

- Wypowiedzenie umowy znaczącej w segmencie sprzedaży aktywnej
- Obniżenie prognozy zysku netto do PLN 9.0m z PLN 11.2m w 2015p
- Obniżamy naszą cenę docelową do PLN 23.8 z PLN 28.7 na akcję.

Obniżenie prognoz po utracie umowy znaczącej

Obniżamy nasze prognozy i wycenę po informacji na temat utraty umowy znaczącej przez Spółkę w grudniu 2014r. Głównie w wyniku tej informacji obniżamy nasze prognozy sprzedaży i EBITDA na rok 2015 o PLN 19.5m i PLN 1.8m, tj. o 11% i 10%, do PLN 155.9m i PLN 16.0m. Pomimo obniżenia naszych prognoz nadal oczekujemy wzrostu EBITDA w 2015p o 4% r/r dzięki rozwojowi segmentu call center. Oczekujemy, iż Arteria w latach 2015-2016p wypracuje zysk netto w wysokości PLN 9.0m i PLN 9.6m. Po 20% korekcie kursu akcji na naszych szacunkach Arteria w 2015p wyceniana jest na mnożniku znorm. P/E 8.4x i EV/EBITDA 5.8x. Pomimo obniżenia przez nas prognozy dywidendy za 2014p i 2015p do PLN 0.60 i PLN 0.71, implikowana stopa dywidendy wynosząca odpowiednio 4.0% i 4.2% jest nadal atrakcyjna. Obniżamy naszą cenę docelową do PLN 23.8 z PLN 28.7 na akcję.

Wypowiedzenie umowy znaczącej pogarsza perspektywy w segmencie sprzedaży aktywnej.

W dniu 19 grudnia 2014r. Arteria poinformowała o wypowiedzeniu umowy przez jednego ze znaczących klientów z segmentu sprzedaży aktywnej. Z uwagi na powyższe, a także uwzględniając ryzyko wolniejszego tempa pozyskiwania nowych klientów obniżyliśmy nasze prognozy przychodów dla tego segmentu na lata 2015-2016p o 57% i 48% do odpowiednio PLN 13.3m i PLN 18.1m. Spółka poinformowała, że utrata klienta obniży wynik EBITDA w roku 2015 o ok. PLN 1m.

Obniżamy prognozę zysku netto Arterii do PLN 9.0m w 2015p oraz PLN 9.6m w 2016p. Przy założeniu braku czynnika kompensującego utratę kluczowego klienta obniżyliśmy naszą prognozę EBITDA spółki o 10% do PLN 16.0m w 2015p. W 2016p oczekujemy wzrostu EBITDA o 14% do PLN 18.3m dzięki większej kontrybucji ze strony segmentu call center. Przy utrzymaniu efektywnej stopy podatkowej na poziomie 5% w 2015p oczekujemy wzrostu zysku netto do PLN 9.0m. W 2016p zakładamy powrót do 19% stopy CIT i wzrost zysku netto o 7% do 9.6m pomimo 14%-owego wzrostu EBITDA.

Obniżamy prognozę DPS do PLN 0.60 w 2014p. Wraz z obniżeniem prognozy zysku netto na 2014r. do PLN 8.5m znacząco obniżamy nasze prognozy dywidend, zakładając niższy wskaźnik wypłaty dywidendy. Oczekujemy DPS z zysku za 2014p w wysokości PLN 0.60 (vs. PLN 0.75 poprzednio, DY: 4.0%). W następnych latach prognozy zakładamy stopę wypłaty dywidendy na stałym poziomie 30% zysku netto, co implikuje PLN 0.64 DPS za 2015p (DY: 4.2%) oraz PLN 0.68 za 2016p (DY: 4.5%).

Obniżamy cenę docelową z PLN 28.7 na PLN 23.8 na akcję. Po 20% spadku kursu akcji od początku grudnia 2014r. akcje Arterii, na naszych prognozach, są wyceniane na mnożnikach znorm. P/E 8.4x w 2015r. i 6.7x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 5.8x i 4.9x. Wyceniamy akcje Arterii dwoma metodami: 1) DCF na PLN 27.0 oraz 2) metodą porównawczą na PLN 20.5 na akcję. Na bazie powyższych wycen ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 23.8 na akcję.

