

- Podnosimy cenę docelową z PLN 37.7/akcję do PLN 39.7/akcję
- Podwyższamy naszą prognozę zysku netto w 2015-2016p o 14% i 15% do PLN 30.1m oraz do PLN 30.9m
- Znormalizowane 2015p P/E 13.0x oraz 2015p EV/EBITDA 6.4x

Podwyższenie prognoz po wynikach 4Q14

Po lepszych niż oczekiwane pod względem operacyjnym wynikach za 4Q14 podwyższamy nasze prognozy rentowności Impela. Podwyższamy prognozy zysku netto do PLN 30.1m w 2015p oraz PLN 30.9m w 2016p, odpowiednio 14% oraz 15% wyżej niż poprzednio. Oczekujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN 56.2m oraz PLN 56.7m, odpowiednio 14% oraz 13% wyżej niż w poprzedniej prognozie. Jednocześnie obniżamy naszą prognozę przychodów w analogicznym okresie o ok. 2% do PLN 1 821m oraz 1 911m uznając, że poprawa marży operacyjnej wynikać będzie częściowo z rezygnacji z nierentownych oraz niskomarżowych kontraktów. Rekomendowana przez zarząd spółki dywidenda na poziomie DPS PLN 1.5 implikuje atrakcyjną stopę dywidendy na poziomie 4.9%. Ze względu na podwyższenie prognozy podwyższamy naszą cenę docelową do PLN 39.7 z PLN 37.7 na akcję.

Lepsze od oczekiwanych wyniki 4Q14. Spółka wypracowała w 4Q14 EBIT na poziomie PLN 9.3m (wzrost 386% r/r), 29% powyżej prognozy DII. Poprawa rentowności obserwowana jest we wszystkich segmentach operacyjnych. W segmencie Facility Management EBIT wyniósł PLN 11.5m (marża 3.8% vs. 2.9% w 4Q13), 10% poniżej prognozy DII, a w segmencie Bezpieczeństwo spółka odnotowała stratę operacyjną na poziomie PLN 3.7m (vs strata PLN 5.4m w 4Q13 oraz strata PLN 4.8m prognozowana przez DII). Na uwagę zasługują również wysokie wyniki operacyjne segmentu pozostałych spółek, który w 4Q14 wygenerowały EBIT na poziomie PLN 4.9m vs PLN 0.2m w 4Q13. Znormalizowany zysk netto wyniósł PLN 5.0m (vs. PLN 3.9m strata netto w 4Q13), 58% powyżej prognozy DII.

Podwyższamy prognozę zysku netto Impela w 2015-2016p do PLN 30.1m oraz PLN 30.9m. Oczekujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN 56.2 oraz PLN 56.7, odpowiednio 14% oraz 13% wyżej od poprzednich prognoz. Jednocześnie obniżamy naszą prognozę przychodów w analogicznym okresie o ok. 2% do PLN 1 821m oraz 1 911m. Uznajemy, że poprawa marży wynikać będzie częściowo z rezygnacji z nierentownych oraz niskomarżowych kontraktów, szczególnie w segmencie Bezpieczeństwo. Na poziomie zysku netto podwyższamy naszą prognozę w 2015-2016p o 14% i 15% do PLN 30.1m oraz do PLN 30.9m.

Podwyższamy prognozę DPS do PLN 1.5 w 2015p. Interpretujemy rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty dywidendy z zysku za 2014r. jako powrót do polityki wypłaty dywidendy na poziomie DPS PLN 1.5. Na tej podstawie podwyższamy prognozowany DPS do PLN 1.5 w latach 2015-2017p vs. odpowiednio PLN 1.0, PLN 1.25 oraz PLN 1.5 poprzednio.

