

- Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 23.8/akcję
- Podwyższamy naszą prognozę zysku netto w 2015-2016p o 16% i 6% do PLN 10.5m oraz do PLN 10.2m
- Znormalizowane 2015p P/E 8.0x oraz 2015p EV/EBITDA 5.0x

Podtrzymanie ceny docelowej po wynikach 4Q14

Podwyższamy nasze prognozy po wynikach za 2014r. Podwyższamy prognozy zysku netto do PLN 10.5m w 2015p oraz PLN 10.2m w 2016p, odpowiednio 16% oraz 6% wyżej niż poprzednio. Oczekujemy EBITDA w latach 2015-2016p na poziomie PLN 17.7m oraz PLN 19.1m, odpowiednio 10% oraz 4% wyżej niż w poprzedniej prognozie. Zwracamy uwagę, że przy prognozowanych przepływach operacyjnych oraz wpływach ze sprzedaży Arteria Call Center spółka jest w stanie zmniejszyć zadłużenie lub wypłacić większą dywidendę. Jednocześnie zauważamy ryzyko związane z nowelizacją praw konsumenta. W efekcie podtrzymujemy naszą cenę docelową na poziomie PLN 23.8 na akcję.

Lepsze od oczekiwanych wyniki 4Q14. Spółka wypracowała w 4Q14 EBIT na poziomie PLN 4.2m (wzrost 26% r/r, 64% powyżej prognozy DII), a w całym 2014r. PLN 12.9m (wzrost 17% r/r, 15% powyżej prognozy DII). W segmencie Call center EBIT w 2014r. wyniósł PLN 6.7m vs PLN 5.4m w 2013r. Marża EBIT wzrosła do 9.5% vs. 9.0% w 2013r. W segmencie Wsparcia sprzedaży EBIT wyniósł PLN 5.2m vs. PLN 2.8m w 2013r. W segmencie sprzedaży aktywnej EBIT w 2014r. wyniósł PLN 0.7m vs. PLN 3.1m w 2013r. Marża operacyjna spadła do 3.4% vs. 13.9% w 2013r, marża zysku ze sprzedaży spadła do 7.3% vs. 14.0% w 2013r.

Podwyższamy prognozę zysku netto Arterii w 2015-2016p do PLN 10.5m oraz PLN 10.2m. Oczekujemy EBITDA w latach 2015-2016p na poziomie PLN 17.7m oraz PLN 19.1m, odpowiednio 10% oraz 4% wyżej od poprzednich prognoz. Obniżamy prognozę długu netto spółki do PLN 16.3m w 2015p oraz do PLN 12.1m w 2016p vs. 27.5 oraz 24.9m poprzednio. Uważamy, że przy prognozowanych przepływach operacyjnych oraz środkach ze sprzedaży Arteria Call Center w wysokości PLN 6.75m spółka będzie w stanie poprawić wskaźnik dług netto/EBITDA do 0.9x w 2015p oraz do 0.6x w 2016p. Przy utrzymaniu efektywnej stopy podatkowej na poziomie 5% w 2015p podwyższamy naszą prognozę w latach 2015-2016p o 16% i 6% do PLN 10.5m oraz do PLN 10.2m.

Oczekujemy dywidendy za 2014p na poziomie DPS PLN 0.7. Prezes Arterii poinformował, że wysokość dywidendy za zysk z 2014r. zależna będzie od wyniku procesów due diligence spółek, które Arteria potencjalnie może przejąć w 2015r. W naszych prognozach zakładamy DPS na poziomie PLN 0.7 z zysku za 2014r. W następnych latach prognozy zakładamy stopę wypłaty dywidendy na stałym poziomie 30% zysku netto, co implikuje PLN 0.73 DPS za 2015p (DY: 4.4%) oraz PLN 0.72 za 2016p (DY: 4.3%). Zwracamy jednakże uwagę, że jeśli spółka nie dokona znaczących akwizycji to prognozowane przez nas przepływy dają możliwość zwiększenia wartości wypłacanej dywidendy.

Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 23.8/akcję. Akcje Arterii, na naszych prognozach, są wyceniane przy mnożnikach znorm. P/E 8.0x w 2015r. i 7.0x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 5.0x i 4.4x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek zagranicznych. Wyceniamy akcje Arterii dwoma metodami: 1) DCF na PLN 26.5 oraz 2) metodą porównawczą na PLN 21.2 na akcję. Na bazie powyższych wycen podtrzymujemy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 23.8 na akcję.

Arteria: Podsumowanie wyceny

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	131.6	149.5	151.0	171.4	179.0
EBITDA	17.3	17.1	17.7	19.1	19.3
Zysk netto	10.2	10.4	10.5	10.2	10.5
Znorm. P/E	9.9x	8.1x	8.0x	7.0x	6.8x
EV/EBITDA	5.7x	6.0x	5.0x	4.4x	4.0x
Stopa dywidendy*	3.6%	4.2%	4.4%	4.3%	4.4%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

* Dywidenda z zysku netto za dany rok

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	23.8
Poprzednia cena docelowa (PLN)	23.8
Cena bieżąca (PLN)	16.7
Max (52T)	19.2
Min (52T)	12.2
Liczba akcji (m)	4.27
Kapitalizacja (PLNm)	71.4
Dług netto (4Q14, PLNm)	31.3
EV (4Q14, PLNm)	102.7
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	63.0