Arteria: Podsumowanie wyceny

	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Przychody	128.6	131.6	150.1	155.9	180.4
Zysk brutto ze sprzedaży	21.8	16.9	18.5	19.1	22.0
EBITDA	15.8	17.3	15.3	16.0	18.3
Zysk netto	8.4	10.1	8.5	9.0	9.6
P/E	7.7x	6.4x	7.6x	7.2x	6.7x
Znorm. P/E	9.1x	9.0x	9.0x	8.4x	6.7x
EV/EBITDA	5.2x	5.3x	6.3x	5.8x	4.9x
Stopa dywidendy*	2.6%	4.0%	4.0%	4.2%	4.5%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

* Dywidenda z zysku netto za dany rok

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	23.8
Poprzednia cena docelowa (PLN)	28.7
Cena bieżąca (PLN)	15.1
Max (52T)	23.0
Min (52T)	12.2
Liczba akcji (m)	4.27
Kapitalizacja (PLNm)	65.0
Dług netto (3Q14, PLNm)	29.8
EV (3Q14, PLNm)	94.6
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	75.1

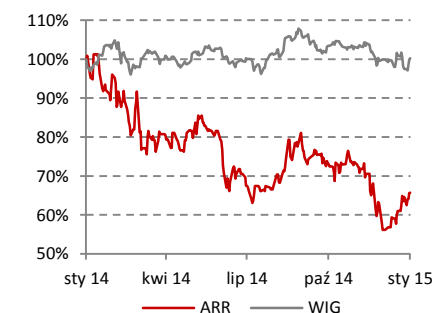
Akcjonariat

	%
Generali OFE	16.9%
Mayas Basic Concept Ltd	14.2%
Union Investment TFI	12.7%
Nova Group (Cyprus) Ltd	8.8%
Investors TFI	8.8%
Allianz FIO	5.5%
Pozostali	33.0%

Opis Spółki

Arteria działa na rynku outsourcingu procesów biznesowych (BPO). Spółka dysponuje największym w Polsce komercyjnym call center specjalizującym się głównie w obsłudze klienta i prowadzeniu infolinii. Drugim najważniejszym obszarem działalności Arterii jest wsparcie procesów sprzedaży. Na ten segment działalności składa się głównie outsourcing procesów sprzedażowych, wspieranie zarządzania procesami CRM, BPM i SFA oraz usługi marketingu bezpośredniego. W ramach segmentu aktywnej sprzedaży Arteria prowadzi sprzedaż mobilną produktów finansowych.