Podwyższamy cenę docelową do PLN 39.7 z PLN 37.7 na akcję. Akcje Impela, na naszych prognozach, są wyceniane przy mnożnikach znorm. P/E 13.0x w 2015r. i 12.6x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 6.4x i 6.3x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek zagranicznych. Podwyższamy naszą cenę docelową bazując na metodzie DCF do PLN 39.7 z PLN 37.7 na akcję. Jednocześnie zwracamy uwagę, że porównanie do spółek zagranicznych implikowałoby cenę docelową na poziomie PLN 56.9 na akcję.

Impel: Podsumowanie wyceny

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	1 600.6	1 722.5	1 821.2	1 911.2	1 978.5
Znorm. EBITDA	84.0	97.6	100.6	101.2	107.6
Znorm. Zysk netto	16.3	30.5	30.1	30.9	35.8
Znorm. P/E	22.7x	15.1x	13.0x	12.6x	10.9x
Znorm. EV/EBITDA	7.7x	7.1x	6.4x	6.3x	5.8x
Stopa dywidendy*	0.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

* Dywidenda z zysku netto za dany rok

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	39.7
Poprzednia cena docelowa (PLN)	37.7
Cena bieżąca (PLN)	30.4
Max (52T)	31.0
Min (52T)	26.9
Liczba akcji (m)	12.9
Kapitalizacja (PLNm)	390.2
Dług netto (4Q14, PLNm)	242
EV (4Q14, PLNm)	632
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	14.3

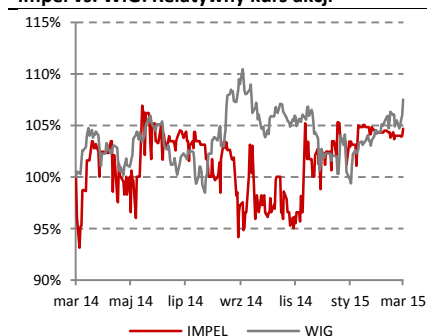
Akcjonariat

	%
Grzegorz Dzik	38.31%
Józef Biegaj	28.26%
PZU OFE	11.71%
Pozostali	21.73%

Opis Spółki

Impel należy do największych graczy na polskim rynku usług outsourcingowych. Poprzez 66 wyspecjalizowanych spółek zależnych Impel współpracuje z ok. 60 tys. osób, dostarczając swoje usługi do ponad 6 tys. klientów. Oferta Impela skupia się na obszarach Maintenance Solutions (obsługa nieruchomości) i Safety Solutions (głównie fizyczna ochrona mienia). Dodatkowo spółka oferuje Business Solutions (m.in. usługi kadrowo-płacowe), Delivery Solutions (wynajem i serwis odzieży). Głównym rynkiem działalności jest Polska, ale spółka posiada również filie na Łotwie i Ukrainie.

Impel vs. WIG: Relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg

Piotr Raciborski

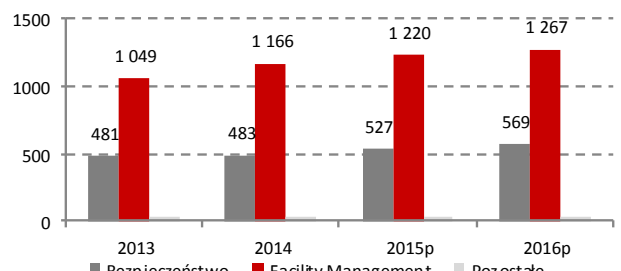
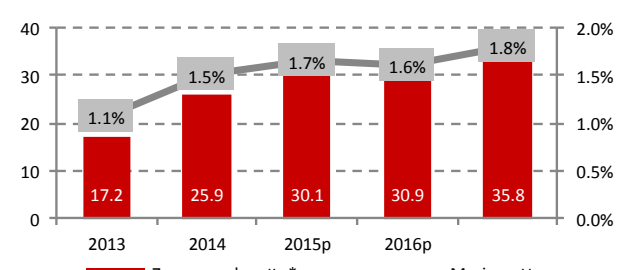
Analitik akcji

