznej, najemcy powierzchni handlowych starają się o renegotiację kontraktów z właścicielami. Jednakże, według zarządu IMS zaistniała sytuacja nie wpłynie znacząco na wyniki spółki. Spółka nie odnotowała pojedynczego przypadku w którym klient (obecnie jest ich ok. 1 tys.) wystąpił o renegotiację warunków umowy. Wbrew pozorom skrócony tydzień handlowy, może skutkować większym zapotrzebowaniem oraz wzmożoną intensyfikacją reklamy w dniach kiedy handel jest dozwolony. Dodatkowo, IMS wprowadziło na rynek produkt ekonomiczny, który jest kierowany do klientów z bardziej restrykcyjnymi budżetami.

Ryzyko związane z nowymi technologiami. Potencjalnym zagrożeniem dla IMS jest rozwój technologii Big Data, Machine Learning oraz pojawieniu się na rynku aplikacji

typu Spotify Business, które dzięki pomocy algorytmów będą w stanie dobrać muzykę pod konkretny punkt usługowo-handlowy. Dzięki analizie tysięcy danych oraz opinii klientów, oprogramowanie tego typu będzie się ciągle ulepszało, by w efekcie końcowym zaoferować najbardziej odpowiednią playlistę dla danej firmy – biorąc pod uwagę kryteria takie jak: wiek klientów, lokalizacja punktu, atmosfera w sklepie, czas spędzany przez klienta w sklepie itp. Rozwiązania takie istnieją już dzisiaj na rynku międzynarodowym, jednakże cenowo są one porównywalne do produktów oferowanych w tym segmencie przez IMS, a biorąc pod uwagę produkt ekonomiczny wprowadzony przez spółkę, będzie ona tańsza od zautomatyzowanych rywali. Również na dzień dzisiejszy, rozwiązania te nie oferują możliwości reklamy pomiędzy utworami. IMS kompleksowo zajmuje się potrzebami swoich klientów, poprzez przygotowanie oraz produkcję materiałów audio-marketingowych, optymalizację ścieżki muzycznej oraz harmonijne funkcjonowanie tych dwóch w przestrzeni handlowej.

Ryzyko spadku bezrobocia i presji płacowej. W 2017 r. można było zaobserwować spadające bezrobocie oraz coraz silniejszą presję płacową wywieraną na pracodawcach. Na koniec 2018 r. rząd spodziewa się 5% stopy bezrobocia oraz nominalnego wzrostu wynagrodzeń na poziomie 4.7%. Stanowi to istotne zagrożenie dla spółki, gdyż w celu przeprowadzenia silnej ekspansji na rynku krajowym oraz dotarcia do 100 tys. punktów usługowo-handlowych, spółka planuje zwiększyć swoje moce sprzedażowe o ok. 40% (nominalnie 20 etatów). Pomimo, iż podwyżki płacowe będą niewątpliwie obciążeniem dla IMS oraz innych spółek z branży, to pragniemy zwrócić uwagę, iż spółka może sobie na to pozwolić dzięki wysokim marżom oraz rosnącym przychodom, które od kilku lat odnotowuje. W okresie wzmożonej ekspansji marże mogą się tymczasowo pogorszyć.

Ryzyko niepowodzenia ekspansji zagranicznej. Na rynku krajowym spółka posiada znaczący udział w obsłudze klientów abonamentowych. Dotychczasowo, ekspansja w Polsce opierała się na przejściach mniejszych podmiotów oraz na zwiększaniu własnych mocy sprzedażowych. Do tej pory IMS nie odnotował znaczącego przejścia podmiotu z zagranicy, tak więc istnieje ryzyko, iż spółka będzie miała problemy z przejściem i zarządzaniem zagranicznym podmiotem. Jednakże, biorąc pod uwagę sukcesy na rynku krajowym oraz uniwersalny charakter prowadzonej działalności nie dostrzegamy tutaj znaczących czerwonych flag.

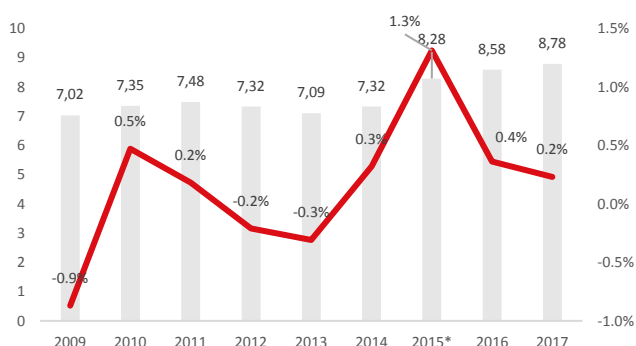
Ryzyko zbyt dużej dywersyfikacji działalności. IMS prowadzi działalność w wielu dziedzinach podchodzących pod marketing sensoryczny – audiomarketing, aromamarketing, digital signage oraz reklama in-store. Spółka zajmuje się produkcją materiałów reklamowych, tworzeniem oprogramowania oraz hardware'u w postaci interaktywnych monitorów LCD (w przyszłości planuje ekspansję swoich zdolności produkcyjnych o inne produkty). Poprzez szeroką ekspozycję w segmentach częściowo od siebie niezależnych, spółka ryzykuje utracenie przewagi konkurencyjnej oraz możliwość złej alokacji środków, zarówno finansowych, jak i ludzkich. Jednakże, spółka funkcjonuje wewnątrz obecnego modelu biznesowego od wielu lat i póki co takie podejście okazało się słuszne i rentowne.

Charakterystyka rynku

Rynek reklamy

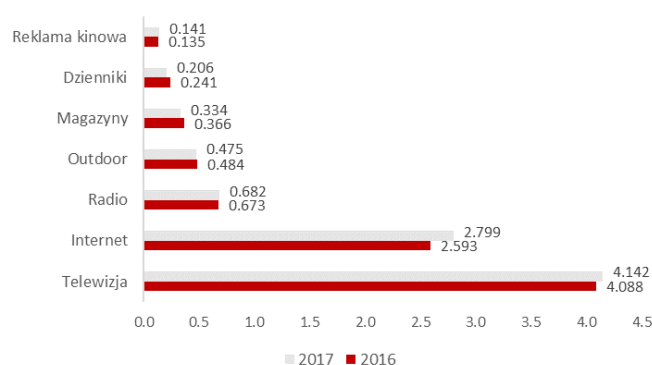
Grupa IMS świadczy usługi na rynku reklam. Według uśrednionych szacunków agencji mediowej Starcom, rynek reklamy w Polsce w minionym roku osiągnął wartości PLN 8.78 mld, o 2.3% więcej niż rok wcześniej. Wartość reklamy zewnętrznej była na poziomie PLN 475m. Najwięcej w tym kanale komunikacji wydają firmy z sektorów handlu, mediów i telekomunikacji. Prognozy na 2018 r. dotyczące sytuacji gospodarczej oraz nastrojów konsumentów są bardzo dobre i wg prognoz agencji Starcom początek roku na rynku reklamy będzie równie dobry jak czwarty kwartał 2017 r., kiedy to wzrost wyniósł 5,5%.

Wykres 2: Wartość rynku reklamowego netto w Polsce w latach 2009 - 2017 (w mld PLN)



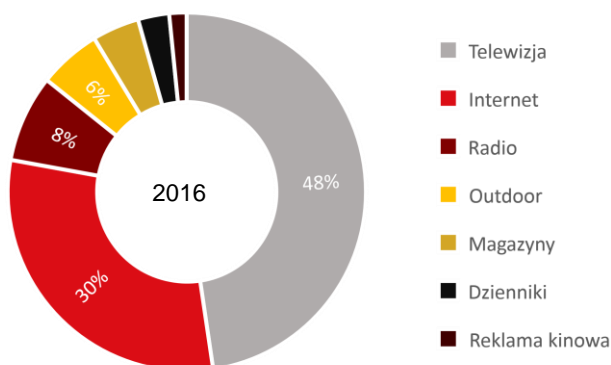
* Zmiana metodologii liczenia rynku reklamy online
 Źródło: Starcom

Wykres 3: Zmiana wartości reklamy w klasach mediów (w mld PLN)



Źródło: Starcom

Wykres 4: Udział klas mediów w rynku reklamowym w latach 2016 - 2017



Źródło: Starcom

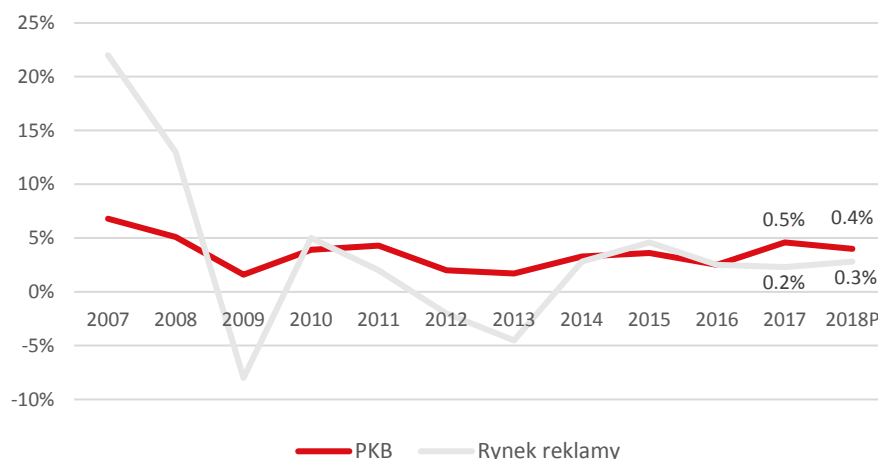
Źródło: Starcom

Jak widać na powyższych wykresach głównym graczem na rynku reklamy w Polsce jest reklama telewizyjna z udziałem blisko 50% i wartościowo ponad PLN 4 mld. – wskaźnik ten utrzymuje się na podobnym poziomie od kilkunastu lat.