Arteria vs. WIG: Relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg

Piotr Raciborski
Analityk akcji
(+48) 22 378 9195
Piotr.Raciborski@investors.pl

Arteria

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2012	2013	2014p	2015p	2016p
P/E (x)	7.7	6.4	7.6	7.2	6.7
Znorm P/E (x)**	9.1	9.0	9.0	8.4	6.7
EV/EBITDA (x)	5.2	5.3	6.3	5.8	4.9
EV/Sprzedaż (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
P/S (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
Stopa dywidendy (%)*	2.6%	4.0%	4.0%	4.2%	4.5%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Przychody ze sprzedaży	128.6	131.6	150.1	155.9	180.4
Koszty sprzedanych towarów	-106.8	-114.8	-131.6	-136.7	-158.5
Zysk brutto ze sprzedaży	21.8	16.9	18.5	19.1	22.0
Koszty sprzedaży i zarządu	-12.9	-7.3	-6.3	-7.5	-8.2
EBITDA	15.8	17.3	15.3	16.0	18.3
Amortyzacja	4.7	6.3	4.2	4.4	4.5
EBIT	11.1	11.0	11.2	11.6	13.8
Koszty finansowe netto	-2.5	-2.1	-2.2	-2.1	-1.9
Zysk przed opodatkowaniem	8.6	8.9	9.0	9.5	11.9
Podatek dochodowy	-0.1	1.3	-0.5	-0.5	-2.3
Zysk netto	8.4	10.1	8.5	9.0	9.6
Znorm. zysk netto**	7.1	7.2	7.2	7.7	9.6
Dynamiki wzrostu	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Wzrost przychodów (%)	10%	2%	14%	4%	16%
Wzrost EBITDA (%)	4%	10%	-11%	4%	14%
Wzrost zysku netto (%)	11%	20%	-16%	7%	7%
Marże	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Marża brutto ze sprzedaży (%)	16.9%	12.8%	12.3%	12.3%	12.2%
Marża EBITDA (%)	12.3%	13.2%	10.2%	10.3%	10.2%
Marża EBIT (%)	8.6%	8.4%	7.4%	7.5%	7.6%
Marża zysku netto (%)	6.5%	7.7%	5.6%	5.8%	5.3%
Bilans (PLNm)	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Rzeczowe aktywa trwałe	6.8	5.9	9.5	9.7	9.8
Wartości niematerialne i prawne	24.7	19.5	19.7	20.1	20.4
Wartość firmy	35.1	35.1	46.7	46.7	46.7
Inne aktywa trwałe	6.6	48.1	60.1	60.1	60.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4.6	3.9	1.6	4.6	5.2
Należności handlowe	38.2	31.5	34.1	35.4	41.0
Zapasy	2.0	2.3	1.1	1.1	1.3
Inne aktywa obrotowe	1.0	7.3	3.0	3.0	3.0
Aktywa razem	119.0	153.6	175.7	180.7	187.5
Dług krótkoterminowy	16.7	15.5	8.1	11.1	14.1
Zobowiązania handlowe	12.0	7.7	11.5	12.0	13.9
Inne zobowiązania krótkoterminowe	21.6	8.8	7.9	7.9	7.9
Dług długoterminowy	5.1	15.7	25.9	20.9	15.9
Inne zobowiązania długoterminowe	4.0	2.9	4.3	4.3	4.3
Kapitały własne	59.6	67.9	71.3	77.7	84.7
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasywa	119.0	118.5	129.1	134.0	140.8
Kapitał obrotowy	28.2	26.1	23.7	24.6	28.4
Dług netto	17.2	27.3	32.5	27.5	24.9
Przepływy pieniężne (PLNm)	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Zysk brutto	8.6	8.9	9.0	9.5	11.9
Podatek dochodowy	-0.1	0.0	0.0	-0.5	-2.3
Amortyzacja	4.7	6.3	4.2	4.4	4.5
Zmiany w kapitale obrotowym	-16.7	1.7	-8.7	-0.9	-3.9
Inne zmiany niepieniężne	12.4	-8.9	3.8	2.1	1.9
Przepływy z działalności operacyjnej	8.9	8.0	8.3	14.7	12.2
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-4.5	-8.6	-5.7	-5.0	-5.0
Inne przepływy inwestycyjne	-4.2	-0.4	-0.5	0.5	0.6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-8.7	-9.0	-6.3	-4.5	-4.4
Zmiany netto w kapitale własnym	3.0	10.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-0.1	-6.0	1.3	-2.0	-2.0
Odsetki zapłacone	-3.1	-2.0	-2.1	-2.6	-2.5
Dywidendy	-1.0	-1.7	-2.6	-2.6	-2.7
Przepływy z działalności finansowej	1.5	0.3	-4.3	-7.2	-7.2
Zmiana gotówki	1.7	-0.7	-2.3	3.0	0.6
Dźwignia i stopy zwrotu	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	1.09x	1.58x	2.11x	1.71x	1.36x
Dług netto/aktywa (%)	14%	18%	18%	15%	13%
Dług netto/kapitały własne (%)	29%	40%	46%	35%	29%
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	3.6x	5.5x	5.4x	4.4x	5.5x
Cykl rotacji gotówki (dni)	74	70	54	54	54
ROE (%)	14.1%	14.9%	11.9%	11.6%	11.4%
ROA (%)	7.1%	6.6%	4.8%	5.0%	5.1%

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

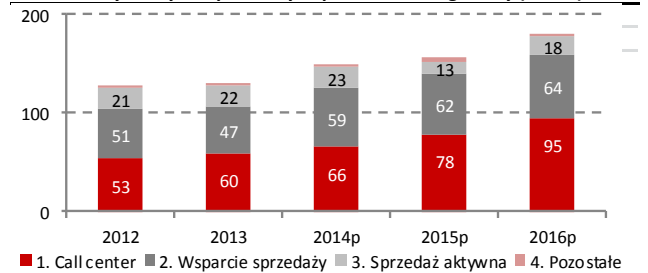
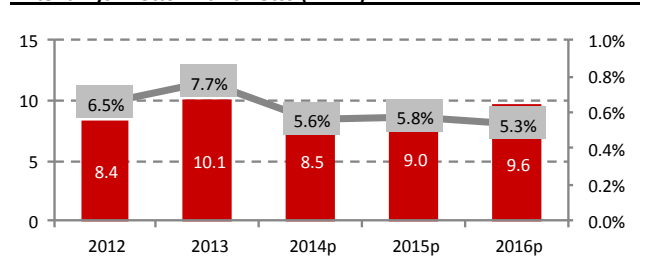
Podstawowe dane	
Cena akcji (PLN)	15.2
Min (52W, PLN)	14.3
Max (52W, PLN)	26.0
Kapitalizacja (PLN m)	65
EV (3Q14, PLN m)	95

