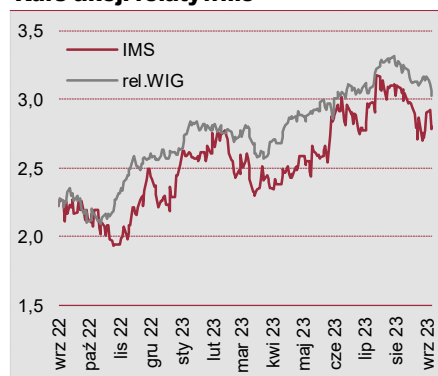


## Dywidendowa spółka z potencjałem

IMS to rosnąca spółka dywidendowa działająca na rynku marketingu sensorycznego. Model biznesowy spółki przeszedł bardzo trudny test w czasie pandemii koronawirusa, która odcisnęła silne piętno na wcześniej bardzo dobrych wynikach finansowych całej grupy. Miniony rok pokazał jednak, że wyniki IMS nie uległy trwałemu załamaniu i jej dobre perspektywy w znacznej mierze pozostały w mocy. Niestety model działania spółki powoduje ograniczone możliwości jej rozwoju poza granicami kraju, co z biegiem czasu będzie ograniczało dynamiki wzrostu biznesu. Odpowiedzią na te ograniczenia ma być rozwijany od 2019 roku projekt Closer Music, z którym IMS wiąże duże nadzieje. Jednocześnie jednak startup'owy charakter projektu powoduje duże trudności w jego wycenie i przez to na chwilę obecną powinien być traktowany jako interesująca opcja, która w przyszłości może, ale wcale nie musi przynieść korzyści akcjonariuszom.

Kurs akcji relatywnie



### Generator gotówki przez abonamentowy model

Wyróżnikiem IMSu jest abonamentowy model działania kluczowych jego segmentów audio, wideo i aromamarketingu. Zapewnia to dużą przewidywalność i powtarzalność przychodów. Spółka jednocześnie pokazała, że potrafi systematycznie rosnąć zarówno poprzez akwizycję, jak i w sposób organiczny. Wszystko to odbywało się przy wysokiej rentowności prowadzonej działalności i w konsekwencji umożliwiało dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami w formie corocznych dywidend. Rysę na tym obrazie wywarła pandemia, która pokazała, że model działania spółki nie jest kulooodporny i pozostaje wrażliwy zarówno na koniunkturę gospodarczą, jak i perspektywy rozwoju stacjonarnej sieci sprzedaży handlowo-usługowej. Wydaje się jednak, że wraz z końcem pandemii sytuacja wraca na dawniej utarte szlaki i klienci wrócili do centrów handlowych. Tym samym IMS stoi przed realną szansą powrotu na ścieżkę wzrostu kreśloną przed 2020 rokiem. Rynkowa wycena wydaje się pod tym względem bardziej konserwatywna, stąd zaczynamy pokrycie spółki od rekomendacji „kupuj”.

### Perspektywy rentownego wzrostu z opcją na więcej

W naszych prognozach zakładamy stopniowy powrót rentowności operacyjnej do poziomów osiąganych przed pandemią. W dłuższym terminie konserwatywnie prognozujemy jej lekki spadek, ale systematycznie rosnące przychody będą powodowały progresję zysku, który będzie mógł być dystrybuowany w formie dywidendy. Tym samym uznajemy IMS za ciekawą opcję inwestycyjną, która łączy ze sobą rosnący i przewidywalny biznes marketingu sensorycznego z możliwym bonusem w postaci rozwijanego projektu Closer Music. Z uwagi na brak danych finansowych i trudność w ocenie prawdopodobieństwa odniesienia sukcesu przez Closer Music, wyceniliśmy go w wysokości kosztów dotychczas poniesionych na produkcję treści muzycznych. Stanowi on bowiem realną wartość także dla samego IMS.

Max/min 52 tygodnie (PLN)	3.4 / 2.05
Liczba akcji (mln)	33,9
Kapitalizacja (mln PLN)	95
EV (mln PLN)	84
Free float (mln PLN)	45
Średni obrót (tys PLN)	24,0
Główni akcjonariusze	Dariusz Lichacz 19.16%, 19.16%
% akcji, % głosów	Michał Kornacki 19.12%, 19.12%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	-9,1%    -3,4%    32,7%
Zmiana rel. WIG	-7,0%    -0,2%    34,9%

**Łukasz Bugaj, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA (non MSSF16)	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2022	57,3	9,5	15,0	8,7	6,9	0,22	0,39	0,9	13,7	3,0	6,4	8,9	5,6	22,9
2023p	65,9	12,7	19,0	11,1	9,0	0,27	0,45	1,0	10,5	2,8	7,5	6,6	4,4	27,0
2024p	72,5	14,3	21,3	12,5	10,1	0,29	0,49	1,1	9,4	2,6	6,4	5,9	4,0	26,6
2025p	79,0	15,3	22,7	13,7	11,1	0,32	0,53	1,2	8,6	2,3	6,8	5,5	3,7	26,1

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

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

Informacje dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu znajdują się na ostatniej stronie raportu.

## **Spis treści**

<b>Wycena</b>	<b>3</b>
<b>Model biznesowy grupy IMS</b>	<b>6</b>
<b>Rynek marketingu sensorycznego i konkurencja dla IMS</b>	<b>7</b>
<b>Strategia rozwoju</b>	<b>9</b>
<b>Akcjonariat</b>	<b>12</b>
<b>ESG</b>	<b>13</b>
<b>Czynniki ryzyka</b>	<b>13</b>
<b>Wyniki finansowe</b>	<b>15</b>
<b>Rekomendacje Biura Maklerskiego Millennium</b>	<b>17</b>

## Wycena

Wycenę IMS przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem głównie zagranicznych spółek zajmujących się reklamą i marketingiem. Projekt Closer Music nie wycenialiśmy dochodowo bądź porównawczo, gdyż nie dysponujemy możliwością stworzenia wiarygodnych prognoz przepływów z projektu. Charakter typu start up powoduje, że nie podejmujemy się też próby oceny prawdopodobieństwa jego sukcesu. Znaczną część dotychczasowych kosztów pochłonęła jednak produkcja muzyki, która ma realną wartość, gdyż może być wykorzystywana przez sam IMS. Dlatego zdecydowaliśmy się na wycenę projektu w wysokości kosztów dotychczas poniesionych na jej produkcję (8,3 mln PLN na koniec I kw. 2023 r.).

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 135.7 mln PLN, czyli 3.87 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 122.7 mln PLN (3.73 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 129.2 mln PLN, czyli 3.80 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zaczynamy pokrycie IMS od rekomendacji „kupuj”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	135,7	3,87
Wycena porównawcza	122,7	3,73
<b>Wycena IMS</b>	<b>129,2</b>	<b>3,80</b>

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

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla IMS za lata obrotowe od 2023 do 2029,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5.6%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5.0%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.1,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2029 na poziomie 2.5%,
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%,
- ❑ Przyjęliśmy rozwodnioną ilość akcji o całą wielkość programu motywacyjnego IMS na lata 2021 - 2023.
- ❑ DCF nie uwzględnia przepływów z projektu Closer Music. Wycena Closer Music została doliczona w wysokości kosztów poniesionych na produkcję muzyki.