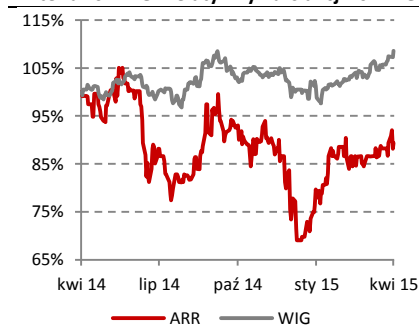
Akcjonariat

	%
Generali OFE	16.94%
Mayas Basic Concept Ltd	14.20%
Union Investment TFI	10.31%
Nova Group (Cyprus) Ltd	8.81%
Investors TFI	8.79%
Allianz FIO	5.51%
Pozostali	35.44%

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 vs. WIG



Źródło: Bloomberg

Piotr Raciborski

Analitik akcji

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@investors.pl

Arteria

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	7.0	6.9	6.8	7.0	6.8
Znorm P/E (x)**	9.9	8.1	8.0	7.0	6.8
EV/EBITDA (x)	5.7	6.0	5.0	4.4	4.0
EV/Sprzedaż (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
P/S (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
P/BV (x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
Stopa dywidendy (%)*	3.6%	4.2%	4.4%	4.3%	4.4%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody ze sprzedaży	131.6	149.5	151.0	171.4	179.0
Koszty operacyjne	-122.1	-135.5	-138.0	-157.0	-164.5
Zysk brutto ze sprzedaży	9.6	14.1	13.1	14.4	14.6
EBITDA	17.3	17.1	17.7	19.1	19.3
Amortyzacja	-6.3	-4.3	-4.6	-4.7	-4.7
EBIT	11.0	12.9	13.1	14.4	14.6
Koszty finansowe netto	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.7
Zysk przed opodatkowaniem	8.9	10.7	11.0	12.6	12.9
Podatek dochodowy	1.3	-0.5	-0.6	-2.4	-2.5
Zysk netto	10.2	10.4	10.5	10.2	10.5
Znorm. zysk netto**	7.2	8.8	8.9	10.2	10.5
Dynamiki wzrostu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	2%	14%	1%	13%	4%
Wzrost EBITDA (%)	10%	-1%	3%	8%	1%
Wzrost zysku netto (%)	21%	2%	1%	-3%	2%
Marże	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża brutto ze sprzedaży (%)	7.3%	9.4%	8.6%	8.4%	8.1%
Marża EBITDA (%)	13.2%	11.5%	11.7%	11.1%	10.8%
Marża EBIT (%)	8.4%	8.6%	8.6%	8.4%	8.1%
Marża zysku netto (%)	7.7%	7.0%	6.9%	6.0%	5.8%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	5.9	9.6	9.8	9.9	10.1
Wartości niematerialne i prawne	19.5	19.8	20.0	20.2	20.3
Wartość firmy	35.1	40.2	33.4	33.4	33.4
Inne aktywa trwałe	13.0	15.3	14.1	14.1	14.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.9	2.0	11.9	6.2	12.3
Należności handlowe	28.0	31.2	31.5	35.8	37.4
Zapasy	2.3	0.5	0.6	0.6	0.7
Inne aktywa obrotowe	10.7	13.2	13.2	13.2	13.2
Aktywa razem	118.5	131.8	134.5	133.4	141.5
Dług krótkoterminowy	15.5	15.1	15.1	10.1	10.1
Zobowiązania handlowe	7.7	13.0	13.3	15.1	15.8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.8	6.4	6.4	6.4	6.4
Dług długoterminowy	15.7	18.2	13.2	8.2	8.2
Inne zobowiązania długoterminowe	2.9	3.5	3.5	3.5	3.5
Kapitały własne	67.9	75.6	83.1	90.2	97.6
Udziały mniejszości	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Pasywa	118.5	131.8	134.5	133.4	141.5
Kapitał obrotowy	22.7	18.7	18.8	21.3	22.2
Dług netto	27.3	31.3	16.3	12.1	5.9
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk brutto	8.9	10.7	11.0	12.6	12.9
Podatek dochodowy	1.3	-0.5	-0.6	-2.4	-2.5
Amortyzacja	6.3	4.3	4.6	4.7	4.7
Zmiany w kapitale obrotowym	2.4	5.5	-0.1	-2.5	-0.9
Inne zmiany niepieniężne	-10.9	-10.1	3.3	1.8	1.7
Przepływy z działalności operacyjnej	8.0	10.0	18.3	14.2	15.9
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-8.6	-8.3	-5.0	-5.0	-5.0
Inne przepływy inwestycyjne	-0.4	2.6	7.0	0.2	0.2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9.0	-5.7	2.0	-4.8	-4.8
Zmiany netto w kapitale własnym	10.0	-1.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-6.0	0.0	-5.0	-10.0	0.0
Odsetki zapłacone	-2.0	-1.9	-2.3	-2.0	-1.9
Dywidendy	-1.7	-2.6	-3.0	-3.1	-3.1
Przepływy z działalności finansowej	0.3	-6.3	-10.3	-15.2	-5.0
Zmiana gotówki	-0.7	-1.9	10.0	-5.8	6.2
Dźwignia i stopy zwrotu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	1.58x	1.83x	0.92x	0.64x	0.31x
Dług netto/aktywa (%)	23%	24%	12%	9%	4%
Dług netto/kapitały własne (%)	40%	41%	20%	13%	6%
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	5.5x	6.8x	5.6x	7.1x	7.7x
Cykl rotacji gotówki (dni)	62	43	43	43	43
ROE (%)	15.0%	13.7%	12.6%	11.3%	10.7%
ROA (%)	8.6%	7.9%	7.8%	7.6%	7.4%