Zmiany technologiczne powodują systematyczny wzrost udziałów reklamy internetowej oraz spadek wydatków na reklamę w dziennikach. Pozostałe segmenty mniej więcej utrzymują udziały w rynku reklamy.

W poprzednich latach rynek reklamy wyprzedzał PKB. Gdy gospodarka w Polsce rosła o 3-4 proc., wydatki na reklamę szły w górę co najmniej o 4 proc., Obecnie PKB rośnie o ponad 4 proc., a rynek reklamowy tylko o 1 proc. Rok 2018 ma przynieść ożywienie za sprawą dobrej koniunktury gospodarczej i spadku ryzyka wprowadzenia opłaty audiowizualnej.

Wykres 5: Dynamika rynku reklam w relacji do wzrostu PKB w latach 2007-2018E



Źródło: Stracom, GUS

Ze względu na duże zaangażowanie na rynku mediów przemysł reklamowy znajduje się na fali wzrostowej. Szacuje się, że globalne wydatki na rynku reklamy cyfrowej wyniosą USD 558 mld w 2018 r. Ameryka Północna jest regionem, który inwestuje najwięcej w tym sektorze, następnie Azja i Europa Zachodnia. Ponad USD 197 mld wydatków przypada na największy rynek, czyli Stany Zjednoczone, podczas gdy Chiny zainwestowały mniej niż połowę tej kwoty w tym samym okresie.

Przyglądając się rozkładowi wydatków na reklamę to prawie połowa wydatków budżetu jest wydawana w TV, ok. 30% to reklama cyfrowa i pozostałe 25% to reklama zewnętrzna, radio i prasa. Zmniejszenie wydatków na prasę jest zauważalne na skalę światową i jego udział będzie się stale zmniejszał na rzecz innych form reklamy.

Tabela 4: 10 największych rynków reklamowych (w mld USD)

2017		Wydatki reklamowe	2020		Wydatki reklamowe
1	USA	197.474	1	USA	217.179
2	Chiny	80.52	2	Chiny	94.728
3	Japonia	42.972	3	Japonia	45.691
4	Wielka Brytania	24.353	4	Wielka Brytania	27.108
5	Niemcy	22.192	5	Niemcy	23.609
6	Brazylia	13.243	6	Brazylia	15.185
7	Australia	11.627	7	Australia	12.949
8	Francja	11.604	8	Francja	12.663
9	Korea Południowa	11.551	9	Korea Południowa	12.394
10	Kanada	9.653	10	Indonezja	11.776

Źródło: Zenith

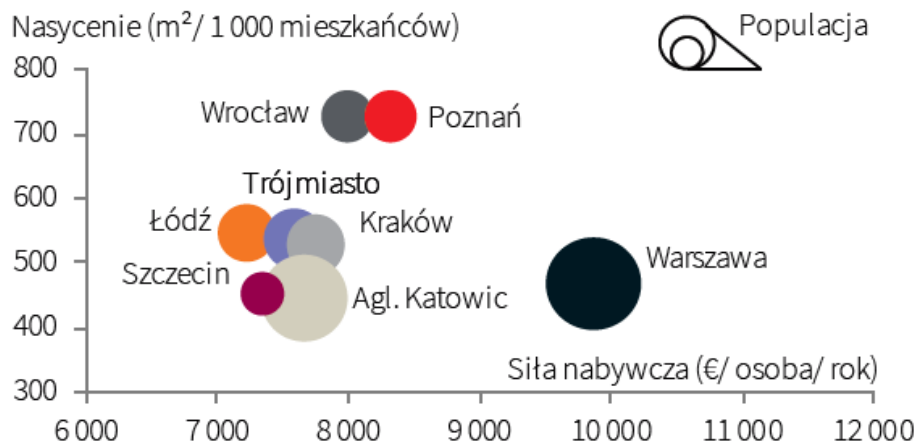
Rynek usług abonamentowych

Według danych GUS, w samej Polsce istnieje kilkaset tysięcy punktów usługowo-handlowych, których profil działalności odpowiada profilowi obecnych klientów Grupy IMS. W niektórych z nich, może być więcej niż jedna lokalizacja abonamentowa (przykład: galeria handlowa może korzystać z jednego – dwóch urządzeń do audiomarketingu i nawet kilkunastu urządzeń aroma, czyli w obrębie jednego punktu usługowo – handlowego możemy mieć do czynienia z kilkunastoma lokalizacjami abonamentowymi). Oznacza to, że potencjał rynku w Polsce (i patrząc szerzej w Europie) jest ogromny.

Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w Polsce wynosi obecnie 13,8 mln m². Rynek centrów handlowych to 408 obiektów o łącznej powierzchni najmu blisko 9,8 mln m² (71% udziału w rynku). Pozostałe formaty to parki handlowe i wolnostojące obiekty handlowe oraz centra wyprzedażowe. Nowa podaż powierzchni w ramach formatu centrów handlowych w całym 2017 r. wyniosła 331 tys. m², co stanowi rezultat porównywalny do tego z 2016 r. (336 tys. m²). W 2018 r. oczekiwany jest niewielki wzrost podaży, do poziomu 361 tys. m², z czego 327 tys. m² znajduje się aktualnie w budowie. Największe inwestycje w fazie realizacji to: Galeria Młociny w Warszawie (76 tys. m²), Forum Gdańsk w Trójmieście (62 tys. m²), Libero w Katowicach (45 tys. m²), Gemini Park Tychy (36,6 tys. m²), Color Park w Nowym Targu (27 tys. m²) i Nowa Stacja w Pruszkowie (26,8 tys. m²). Poza Galerią Młociny, ukończenie wszystkich wymienionych projektów planowane jest na 2018 r.

W wyniku ostatnich otwarć poziom nasycenia powierzchnią handlową w ramach centrów handlowych w Polsce wzrósł do 255 m²/ 1 000 mieszkańców, czyli wciąż poniżej średniej dla Europy Zachodniej (266 m²/ 1 000 mieszkańców).

Wykres 6: Dojrzałość ośmiu głównych aglomeracji (dane na styczeń 2018 r.)



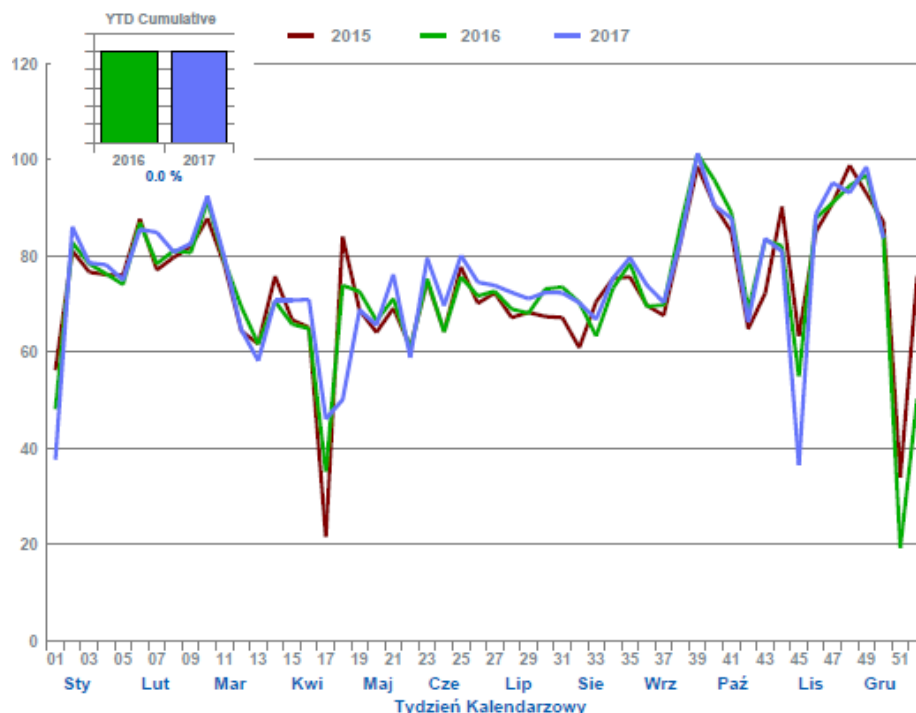
Źródło: JLL

Odwiedzalność w polskich centrach handlowych utrzymała się w 2017 r. na poziomie zbliżonym do tego z 2016 r. Średnia z całego 2017 r. wyniosła ponad 390 tys. osób na miesiąc. Najwięcej odwiedzających zarejestrowano w grudniu, zaś najsłabszy wynik miał miejsce w lutym.