**Wycena spółki metodą DCF**

(mln PLN)	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	>2029p
Przychody	65,9	72,5	79,0	85,4	91,3	96,8	101,7	
EBIT skorygowany*	12,5	14,0	15,0	15,8	16,7	17,2	17,6	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT skorygowany* x (1-T)	10,1	11,4	12,1	12,8	13,5	13,9	14,3	
Amortyzacja (non MSSF16) **	6,4	7,0	7,4	7,8	8,0	8,3	8,6	
Zmiana w kapitale pracującym	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	
CAPEX	-10,1	-9,8	-9,6	-9,1	-9,4	-9,8	-10,1	
FCFF	5,9	8,0	9,3	10,9	11,6	12,0	12,3	165,2
zmiana FCF		35,5%	16,8%	17,0%	6,4%	3,3%	2,6%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,2%	4,8%	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,6%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Koszt długu	7,6%	7,2%	6,8%	6,9%	7,1%	7,3%	7,3%	7,6%
Koszt kapitału własnego	11,1%	10,7%	10,3%	10,4%	10,6%	10,8%	10,8%	11,1%
WACC	7,9%	8,0%	7,9%	8,5%	9,1%	9,5%	9,8%	10,1%
PV (FCF)	5,7	7,4	8,0	8,5	8,2	7,6	7,0	92,6
Wartość DCF (mln PLN) bez CM	145,1							
+ (Dług) Gotówka netto (non MSSF16)	-10,9							
- wypłacone dywidendy	6,8							
Wycena DCF (mln PLN) bez CM	127,5							
Wycena Closer Music***	8,3							
Wycena	135,7							
Liczba akcji (mln)	35,1							
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>3,87</b>							

Źródło: BMBanku Millennium

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

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

\*\*\* - skumulowane koszty poniesione na bazę muzyczną

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

**Wrażliwość wyceny akcji IMS na przyjęte założenia**

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%
stopa R <sub>r</sub> rezydualna	4,6%	3,98	4,07	4,15	4,25	4,35	4,45	4,57
	5,1%	3,81	3,89	3,96	4,05	4,13	4,22	4,32
	5,6%	3,66	3,73	3,80	3,87	3,94	4,02	4,11
	6,1%	3,53	3,59	3,65	3,71	3,78	3,85	3,93
	6,6%	3,41	3,46	3,52	3,57	3,63	3,70	3,76

Źródło: BMBank Millennium; mln PLN;

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 3.87 PLN.

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską i sześć zagranicznych spółek zajmujących się marketingiem w segmencie DOOH (Digital Out Of Home), będącymi agencjami reklamowymi bądź operującymi na rynku reklamowym. Wartość spółki IMS oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Do uzyskanej w ten sposób wyceny dodaliśmy wycenę Closer Music w wysokości kosztów dotychczas poniesionych na rozwój bazy muzycznej.

### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
APGJSGA	APGN	Szwajcaria	12,1	11,8	10,5	16,0	15,5	13,4	20,0	19,9	17,2
JCDecaux	DEC	Francja	13,5	12,1	10,5	37,5	28,7	22,1	32,0	24,5	17,1
M&C Saatchi	SAA	GB	4,0	3,8	3,5	5,1	4,8	4,2	8,9	7,2	6,0
Publicis Groupe	PUB	Francja	7,4	7,2	7,0	9,5	9,0	8,7	11,6	10,6	10,2
Stroer	SAX	Niemcy	7,5	7,2	6,5	17,2	15,8	13,3	14,2	15,0	12,1
Wirtualna Polska	WPL	Polska	10,1	8,2	7,3	14,3	12,2	10,7	16,4	18,8	14,5
S4Capital	SFOR	GB	5,9	5,1	4,4	6,5	5,5	4,7	8,3	8,8	7,3
<b>Mediana</b>			<b>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,0</b>	<b>14,3</b>	<b>12,2</b>	<b>10,7</b>	<b>14,2</b>	<b>15,0</b>	<b>12,1</b>
<b>Wyniki spółki (mln PLN)</b>			<b>15,0</b>	<b>19,0</b>	<b>21,3</b>	<b>9,5</b>	<b>12,7</b>	<b>14,3</b>	<b>6,9</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>
<b>(Dług) Gotówka netto (non MSSF16)</b>			<b>-10,9</b>	<b>-18,7</b>	<b>-17,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>-18,7</b>	<b>-17,8</b>			
<b>Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)</b>			<b>102</b>	<b>119</b>	<b>131</b>	<b>125</b>	<b>136</b>	<b>135</b>	<b>99</b>	<b>135</b>	<b>122</b>
<b>Wycena IMS bez CM</b>											<b>122,7</b>
<b>Wycena Closer Music*</b>											<b>8,3</b>
<b>Wycena</b>											<b>131,0</b>
<b>Wycena na 1 akcję</b>											<b>3,73</b>

Źródło: Bloomberg; prognoza BM Bank Millennium; mln PLN;

\* - skumulowane koszty poniesione na bazę muzyczną

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki IMS na 3.73 PLN.

# Model biznesowy grupy IMS

## Abonamentowy model działania

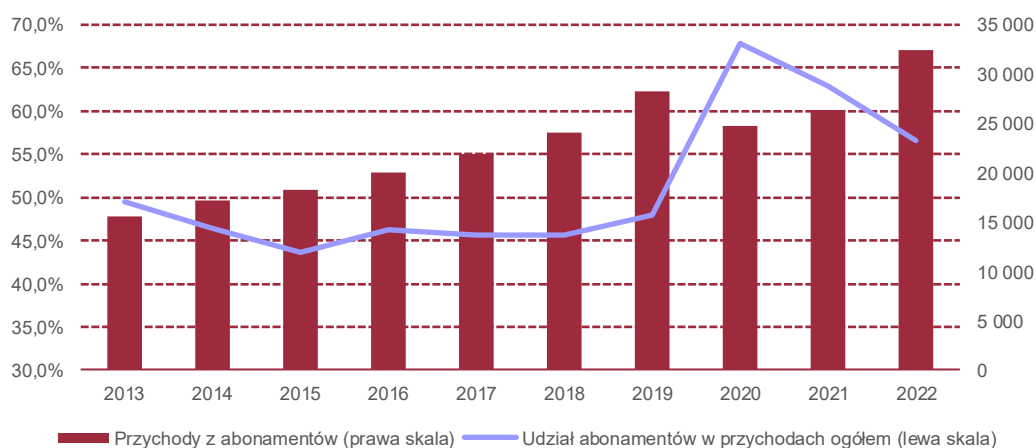
Grupa Kapitałowa IMS zajmuje pozycję lidera polskiego rynku w świadczeniu wyspecjalizowanych usług z zakresu marketingu sensorycznego. Grupa wykorzystuje więc techniki umożliwiające kreowanie nastroju i wywieranie wpływu na zachowanie klienta tak, aby zwiększyć atrakcyjność miejsca sprzedaży. Jej historia sięga 2000 roku.

Grupa świadczy usługi w trzech głównych grupach produktowych:

- ❑ **audiomarketingu** - emisja oraz przygotowanie personalizowanych formatów muzycznych,
- ❑ **wideomarketingu** - komunikacja wizualna na nośnikach Digital Signage: Wideo Wall, menu Boards, witryny sklepowe Digital Signage,
- ❑ **aromamarketingu** - dobór i emisja spersonalizowanych nut zapachowych dla wybranych grup klientów.

Historycznie około połowy sprzedaży pochodziło ze świadczenia długoterminowych usług abonamentowych w tych trzech obszarach. Odsetek ten wzrósł w czasie pandemii i utrzymuje się na wyższym niż wcześniej poziomie także po jej zakończeniu. Abonamentowy model działania daje większą pewność i przewidywalność przychodów, choć nie uodpornia IMS na bardzo negatywne szoki.