Podstawowe dane	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Liczba akcji (m)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
EPS (PLN)	2.0	2.4	2.0	2.1	2.3
BVPS (PLN)	13.9	15.9	16.7	18.2	19.8
DPS (PLN)*	0.40	0.60	0.60	0.64	0.68

Analiza Du Ponta	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Marża netto (%)	6.5%	7.7%	5.6%	5.8%	5.3%
Rotacja aktywów	1.1x	1.1x	1.2x	1.2x	1.3x
Dźwignia finansowa	2.0x	1.7x	1.8x	1.7x	1.7x
ROE	14.1%	14.9%	11.9%	11.6%	11.4%

Segmenty	2012	2013	2014p	2015p	2016p
Przychody (PLN m)	128.6	131.6	150.1	155.9	180.4
1. Call center	53.4	59.7	65.7	78.3	95.1
2. Wsparcie sprzedaży	50.9	46.9	59.1	61.6	64.5
3. Sprzedaż aktywna	21.0	22.3	22.6	13.3	18.1
4. Pozostałe	3.3	2.7	2.7	2.7	2.7

Zysk brutto ze sprzedaży	2012	2013	2014p	2015p	2016p
1. Call center	13.7	8.6	9.3	10.8	13.0
2. Wsparcie sprzedaży	6.0	6.1	6.8	7.1	7.4
3. Sprzedaż aktywna	3.0	2.0	2.3	1.1	1.4
4. Pozostałe	-0.8	0.1	0.2	0.2	0.2

Arteria: Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (PLNm)

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors
Arteria: Zysk netto i marża netto (PLNm)

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors
Nadchodzące wydarzenia

20 marca 2015r. Raport za 2014r.
 15 maja 2015r. Raport za 1Q2015r.
 13 listopada 2015r. Raport za 3Q2015r.

Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) ryzyko wzrostu konkurencji na rynku outsourcingu i erozji marż (2) ryzyko utraty posiadanych kontraktów na usługi outsourcingowe (3) ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń.

** Dywidenda i stopa dyw. z zysku netto za dany rok*
*** Zysk netto normalizowany o odchylenia od 19% stopy podatku*

Ostatnie wydarzenia

Wypowiedzenie umowy znaczącej – utrata około 8% przychodów grupy i około 6% rocznej EBITDA.

W dniu 19. grudnia 2014r. Arteria poinformowała o wypowiedzeniu umowy przez jednego ze znaczących klientów z segmentu sprzedaży aktywnej. Spółka szacuje, że utrata tego klienta przełoży się na spadek EBITDA o PLN 1m w 2015r. Zakładamy, że utracony kontrakt generował prawie połowę przychodów w tym segmencie. Z uwagi na powyższe, a także uwzględniając ryzyko wolniejszego tempa pozyskiwania nowych klientów obniżyliśmy nasze prognozy przychodów dla tego segmentu na lata 2015-2016p o 57% i 48% do odpowiednio PLN 13.3m i PLN 18.1m. Jednocześnie zgodnie z naszymi szacunkami utrata kluczowego klienta przełoży się na spadek zysku brutto ze sprzedaży tego segmentu o 53% r/r do PLN 1.1m w 2015p.

Nowelizacja praw konsumenta.

W dniu 25 grudnia w życie weszła nowelizacja praw konsumenta wprowadzająca zmiany w procedurach sprzedaży telefonicznej. Od tej pory rozmowa telefoniczna konsultanta z potencjalnym klientem będzie stanowiła jedynie formę prezentacji produktu – zawarcie umowy wymagało będzie potwierdzenia jej treści na trwałym nośniku (mailowo lub listem tradycyjnym). Umowa będzie obowiązywała od momentu podpisania jej i odesłania przez konsumenta.

Spółka nie postrzega zmian regulacyjnych jako negatywne. Według Prezesa Spółki Arteria jest w pełni przystosowana do nowych przepisów, ponieważ wszystkie obecne kontrakty realizowane są zgodnie z nowelizacją – ich wprowadzenie nie wpłynie więc na zmniejszenie poziomu jej przychodów lub rentowności. Co więcej, nowelizacja może wpłynąć pozytywnie na pozycję Arterii na rynku poprzez pogorszenie warunków działania mniejszych spółek z branży, nieprzystosowanych do nowych przepisów.

Plany wejścia na rynek niemiecki.