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Podstawowe dane		
Cena akcji (PLN)		16.7
Min (52W, PLN)		14.3
Max (52W, PLN)		26.0
Kapitalizacja (PLN m)		71.4
EV (4Q14, PLN m)		102.7

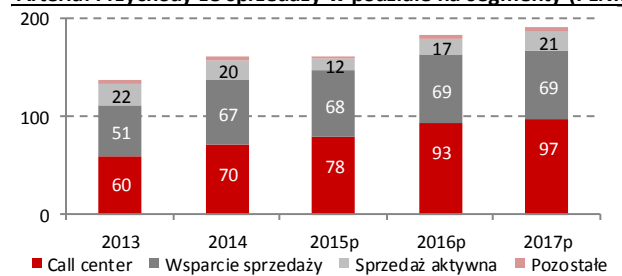
Podstawowe dane	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Liczba akcji (m)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
EPS (PLN)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
BVPS (PLN)	15.9	17.7	19.5	21.1	22.9
DPS (PLN)*	0.60	0.70	0.73	0.72	0.73

Analiza Du Ponta	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża netto (%)	7.7%	7.0%	6.9%	6.0%	5.8%
Rotacja aktywów	1.1x	1.1x	1.1x	1.3x	0.0x
Dźwignia finansowa	1.7x	1.7x	1.6x	1.5x	0.0x
ROE	15.0%	13.7%	12.6%	11.3%	10.7%

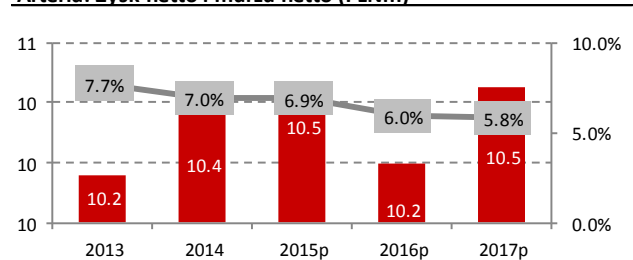
Segmenty	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody (PLN m)	136.2	159.5	161.1	181.7	189.4
Call center	59.8	70.2	78.4	92.8	96.6
Wsparcie sprzedaży	51.5	67.0	67.7	69.1	69.4
Sprzedaż aktywowa	22.3	19.8	12.5	17.2	20.8
Pozostałe	2.7	2.5	2.5	2.6	2.6

Zysk brutto ze sprzedaży	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Call center	7.5	6.7	7.1	8.1	8.1
Wsparcie sprzedaży	-1.0	5.6	5.2	5.2	5.1
Sprzedaż aktywowa	3.1	1.5	0.7	1.0	1.2
Pozostałe	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1

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 (4) ryzyko negatywnego wpływu nowelizacji praw

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

Wyniki finansowe 4Q14

- Przychody wyniosły PLN 35.6m (spadek 1% r/r), zgodnie z prognozami DII.
- EBITDA na poziomie PLN 5.4m (wzrost 9% r/r), 52% powyżej prognozy DII.
- EBIT na poziomie PLN 4.2m (wzrost 26% r/r), 64% powyżej prognozy DII.
- Zysk netto na poziomie PLN 4.0m (wzrost 24% r/r), 92% powyżej prognozy DII.

Tabela 1. Arteria: Wyniki finansowe 4Q14

Dane w PLNm

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	DII	vs. DII	%r/r	2013	2014	%r/r	DII	vs.
Przychody	35.8	35.7	40.1	38.1	35.6	36.2	-2%	-1%	131.6	149.5	14%	150.1	0%
EBITDA	4.9	3.6	4.9	3.3	5.4	3.6	52%	9%	17.3	17.1	-1%	15.3	12%
EBIT	3.3	2.5	3.9	2.2	4.2	2.6	64%	26%	11.0	12.9	17%	11.2	15%
Zysk netto	3.2	2.0	2.4	2.0	4.0	2.1	92%	24%	10.2	10.4	2%	8.5	22%
Znorm. zysk netto*	2.2	1.7	2.6	1.4	3.2	1.5	106%	46%	7.2	8.8	23%	7.2	23%

* Zysk netto normalizowany o odchylenia od 19% stopy podatku; Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Zmiana układu RZiS. W raporcie rocznym za 2014 r. Arteria zmieniła metodę prezentacji Rachunku Zysków i Strat z kalkulacyjnego na porównawczy. Na chwilę obecną nie istnieje więc możliwość prezentacji kwartalnych wyników historycznych poszczególnych segmentów. W nowym układzie na poziomie przychodów spółka prezentuje również pozycję wyłączeń między segmentami, która, wnioskując po danych za 2013 r., dotyczy głównie segmentu Wsparcia sprzedaży - różnica pomiędzy przychodami tego segmentu w sprawozdaniu za 2013 r. a danymi przedstawionymi w raporcie za 2014 r. to niemal całość wyłączeń w wys. PLN 4.6m Wpływ tej pozycji na przychody w segmencie Wsparcia sprzedaży może wyjaśniać wzrost przychodów tego segmentu w 2014 r. o 30% r/r.