## Abonamentowy model stabilizatorem dla przychodów



Źródło: IMS

Ponadto Grupa IMS prowadzi działalność w segmentach:

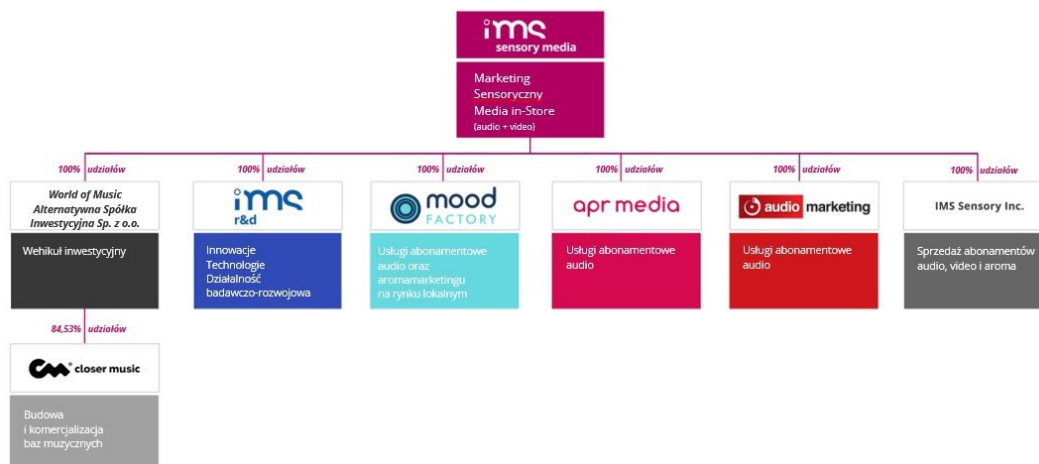
- ❑ **In-Store Media** - produkcja i emisja reklam dźwiękowych, produkcja i emisja reklam wideo na monitorach i ekranach LED, Digital Signage,
- ❑ **Technologie i Systemy Digital Signage** - wayfinder'y - mapy dotykowe, giftomaty, instalacje systemów Digital Signage, aplikacje interaktywne, specjalizowane urządzenia Digital Signage, zarządzanie treścią na nośnikach Digital Signage.

Historycznie IMS skupiał się abonamentowym segmencie premium, a jego klientami były głównie duże marki, sieci FMCG, galerie handlowe oraz sieci hiper- i supermarketów. Z biegiem czasu i wraz z kolejnymi akwizycjami zakres działania Grupy poszerzył się także o segment ekonomiczny, który był i nadal jest ważną konkurencją. Wyraźnie rozszerzyło się także portfolio klientów, gdzie de facto rynkiem docelowym stał się każdy sklep czy placówka usługowa zlokalizowana na terenie kraju.

Ideą powyższych działań IMS jest oferowanie kompleksowych rozwiązań dla szerokiego grona klientów, które mają ich odciążyć od implementacji, zarządzania oraz monitorowania systemów i procesów sprzedaży nakierowanych na działania marketingowe w miejscu sprzedaży.

## Spółki zależne

Grupa Kapitałowa IMS poza jednostką dominującą składa się z 7 spółek. Najważniejsze z nich kiedyś były konkurentem dla IMS, ale w wyniku akwizycji weszły w skład grupy.



Źródło: IMS

**Mood Factory Sp. z o.o.** to spółka stworzona przez IMS i PAIP poprzez fundusz Inkubator Innowacji w 2013 roku. Trzy lata później została przejęta przez IMS. Jej założeniem było zagospodarowanie krajowego rynku małych przedsiębiorstw w odróżnieniu od dużych i znanych marek obsługiwanych przez IMS. Mood Factory prowadzi więc działalność abonamentową w zakresie audio i aromamarketingu dla pojedynczych sklepów, salonów fryzjerskich, salonów fitness, pubów, restauracji oraz niewielkich, lokalnych sieci ww. salonów, sklepów i restauracji.

**APR Sp. z o.o.** oraz **Audio Marketing Sp. z o.o.** to firmy, działające od kilkunastu lat w branży audiomarketingu, których model biznesowy oparty jest o dostarczanie usług muzycznych do punktów sprzedaży. Skoncentrowane są na segmencie ekonomicznym usług abonamentowych audio, a do grupy trafiły w wyniku akwizycji odpowiednio w 2018 i 2021 roku.

**IMS r&d sp. z o.o.** prowadzi działalność badawczo-rozwojową w zakresie nowych urządzeń (np. serwery do nadawania muzyki i wyświetlania kontentu Digital Signage) czy autorskich, interaktywnych aplikacji multimedialnych.

**Closer Music Sp. z o.o.** to spółka, w której od II połowy 2019 r. realizowany jest projekt budowy i komercjalizacji baz muzycznych, z którym IMS wiąże duże nadzieje. Jednocześnie Closer Music ma być głównym motorem wzrostu na rynkach zagranicznych, gdyż abonamentowy model działania IMS w praktyce ma ograniczone pole wzrostu jedynie do rynku polskiego.

**World of Music Alternatywna Spółka Inwestycyjna Sp. z o.o.** to wehikuł inwestycyjny, poprzez który IMS kontroluje spółkę Closer Music. Specjalna formuła prawna alternatywnej spółki inwestycyjnej daje korzyści podatkowe przy planowanej sprzedaży całego biznesu Closer Music.

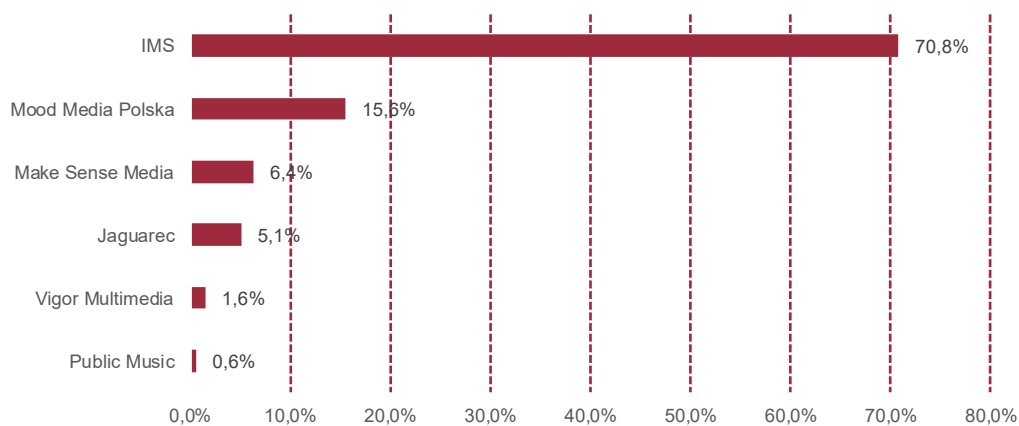
**IMS Sensory Inc.** to spółka powołana w celu rozwoju usług abonamentowych na rynku amerykańskim. Siedziba spółki mieści się w Santa Clara, w Kalifornii.