Prezes Marcin Marzec w dniu 17 grudnia poinformował o planach wejścia Arterii na rynek niemieckich usług telekomunikacyjnych. Wpływ nowych kontraktów zagranicznych na przychody Spółki ma być odczuwalny już od 2015r. Oczekujemy, że w początkowej fazie projektu, Spółka może wykorzystać już istniejącą infrastrukturę do obsługi nowych kontraktów (call center w Sosnowcu), więc realizacja nie przyniesie znacznych dodatkowych kosztów.

Niemcy są atrakcyjnym celem ekspansji zagranicznej – wartość niemieckiego rynku usług contact center szacuje się na EUR 14mld. Największą część rynku stanowi branża usług finansowych (38%). Druga pod względem wielkości branża to IT i telekomunikacja (16%). Udział handlu to 16%, a logistyki 6%.

Prognozy finansowe 2014-2016p

Wyniki za pierwsze 3 kwartały 2014r. oraz wypowiedzenie umowy znaczącej w segmencie sprzedaży aktywnej dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Obniżamy prognozę przychodów o 2% do PLN 150.1m z 153.7m w 2014p, o 11% do PLN 155.9m w 2015p z PLN 175.3m oraz o 8% do PLN 180.4m z PLN 196.6m w 2016p.
- Obniżamy prognozę zysku brutto ze sprzedaży w segmencie sprzedaży aktywnej o 61% do PLN 1.1m w 2015p oraz o 57% do PLN 1.4m w 2016p. Marża brutto ze sprzedaży wyniesie w latach 2015-2016p odpowiednio 8.1% oraz 7.9% vs. 9.0% i 9.7% w poprzednich szacunkach. Spadek marży brutto ze sprzedaży spowodowany będzie wyższą kontrybucją nowego projektu z zakresu sprzedaży kart Mastercard, który przy naszych prognozach ma niższą rentowność niż dotychczasowe kontrakty Spółki.
- Obniżamy prognozę EBIT o 3% do PLN 11.2m w 2014p (vs. PLN 11.5m poprzednio), o 14% do PLN 11.6m w 2015p (vs. PLN 13.5m poprzednio) oraz o 13% do PLN 13.8m w 2016p (vs. PLN 15.9m poprzednio). Przy niezmiennych założeniach dotyczących amortyzacji oczekujemy EBITDA w latach 2014-2016p na poziomie PLN 15.3m, PLN 16.0m oraz PLN 18.3m.
- Obniżamy prognozę zysku netto o 8% do PLN 8.5m z PLN 9.2m w 2014p, o 19% do PLN 9.0m z PLN 11.2m w 2015p oraz o 17% do PLN 9.6m z 11.7m w 2016p.
- Obniżamy oczekiwaną wartość dywidendy na akcję z zysku w 2014p do PLN 0.6 z PLN 0.75, w 2015p do PLN 0.64 z PLN 0.92 oraz w 2016p do PLN 0.68 z PLN 1.10 poprzednio.

Tabela 1. Arteria: Prognozy finansowe na lata 2014-2016p

Dane w PLNm

	2014p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2015p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2016p		zmiana (%)	Zmiana r/r
	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe
Przychody ze sprzedaży	153.7	150.1	-2%	14%	175.3	155.9	-11%	4%	196.6	180.4	-8%	16%
Call center	69.0	65.7	-5%	10%	82.4	78.3	-5%	19%	97.0	95.1	-2%	21%
Wsparcie sprzedaży	57.0	59.1	4%	26%	59.4	61.6	4%	4%	62.2	64.5	4%	5%
Sprzedaż aktywna	25.0	22.6	-10%	1%	30.8	13.3	-57%	-41%	34.6	18.1	-48%	36%
Pozostałe	2.7	2.7	0%	0%	2.7	2.7	-1%	1%	2.8	2.7	-2%	2%
Zysk brutto ze sprzedaży	18.8	18.5	-2%	10%	21.3	19.1	-10%	3%	24.1	22.0	-9%	15%
Call center	9.8	9.3	-5%	8%	11.5	10.8	-6%	17%	13.4	13.0	-3%	20%
Wsparcie sprzedaży	6.6	6.8	4%	11%	6.8	7.1	4%	4%	7.2	7.4	4%	5%
Sprzedaż aktywna	2.3	2.3	-3%	12%	2.8	1.1	-61%	-53%	3.4	1.4	-57%	34%
Pozostałe	0.2	0.2	0%	28%	0.2	0.2	-1%	1%	0.2	0.2	-2%	2%
EBITDA	15.7	15.3	-2%	-11%	17.8	16.0	-10%	4%	20.3	18.3	-10%	14%
EBIT	11.5	11.2	-3%	1%	13.5	11.6	-14%	4%	15.9	13.8	-13%	19%
Zysk netto	9.2	8.5	-8%	-17%	11.2	9.0	-19%	7%	11.7	9.6	-17%	7%
DPS	0.75	0.60	-20%	0%	0.92	0.64	-30%	7%	1.10	0.68	-38%	7%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Wycena