Przychody. Przychody w 4Q14 wyniosły PLN 35.6 (spadek 1% r/r), a w całym 2014 r. PLN 149.5m (wzrost 14% r/r), zgodnie z prognozami DII. Przychody w segmencie Call center w 2014 r. wyniosły PLN 70.2m (wzrost 17% r/r), 7% powyżej prognozy DII. Wzrost sprzedaży w segmencie Call center, jak wskazuje spółka, wynika głównie z rosnącej skali projektów z branży energetycznej oraz marketingu internetowego. W segmentach Sprzedaży aktywnej oraz Pozostałej działalności sprzedaż w 2014 r. spadła do PLN 19.8m (spadek 11% r/r) oraz do PLN 2.5m (spadek 6% r/r), odpowiednio 11% oraz 6% poniżej prognozy DII. Przychody segmentu Wsparcia sprzedaży wzrosły do PLN 67m w 2014 r. (wzrost 30%) – można jednakże przypuszczać, że dużą część wzrostu stanowi sprzedaż zakwalifikowana jako wyłączenia między segmentami (które osiągnęły w 2014 r. wartość PLN 10m).

Rentowność. Spółka wypracowała w 4Q14 EBIT na poziomie PLN 4.2m (wzrost 26% r/r, 64% powyżej prognozy DII), a w całym 2014 r. PLN 12.9m (wzrost 17% r/r, 15% powyżej prognozy DII).

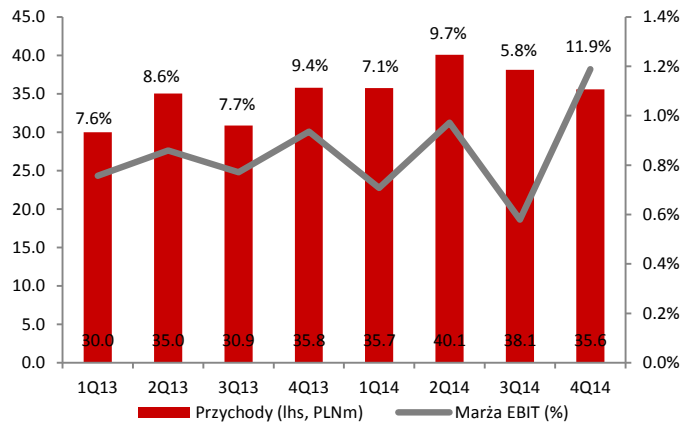
W segmencie Call center EBIT w 2014 r. wyniósł PLN 6.7m vs PLN 5.4m w 2013 r. Marża EBIT wzrosła do 9.5% vs. 9.0% w 2013 r. Wzrost marży operacyjnej nie jest jednakże jednoznaczny ze wzrostem marży brutto ze sprzedaży Call center, która spadła do 9.5% vs. 12.5% w 2013 r. Różnicę stanowią pozostałe przychody operacyjne netto, które wyniosły w 2014 r. PLN 0m vs. PLN -2.1m w 2013 r.

W segmencie Wsparcia sprzedaży EBIT wyniósł PLN 5.2m vs. PLN 2.8m w 2013 r. Marża operacyjna wzrosła do 7.7% vs. 5.4% w 2013 r. Na poziomie zysku ze sprzedaży spółka wykazała wynik PLN 5.6m w 2014 r. vs. PLN -1.0m w 2013 r. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły PLN -0.4m w 2014 r. vs. PLN 3.8m w 2013 r.

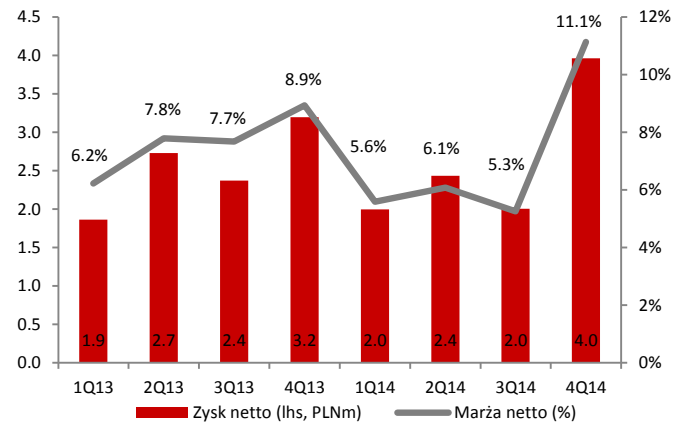
W segmencie sprzedaży aktywnej EBIT w 2014 r. wyniósł PLN 0.7m vs. PLN 3.1m w 2013 r. Marża operacyjna spadła do 3.4% vs. 13.9% w 2013 r., marża zysku ze sprzedaży spadła do 7.3% vs. 14.0% w 2013 r. Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły PLN -0.8m w 2014 r. vs. PLN 0m w 2013 r.

Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 0.4m w 4Q14 vs PLN 0.7m w 4Q13 zysk netto wyniósł PLN 4.0m vs PLN 3.2m w 4Q13 (wzrost 24% r/r, 92% powyżej prognozy DII). W całym 2014 r. przy kosztach finansowych netto na stałym poziomie PLN 2.1m zysk netto wyniósł PLN 10.4m vs PLN 10.2m w 2013 r. (wzrost 2% r/r, 23% powyżej prognozy DII).

Wykres 1. Przychody oraz marża operacyjna w okresie 1Q2013-4Q2014r.



Wykres 2. Zysk netto oraz marża netto w okresie 1Q2013-4Q2014r.



Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Przepływy operacyjne i dług netto. W 4Q14 spółka wypracowała PLN 2.9m przepływów operacyjnych vs. PLN 0.9m w 4Q13. Dług netto spółki wzrósł do PLN 31.3m vs PLN 29.8m w 3Q14, jednakże dzięki wzrostowi 12mEBITDA dźwignia finansowa mierzona wskaźnikiem dług netto/12mEBITDA pozostała na poziomie 1.8x

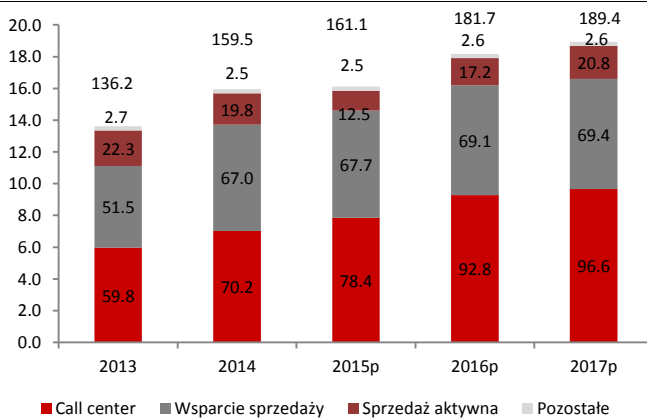
Podsumowanie. Sezonowo 4. kwartał jest dla Arterii najlepszy w roku, co potwierdzają wyniki 4Q14. Poprawa rentowności operacyjnej oraz netto skłaniają nas do podwyższenia prognoz na najbliższe lata, jednakże ze względu na zmianę układu RZiS trudno jest ocenić trend rentowności w poszczególnych segmentach.

Prognozy finansowe 2015-2017p

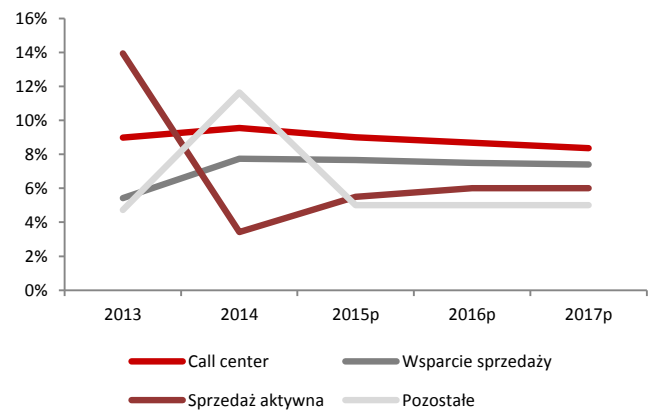
Wyniki za 2014 r. dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Obniżamy prognozę przychodów o 3% do PLN 151.0m w 2015p oraz o 5% do PLN 171.4m w 2016p. W 2017p prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 179.0m (wzrost 4% r/r). W oparciu o plany stworzenia przez spółkę nowych stanowisk call center, których liczba w 2016p docelowo wynosić ma 1600, prognozujemy przychody Call center w latach 2015-2017p na poziomie PLN 78.4m (wzrost 12% r/r), PLN 92.8m (wzrost 18% r/r) oraz PLN 96.6m (wzrost 4% r/r). W segmencie wsparcia sprzedaży oczekujemy przychodów w latach 2015-2017p na poziomie PLN 67.7m (wzrost 1% r/r), PLN 69.1m (wzrost 2% r/r) oraz PLN 69.4m (płasko r/r). W segmencie Sprzedaży aktywnej w latach 2015-2017p prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 12.5m (spadek 37% r/r), PLN 17.2m (spadek 5% r/r) oraz PLN 20.8m (wzrost 21% r/r). Przypominamy, że w segmencie Sprzedaży aktywnej w 4Q14 wypowiedziana została umowa znacząca, która obowiązuje do czerwca 2015r. Zakładamy, że utracony kontrakt generował prawie połowę przychodów w tym segmencie.
- Podwyższamy prognozę EBIT o 13% do 13.1m w 2015p oraz o 4% do PLN 14.4m w 2016p. Marża operacyjna wyniesie w latach 2015-2016p odpowiednio 8.6% oraz 8.4% vs. 7.4% oraz 7.6% w poprzednich szacunkach. W 2017p szacujemy EBIT na poziomie PLN 14.6m (wzrost 1% r/r, marża 8.1%).
- Podwyższamy prognozę EBITDA o 10% do PLN 17.7m w 2015p, o 4% do PLN 19.1m w 2016p. Marża EBITDA wyniesie w latach 2015-2016p odpowiednio 11.7% oraz 11.1% vs. 10.3% oraz 10.1% w poprzednich szacunkach. W 2017p szacujemy EBITDA na poziomie PLN 19.3m (wzrost 1% r/r, marża 10.8%).

Wykres 3. Przychody w segmentach w latach 2013-2017p



Wykres 4. Marża EBIT segmentów w latach 2013-2017p



Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

- Podwyższamy prognozę zysku netto o 16% do PLN 10.5m w 2015p oraz o 6% do PLN 10.2m w 2016p. W 2017p szacujemy zysk netto na PLN 10.5m (wzrost 2% r/r).
- Oczekujemy dywidendy na stałym poziomie 30% zysku netto w latach 2015-2016p, więc wraz z podwyższeniem prognozy zysku netto zwiększamy prognozę DPS w latach 2015-2016p odpowiednio o 15% do PLN 0.73/akcję oraz o 5% do PLN 0.72/akcję. W 2017p zakładamy DPS na poziomie PLN 0.73 (wzrost 2% r/r).
- Obniżamy prognozę długu netto spółki do PLN 16.3m w 2015p, PLN 12.1m w 2016p oraz PLN 5.9m w 2017p. Uważamy, że przy prognozowanych przepływach operacyjnych oraz

środkach ze sprzedaży Arteria Call Center w wysokości PLN 6.75m spółka będzie w stanie poprawić wskaźnik dług netto/EBITDA do 0.9x w 2015p, 0.6x w 2016p oraz 0.3x w 2017p. W 2015p oraz 2016p zapadają dwie serie obligacji spółki o wartości nominalnej PLN 5m każda.