Po styczniowym wzroście frekwencji w 2018 r. polscy konsumenci nie spoczęli na laurach tłumnie ruszając do sklepów także w lutym – zaowocowało to wzrostem o 20.3% m/m, do czego musiały przyczynić się Walentynki oraz okres karnawału. W ujęciu rok do roku frekwencja jednakże nieznacznie spadła.

Wskaźniki gospodarcze doskonale wróżą kolejnym miesiącom, a GUS rejestruje trend wzrostowy sprzedaży detalicznej dla końcówki roku 2017 i początku 2018 r. Stopniowo oddawane do użytku są nowe przestrzenie handlowe, co w 2018 r. rozszerzy zakupowe okazje polskich konsumentów. Z drugiej strony rząd wprowadził od 11 marca zakaz handlu w niedziele, co może negatywnie wpłynąć na wyniki branży detalicznej.

Wykres 7: Indeks tygodniowy SHOPPERTRAK (Polska, dane na 11.12.2017 r.)



Źródło: ShopperTrak

Marketing sensoryczny

W Polsce kampania oparte na marketingu sensorycznym należą wciąż do rzadkości. Za to na świecie dziedzina ta zaczyna bić rekordy popularności. Rynek jest ciągle rozdrobiony (zwłaszcza w obszarze Digital Signage) i mniej rozwinięty niż w USA oraz Europie Zachodniej.

Decydujący wpływ na zakup mają zmysły. Odpowiednio wyeksponowane produkty mogą zachęcić klientów, dlatego duże znaczenie pełni również oświetlenie, podobnie jak zastosowane barwy i połączenia kolorów. Część połączeń kolorów wywołuje w kupujących odpowiednie reakcje.

Atmosfera panująca w punkcie usługowym/handlowym jest bardzo ważna, ponieważ to od niej zależy, czy klient spędzi więcej czasu w danym punkcie i chętniej skorzysta z usługi. Po wizycie w miejscu, w którym był obecny marketing sensoryczny klienci oceniają swój nastrój jako bardzo dobry. Takiej odpowiedzi udzieliło 34% respondentów w badaniu przeprowadzonym przez IMS oraz Millward Brown w 2016 r. Zarówno aromamarketing, jak i audiomarketing mają wpływ na atmosferę. Dobrze dobrana muzyka nie tylko podnosi komfort kupowania, lecz także sprawia, że klient spędzi więcej czasu w danym miejscu, co automatycznie przełoży się na sprzedaż produktów. Istotną rolę odgrywa również aromamarketing, który wpływa na dobrą pamięć zapachową miejsca, stwarza miły klimat, potęguje przyjemne doznania.

Badania pokazują bardzo wyraźny wpływ marketingu sensorycznego na oceniany przez klienta poziom optymizmu związany z korzystaniem z wybranej usługi w badanym punkcie. We wszystkich grupach wiekowych zaobserwowano pozytywny wpływ marketingu sensorycznego na ocenę poziomu optymizmu. Najwyższy wpływ był widoczny w najstarszej grupie wiekowej 55+, gdzie wyniósł on aż 22%. Zarówno kobiety, jak i mężczyźni, którzy mieli kontakt z marketingiem sensorycznym lepiej oceniają poziom optymizmu. Ciekawym zjawiskiem jest fakt, że klienci poddani działaniu aromamarketingu i audiomarketingu, wydają w danym punkcie więcej pieniędzy, niż planowali. Pozytywny wpływ na racjonalny aspekt procesu decyzyjnego można łączyć

zarówno ze wzrostem dobrego samopoczucia w danym punkcie, jak i wzrostem współczynnika optymizmu.

W modelu idealnym marketing sensoryczny oddziałuje na wszystkie pięć zmysłów ludzkich, dostarczając klientom określone doświadczenia, odbierane przez wzrok, słuch, smak, węch i dotyk. Niestety, nie zawsze jest możliwe aktywizowanie wszystkich zmysłów równocześnie, ale warto zadbać o angażowanie wielu zmysłów – multisensualność potęguje doświadczenie i lepiej zapada w pamięć.

Dobór muzyki

Oddziaływanie na zmysł słuchu wzmacnia postrzeganie marki i jednocześnie wpływa na klimat panujący w pomieszczeniach. Niezmiernie ważną rolę odgrywa dobór odpowiedniej muzyki, a także właściwe ustawienia akustyczne. Wybór muzyki powinien nie tylko harmonizować się z otoczeniem i kolorystyką lokalu lecz także relaksować klientów i wspomagać personel w jego codziennej pracy. Wszystko jest poprzedzone profesjonalnymi testami, które pozwalają dokonać trafnego doboru repertuaru. Inna muzyka będzie w punkcie zlokalizowanym w ruchliwym centrum handlowym, a inna w osiedlowej placówce. Chodzi tutaj o różniące się profile klientów, a także grupy docelowe i ruch w obiekcie.

Działanie zapachem

Dobry projekt zapachowy również może wpłynąć na kilka istotnych rzeczy. Z jednej strony, może utrwalić wizerunek marki i umilić pobyt konsumenta w obiekcie, z drugiej zaś strony będzie maskował zapachy niepożądane, które często nie są zbyt przyjemne. Zapach zwiększa komfort psychofizyczny zarówno pracowników jak i klientów. Okazuje się, że umiejętnie dobrana mieszanka zapachowa może zniwelować stres oczekujących w kolejce, zrelaksować i choć na moment zapomnieć o problemach związanych z codziennością.

Digital Signage

Doskonałym sposobem na przekazywanie informacji klientom apteki są ekrany wizualizacyjne, które montuje się w widocznych miejscach. Pozwalają one na szybką komunikację i łatwe dotarcie do klientów. Zarządzanie ekranem z poziomu komputera PC, pozwala na możliwość rozpoczęcia lub zakończenia emitowanych treści w dowolnym momencie. Zastosowanie graficznych efektów specjalnych dla wyświetlanych treści, czyni emisję bardziej atrakcyjną i przykuwa uwagę konsumentów. Prezentacja aktualnych komunikatów, serwisu informacyjnego, poradników, obecnych promocji produktów to tylko niektóre z proponowanych opcji, jakie można wyświetlać.

Analiza konkurencji

Otoczenie konkurencyjne, w którym operuje IMS to firmy z branży reklamy. Należy jednak podkreślić, że żadna z firm konkurujących z IMS nie oferuje kompletnego pakietu usług sensorycznych oraz pakietu usług mediowych. Grupa jest zatem wyjątkowym graczem zarówno z uwagi na zgromadzoną wiedzę, kompetencje jak i uzyskany udział w rynku jako całości.

Do kluczowych konkurentów Grupy IMS należy zaliczyć:

- MOOD MEDIA - międzynarodowa firma wyspecjalizowana w audiomarketingu, dostarczająca również w Polsce usługę aroma oraz Digital Signage w innych krajach. Największy światowy gracz w marketingu sensorycznym. Spółka notowana jest na giełdzie w Toronto.
- CLEAR CHANNEL - międzynarodowa firma wyspecjalizowana w kategorii Digital Signage, działająca w Galeriach Handlowych, nawiązuje bezpośrednią walkę konkurencyjną z Grupą IMS.
- M4B - polska firma zajmująca się systemami Digital Signage. Notowana na NewConnect.