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@investors.pl

Impel

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	Podstawowe dane					
Przychody ze sprzedaży	1 601	1 723	1 821	1 911	1 979	Cena akcji (PLN)					30.4
Koszty sprzedanych towarów	-1 552	-1 675	-1 765	-1 854	-1 915	Min (52W, PLN)					27.0
Zysk brutto ze sprzedaży	48.8	47.9	56.2	56.7	63.1	Max (52W, PLN)					32.2
Koszty sprzedaży i zarządu	-1 552	-1 675	-1 765	-1 854	-1 915	Kapitalizacja (PLN m)					390
EBITDA	84.0	97.6	100.6	101.2	107.6	EV (4Q2014, PLN m)					632
Amortyzacja	42.2	44.5	44.5	44.5	44.5	Podstawowe dane					
EBIT	41.7	53.1	56.2	56.7	63.1	2013	2014	2015p	2016p	2017p	
Koszty finansowe netto	-14.0	-13.1	-15.7	-15.3	-15.1	Liczba akcji (m)	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
Zysk przed opodatkowaniem	27.7	40.0	40.4	41.4	48.0	EPS (PLN)	1.3	2.4	2.3	2.4	2.8
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-7.7	-7.9	-9.1	BVPS (PLN)	20.4	22.7	23.6	24.5	25.8
Udziały mniejszości	0.9	1.3	1.9	2.0	2.3	DPS (PLN)	0.00	1.50	1.50	1.50	1.50
Zysk netto	16.3	30.5	30.1	30.9	35.8	Segmenty (PLNm)					
Znorm. zysk netto*	17.2	25.9	30.1	30.9	35.8	Bezpieczeństwo					
Bilans (PLNm)						2013	2014	2015p	2016p	2017p	
Rzeczowe aktywa trwałe	173.5	178.0	171.1	164.2	157.3	Przychody	481	483	527	569	606
Wartości niematerialne i prawne	44.7	43.5	41.5	39.5	37.5	EBIT	-2.0	-8.4	-3.1	-4.4	0.5
Inne aktywa trwałe	104.4	108.2	108.2	108.2	108.2	Marża EBIT	-0.41%	-1.74%	-0.58%	-0.77%	0.08%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45.1	48.5	80.3	96.6	118.5	Facility Management					
Należności handlowe	329.2	343.0	362.7	380.6	394.0	Przychody	1049	1166	1220	1267	1296
Zapasy	29.2	32.6	34.3	36.1	37.3	EBIT	41.2	52.0	55.5	57.0	58.3
Inne aktywa obrotowe	57.0	82.5	82.5	82.5	82.5	Marża EBIT	3.92%	4.46%	4.55%	4.50%	4.50%
Aktywa razem	783.1	836.3	880.6	907.6	935.3	Pozostałe					
Dług krótkoterminowy	207.7	227.5	257.4	269.2	278.1	Przychody	29	37	34	36	37
Zobowiązania handlowe	90.5	98.9	104.3	109.6	113.2	EBIT	6.9	17.4	10.2	10.7	11.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	111.7	118.1	118.1	118.1	118.1	Marża EBIT	23.36%	46.65%	30.00%	30.00%	30.00%
Dług długoterminowy	70.2	63.1	59.4	55.7	52.0	Dotacje	41	36	40	40	40
Inne zobowiązania długoterminowe	28.0	19.5	19.5	19.5	19.5	Koszty nieprzypisane	-4.8	-8.9	-7.4	-7.6	-7.8
Kapitały własne	275.0	309.3	322.0	335.5	354.4	Wyłączenia	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0
Udziały mniejszości	12.1	16.7	18.6	20.6	22.9	Impel: Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (PLNm)					
Pasywa	783.1	836.3	880.6	907.6	935.3						
Kapitał obrotowy	267.8	276.7	292.7	307.1	318.1	<p>Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors</p>					
Dług netto	232.8	242.0	236.4	228.4	211.6	Impel: Znorm. zysk netto i marża netto (PLNm, %)					
Przepływy pieniężne (PLNm)											
Zysk brutto	27.7	40.0	40.4	41.4	48.0	<p>Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors</p>					