Tabela 2. Arteria: Prognozy finansowe na lata 2015-2017p
Dane w PLNm

	2015p		Zmiana	Zmiana r/r nowe	2016p		Zmiana	Zmiana r/r nowe	2017p	
	stare	nowe			stare	nowe			stare	nowe
Przychody	155.9	151.0	-3%	1%	180.4	171.4	-5%	13%	179.0	4%
Call center	78.3	78.4	0%	12%	95.1	92.8	-2%	18%	96.6	4%
Wsparcie sprzedaży	61.6	67.7	10%	1%	64.5	69.1	7%	2%	69.4	0%
Sprzedaż aktywna	13.3	12.5	-6%	-37%	18.1	17.2	-5%	38%	20.8	21%
Pozostałe	2.7	2.5	-7%	1%	2.7	2.6	-5%	2%	2.6	0%
EBITDA	16.0	17.7	10%	3%	18.3	19.1	4%	8%	19.3	1%
EBIT	11.6	13.1	13%	2%	13.8	14.4	4%	10%	14.6	1%
Call center	n.a.	7.1	n.a.	5%	n.a.	8.1	n.a.	14%	8.1	0%
Wsparcie sprzedaży	n.a.	5.2	n.a.	0%	n.a.	5.2	n.a.	0%	5.1	-1%
Sprzedaż aktywna	n.a.	0.7	n.a.	1%	n.a.	1.0	n.a.	51%	1.2	21%
Pozostałe	n.a.	0.1	n.a.	-57%	n.a.	0.1	n.a.	2%	0.1	0%
Zysk netto	9.0	10.5	16%	1%	9.6	10.2	6%	-3%	10.5	2%
DPS	0.64	0.73	15%	5%	0.68	0.72	5%	-3%	0.73	2%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Do czynników, który w istotny sposób mogą wpływać na nasze prognozy, zaliczamy:

- 1) Konsolidacja rynku call center.** W liście do akcjonariuszy Prezes Marcin Marzec stwierdził, że Arteria jest bierze udział w trzech procesach due dilligence dotyczących akwizycji spółek z obszaru call center. Powodzenie wspomnianych procesów będzie wpływało na wysokość dywidendy wypłaconej przez spółkę z zysku za 2014 r.
- 2) Plany wejścia na rynek niemiecki.** Prezes Marcin Marzec w dniu 17 grudnia 2014 r. poinformował o planach wejścia Arterii na rynek niemieckich usług telekomunikacyjnych. Wpływ nowych kontraktów zagranicznych na przychody Spółki ma być odczuwalny już od 2015 r. 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%.
- 3) Nowelizacja praw konsumenta.** W grudniu 2014 r. w życie weszła nowelizacja praw konsumenta wprowadzająca zmiany w procedurach sprzedaży telefonicznej oraz marketingu telefonicznego. Rozmowa telefoniczna konsultanta z potencjalnym klientem może stanowić jedynie formę prezentacji produktu – zawarcie umowy wymaga będzie potwierdzenia jej treści na trwałym nośniku. Dodatkowo jeżeli przedsiębiorca kontaktuje się z konsumentem przez telefon w celu zawarcia umowy na odległość, ma obowiązek na początku rozmowy poinformować konsumenta o: celu kontaktowania się oraz podać identyfikujące go dane oraz dane identyfikujące osobę, w imieniu której telefonuje. Uznajemy to za znaczące ryzyko dla skuteczności sprzedaży oraz marketingu telefonicznego. Prezes Arterii Marcin Marzec twierdzi, że ustawa nie stanowi zagrożenia dla Arterii, która przystosowała wszystkie procedury do nowych przepisów, jednakże wpływ zmian legislacyjnych na przychody segmentu call center będzie można ocenić dopiero po wynikach najbliższych kwartałów.

- 4) **Sprzedaż Arteria Call Center.** W marcu 2015 r. spółka poinformowała o zawarciu z IT Business Consulting Group umowę sprzedaży 100% udziałów w Arteria Call Center. Cena sprzedaży wyniosła PLN 6.75m.
Działalność Arteria Call Center związana jest m. in. z outsourcingiem procesów marketingu, sprzedaży i obsługi posprzedażnej realizowanych kanałami multimedialnymi.
- 5) **Odszkodowanie z tytułu wypowiedzenia umowy.** W dniu 19. grudnia 2014r. Arteria poinformowała o wypowiedzeniu umowy przez jednego ze znaczących klientów z segmentu sprzedaży aktywnej. Z tytułu przedterminowego wypowiedzenia umowy Arteria może ubiegać się o odszkodowanie.
- 6) **Mazowiecki Inkubator Technologiczny.** Szansą dla spółki może okazać się rozwój spółek pochodzących z Mazowieckiego Inkubatora Technologicznego. Łącznie w ramach projektu MIT, na który pozyskano PLN 10m bezzwrotnej dotacji, Arteria dokonała 13 wejść kapitałowych. Obecnie spółki z MIT nie są konsolidowane i nie wpływają na wyniki grupy. Trudno jest również jednoznacznie określić prawdopodobieństwo oraz okres wychodzenia Arterii z poszczególnych inwestycji.