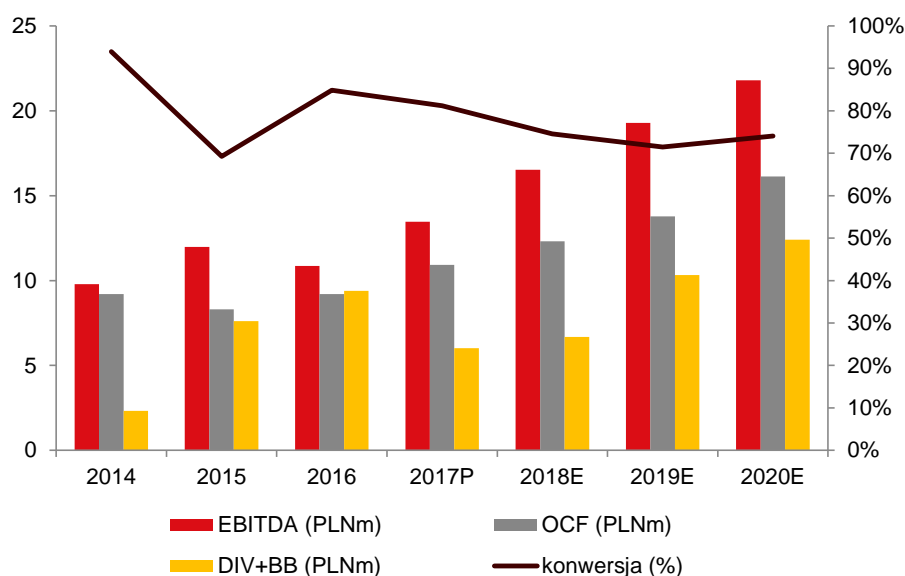
- MAGIC GROUP POLSKA (AROMA CORP) - polska firma zajmująca się aromamarketingiem, niewielki gracz rynkowy.
- ADMOTION - polska firma zajmująca się instalacjami interaktywnymi oraz Digital Signage.
- SCREEN NETWORK - dostawca usług marketingowych w oparciu o systemy PoSTV/Digital Signage umieszczone m.in. w Media Markt i Saturn, kasy PKP Intercity, salony prasowe Empik, Inmedio, Hubiz, na lotniskach: Relay, Discover i Virgin, Open Finance, Home Broker i centrach medycznych FALCK. Firma posiada również sieć monitorów DOOH przy trasach komunikacyjnych.
- MOVE MEDIA - firma posiadająca monitory Digital Signage m.in. w sieciach marketów: Tesco, Intermarche, Piotr i Paweł oraz w klubach fitness.
- Inne małe podmioty o przychodach w granicach 1 mln PLN i zasięgu głównie lokalnym.

Wyniki finansowe

Przepływy operacyjne

Niewątpliwym atutem IMS jest silna konwersja wyniku EBITDA na wartość przepływów operacyjnych. W ostatnich trzech latach kształtowała się ona na poziomie około 83%. Według naszych założeń, średnia tego wskaźnika dla okresu 2017-20E utrzyma się na bardzo dobrym poziomie 75%. Jak dotychczas było to podstawą do wypłaty znaczących strumieni dywidend, realizacji skupów akcji własnych oraz dokonywania przejęć zwiększających szerokość oferty i skalę działalności. Zakładamy, że w średnim terminie trendy te zostaną podtrzymane.

Wykres 8: IMS - konwersja EBITDY na OCF

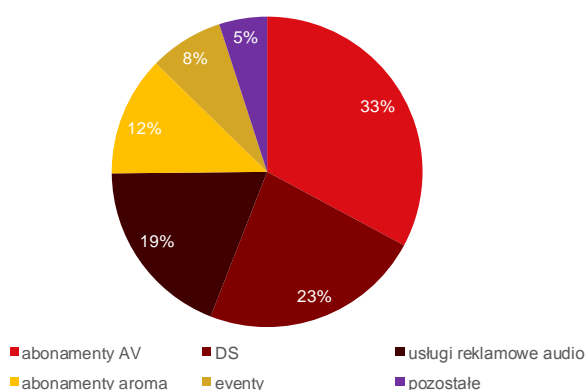


Źródło: IMS, szacunki PDM

Przychody ze sprzedaży

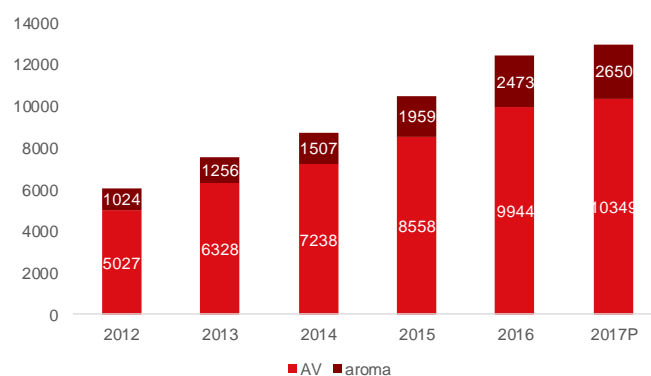
Przychody IMS podzielić można na pięć głównych grup produktowo-usługowych. W kolejności wg wielkości są to: przychody z abonamentów audio-video (w ujęciu netto PLN 15.8m w 2017 r. wg szacunków Spółki), Digital Signage (PLN 11.1m), usługi reklamowe audio (PLN 9.1m), abonamenty aroma (PLN 6m) oraz eventy (PLN 3.7m). Sprzedaż eksportowa stanowi około 5% obrotu. Udziały poszczególnych segmentów w przychodach netto za rok 2017 (wg szacunków Spółki) przedstawione zostały na poniższym wykresie.

Wykres 9: Struktura przychodów netto grupy IMS



Źródło: IMS

Wykres 10: Wolumen lokalizacji obsługiwanych przez IMS w okresie 2012-2017P



Źródło: IMS

Jak widać, niemal połowa przychodów grupy to przychody abonamentowe (AV oraz aroma). Na koniec roku 2017, IMS obsługiwał łącznie niemal 13 tysięcy lokalizacji (z tego prawie 80% to lokalizacje AV). Szczegółowe dane odnośnie ekspansji IMS w tym obszarze przedstawia wykres 10. Tempo wzrostu sieci obsługiwanych lokalizacji rośnie w zaprezentowanym sześcioletnim okresie w tempie ok. 17% rocznie.

Średnioterminowe cele Zarządu IMS zakładały wzrost w okresie 2017-19 o odpowiednio 2000, 2500 i 3000 lokalizacji. Jak widać, w roku 2017 nie udało się osiągnąć zakładanego celu. Jednakże rozmowy z klientami posiadającymi nierzadko kilkadziesiąt czy kilkaset punktów handlowych/usługowych trwają. Nie jest więc wykluczone, że cel – czyli niemal 20 tysięcy lokalizacji obsługiwanych w segmencie abonamentowym na koniec 2019 r. zostanie osiągnięty pomimo dosyć słabego (wolumenowo) wzrostu w ubiegłym roku.

Jeśli chodzi o sezonowość sprzedaży to jest ona dość równomierna, za wyjątkiem ostatniego kwartału, który tradycyjnie w handlu i usługach jest okresem najbardziej wzmożonej aktywności klientów. Stąd w ostatnim kwartale roku kalendarzowego, IMS realizował zwyczajowo około jednej trzeciej rocznego obrotu.

Tabela 5: Sezonowość kwartalna sprzedaży netto w latach 2015-17

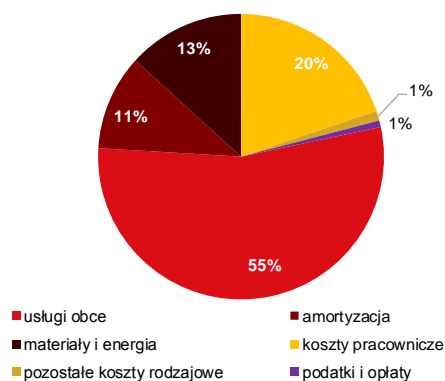
	2015	2016	2017P	Średnia
Q1	21%	22%	19%	21%
Q2	22%	27%	24%	24%
Q3	23%	22%	23%	22%
Q4	34%	29%	34%	32%

Źródło: IMS

Koszty & marże

W strukturze kosztów operacyjnych dominują usługi obce, które narastająco za ostatnie 4 kwartały wyniosły nominalnie niemal PLN 18m. Drugą co do wielkości (PLN 6.6m) pozycją kosztową są koszty pracownicze, które stanowią około jednej piątej w strukturze kosztów. Kolejną co do wielkości pozycją (PLN 4.4m) są koszty materiałów i energii. Średnia stawka amortyzacyjna aktywów to około 34%.

Wykres 11: Struktura kosztów operacyjnych



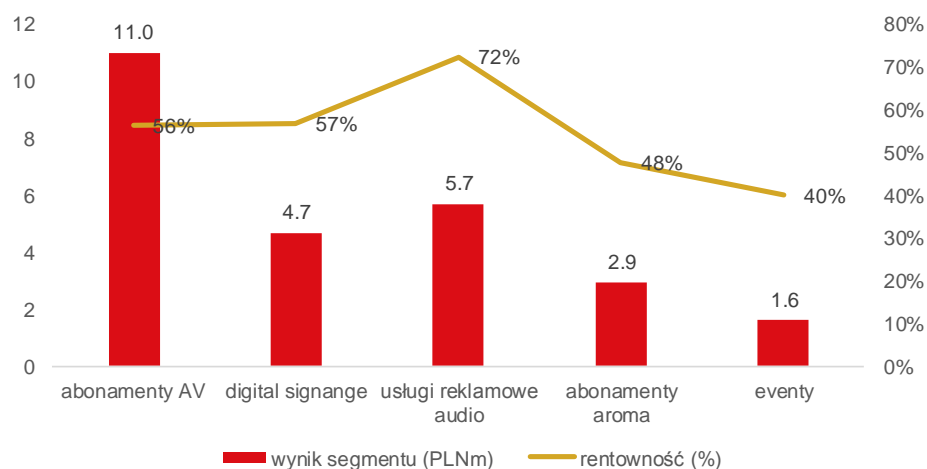
Źródło: IMS

Rentowność brutto segmentu abonamentów AV wynosi około 56%. Na podobnym poziomie utrzymuje się zyskowność w segmencie Digital Signage. Zdecydowanie najbardziej rentownym segmentem w ujęciu brutto są usługi reklamowe audio (72%) odpowiedzialne za około jedną piątą sprzedaży netto.