## Rynek marketingu sensorycznego i konkurencja dla IMS

Kluczowy z perspektywy IMS krajowy rynek abonamentów audio i aromamarketingu jest w dużej mierze oparty na lokalnych relacjach. Zresztą podobnie jest w innych krajach. Oznacza to, że trudno jest na niego wejść podmiotom z innych krajów. Rynek ten był i do pewnego stopnia nadal pozostaje rozdrobniony, choć ilość konkurentów zmniejszyła się w wyniku akwizycji prowadzonej przez IMS. Trudno jest znaleźć analizy czy branżowe raporty skoncentrowane na niewielkim wycinku rynku marketingowego, w którym działa IMS. Pokusiliśmy się więc o własną analizę i oszacowaliśmy jego wielkość poprzez zidentyfikowanie głównych konkurentów oraz uzyskanie ich danych finansowych. W wyniku tej analizy cały rynek abonamentowych usług audio i aromamarketingu oszacowaliśmy na blisko 46 mln zł (suma przychodów wszystkich spółek za 2022 rok), a udział IMS w nim sięgał aż 70,8%. Tym samym grupa osiągnęła pozycję bezsprzecznego lidera, a jej strategia zagospodarowania różnych segmentów tego rynku

osiągnęła sukces. Jednocześnie silna rynkowa pozycja ma szansę przekładać się na dalsze systematyczne pozyskiwanie klientów, którzy w ramach grupy IMS są w stanie wybrać najbardziej

### Udział firm w rynku abonamentów audio i aroma



Źródło: szacunek BMBanku Millennium na podstawie KRS

dla siebie odpowiednią ofertę. W praktyce głównym konkurentem jest polski oddział amerykańskiej spółki Mood Media. Spółka ta w 2022 roku wykazywała jednak przychody na poziomie około jednej piątej generowanej przez IMS sprzedaży w segmentach abonamentowych. Mood Media koncertuje się na abonamentach w segmencie premium, a więc w nim stanowi największą konkurencję dla IMS. Pozostali konkurencji działają głównie w segmencie ekonomicznym. Uznajemy więc, że w kluczowym z punktu widzenia IMS segmencie abonamentowym konkurencja nie jest tak duża i wyraźna jak w pozostałych dwóch segmentach, czyli usług reklamowych i Digital Signage. W nich bowiem spółka musi mierzyć się z nie tylko większą ilością konkurentów, ale są oni także zdecydowanie większymi i bardziej zorganizowanymi podmiotami niż ma to miejsce w przypadku segmentu abonamentowego. Skutkuje to niższymi możliwymi do uzyskania marżami. Rynek reklamowy, na którym działa IMS sklasyfikować można jako DOOH (Digital Out Of Home) InStore (czyli w sklepach). Niestety jest to na tyle niewielki wycinek rynku reklamowego, że nie jest ujmowany jako oddzielna kategoria w branżowych raportach. Za jego bliski odpowiednik można jednak uznać większy segment DOOH Indoor. Według Izby Gospodarczej Reklamy Zewnętrznej w Polsce w 2022 roku funkcjonowało 2773 ekranów w tym segmencie, które należały do 13 firm. IMS plasował się na trzecim miejscu pod względem ich ilości za Screen Network oraz spółką AMS.

### Firmy oferujące ekrany DOOH Indoor (2022 r.)

Firma	Ilość ekranów DOOH Indoor
Screen Network	792
AMS	507
IMS	497
Clear Channel Poland	288
TV Student	209
BE Media	160
Synergic	104
Ströer	83
Braughman	54
Visual Effect	40
JCDecaux	29
Jet Line	7
Warexpo	3
<b>Suma</b>	<b>2773</b>

Źródło: IGRZ



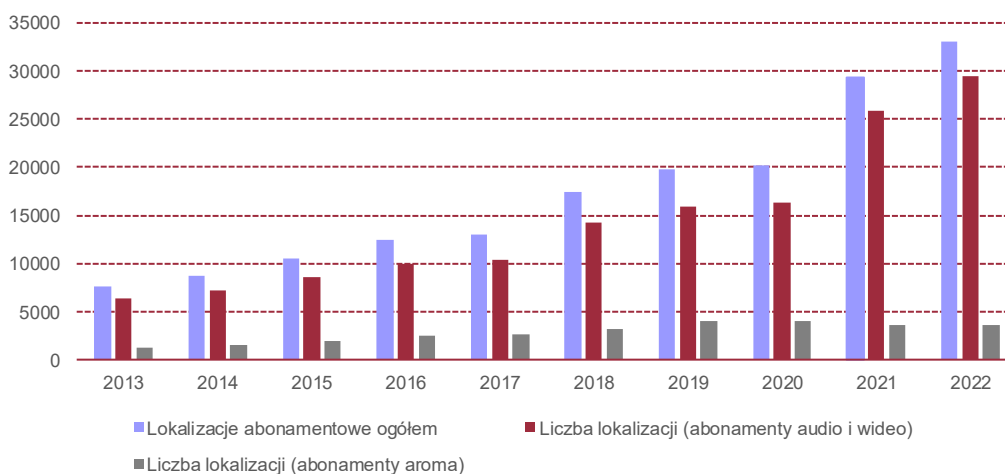
## Strategia rozwoju

Najważniejsze z punktu widzenia przewidywalności i powtarzalności jest dla spółki dalsze pozyskiwanie klientów dla oferowanych abonamentów audio, wideo i aromamarketingu. Spółka stara się konsekwentnie pozyskiwać nowych klientów, czy przekonywać obecnych do wybrania bardziej rozbudowanego pakietu. Historia pokazuje, że spółce udaje się rosnać zarówno w sposób organiczny, jak i poprzez akwizycje. Kluczowym parametrem w tym zakresie jest ilość lokalizacji abonentowych.

Spółka za lokalizację uznaje pojedyncze urządzenie audio, wideo lub aromabox, za które pobierana jest opłata abonamentowa. Jeżeli za urządzenie pobierana jest więcej niż jedna opłata abonamentowa, wówczas liczba lokalizacji odpowiada liczbie opłat.

Nawet w okresie pandemii, czyli w niezwykle trudnych dla spółki latach 2020 - 2021, udało się zwiększyć liczbę lokalizacji. Nie dotyczyło to jednak lokalizacji w ramach abonamentów aroma, których liczba spadła i jak dotąd nie udało się w pełni odrobić poniesionych strat. W przypadku abonamentów audio i wideo liczba lokalizacji rosta konsekwentnie w każdym roku. Szczególnie udane były pod tym względem lata 2018 (+3 908 lokalizacji) i 2021 (+9 551 lokalizacji). Wynikało to z akwizycji odpowiednio APR i Audio Marketingu. Tyn niemniej w roku ubiegłym IMS organicznie pozyskał rekordowe 3 700 lokalizacji audio i wideo, co pokazuje, że jest w stanie rosnać także bez transakcji M&A. Jest to ważne, gdyż na rynku polskim w praktyce trudno będzie spółce przejąć kolejny podmiot. Teoretycznie istnieje możliwość przejęcia podmiotu na rynku zagranicznym, ale mimo od lat już prowadzonych rozmów spółce się to jak dotąd nie udało. Najprawdopodobniej wynika to m.in. z relacyjnego charakteru tego biznesu, co utrudnia przeprowadzenie tego typu akwizycji.