Wyceniamy Arterię przy użyciu dwóch metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Wycenę DCF oparliśmy na 7 letniej prognozie przepływów pieniężnych (FCF). Wycenę porównawczą natomiast oparliśmy o 2 grupy spółek: krajowe Spółki outsourcingowe i międzynarodowe koncerny z branży outsourcingu procesów biznesowych. Na podstawie metody DCF wyceniamy akcje Arterii na PLN 27.0 na akcję (78% powyżej ceny rynkowej), natomiast na podstawie metody porównawczej określamy wartość akcji na PLN 20.5 (35% powyżej ceny rynkowej). Średnia z dwóch wymienionych metod daje 12 miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 23.8 na akcję (57% powyżej ceny rynkowej).

Tabela 2. Arteria: Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Metodologia	PLNm		Na akcję		Waga
		nowe	stare	nowe	stare	
Wycena DCF	Zdyskontowane przepływy pieniężne za 2014-2020p	102.5	112.4	24.6	26.3	50%
Wycena porównawcza	Mnożniki 2014p-2016p EV/EBITDA	79.8	111.1	18.7	26.0	50%
Wycena akcji	Średnia ważona	91.1	111.8	21.6	26.2	
Cena docelowa	Bieżąca cena akcji powiększona o koszt kapitału własnego w wysokości 9.9%	100.1	122.7	23.8	28.7	

Źródło: szacunki DI Investors

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą opieramy o mnożniki EV/EBITDA na lata 2014-2016p z przypisanymi równymi wagami dla wszystkich 3 mnożników. Spółki porównawcze podzieliliśmy na dwie grupy: krajowe spółki outsourcingowe oraz międzynarodowe koncerny zajmujące się outsourcingiem procesów biznesowych. Spółkom zagranicznym przypisaliśmy wagę w wysokości 75%, gdyż profile ich działalności są bliższe działalności grupy Arteria, spółkom krajowym natomiast przypisaliśmy wagę w wysokości 25%. Średnia wycena Arterii metodą porównawczą wyniosła PLN 18.7 na akcję, co po powiększeniu o koszt kapitału własnego implikuje wycenę w horyzoncie 12 miesięcy w wysokości PLN 20.5 na akcję.

Tabela 3. Arteria: Wycena metodą porównawczą – podsumowanie

	P/E (x)*			EV/EBITDA (x)		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Arteria	9.0	8.4	6.7	6.3	5.8	4.9
Polskie spółki porównawcze	26.4	16.6	14.1	11.0	8.8	7.6
premia/dyskonto	-66%	-49%	-52%	-42%	-35%	-35%
Zagr. spółki porównawcze	15.3	13.1	11.7	6.7	5.6	5.0
premia/dyskonto	-41%	-36%	-42%	-5%	3%	-2%
Arteria: Wycena implikowana	30.5	25.1	27.7	20.2	17.5	18.3
Waga	0%	0%	0%	33%	33%	33%
Arteria: Wycena implikowana			18.7			
Wycena w horyzoncie 12 miesięcy			20.5			