Rentowność segmentu abonamentów aroma charakteryzuje ok. 48% rentowność. Jest to konsekwencja braku (chwilę obecną) własnych urządzeń używanych w tym obszarze i konieczności ich pozyskania od zewnętrznych dostawców.

Najniższą rentowność brutto charakteryzuje się usługa organizacji eventów. Powodem tego jest bardzo duża konkurencja w tym segmencie, a IMS nie posiada w tym obszarze istotnych przewag konkurencyjnych.

Wykres 121: Rentowność brutto segmentów operacyjnych



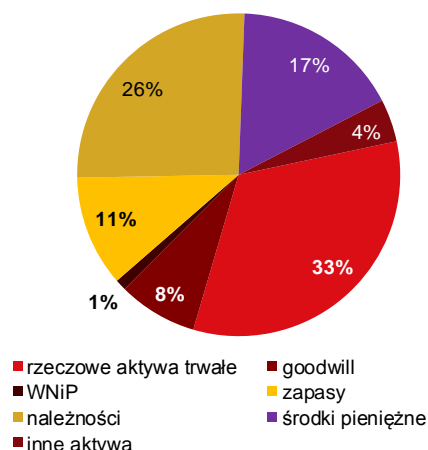
Źródło: IMS

Bilans

Struktura bilansu obejmuje głównie aktywa obrotowe (56.4% całkowitej wartości sumy bilansowej na koniec września'17). Rzeczowe aktywa trwałe (głównie urządzenia techniczne, maszyny i środki transportu) wyceniane są na PLN 10.1m. Wartości niematerialne i prawne są wyceniane przez bilans na PLN 0.35m i obejmują w głównej mierze systemy informatyczne B2B. Goodwill powstały wskutek przejęć dokonanych w latach ubiegłych kształtuje się na poziomie ok. PLN 2.45m.

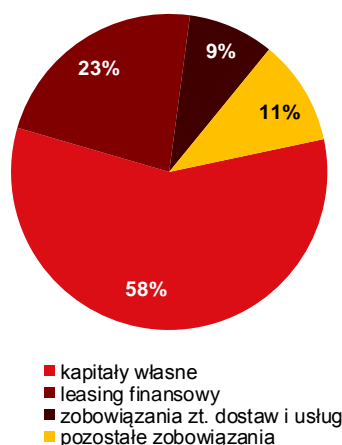
Aktywa obrotowe to w większości należności od odbiorców (7.97 mln PLN po IIIQ 2017, 26% całkowitej sumy bilansowej). Zapasy wycenione są w bilansie na PLN 3.4m. Spółka na koniec września posiadała także znaczne zasoby środków pieniężnych (PLN 5.2m).

Wykres 13: Struktura aktywów – IIIQ 2017



Źródło: IMS

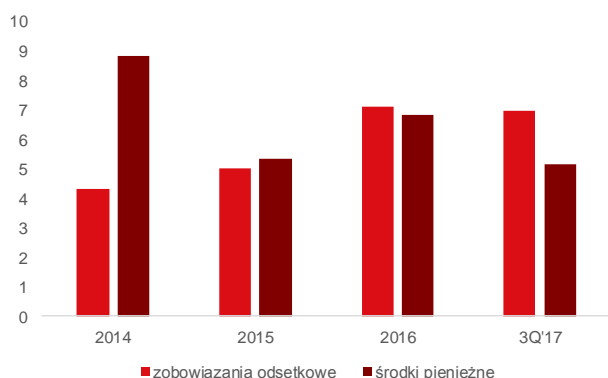
Wykres 14: Struktura pasywów IIIQ 2017



Źródło: IMS

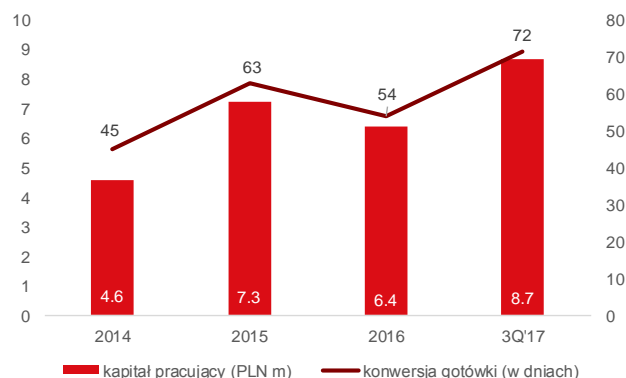
Pasywa spółki stanowią głównie kapitały własne (58% sumy bilansowej; PLN 17.8m w ujęciu nominalnym). Najważniejszą część zobowiązań stanowią krótko- i długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu finansowego (w sumie PLN 6.96m) oraz zobowiązania z tytułu dostaw i usług (PLN 2.7m). Pozostałą część zobowiązań stanowią głównie rozliczenia międzyokresowe biegnące (PLN 1.7m).

Wykres 15: Poziom zadłużenia 2014-3Q17 (PLNm)



Źródło: IMS

Wykres 16: Kapitał pracujący 2014-3Q17



Źródło: IMS

Wykres 14 pokazuje jak stabilną pod względem zadłużenia Spółką jest IMS. W ciągu ostatnich lat wartość zadłużenia netto była ujemna. Na koniec września zaś, pozostawała na bardzo bezpiecznym poziomie PLN 1.8m (0.4x EBITDA).

Prognozy finansowe

Prognoza na lata 2018-2020

Na bazie informacji udostępnianych przez Spółkę, ogólnej kondycji branży medialnej i danych makroekonomicznych zarówno z gospodarki Polskiej jak i światowej, publikujemy naszą prognozę sytuacji finansowej IMS. Poniższa tabela przedstawia nasze oczekiwania co do wyników za lata 2017-2020.

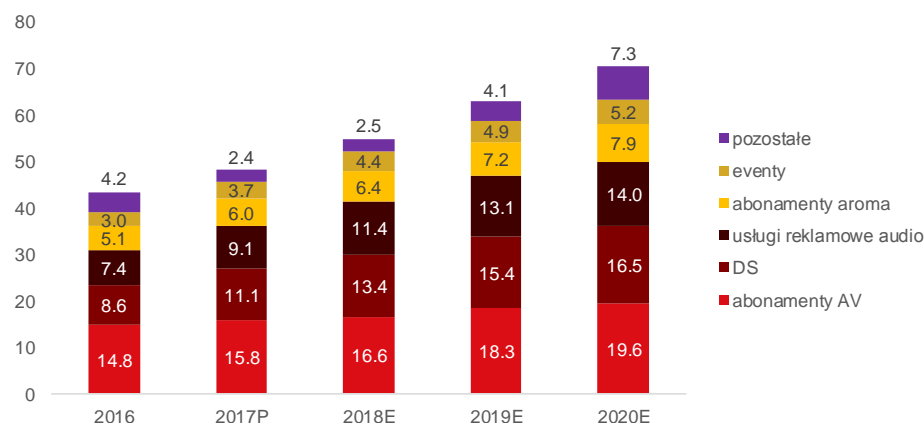
Tabela 6: IMS 2016-2020E (PLN m)

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
Przychody (PLNm)	43.4	48.1	54.7	63.0	70.5
EBITDA (PLNm)	10.9	13.5	16.5	19.3	21.8
Zysk operacyjny (PLNm)	7.5	9.9	13.2	15.7	18.1
Zysk netto (PLNm)	5.7	7.7	10.2	12.2	14.1
PzDO (PLNm)	9.2	10.9	12.3	13.8	16.1
EPS (PLN)	0.17	0.23	0.30	0.36	0.42
<i>marża EBITDA</i>	25.0%	28.0%	30.2%	30.6%	30.9%
<i>marża netto</i>	13.2%	16.0%	18.6%	19.4%	20.1%

Źródło: IMS, Szacunki PDM

- Prognozujemy zysk netto w wysokości PLN 10.3m w roku 2018, oraz jego wzrost do poziomu 12.6m i 14.6m odpowiednio w latach 2019 i 2020. Nasza prognoza wyniku w 2017 jest tożsama z szacunkami opublikowanymi przez IMS.
- Zakładamy 75% realizację założeń wolumenowych co do wzrostu liczby obsługiwanych lokalizacji w segmentach AV oraz aroma, co powinno się przełożyć na niemal 15tyś. lokalizacji obsługiwanych na koniec 2018, oraz odpowiednio 17.2tyś. i 18.9tyś na koniec 2019 i 2020 r.
- Zakładamy, że średnia cena abonamentu AV spadnie w bieżącym roku o ok. 3% względem 2017, a w kolejnych latach erozja ceny będzie postępować w tempie 4-5% rocznie. W segmencie aroma zakładamy średnią erozję ceny na poziomie 2% w całym okresie prognozy.
- Zakładamy dynamikę wzrostu w segmencie digital signage na poziomie 25% w roku 2018 oraz około 20-procentowy wzrost segmentu w roku kolejnym. Uważamy że segment eventów będzie rósł średniorocznie w tempie ok. 10% w okresie 2018-20. Ponadto IMS pracuje nad własną wersją urządzenia używanego w gałęzi aromamarketingu. Jego wdrożenie w połowie 2019 r. może zwiększyć pozostałe przychody ze sprzedaży. Szczegółowa prognoza przychodów w podziale na segmenty zaprezentowana jest na wykresie 16.