### Liczba lokalizacji abonamentowych



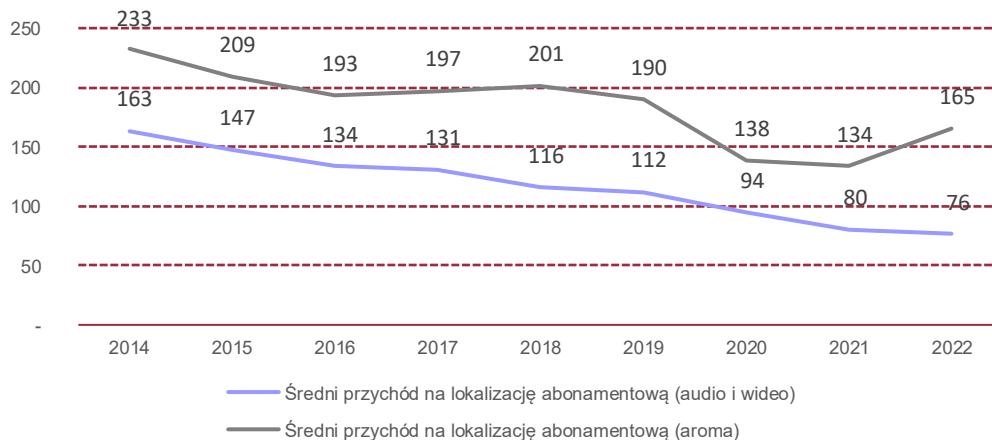
Źródło: IMS

O ile wzrost liczby lokalizacji abonamentowych może budzić zadowolenie, to gorzej prezentuje się sytuacja ze średnim miesięcznym przychodem na jedną lokalizację abonamentową. Otóż przychód ten konsekwentnie spada od wielu lat. Wpływ na to miały dwa główne czynniki. Pierwszy to włączenie i rozwój w ramach portfolio grupy segmentu ekonomicznego, który charakteryzuje się niższą ceną za abonament niż ma to miejsce w przypadku segmentu premium. Drugim czynnikiem były rabaty udzielane klientom w czasie pandemii, aby ich utrzymać w tym trudnym okresie. O ile negatywne działanie tego drugiego czynnika zanika, to w mocy pozostaje pierwszy. Widać to po zmianach jakie zaszły w roku ubiegłym. W segmencie aroma liczba lokalizacji się praktycznie nie zmieniła, a średni miesięczny przychód wzrósł o 32 PLN (+24% r/r). Z kolei w segmencie audio i wideo pozyskanie nowych lokalizacji okupione zostało dalszym spadkiem średniego miesięcznego przychodu o 4 PLN (-5% r/r). Wydaje się, że w przyszłości ten negatywny trend powinien ulec zahamowaniu. Byłoby to konsekwencją zawartych w umowach klauzul indeksacyjnych (wzrost opłaty w kolejnym roku o średnioroczny wskaźnik inflacji za rok miniony).

Konsekwentny trend spadku średniego miesięcznego przychodu na lokalizację pokazuje jednak,

że spółka rosła głównie w segmencie ekonomicznym. Było to zgodne z przyjętą strategią, ale jednocześnie pokazuje, że o wzrost w segmencie premium jest już trudniej.

### Średni miesięczny przychód na lokalizację (PLN)



Źródło: IMS, BMBanku Millennium

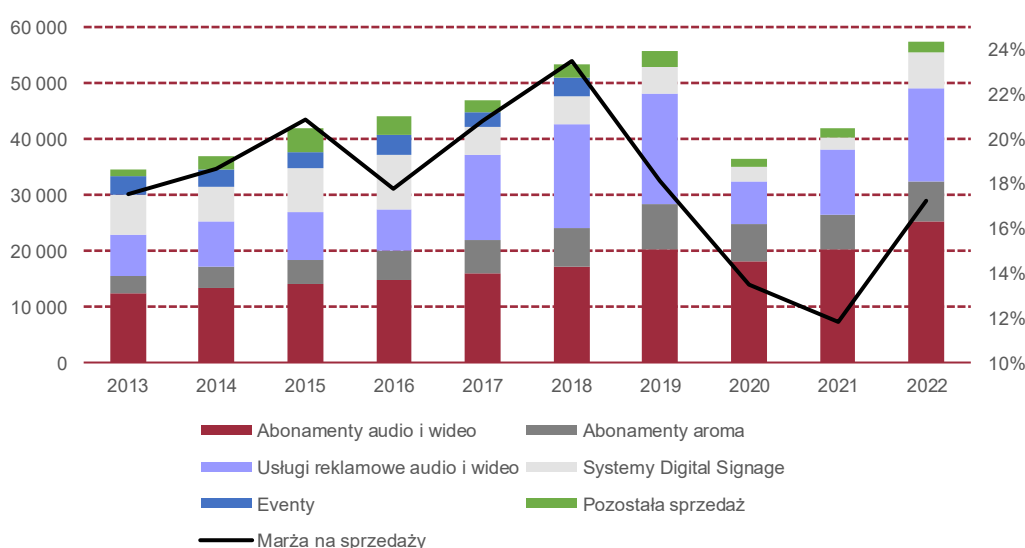
### Coroczna dywidenda

W DNA spółki jest wypłata corocznej dywidendy. IMS dzieli się swoim zyskiem z akcjonariuszami nieprzerwanie od 12 lat. Nawet w trudnym okresie pandemii polityka dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami nie została zawieszona. Pokazuje to przywiązanie spółki do dywidendy, ale także jest konsekwencją wysokich przepływów z działalności operacyjnej i ich konwersji na EBITDA generowaną przez spółkę. Polityka dywidendowa spółki zakłada wypłatę minimum 60% skonsolidowanego zysku. Z pewnością konsekwentna wypłata dywidendy jest dużym atutem spółki. Jej przewidywalny, powtarzalny i rentowny model biznesowy umożliwia bowiem łączenie wzrostu z systematyczną dywidendą.

### Odbudowa po pandemii

Okres pandemii był dla IMS niezwykle trudny i szczególnie dotknął segment reklamowy, którego sprzedaż uległa załamaniu. Obniżyła się także marża na sprzedaży ze średniej w latach 2013 - 2019 na poziomie blisko 20% do średnio 12,6% w latach 2020 - 2021. Miniony rok co prawda na samym początku był jeszcze naznaczony pandemicznymi ograniczeniami, ale zwiastował już

### Sprzedaż w podziale na segmenty i jej rentowność

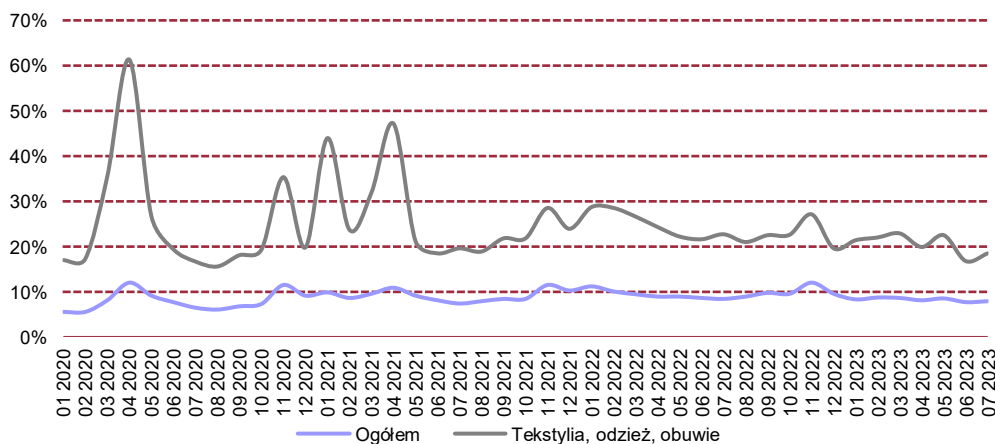


Źródło: IMS

powrót do względnej normalności. Sprzedaż zauważalnie odbiła, podobnie jak marża. Wskazuje to, że model działania IMS nie uległ załamaniu w wyniku pandemii. Obrazują to zresztą także

dane publikowane przez GUS o udziale sprzedaży przez Internet w sprzedaży detalicznej. Jeszcze na początku ubiegłego roku w kategorii „Tekstylnia, odzież, obuwie” wynosił on blisko 30%, ale od tego czasu uległ obniżeniu do poniżej 20% latem tego roku. Także udział sprzedaży przez Internet w sprzedaży detalicznej ogółem jak na razie utrzymuje się w tym roku średnio na niższym poziomie niż w poprzednich dwóch latach. Tym samym klienci wrócili do sklepów i wydaje się, że ich nawyki w tym zakresie w sposób istotny nie uległy zmianie w wyniku pandemii. Pozwala to IMS odbudować podstawowe charakterystyki modelu biznesowego i wrócić na ścieżkę wzrostu obserwowaną przed pandemią.