Z powyżej wymienionych czynników w naszych prognozach uwzględniony został wpływ pieniężny ze sprzedaży Arteria Call Center. Konsolidacja rynku call center, ekspansja zagraniczna, rozwój spółek z Mazowieckiego Inkubatora Technologicznego oraz możliwe do uzyskania odszkodowanie z tytułu wypowiedzenia umowy znaczącej stanowią upside dla naszych prognoz. Nowelizacja praw konsumenta stanowi zagrożenie dla prognoz przychodów segmentu Call center – jej negatywny wpływ (lub jego brak) będzie widoczny w wynikach najbliższych kwartałów.

Wycena

Wyceniamy Arterię używając 6-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 21.0/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 26.5/akcję. Cenę docelową, określoną jako średnia arytmetyczna z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 23.8/akcję.

Tabela 3. Arteria: Podsumowanie wyceny

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	50%	26.5
Metoda porównawcza	50%	21.2
Cena docelowa		23.8
Cena rynkowa		16.7
Potencjał wzrostu/spadku (%)		43%

Źródło: Szacunki DI Investors

Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie 0.1%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- WACC na poziomie 9.8% oraz koszt kapitału własnego na poziomie 11.3%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.1% oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 5.0%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.2x, co implikuje zalewarowaną betę dla Arterii równą 1.6x.

Tabela 4. Arteria: Wyliczenia średniego ważonego kosztu kapitału (WACC)

Stopa wolna od ryzyka	3.1%
Beta zalewarowana	1.6x
Premia za ryzyko	5.0%
Koszt kapitału własnego	11.3%
Stopa wolna od ryzyka	3.1%
Marża na zadłużeniu	5.0%
Kosztu długu	8.1%
Stopa opodatkowania	19.0%
Koszt długu po podatku	6.6%
% D	30.5%
% E	69.5%
WACC	9.8%

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Tabela 5. Arteria: Wycena DCF

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Przychody	151.0	171.4	179.0	180.4	181.8	183.2
EBITDA	17.7	19.1	19.3	19.5	19.6	19.7
EBIT	13.1	14.4	14.6	14.7	14.8	14.9
Podatek od EBIT	-2.5	-2.7	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
NOPAT	10.6	11.7	11.8	11.9	12.0	12.1
Amortyzacja	4.6	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8
Zmiany w kapitale obrotowym WC	-0.1	-2.5	-0.9	-0.2	-0.2	-0.2
Wydatki inwestycyjne	1.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-4.8
Wolne przepływy finansowe	16.8	8.8	10.6	11.5	11.6	11.9
Czynnik dyskontowy	91%	83%	75%	69%	63%	57%
Wartość bieżąca FCF	15.3	7.3	8.0	7.9	7.3	6.8
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	59					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.1%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	70					
Wartość przedsiębiorstwa	129					
Kapitały mniejszości	0					
Dług netto	31					
Wartość kapitału własnego	98					
Bieżąca cena akcji	16.5					
Potencjał wzrostu	61%					
Wycena 12M (PLN)	26.5					

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Dokonałiśmy analizy wrażliwości wyceny metodą DCF na zmianę 4 parametrów: stopy wzrostu w okresie rezydualnym, stopy wolnej od ryzyka, współczynnika beta oraz premii za ryzyko rynkowe.

Tabela 6. Arteria: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
Stopa wolna od ryzyka	1.6%	30.8	31.1	31.4	31.6	31.9	32.2	32.5
	2.1%	29.0	29.3	29.5	29.7	30.0	30.3	30.5
	2.6%	27.4	27.6	27.8	28.0	28.3	28.5	28.7
	3.1%	25.9	26.1	26.3	26.5	26.7	26.9	27.1
	3.6%	24.6	24.7	24.9	25.1	25.3	25.4	25.6
	4.1%	23.3	23.5	23.6	23.8	23.9	24.1	24.3
	4.6%	22.2	22.3	22.5	22.6	22.7	22.9	23.0
		Zdelewarowana beta						
		0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x
Premia za ryzyko	3.5%	37.5	35.7	34.1	32.6	31.2	30.0	28.8
	4.0%	35.3	33.5	31.8	30.3	28.9	27.7	26.5
	4.5%	33.2	31.4	29.8	28.3	26.9	25.7	24.5
	5.0%	31.4	29.6	28.0	26.5	25.1	23.9	22.7
	5.5%	29.8	28.0	26.4	24.9	23.5	22.3	21.2
	6.0%	28.3	26.5	24.9	23.4	22.1	20.9	19.8
	6.5%	26.9	25.1	23.5	22.1	20.8	19.6	18.5

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą opieramy na mnożnikach EV/EBITDA i P/E na lata 2015-2017p. W wycenie uwzględnionych zostało 10 spółek zagranicznych. Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki DI Investors dla Arterii. Z grupy porównawczej Arterii wyłączyliśmy Impel oraz Work Service, zmieniając ich wagę w wycenie z 25% do 0%. Decyzję uzasadniamy:

- Różnym profilem działalności spółek.
- Różną podatnością spółek na zmiany legislacyjne w zakresie kosztów pracy.
- Znacznym wzrostem kursu Work Service od publikacji ostatniego raportu.