Wykres 17: IMS – przychody netto według segmentów (PLN m) 2016-2020E



Źródło: IMS, Szacunki PDM

- W związku z planowaną rozbudową struktury sprzedażowej (o 20 etatów) zakładamy, że struktura kosztowa będzie dosyć trudna do istotnej optymalizacji (pomimo znaczącego zakładanego tempa wzrostu przychodów). Zakładamy, że rotacja do momentu ukonstytuowania się docelowej struktury sprzedażowej będzie dość duża, a możliwości obniżania kosztów są stosunkowo niewielkie ze względu na presję płacową, która wg nas w średnim okresie osiągnie swoje apogeum.
- Zakładamy utrzymanie cyklu konwersji gotówki w przedziale 72-75 dni w okresie prognozy. Na lekki jego wzrost może mieć wpływ pogorszenie rotacji należności (lepsze warunki płatnicze dla klientów) i zapasów (na potrzeby produkcji własnych urządzeń do aromamarketingu). Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy szacujemy w okresie 2018-20 na odpowiednio: PLN 1.6m, 2m oraz 1.7m.
- Na podstawie powyższych założeń szacujemy wartość przepływów operacyjnych w bieżącym roku na około PLN 11.4m, a w okresie 2018-20 na odpowiednio: 12.1m, 14.2m oraz 16.7m (co implikuje yield na poziomie odpowiednio 9.5%, 11.1% oraz 13.1%).
- Nasze założenia odnośnie CAPEXu na najbliższe lata (licząc zobowiązania z tytułu leasingu finansowego) oscylują wokół PLN 4m średnio w okresie prognozy. IMS szacuje koszt developmentu urządzenia dla segmentu aromamarketingu na około PLN 0.5m.
- Zgodnie z powyższym, wartość wolnych przepływów pieniężnych (*free cash flow*) w omawianym okresie wyniesie odpowiednio PLN 8.4m, 10.2m oraz 12.4m (yield na poziomie odpowiednio 6.6%, 8%, 9.7%). W naszej ocenie pozwala to na dystrybucję nawet 100% zysku w postaci dywidendy.
- **Powyższa prognoza nie zakłada dokonania akwizycji. Skądinąd w naszej ocenie prawdopodobieństwo dokonania przez Spółkę akwizycji jest dosyć duże, jednak może dokonać się ono raczej w drugiej połowie roku. Przy założeniach, że przejmowany podmiot generuje ok. EUR 3m przychodów, przy rentowności EBITDA na poziomie 25%, szacujemy wartość potencjalnej transakcji na około PLN 25m. W naszej ocenie (na bazie oceny jakości bilansu), Spółka byłaby w stanie bez problemu sfinansować taką transakcję przez wzrost zadłużenia, które nie powinno (wliczając potencjał generacji wyniku operacyjnego przez przejmowany podmiot) przekroczyć 1.5x EBITDA. Koszty potencjalnego kredytu szacujemy na poziomie ok. 2-3pp ponad WIBOR. Przeprowadzenie akwizycji implikuje również w naszej ocenie spadek stopy wypłaty dywidendy ze 100% do 60-70%. Scenariusz, w którym spółka dokonuje powyższej akwizycji (i zaczyna konsolidować zakupiony podmiot) przedstawia tabela poniżej:**

Tabela 7: IMS – scenariusz z akwizycją (PLN m) 2016-2020E

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
Przychody (PLNm)	43.4	48.1	58.3	76.0	84.5
EBITDA (PLNm)	10.9	13.5	16.6	22.8	26.1
Zysk operacyjny (PLNm)	7.5	9.9	13.3	16.6	20.7
Zysk netto (PLNm)	5.7	7.7	9.5	12.0	15.5
PzDO (PLNm)	9.2	10.9	13.5	14.2	19.0
EPS (PLN)	0.17	0.23	0.28	0.36	0.46
marża EBITDA	25.0%	28.0%	28.5%	30.0%	30.9%
marża netto	13.2%	16.0%	16.4%	15.8%	18.3%

Źródło: IMS, Szacunki PDM

Metodologia wyceny

Z uwagi na brak odpowiednio szerokiej grupy publicznych spółek porównywalnych o podobnego rzędu kapitalizacji, zdecydowaliśmy się zaniechać stosowania metody porównawczej w procesie wyznaczania wartości przedsiębiorstwa IMS S.A, oraz ceny docelowej akcji.

W niniejszej analizie, do wyznaczenia powyższej ceny posłużyliśmy się metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), której wagę przyjęliśmy na poziomie 50%, oraz metodę oczekiwanej stopy dywidendy (z wagą 50%).

Opis metodologii DCF

Celem metody jest ustalenie wewnętrznej wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. Model ten powstał celem uniezależnienia wyceny od dochodu dla akcjonariuszy jaki generuje przedsiębiorstwo w postaci strumienia dywidend, oraz z zamysłem zastosowania elementu prognozy środków, które wypłacone zostaną wszystkim osobom, które zdecydowały się zainwestować posiadany kapitał w analizowane przedsiębiorstwo. Wycena wynika przede wszystkim z możliwości generowania przez to przedsiębiorstwo przyszłych korzyści pieniężnych.

Wartość kapitału własnego spółki zależy od generowanych przyszłych wolnych przepływów pieniężnych, czyli nadwyżek środków pieniężnych możliwych do wykreowania w przedsiębiorstwie, przynależnych odpowiednim podmiotom finansującym jego działalność oraz związanego z nimi ryzyka działalności i otoczenia. Rozumiemy je jako sumę zysku operacyjnego pomniejszonego o podatek (NOPAT – *net operating profit after tax*) i amortyzacji skorygowanej o wielkość poniesionych nakładów inwestycyjnych oraz zmiany w kapitale obrotowym przedsiębiorstwa. Poziom ryzyka wyraża się z kolei poprzez wysokość przyjętej stopy dyskontowej.

Obok przepływów generowanych w okresie projekcji szczegółowej (zwyczajowo jest to okres około 5 lat), głównym czynnikiem decydującym o wartości przedsiębiorstwa jest suma przepływów możliwych do wygenerowania po tym okresie. Praktyczne względy (trudność w trafności szczegółowej estymacji strumienia przepływów w odległym okresie) nakazują zastosowanie wartości rezydualnej przedsiębiorstwa.

Ostateczny wynik wyceny powinien ponadto uwzględniać wartość bieżącą nieoperacyjnych aktywów przedsiębiorstwa.

Oczekiwana stopa dywidendy DY

Z uwagi na fakt, że emitent jest podmiotem regularnie dzielącym się zyskami z akcjonariuszami, przyjmujemy założenie, że polityka ta zostanie utrzymana. Zakładamy, że inwestor rozpatrujący inwestycję w papiery IMS jako alternatywę traktuje inne instrumenty finansowe wypłacające regularne odsetki (obligacje kuponowe, lokaty bankowe, akcje innych spółek dywidendowych). Wartość akcji wyliczamy poprzez iloczyn prognozowanych przez nas wartości dywidendy na akcję oraz zakładanej, oczekiwanej stopy dywidendy (*dividend yield*) w okresie prognozy, gdzie dla przepływów w poszczególnych latach przyjmujemy równe wagi.

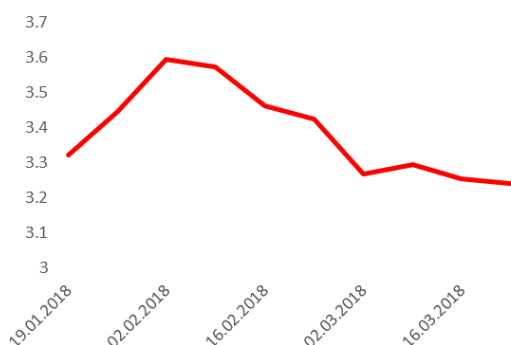
Wycena przedsiębiorstwa

Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)

W procesie kalkulacji stopy dyskontowej posłużyliśmy się następującymi założeniami:

- **Stopa wolna od ryzyka.** Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy oczekiwaną przez nas w średnim okresie rentowność polskich obligacji 10-letnich.
- **Premia za ryzyko.** Przyjęliśmy premię za ryzyko rynkowe na poziomie 6.06% (szacunek na podstawie A.Damodaran – aktualizacja na miesiąc styczeń 2018).
- W naszych kalkulacjach założyliśmy współczynnik zmienności **Beta** na neutralnym poziomie 1.0.
- Powyższe założenia implikują **koszt kapitału własnego** na poziomie 9.7%.
- Premia za ryzyko dla finansowania dłużnego w przypadku przedsiębiorstw o podobnej skali działalności jest przez nas szacowana na poziomie około 250bps. Przy założeniu 19% stopy podatkowej implikuje to **koszt finansowania długiem** na poziomie 4.86%.
- Biorąc pod uwagę szacowany poziom zadłużenia netto na koniec września 2017 na poziomie 2m, jego udział w strukturze finansowania będzie wynosił około 2%.
- Powyższe założenia implikują średni ważony koszt kapitału w spółce IMS na poziomie 9.56%.