### Udział sprzedaży przez Internet w sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS

### Closer Music

W ramach tradycyjnego modelu biznesowego IMS może dalej rosnać, ale niewątpliwie z biegiem czasu napotykać będzie na ograniczenia. Wynikają one z wyczerpania się możliwości akwizycyjnych w kraju, trudności z zakupami podmiotów zagranicznych i stopniowym wyczerpywaniem się możliwych do pozyskania sieci sklepów czy szerszej obiektów usługowych do swojego modelu abonamentowego. Jedną z odpowiedzi spółki na te ograniczenia ma być projekt budowy i komercjalizacji baz muzycznych w ramach spółki Closer Music.

Closer Music to projekt, którego celem jest produkcja wysokiej jakości własnych baz muzycznych do ich wykorzystywania i komercjalizacji na cztery różne sposoby. Efektem realizacji projektu jest pozyskiwanie wszystkich praw i zezwoleń do utworów, w najszerszym zakresie dopuszczalnym przez prawo. Monetyzacja muzyki ma polegać na:

- Synchronizacji - czyli odpłatnemu udostępnianiu w reklamach, filmach, serialach telewizyjnych oraz w social mediach,
- Direct Music License (DML) - licencjonowaniu muzyki do odtwarzania w miejscach publicznych i punktach handlowo-usługowych na całym świecie (audiomarketing),
- Streamingu - eksploatacji w serwisach streamingowych,
- Komerccji - tantiomom dzięki publicznemu odtwarzaniu przez firmy o podobnym profilu jak spółki grupy IMS na zasadach komercyjnych.

IMS z tym projektem wiąże duże nadzieje i nie ukrywa swoich międzynarodowych ambicji z nim związanych. Dotychczas w projekt Closer Music IMS zainwestował około 14 mln PLN oraz pozyskał środki na ten projekt od inwestorów zewnętrznych w wysokości 2,8 mln PLN. W portfolio Closer Music jest już blisko 4 900 utworów i liczba ta stale rośnie. IMS w ramach tego projektu największy nacisk kładzie na wzrost, a koszty jego przyszłego rozwoju mają w znacznej mierze pokrywać nowi inwestorzy pozyskiwani w zamian za udziały w Closer Music.

Na chwilę obecną ambitny projekt jest ciężko wycenić i należy go traktować jako opcję, która w przyszłości może, aczkolwiek nie musi przynieść realne zyski. W międzyczasie pewne są koszty jego rozwoju, które nie są i nie będą małe. Jak dotychczas nie udało się spółce pozyskać inwestora finansowego bądź branżowego, który uwiarygodniłby wycenę oraz wsparł projekt zarówno finansowo, jak i w zakresie know-how. Nie są także znane operacyjno-finansowe dane Closer Music, co uniemożliwia jego wycenę. Projekt jednak z pewnością jest interesującą opcją

dostępna dla akcjonariuszy IMS, która przedstawia pewną trudną do określenia wartość. My postanowiliśmy go wycenić jako sumę dotychczas poniesionych kosztów na rozwój bazy muzycznej, która stanowi realną wartość nie tylko dla Closer Music, ale także samego IMS.

## Porozumienie z ZAiKS

W maju br. Closer Music podpisał z ZAiKS umowę o zbiorowe zarządzanie prawami autorskimi oraz dodatkowe porozumienie. Closer Music i ZAiKS ustaliły zasady współpracy odnoszące się do muzyki komercyjnej i DML (Direct Music License) oraz zasady określające rozliczenia ZAiKS z Closer Music z tytułu praw autorskich do utworów będących własnością Closer Music za lata 2020 – 2022, jak również odnoszące się do 2023 roku i lat kolejnych.

Podpisana umowa i porozumienie to niewątpliwie ważny krok w rozwoju Closer Music, który jednocześnie ma wpływ na realizację strategii i perspektywy rozwoju całej grupy IMS. Porozumienie już w tym roku powinno przełożyć się na namacalne zyski, gdyż IMS szacuje, że zysk netto Closer Music z tytułu rozliczeń za lata 2020 – 2022, który zostanie ujęty w sprawozdaniu za rok 2023, przekroczy 20% skonsolidowanego zysku netto grupy IMS za rok obrotowy 2022 (czyli ok. 1.4 mln PLN). W przyszłości należy się spodziewać systematycznych przychodów uzyskiwanych od ZAiKS, które zależą będą od wzrostu repertuaru Closer Music w playlistach, stopnia zwiększania liczby lokalizacji działających na zasadach komercyjnych oraz planowanego rozszerzenia z ZAiKS współpracy na cały świat.

W tym miejscu warto wspomnieć, że polski rynek abonamentów audio jest specyficzny w porównaniu do Europy. W kraju upowszechnił się bowiem model dystrybucji muzyki w wersji DML, a więc bez opłat licencyjnych. IMS zamierza jednak zachęcać swoich klientów do przejścia na model komercyjny. Taki ruch oznaczałby możliwość grania w sklepach nie tylko muzyki z własnych playlist, ale także dobrze znanych polskich i zagranicznych hitów. Klient IMSu miałby więc dostęp do zdecydowanie szerszej oferty muzycznej, ale wiązałoby się to wyższymi opłatami. Sam IMS zyskałby z kolei dodatkowe źródło przychodów z lokalizacji abonamentowych w postaci tantiem od organizacji zbiorowego zarządzania, takich jak ZAiKS.

## Akcjonariat

Po tegorocznej emisji akcji w ramach programu motywacyjnego łączna liczba akcji wynosi 33 894 086. Żadne akcje nie są uprzywilejowane co do głosu bądź dywidendy. Większość akcji należy do osób zarządzających i nadzorujących (w sumie 51%). Największymi akcjonariuszami spółki są jej

### Akcjonariat - udział w kapitale zakładowym i liczbie głosów na WZ

Właściciel prawny akcji	Liczba akcji	% w kapitale zakładowym
Akcje kontrolowane przez osoby nadzorujące		11,3%
Artur G. Czeszejko-Sochacki	3 380 490	10,0%
Wiesław Rozłucki	320 000	0,9%
Jarosław Dominiak	114 101	0,3%
Jarosław Parczewski	25 000	0,1%
Akcje kontrolowane przez osoby zarządzające		40,5%
Dariusz Lichacz	6 188 820	18,3%
Michał Kornacki	6 174 784	18,2%
Piotr Bielawski	1 023 000	3,0%
Wojciech Piwocki	332 500	1,0%
Pozostali akcjonariusze		48,2%
OPERA TFI S.A.	3 761 652	11,1%
Paweł Przetacznik	2 012 110	5,9%
TFI BNP Paribas S.A. □	666 280	2,0%
Pozostali	9 895 349	29,2%
Suma	33 894 086	100,0%

Źródło: IMS

założyciele, czyli Dariusz Lichacz (Wiceprezes), Michał Kornacki (Prezes) i Artur G. Czeszejko-Sochacki (Członek Rady Nadzorczej). W akcjonariacie są obecne fundusze inwestycyjne, aczkolwiek poza Operą TFI nie jest to reprezentacja silna. Spółka bardziej kojarzona jest z akcjonariatem indywidualnym. Zresztą w jej radzie nadzorczej zasiada Prezes Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, który jest także akcjonariuszem spółki.