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

* Zysk netto Arterii znormalizowany o odchylenia od 19% stopy podatku

Tabela 4. Arteria: Wycena metodą porównawczą

Spółka	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)*			EV/EBITDA		Stopa dywidendy Średnia		EBITDA CAGR 2013-2016p	Zysk netto CAGR 2013-2016p	Marża EBITDA Średnia 2014-16p	Marża netto Średnia 2014-16p	Dług netto/EBITDA 2014p	
			2014p	2015p	2016p	2014p	2015p	2016p	2014-16p						2014-16p
Arteria	15.2	64.7	9.0	8.4	6.7	6.3	5.8	4.9	4.2%	1.9%	-1.6%	10.2%	5.6%	2.1	
Spółki krajowe															
Impel	29.3	377.1	23.1	14.6	14.3	7.6	6.7	6.5	3.6%	5.4%	20.9%	5.0%	1.3%	2.89	
Work Service	19.0	1 233	29.8	18.6	13.8	14.4	11.0	8.6	0.0%	43.7%	48.9%	5.6%	2.8%	1.30	
Mediana			26.4	16.6	14.1	11.0	8.8	7.6	1.8%	24.5%	34.9%	5.3%	2.0%	2.1	
Premia/Dyskonto			-66%	-49%	-52%	-42%	-35%	-35%							
Atos	67.3	28 635	15.5	13.0	11.6	6.2	5.3	4.6	1.2%	8.7%	29.9%	11.2%	5.0%	n.a.	
Convergys Corp.	19.8	7 425	13.0	11.7	11.0	7.1	5.6	5.0	0.9%	22.7%	45.0%	12.2%	5.5%	0.8	
Sopra Group	68.3	5 631	12.0	9.9	8.6	9.2	5.9	5.0	2.8%	36.7%	25.9%	9.8%	4.1%	2.2	
Computacenter PLC	654.0	5 118	13.9	13.5	12.7	6.7	6.1	5.8	3.0%	5.5%	29.5%	4.0%	2.2%	n.a.	
Teletch Holdings Inc	22.3	4 053	15.3	13.1	11.7	6.6	5.3	4.1	n.a.	8.5%	12.1%	12.9%	6.3%	n.a.	
WNS Holdings Ltd	23.1	4 445	17.0	13.5	13.1	13.0	10.1	9.1	0.0%	15.6%	63.3%	20.9%	16.8%	n.a.	
CSG Systems Inc.	25.3	3 247	12.2	11.8	10.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.1%	16.7%	20.8%	9.6%	n.a.	
Sykes Enterprises Inc.	23.5	3 801	15.3	13.9	13.4	6.5	5.6	5.0	n.a.	10.0%	25.9%	10.5%	5.2%	n.a.	
Exlservice Holdings	30.4	3 730	17.0	15.9	14.0	11.2	7.7	n.a.	0.0%	9.3%	15.5%	17.4%	11.6%	n.a.	
Xchanging PLC	156.0	2 145	15.3	12.3	10.5	5.0	4.1	3.4	2.0%	10.7%	-8.3%	20.9%	7.3%	n.a.	
Mediana			15.3	13.1	11.7	6.7	5.6	5.0	1.2%	9.7%	25.9%	12.5%	5.9%	1.54	
Premia/Dyskonto			-41%	-36%	-42%	-5%	3%	-2%							

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors
** Zysk netto Arterii znormalizowany o odchylenia od 19% stopy podatku*

Wycena metodą DCF

Tabela 5. Arteria: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Beta	1.47x
Premia za ryzyko	4.5%
Koszt kapitału własnego	9.9%
Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Marża na zadłużeniu	5.0%
Kosztu długu	8.3%
Stopa opodatkowania	19.0%
Koszt długu po podatku	6.7%
% D	30.9%
% E	69.1%
WACC	8.9%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors
Tabela 6. Arteria: Wycena DCF

	Jednostka	4Q2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	PLN m	36.2	155.9	180.4	189.1	191.4	193.8	196.2
EBITDA	PLN m	3.6	16.0	18.3	19.8	20.1	20.4	20.7
EBIT	PLN m	2.5	11.6	13.8	15.1	15.3	15.5	15.7
Podatek od EBIT	PLN m	-0.5	-2.2	-2.6	-2.9	-2.9	-2.9	-3.0
NOPAT	PLN m	2.0	9.4	11.2	12.2	12.4	12.5	12.7
Amortyzacja	PLN m	1.1	4.4	4.5	4.7	4.8	4.9	5.1
Zmiany w kapitale obrotowym WC	PLN m	1.9	-0.9	-3.9	-1.4	-0.4	-0.4	-0.4
Wydatki inwestycyjne	PLN m	-0.6	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Wolne przepływy finansowe	PLN m	4.4	7.9	6.9	10.5	11.8	12.1	12.4
Czynnik dyskontowy	%	98%	90%	83%	76%	70%	64%	59%
Wartość bieżąca FCF	PLN m	4.3	7.1	5.7	8.0	8.2	7.7	7.3
Wartość bieżąca FCF 2014-2020	PLN m	48						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	%	0.3%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	PLN m	84						
Wartość przedsiębiorstwa	PLN m	132						
Kapitały mniejszości	PLN m	0						
Dług netto	PLN m	30						
Wartość kapitału własnego	PLN m	103						
Liczba akcji	m	4.27						
Wartość kapitału własnego	PLN/akcję	24.0						
Wycena 12M	PLN/akcję	27.0						
Bieżąca cena akcji	PLN/akcję	15.2						