Wykres 18: Rentowność polskich obligacji 10Y (%)



Źródło: stooq

Tabela 8: Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	
RF - stopa wolna od ryzyka	3.50%
ERP - premia za ryzyko	6.06%
Beta	1.00
CoE - koszt kapitału własnego	9.68%
DRP - premia za ryzyko (dług)	2.50%
Stopa opodatkowania	19%
CoD - koszt finansowania długiem	4.86%
Udział długu w strukturze finansowania	2%
WACC - średni ważony koszt kapitału	9.56%

Źródło: IMS, szacunki PDM

Wynik wyceny metodą DCF

Poniższa tabela przedstawia konkluzje płynące z naszej waluacji przedsiębiorstwa IMS metodą DCF:

- Nasza wycena bazuje na założeniu, że Spółce uda się zrealizować plan rozbudowy struktury sprzedażowej, co będzie skutkowało dwucyfrowym potencjałem wzrostu przychodów w okresie najbliższych trzech lat. W kolejnych latach bodźcem pro wzrostowym będzie poszerzenie oferty produktowo-usługowej i ewentualne zwiększenie obecności na rynkach zagranicznych.
- Nasz model nie bierze pod uwagę potencjalnych akwizycji – w scenariuszu bazowym przyjmujemy, że spółka będzie prowadzić ekspansję poprzez wzrost organiczny.
- Zakładamy tempo wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie inflacji (2.5%).
- W naszej ocenie rentowność operacyjna spółki IMS będzie się kształtować w przedziale 24-26% w latach 2018-23E (przy średniej dla tego okresu na poziomie 24.5%). W okresie rezydualnym zakładamy rentowność operacyjną na poziomie 23% (rosnąca konkurencja ze strony nowych technologii sprzedaży i marketingu).
- Zakładamy, że nakłady inwestycyjne wyniosą średniorocznie około PLN 3.5-5m w prognozowanym okresie (licząc łącznie z wydatkami z tytułu leasingu finansowego), lekko przewyższając amortyzację (CAPEX/Amortyzacja na poziomie 1.1x średnio w prognozowanym okresie).

Tabela 9: Wycena IMS metodą DCF

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TV
<i>Wzrost przychodów</i>	14%	15%	12%	8%	6%	4%	2.5%
Revenues	54.7	63.0	70.5	76.1	80.7	83.9	
<i>marża EBIT</i>	24.1%	25.0%	25.7%	25.0%	24.0%	23.0%	23.0%
EBIT	13.2	15.7	18.1	19.0	19.4	19.3	19.3
<i>efektywna stopa podatkowa</i>	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPAT	10.7	12.8	14.7	15.4	15.7	15.6	15.6
+ Amortyzacja	3	4	4	4	5	5	5
- CAPEX (łącznie z leasingiem)	-4	-4	-4	-5	-5	-5	-5
- Zmiana kap. Obrotów ego	-1	-2	-2	-1	-1	-1	0
FCF	9.1	10.3	12.4	13.5	14.3	14.5	16.0
Wartość rezydualna							221
WACC	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	
Wartość bieżąca FCF	9.1	9.4	10.3	10.3	9.9	9.2	
WBN FCF	58						
+ Wartość bieżąca w wartości rezydualnej	140						
Wycena aktywów operacyjnych Spółki	198						
+ w wartość aktywów nieoperacyjnych	0						
Wartość Firmy =	198						
- Dług netto =	-4						
- Udziały mniejszości =	0						
Wycena kapitałów własnych =	202						
Cena docelowa (PLN)	5.76						

Założenia

CAAGR przychodów w okresie 2018E-2023E	8.9%
Średnia rentowność operacyjna w okresie 2018E-2023E	24.5%
Rynekowa Premia za Ryzyko	6.1%
Beta	1.0
Średni WACC w okresie 2018E-2023E	9.6%

Źródło: Szacunki PDM

Analiza wrażliwości

W poniższych tabelach prezentujemy wrażliwość wyniku wycena na najistotniejsze, w naszym odczuciu, założenia poczynione w toku waluacji. Zawierają one długoterminowe tempo wzrostu biznesu, poziom kształtowania się docelowej, długoterminowej rentowności operacyjnej oraz koszt kapitału w okresie rezydualnym:

Tabela 10: Waluacja IMS – analiza wrażliwości

DCF Analiza Wrażliwości (PLN)

		Marża operacyjna				
Wzrost Realny	Wzrost Nominalny	25.0%	24.0%	23.0%	22.0%	21.0%
-1.0%	1.5%	5.58	5.43	5.27	5.12	4.96
-0.5%	2.0%	5.83	5.67	5.50	5.34	5.17
0.0%	2.5%	6.12	5.94	5.76	5.59	5.41
0.5%	3.0%	6.45	6.26	6.07	5.87	5.68
1.0%	3.5%	6.84	6.63	6.42	6.21	6.00

		WACC				
Wzrost Realny	Wzrost Nominalny	12%	11%	10%	9%	8%
-1.0%	1.5%	4.58	4.89	5.27	5.77	6.43
-0.5%	2.0%	4.72	5.07	5.50	6.07	6.84
0.0%	2.5%	4.88	5.27	5.76	6.42	7.34
0.5%	3.0%	5.06	5.50	6.07	6.84	7.95
1.0%	3.5%	5.27	5.76	6.42	7.34	8.70

Źródło: Szacunki PDM

Wynik wyceny metodą oczekiwanej stopy dywidendy

Biorąc pod uwagę jedynie grupę spółek z indeksu sWIG80, dzielących się zyskiem z akcjonariuszami, średnia stopa dywidendy wynosi **5.2%**. Dla spółek z indeksów WIG20 i mWIG40 jest to odpowiednio: 2,6% i 3.6%. Polityka dywidendowa Grupy Kapitałowej stanowi o corocznym wypłacaniu nie mniej niż 60% osiągniętego zysku netto do podziału pomiędzy Akcjonariuszy jednostki dominującej. Bardzo dobra konwersja przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej na EBITDA daje silne podstawy do utrzymania wysokiego wskaźnika wypłaty dywidendy. W naszym modelu (w scenariuszu braku akwizycji) zakładamy, że wskaźnik wypłaty dywidendy wyniesie 100% w odniesieniu do zysków wygenerowanych w okresie 2018-20E. Wynikiem tego powinien być wzrost dywidendy na akcję (DPS) z PLN 0.2 rekomendowanych do wypłaty z zysku za 2017r., do PLN 0.42 z zysku za 2020r.

Zakładamy, że oczekiwana przez inwestorów stopa dywidendy wynosi 7% (dyskonto w wysokości 180pp powyżej wskaźnika dla spółek z indeksu sWIG80 jest efektem niższej kapitalizacji i płynności IMS w stosunku do grupy odniesienia). Współczynniki dyskonta zaprezentowane w poniższej tabeli są konsekwencją wartości pieniądza w czasie i odzwierciedleniem średniego ważonego kosztu kapitału.

Na podstawie powyższych założeń oszacowaliśmy wartość IMS na PLN 133m, co w przeliczeniu na akcję daje PLN 3.98 (ok. 5% powyżej wyceny rynkowej).