## ESG

IMS w swojej strategii biznesowej nie uwzględnia i nie opisuje zagadnień środowiskowych, dotyczących zmiany klimatu oraz zrównoważonego rozwoju. Ze względu na zakres prowadzonej działalności w sektorze usługowo-reklamowym oraz wielkość przedsiębiorstwa, ewentualny wpływ działań spółki na zagadnienia ESG jest niewielki.

Spółka w swojej strategii biznesowej nie opisuje także zagadnień społeczno-pracowniczych. IMS (poza zarządem) zatrudnia poniżej 50 pracowników i prowadząc działalność usługową, w której kluczowe znaczenie mają zasoby ludzkie, na bieżąco i stale kontroluje oraz wdraża wszelkie ewentualne działania naprawcze w zakresie zagadnień społeczno-pracowniczych.

### Polityka różnorodności

IMS nie posiada polityki różnorodności w odniesieniu do władz spółki oraz jej kluczowych menedżerów. Przy wyborze osób sprawujących funkcje zarządcze i nadzorcze decydujące znaczenie mają wiedza, kompetencje i doświadczenie poszczególnych kandydatów.

## Czynniki ryzyka

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

- ❑ **Ryzyko związane z sytuacją społeczno-ekonomiczną w Polsce.** Działalność grupy jest istotnie powiązana z koniunkturą makroekonomiczną i nastrojami konsumenckimi w kraju. Recesja w gospodarce bądź gorsze nastroje społeczne wpływają na klientów IMS, czego efektem może być spadek wydatków na reklamę (pomiędzy dynamiką wydatków marketingowych, a dynamiką zmian PKB zachodzi silna korelacja). Z kolei zmniejszenie wartości inwestycji w zakresie rozwoju sieci sprzedaży (mniejsza liczba otwieranych punktów handlowych) lub ograniczenie sieci sprzedaży może wpłynąć na dynamikę sprzedaży grupy IMS oraz na ilość usług abonamentowych świadczonych dla obecnych klientów.
- ❑ **Ryzyko związane z rozwojem rynku handlu i usług.** Poziom sprzedaży detalicznej w sieciach handlowych wpływa pośrednio na biznes grupy. Zmiany wielkości sprzedaży detalicznej u klientów mogą negatywnie wpłynąć przede wszystkim na zakres świadczonych usług reklamowych. Tym niemniej istnieje także ryzyko zmiany preferencji klientów w kierunku zdalnej sprzedaży (e-commerce), a trwałe odejście od stacjonarnego modelu wpłynęłoby negatywnie także na kluczowy z perspektywy IMS segment abonamentów.
- ❑ **Ryzyko nietrafionych akwizycji.** Elementem strategii grupy są akwizycje innych podmiotów, przede wszystkim konkurentów. Tego typu transakcje wiążą się z ryzykiem błędu w procesie oceny potencjalnego przedmiotu akwizycji. W konsekwencji jego kupno może nie przynieść oczekiwanych korzyści, a dodatkowo obciążyć wyniki grupy IMS.
- ❑ **Ryzyko związane z konkurencją.** Na wyniki finansowe osiągnięte przez grupę może mieć wpływ obniżanie cen usług i towarów przez firmy konkurencyjne. Ma to szczególne znaczenie w segmencie reklamowym, w którym konkurencja jest większa i bardziej agresywna. Także jednak w segmencie abonamentowym panuje konkurencja, szczególnie ze strony Mood Media działającego w segmencie premium tego rynku. Nie można wykluczyć chęci umocnienia pozycji rynkowej przez ten podmiot czy rozszerzenie jego skali działania. Istnieje także ryzyko pojawienia się nowych konkurentów, co może mieć wpływ na obniżenie marż i wpłynąć na wyniki finansowe lub perspektywy rozwoju grupy w przyszłości.
- ❑ **Ryzyko odpisów inwestycji poczynionych w Closer Music.** IMS mocno zaangażował się w rozwój Closer Music, z którym wiąże duże nadzieje. Nie można jednak wykluczyć możliwości niezmaterializowania się pozytywnych założeń, co może prowadzić do

istotnego ograniczenia ambicji związanych z Closer Music, czy wręcz zamknięcia projektu. W konsekwencji pojawiłoby się ryzyko odpisów przynajmniej części poczynionych w ten projekt inwestycji.

- ❑ **Ryzyka zwiększonych potrzeb inwestycyjnych związanych z Closer Music.** Projekt jest wciąż na dość wczesnym etapie, a jego międzynarodowy zakres wiąże się potrzebą istotnych inwestycji w dalszą produkcję muzyki, jej dystrybucję i marketing. IMS planuje zapraszać do projektu kolejnych inwestorów, których wsparcie finansowe mogłoby w znacznej mierze zaspokoić potrzeby kapitałowe rosnącego podmiotu. Nie można jednak wykluczyć trudności z pozyskaniem nowych inwestorów, bądź ich żądania mogłyby zostać uznane przez IMS za zbyt wygórowane. W konsekwencji grupa stanęłaby przed potrzebą bardziej samodzielnego zaspokojenia potrzeb kapitałowych Closer Music, co mogłoby istotnie zwiększyć jej koszty, a w skrajnym scenariuszu negatywnie odbić się na polityce dywidendowej.
- ❑ **Ryzyko rosnących kosztów wynagrodzeń i utraty kluczowych pracowników.** Największym kapitałem grupy są jej pracownicy, w szczególności kadra menedżerska, przedstawiciele handlowi, specjaliści od kontentu muzycznego oraz pracownicy IT. W przypadku przejścia kluczowych pracowników do firm konkurencyjnych, istniałoby ryzyko, że firmy te mogłyby stać się istotnymi konkurentami dla IMS. Ponadto utrata najbardziej wartościowych pracowników mogłaby negatywnie wpłynąć na dalszym rozwój grupy. Jednym z istotniejszych działań prowadzonych w celu zapobiegania ryzyku utraty kluczowych pracowników jest program motywacyjny oparty o opcje menedżerskie.
- ❑ **Ryzyko nowych technologii.** Istnieje zagrożenie stworzenia nowej technologii, której produkty mogłyby stać się istotną konkurencją dla spółki. Może to także skutkować znaczną obniżką kosztów świadczenia usług i przez to negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe IMS.
- ❑ **Ryzyko pandemii.** Pandemia koronawirusa odcisnęła silne piętno na kondycję spółki w latach 2020 - 2021. Ewentualne pojawienie się kolejnych wysoce zakaźnych chorób mogłoby skutkować podobnymi negatywnymi skutkami dla IMS, a nawet zagrozić jego funkcjonowaniu w przyszłości.
- ❑ **Ryzyko zmienności przepisów.** Krajowy system prawny charakteryzuje się częstymi zmianami regulacji prawnych. Rodzi to dla spółki potencjalne ryzyka, przykładowo w zakresie przepisów dotyczących prawa autorskiego. Ponadto zmiana regulacji prawnych organizacji zarządzających prawami autorskimi (takich jak ZAiKS, SAWP, ZPAV, STOART) oraz wzrost opłat z tytułu wykorzystywania utworów muzycznych, może wpłynąć na obniżenie rentowności grupy.