Na naszych prognozach Arteria notowana jest przy 2015-2017p P/E na poziomie 8.0x, 7.0x, 6.8x oraz 2015-2017p EV/EBITDA odpowiednio 5.0x, 4.4x oraz 4.0x z dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych. W wycenie wyższą wagę (66%) przykładamy do mnożników 2015-2017p EV/EBITDA. Wycena metodą porównawczą wynosi PLN 19.1 na akcję, co przy powiększeniu o koszt kapitału implikuje cenę docelową na poziomie PLN 21.2 na akcję.

Tabela 7. Arteria: Wycena porównawcza.

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)*			EV/EBITDA (x)			Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Dług netto/EBITDA
			2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2016p	2015p	2014p	2014-2017p	2014p
Arteria	16.7	71.4	8.0	7.0	6.8	5.0	4.4	4.0	4.4%	11.7%	0.2%	0.9
Spółki krajowe												
Impel	31.4	404.0	13.4	13.1	11.3	6.5	6.5	5.9	4.6%	5.5%	11.4%	2.35
Work Service	20.4		22.4	15.2	10.8	12.0	9.9	n.a.	0.0%	5.4%	46.2%	0.98
Mediana			18.1	14.4	11.2	9.3	8.3	6.1	2.3%	5.5%	28.8%	1.7
Premia/Dyskonto			-56%	-51%	-39%	-47%	-47%	-34%				
Spółki zagraniczne												
Atos	68.3		12.8	11.6	10.8	5.5	4.7	4.1	1.2%	11.2%	13.9%	n.a.
Convergys Corp.	23.0		13.4	12.4	11.8	6.0	5.2	4.4	1.3%	12.5%	7.3%	n.a.
Sopra Group	78.8		13.9	10.7	8.8	8.0	6.6	5.4	2.1%	7.5%	27.5%	1.8
Computacenter PLC	682.0		13.6	12.5	11.6	6.3	5.8	5.0	4.5%	3.9%	4.7%	n.a.
Teletech Holdings Inc	26.0		15.7	14.0	14.4	6.2	5.1	4.2	1.4%	12.8%	6.9%	n.a.
WNS Holdings Ltd	25.0		14.6	14.3	12.9	11.2	10.4	8.7	0.0%	22.0%	13.0%	n.a.
CSG Systems Inc.	30.5		13.5	11.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20.8%	n.a.	n.a.
Sykes Enterprises Inc.	24.8		15.1	14.0	13.6	6.0	5.2	4.5	n.a.	10.9%	5.5%	n.a.
Exlservice Holdings Inc.	34.6		18.1	16.0	13.6	9.2	7.4	n.a.	0.0%	17.6%	10.7%	n.a.
Xchanging PLC	127.3		11.1	9.8	8.7	4.2	3.6	3.1	2.3%	21.2%	18.4%	0.4
Mediana			13.7	12.5	11.8	6.2	5.2	4.4	1.3%	12.7%	10.7%	1.08
Premia/Dyskonto			-42%	-44%	-42%	-19%	-16%	-10%				
Implikowana wycena			28.6	29.7	28.8	21.6	20.6	18.7				
Waga			11%	11%	11%	22%	22%	22%				
Implikowana cena akcji (PLN)	19.1											
Cena docelowa 12m (PLN)	21.2											
Potencjał wzrostu (%)	27%											

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

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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 PUBLIKACJĄ, W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYEN 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 zawarte 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 analizy 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 odesła 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 wygody 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, jakichkolwiek 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 jakiegokolwiek 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 znajdując 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 ROZPOWŚSZECHNIANA BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZIDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWŚSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWŚSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINIEN 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. 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 nagle 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 wyrównać 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.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYEN/PROGNOZ NINIEJSZYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE WE WSKAZANYM ZAKRESIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W okresie ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych. Na dzień sporządzenia Raportu DI Investors prowadzi ewidencję instrumentów finansowych (obligacji) wyemitowanych przez Emitenta.

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

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/emitentów 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 nie posiada akcji Emitenta tj. 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 Raportu Zarząd Funduszu Inwestycyjnych S.A. będącym 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 w 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 w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. 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, lub których wartość zależy w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI Investors zarządza na podstawie odrębnej umowy o zarządzanie zawartej z Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. funduszem inwestycyjnym, 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 POŚREDNI ZALÉŻNE OD WYNIKÓW FINANSOWYCH UZYSKIANYCH W RAMACH TRANSAKCJI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, DOTYCZĄCYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA, DOKONYWANYCH PRZEZ DI INVESTORS LUB PODMIOTY Z NIM POWIĄZANE.

DI Investors otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/emitentów, 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/spółek, 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 nawiązuje.

Analizy 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 jakikolwiek 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 jakichkolwiek 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.

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

DI Investors podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 4 rekomendacji kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 10 rekomendacji, 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 77 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, DI Investors opublikował w dniu 16 września 2014 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie cena docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona jako 28,9 PLN (wycena metodą DCF), 28,5 PLN (wycena metodą porównawczą) podczas gdy cena bieżąca wynosiła 16,8 PLN oraz w dniu 27 stycznia 2015 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona jako 23,8 PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 15,1 PLN. Raporty analityczne nie zawierały kierunku inwestycyjnego oraz zostały wydane w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner.

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 logo 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:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczaniu 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 wpływają 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 wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywność pozapracownicza, fad 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 prawdopodobieństwie wyceny 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 różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę 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 utraconych 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

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

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