Tabela 11: Waluacja IMS – oczekiwana stopa dywidendy

	2018P	2019E	2020E	2021E
DPS (PLN)	0.20	0.30	0.36	0.42
Dywidenda (PLNm)	6.68	10.32	12.41	14.34
oczekiwana stopa dywidendy	7%	7%	7%	7%
Oczekiwana kapitalizacja (PLNm)	95.4	147.5	177.2	204.8
współczynnik dyskonta	1.00	0.91	0.83	0.76
Wycena IMS (PLNm)	95.4	134.6	147.6	155.7

Wycena akcji IMS (PLN) **3.98**

Źródło: IMS, Szacunki PDM

Sprawozdanie finansowe

Tabela 12: IMS – wyniki finansowe 2014-2020E

IMS - RZIS (PLN m)	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
Przychody	37.0	42.1	43.4	48.1	54.7	63.0	70.5
- zmiana rdr							
usługi obce	15.7	16.5	16.7	19.7	21.9	25.2	28.2
amortyzacja	2.9	3.2	3.4	3.6	3.3	3.5	3.7
podatki i opłaty	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
materiały i energia	3.2	4.3	3.7	5.1	5.5	6.3	7.0
koszty pracownicze	6.0	5.7	7.1	6.9	7.5	8.5	9.4
pozostałe koszty rodzajowe	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
Other Operating Income/(Cost)	0.0	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
EBIT	6.9	8.8	7.5	9.9	13.2	15.7	18.1
- zmiana rdr		28%	-15%	32%	34%	19%	15%
EBITDA	9.8	12.0	10.9	13.5	16.5	19.3	21.8
- zmiana rdr		22%	-9%	24%	23%	17%	13%
Financial Income/(Cost)	0	0	0	-1	-1	-1	0
Zysk przed opodatkowaniem	6.7	8.6	7.1	9.4	12.6	15.1	17.4
- zmiana rdr		28%	-17%	32%	33%	20%	16%
Podatek	-1.2	-1.7	-1.4	-1.7	-2.4	-2.9	-3.3
Zysk netto	5.5	6.8	5.7	7.7	10.2	12.2	14.1
EPS (PLN)	0.21	0.17	0.23	0.30	0.36	0.42	0.00
- zmiana rdr		-17%	34%	33%	20%	16%	-100%
Wskaźniki rentowności	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
rentowność operacyjna	18.6%	21.0%	17.2%	20.5%	24.1%	25.0%	25.7%
rentowność netto	14.9%	16.2%	13.1%	16.0%	18.6%	19.4%	20.1%
ROE	31.8%	41.3%	30.2%	36.5%	41.5%	46.2%	50.2%
IMS - Bilans (PLN m)	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
Aktywa trwałe	11.1	12.4	14.1	12.7	13.1	13.5	14.1
Rzeczowe aktywa trwałe	8.0	9.4	10.8	9.4	9.8	10.2	10.8
Goodwill	1.7	1.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
WNIP	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
pozostałe aktywa trwałe	0.6	0.9	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Aktywa Obrotowe	18.4	17.9	19.2	25.9	29.7	32.1	34.0
Zapasy	1.5	1.7	2.1	3.0	3.3	4.1	4.8
Należności	7.3	10.3	9.1	11.9	13.5	15.5	17.4
Środki pieniężne	8.8	5.3	6.9	10.2	12.2	11.6	11.0
pozostałe aktywa obrotowe	0.7	0.6	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
AKTYWA RAZEM	29.4	30.3	33.4	38.6	42.8	45.6	48.2
Kapitały własne	17.4	16.6	18.8	21.0	24.5	26.4	28.2
Zobowiązania długoterminowe	2.5	3.9	5.8	5.4	5.4	5.4	5.4
Długoterminowe zobowiązania odsetkowe	2.0	3.5	5.2	4.7	4.7	4.7	4.7
inne zobowiązania długoterminowe	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Zobowiązania krótkoterminowe	9.6	9.8	8.8	12.2	12.9	13.8	14.6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	4.2	4.7	4.8	5.3	6.0	6.9	7.7
Krótkoterminowe zobowiązania odsetkowe	2.4	1.5	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
inne zobowiązania krótkoterminowe	3.0	3.6	2.0	5.1	5.1	5.1	5.1
PASYWA RAZEM	29.4	30.3	33.4	38.6	42.8	45.6	48.2
BVPS (PLN)	0.52	0.50	0.56	0.73	0.79	0.84	0.00
Cash Flow (PLN m)	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
Wynik netto	5.5	6.9	5.7	7.7	10.2	12.2	14.1
Amortyzacja	2.9	3.2	3.4	3.6	3.3	3.5	3.7
Zmiana kapitału obrotowego	-0.8	-2.5	0.9	0.0	-1.2	-2.0	-1.7
inne	1.6	0.8	-0.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	9.2	8.3	9.2	10.9	12.3	13.8	16.1
CAPEX (z kosztem leasingu)	-2.5	-3.9	-3.0	-3.0	-3.7	-4.0	-4.3
inne	0.9	3.0	1.8	3.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-1.6	-0.9	-1.2	0.0	-3.7	-4.0	-4.3
Zmiana zadłużenia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wypłata dywidendy/ skup akcji	-2.3	-7.6	-9.4	-4.0	-6.7	-10.3	-12.4
inne	-1.8	-3.3	2.8	4.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-4.1	-10.9	-6.6	0.0	-6.6	-10.3	-12.4

Źródło: IMS, Szacunki PDM

Informacje końcowe

Podstawowe pojęcia

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja
ROE – zwrot z kapitału własnego, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{kapitał własny}$
ROA – zwrot z aktywów, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{aktywa razem}$
WACC – średni ważony koszt kapitału
Dług netto – dług oprocentowany pomniejszony o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
CAGR – średnioroczny wzrost
EPS – zysk na akcje, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{liczba akcji}$
DPS – dywidenda na akcje, liczony według formuły $\text{wyplacona dywidenda} / \text{liczba akcji}$
C/Z – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} / \text{zysk netto}$
C/WK – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} / \text{zysk netto}$
EV – wartość przedsiębiorstwa, teoretyczny koszt jego przejęcia, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} + \text{dług netto}$
EV/EBITDA – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{EV} / \text{zysk operacyjny} + \text{amortyzacja}$
EV/S – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{EV} / \text{przychody ze sprzedaży}$
CR – wskaźnik płynności bieżącej, liczony według formuły $\text{aktywa obrotowe} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$
QR – wskaźnik szybkiej płynności, liczony według formuły $\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$
Marża EBIT – marża, liczona według formuły $\text{zysk operacyjny} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Marża EBITDA – marża, liczona według formuły $\text{zysk operacyjny} + \text{amortyzacja} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Marża brutto na sprzedaży – marża, liczona według formuły $\text{zysk brutto} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Marża zysku netto – marża, liczona według formuły $\text{zysk netto} / \text{przychody ze sprzedaży}$
Rotacja zapasów w liczbie dni – pokazuje ile dni potrzebuje przedsiębiorstwo na sprzedaż i odnowienie poziomu zapasów, liczona według formuły $(\text{średni stan zapasów} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$
Rotacja należności w liczbie dni – pokazuje, średnio po ilu dniach, środki pieniężne wynikające z należności trafiają do firmy, liczona według formuły $(\text{średni stan należności} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$
Rotacja zobowiązań – pokazuje, średnio ile dni upływa w przedsiębiorstwie od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, liczona według formuły $(\text{średni stan zobowiązań} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$

PDM S.A. wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą. Metoda DCF jest najpopularniejszą i najbardziej cenioną metodą wyceny. Opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo w celu ustalenia ich wartości bieżącej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte parametry i założenia odnoszące się do przyszłości, w szczególności przyszłe zyski i wartość rezydualna. Metoda porównawcza bazuje na mnożnikach spółek z grupy porównawczej, a co za tym idzie bardzo dobrze pokazuje bieżącą sytuację na rynku. Wadą wyceny przy użyciu metody porównawczej jest trudność w wyborze odpowiednich spółek do grupy porównawczej a także ryzyko polegające na nieprawidłowej wycenie porównywanych spółek przez rynek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – spółka fundamentalnie niedowartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie wzrośnie.

Trzymaj – spółka właściwie wyceniana przez rynek. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego powinna oscylować w granicach aktualnej ceny rynkowej.

Sprzedaj – spółka fundamentalnie przewartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie spadnie.

Rekomendacja zapada w dni jej zmiany (zapadnięcie poprzez zmianę), lub na dzień w którym upływa 12 miesięcy od dnia wydania rekomendacji (zapadnięcie poprzez osiągnięcie terminu ważności), w zależności, który z powyższych terminów okaże się wcześniejszy.

Zastrzeżenia

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 27 marca 2018 r., 7:50.

Dystrybucja niniejszego raportu: 27 marca 2018 r., 8:00.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 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 partycypantów lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie PDM. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji PDM uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę PDM na dzień jego wydania.

PDM jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.).

Nadzór nad PDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

PDM, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych PDM. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody PDM.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy Dystrybucji Usług Analitycznych przez PDM lub innej umowy zawierającej zobowiązanie PDM do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom PDM w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora Departamentu Analiz. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w piątym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W PDM obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami PDM, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne PDM. W uzasadnionych przypadkach PDM tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

PDM wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez PDM, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich. PDM nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. PDM nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu dostępna na stronie www.polskidm.com.pl.

Dział analiz

Polski Dom Maklerski

Krzysztof Kuper,
Makler papierów wartościowych
Tel: 665 305 208

Monika Franczak,
Makler papierów wartościowych
Tel: 607 775 006

Emil Popławski,
Makler papierów wartościowych
Tel: 609 777 386

Łukasz Koprowski
Tel: 607 909 222

Paweł Demczuk
Dyrektor ds. sprzedaży instytucjonalnej
Tel: 601 412 423



Polski Dom Maklerski S.A.

ul. Moniuszki 1A

00-014 Warszawa

www.polskidm.com.pl