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

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
<b>przychody netto</b>	<b>36,5</b>	<b>41,8</b>	<b>57,3</b>	<b>65,9</b>	<b>72,5</b>	<b>79,0</b>
koszty działalności operacyjnej	31,9	36,9	47,5	53,3	58,2	63,8
<b>zysk na sprzedaży</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>9,9</b>	<b>12,7</b>	<b>14,3</b>	<b>15,3</b>
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	3,6	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA (non MSSF16)*</b>	<b>9,5</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>19,0</b>	<b>21,3</b>	<b>22,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>4,6</b>	<b>8,5</b>	<b>9,5</b>	<b>12,7</b>	<b>14,3</b>	<b>15,3</b>
saldo finansowe	-0,8	-0,2	-0,8	-1,5	-1,8	-1,6
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>3,8</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>	<b>11,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,7</b>
podatek dochodowy	-0,7	-1,2	-1,7	-2,1	-2,4	-2,6
<b>Zysk netto</b>	<b>3,0</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>11,1</b>
EPS	0,10	0,23	0,22	0,27	0,29	0,32

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

## Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>32,5</b>	<b>44,7</b>	<b>49,9</b>	<b>53,1</b>	<b>58,7</b>	<b>60,3</b>
wartość firmy	10,5	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4
wartości niematerialne	5,0	8,6	14,4	17,9	20,6	22,7
rzeczowe aktywa trwałe	12,0	9,8	9,4	9,5	9,6	9,7
prawa do użytkowania aktywów (MSSF 16)	3,5	2,8	2,3	1,8	4,6	4,0
pozostałe	1,5	2,2	2,5	2,6	2,6	2,6
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>24,3</b>	<b>24,6</b>	<b>27,6</b>	<b>31,0</b>
zapasy	2,2	2,4	2,9	3,3	3,6	4,0
należności	9,1	10,6	16,7	18,5	20,3	22,1
środki pieniężne i ekwiwalenty	2,0	1,9	4,6	2,7	3,6	4,8
<b>aktywa razem</b>	<b>46,0</b>	<b>59,7</b>	<b>74,2</b>	<b>77,7</b>	<b>86,3</b>	<b>91,3</b>
<b>kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej</b>	<b>20,0</b>	<b>25,7</b>	<b>30,3</b>	<b>33,4</b>	<b>38,1</b>	<b>42,5</b>
<b>kapitał mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<b>zobowiązania</b>	<b>26,0</b>	<b>33,7</b>	<b>43,6</b>	<b>44,0</b>	<b>48,0</b>	<b>48,5</b>
zobowiązania długoterminowe	12,6	17,9	10,9	16,1	18,2	17,2
dług odsetkowy	6,8	5,3	6,0	11,9	11,9	11,9
zobowiązania krótkoterminowe	13,4	15,8	32,7	28,0	29,8	31,3
dług odsetkowy	4,1	4,0	9,5	9,5	9,5	9,5
<b>pasywa razem</b>	<b>46,0</b>	<b>59,7</b>	<b>74,2</b>	<b>77,7</b>	<b>86,3</b>	<b>91,3</b>
BVPS	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2

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

**Cash flow (mln PLN)**

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
wynik netto	3,0	7,1	6,9	9,0	10,1	11,1
amortyzacja bez praw do użytkowania MSSF16	4,9	5,7	5,5	6,4	7,0	7,4
zmiana kapitału obrotowego	3,7	-0,1	-1,2	-0,5	-0,6	-0,6
zapłacone odsetki	0,4	0,3	1,0	1,5	1,8	1,6
<b>przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>10,4</b>	<b>9,7</b>	<b>13,7</b>	<b>17,4</b>	<b>19,3</b>	<b>20,6</b>
inwestycje	-3,9	-5,3	-8,5	-10,1	-9,8	-9,6
<b>przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3,8</b>	<b>-8,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-9,8</b>	<b>-9,6</b>
wypłata dywidendy	-1,6	-3,1	-5,6	-6,8	-6,1	-6,6
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	-2,0	-1,0	2,7	-3,3	-3,2	-3,1
zapłacone odsetki	-0,4	-0,3	-1,0	-1,5	-1,8	-1,6
<b>przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>-5,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,1</b>	<b>-9,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>-9,8</b>
zmiana gotówki netto	0,7	-0,1	2,7	-1,9	0,8	1,2
DPS	0,05	0,10	0,18	0,21	0,18	0,19
CEPS	0,25	0,41	0,39	0,45	0,49	0,53
FCFPS	0,33	0,34	0,26	0,36	0,43	0,48

**Wskaźniki (%)**

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
zmiana sprzedaży	-38,1%	14,6%	37,0%	15,0%	10,0%	9,0%
zmiana EBITDA (non MSSF16)*	-47,1%	50,1%	4,9%	27,1%	11,7%	6,8%
zmiana EBIT	-61,2%	85,4%	10,8%	33,7%	12,9%	6,8%
zmiana zysku netto	-67,6%	133,6%	-1,9%	29,7%	12,4%	9,4%
marża EBITDA (non MSSF16)	26,1%	34,1%	26,1%	28,9%	29,3%	28,7%
marża EBIT	12,6%	20,4%	16,5%	19,2%	19,7%	19,3%
marża netto	8,3%	16,9%	12,1%	13,7%	14,0%	14,0%
sprzedaż/aktywa (x)	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9
dług / kapitał (x)	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4
odsetki / EBIT	-17,0%	-2,5%	-8,5%	-12,1%	-12,4%	-10,3%
stopa podatkowa	17,3%	15,0%	19,8%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	15,2%	27,6%	22,9%	27,0%	26,6%	26,1%
ROA	6,6%	11,9%	9,4%	11,6%	11,7%	12,1%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	8,9	7,3	10,9	18,7	17,8	16,6

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

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



**Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 miesiącach**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gawkoński
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler
Agora	Kupuj	7 kw i 23	6,90	7,70	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj
LPP	Akumuluj	24 maj 23	13220,00	14700,00	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	30 maj 23	25,30	33,60	Grzegorz Gawkoński
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 cze 23	3,31	5,30	Adam Zajler
Agora	Akumuluj	16 cze 23	8,10	9,30	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	20 cze 23	14,50	16,50	Łukasz Bugaj
VRG	Kupuj	5 lip 23	3,60	5,41	Seweryn Żołyński

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora, Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

**Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy**

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	10	67%
Akumuluj	4	27%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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

**Biuro Analiz**

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

**Adam Zajler** Analityk  
+48 22 598 26 88 przemysł, technologie, media  
adam.zajler@bankmillennium.pl

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

**Grzegorz Gawkowski** Analityk  
+48 22 598 26 05 fundusze inwestycyjne  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

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

**Departament Sprzedaży**

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

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

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

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

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

**Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.**

ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip  
02-593 Warszawa Polska

**Ważne informacje**

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

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

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

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

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

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

**Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie**

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

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

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

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

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

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

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

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

**Stosowane metody wyceny**

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

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

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

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

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

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

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

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

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

**Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:**

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

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

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 8 września 2023r. o godzinie 8.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data 8 września 2023r. godzina 8.45.

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