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors
Tabela 7. Arteria: Wrażliwość modelu DCF

PLN na akcję		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
Stopa wolna od ryzyka (%)	1.8%	32.5	32.8	33.2	33.6	34.0	34.4	34.8
	2.3%	30.2	30.5	30.8	31.1	31.5	31.8	32.2
	2.8%	28.1	28.4	28.7	28.9	29.2	29.5	29.9
	3.3%	26.2	26.5	26.7	27.0	27.3	27.5	27.8
	3.8%	24.6	24.8	25.0	25.2	25.5	25.7	25.9
	4.3%	23.1	23.3	23.5	23.7	23.9	24.1	24.3
	4.8%	21.7	21.9	22.0	22.2	22.4	22.6	22.8
		Niezarobiona beta (x)						
		0.78x	0.88x	0.98x	1.08x	1.18x	1.28x	1.38x
Premia za ryzyko (%)	3.0%	39.4	37.5	35.7	34.0	32.5	31.1	29.8
	3.5%	36.9	34.9	33.1	31.4	29.8	28.4	27.1
	4.0%	34.7	32.6	30.8	29.1	27.5	26.1	24.8
	4.5%	32.7	30.6	28.7	27.0	25.5	24.1	22.8
	5.0%	30.8	28.7	26.9	25.2	23.6	22.3	21.0
	5.5%	29.2	27.1	25.2	23.5	22.0	20.7	19.4
	6.0%	27.7	25.6	23.7	22.1	20.6	19.2	18.0

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED JEGO OPUBLIKOWANIEM. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIĘ DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zwarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANA BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrownać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających przedmiot finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów. Na dzień publikacji niniejszego raportu analitycznego DI Investors prowadzi ewidencję dłużnych instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

DI Investors nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors nie pełni roli animatora Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

DI Investors bezpośrednio nie posiada akcji Emitenta/Emitentów instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Na dzień sporządzenia niniejszego Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. będące podmiotem należącym do tej samej grupy kapitałowej, co DI Investors S.A. łącznie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez zarządzane fundusze inwestycyjne akcje stanowiące ok. 8% kapitału zakładowego Spółki, której dotyczy niniejszy raport. Nie jest wykluczone, że okresie sporządzania niniejszego raportu, podmiot będzie zmniejszał lub zwiększał liczbę posiadanych akcji w kapitale zakładowym Emitenta.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależy od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta/Emitentów, lub których wartość zależy od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta/Emitentów.

DI Investors nie łączyła w ciągu ostatnich 12 miesięcy przed sporządzeniem rekomendacji z Emitentem umów w sprawie świadczenia usług bankowości inwestycyjnej z zastrzeżeniem wskazanej powyżej umowy o świadczenie usług Equity Research Partner. DI Investors nie wyklucza, że okresie kolejnych 12 miesięcy od dnia publikacji niniejszego raportu będzie składał na rzecz Spółki oferty w zakresie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.

DI Investors zarządza na podstawie odrębnej umowy o zarządzanie zawartej z Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. funduszem inwestycyjnym Investor Papierów Dłużnych Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywno Niepublicznych, który zgodnie ze Statutem i polityką inwestycyjną w okresie ostatnich 24 miesięcy przed publikacją niniejszego raportu był stroną umowy pożyczki udzielonej Spółce.

WYNAGRODZENIE OTRZYMYWANE PRZEZ OSOBY SPORZĄDZAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT MOŻE BYĆ W SPOSÓB POŚREDNIE ZALEŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKЦИИ Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem/Emitentami, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiguje.

Analitycy DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 6 rekomendacji Kupuj, 1 rekomendację Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacje Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 4 rekomendacje, które nie wskazywały ceny docelowej ani kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 75% (wliczając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W dniu 16 września 2014 roku, DI Investors wydał analityczny raport inicjacyjny dotyczący instrumentów finansowych Emitenta w ramach świadczenia na jego rzecz usługi Equity Research Partner. Raport nie wskazywał wprost zalecanego kierunku inwestycyjnego. DI Investors nie wyklucza, że oprócz niniejszego podobne raporty w ramach świadczenia tej usługi będą wydane w okresie kolejnych 12 miesięcy.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnej rekomendacji.

DI Investors podkreśla, że dokument ten może być aktualizowany co najmniej raz w roku po opublikowaniu przez Spółkę kolejnych wyników finansowych.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM. Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpłyną do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uważa się możliwość niewielkiej liczby spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utracenia korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV - cena/wartość księgową

BV - wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE - zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE - koszt kapitału własnego

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.