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-7.7	-7.9	-9.1	Nadchodzące wydarzenia:					
Amortyzacja	42.2	44.5	44.5	44.5	44.5	13 maja 2015r. Publikacja raportu za 1Q15					
Zmiany w kapitale obrotowym	-25.5	-46.7	-16.1	-14.4	-11.0	27 sierpnia 2015r. Publikacja raportu za 1H15					
Inne zmiany niepieniężne	12.7	20.4	15.0	14.6	14.4	12 listopada 2015r. Publikacja raportu za 3Q15					
Przepływy z działalności operacyjnej	48.9	50.6	76.2	78.2	86.7	Główne ryzyka dla naszych prognoz					
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-39.1	-29.4	-35.6	-35.6	-35.6	Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) ryzyko wzrostu konkurencji na rynku outsourcingu i erozji marż (2) nieprzewidziane przez nas zmiany legislacyjne (3) wyższy niż zakładany wzrost płacy minimalnej					
Inne przepływy inwestycyjne	-4.0	3.6	1.2	2.0	2.4						
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-43.0	-25.8	-34.4	-33.6	-33.2						
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
Zmiany netto zadłużenia	51.9	8.7	26.2	8.2	5.2						
Odsetki zapłacone	-13.2	-11.2	-14.1	-14.5	-14.7						
Dywidendy	-20.0	0.0	-19.3	-19.3	-19.3						
Przepływy z działalności finansowej	0.0	-21.4	-10.1	-28.4	-31.6						
Zmiana gotówki	5.9	3.4	31.8	16.3	22.0						
Wskaźniki											
P/E (x)	23.9	12.8	13.0	12.6	10.9						
Znorm. P/E (x)	22.7	15.1	13.0	12.6	10.9						
EV/EBITDA (x)	7.6	6.7	6.4	6.3	5.8						
Znorm. EV/EBITDA (x)	7.7	7.1	6.4	6.3	5.8						
P/S (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
P/BV (x)	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2						
Stopa dywidendy (%)	0.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%						
Dynamiki wzrostu											
Wzrost przychodów (%)	10%	8%	6%	5%	4%						
Wzrost znorm. EBITDA (%)	8%	11%	10%	1%	6%						
Wzrost znorm. zysku netto (%)	-38%	51%	16%	2%	16%						
Marże											
Marża brutto ze sprzedaży (%)	3.1%	2.8%	3.1%	3.0%	3.2%						
Znorm. marża EBITDA (%)	5.1%	5.3%	5.5%	5.3%	5.4%						
Znorm. marża EBIT (%)	2.5%	2.7%	3.1%	3.0%	3.2%						
Znorm. marża zysku netto (%)	1.1%	1.5%	1.7%	1.6%	1.8%						
Dźwignia i stopy zwrotu											
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	2.8x	2.7x	2.3x	2.3x	2.0x						
Dług netto/aktywa (%)	30%	29%	27%	25%	23%						
Dług netto/kapitały własne (%)	85%	78%	73%	68%	60%						
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	3x	4.2x	4.0x	3.9x	4.3x						
Cykl obrotu gotówki (dni)	61	58	58	58	58						
Stopa dywidendy (%)	0.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%						
ROA (%)	6%	10%	9%	9%	10%						

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors
**Normalizacja polegająca na wyłączeniu z wyniku zdarzeń jednorazowych*

Wyniki finansowe 4Q14

- Przychody w 4Q14 wyniosły PLN 453.3m (wzrost 8% r/r), zgodnie z prognozami DII.
- Znorm. EBIT na poziomie PLN 9.3m (wzrost 386% r/r), 29% powyżej prognozy DII.
- Znorm. zysk netto na poziomie PLN 5.0m (vs. strata PLN 3.9m w 4Q14), 58% powyżej prognozy DII.
- Zarząd potwierdził wcześniejszą rekomendację DPS w wys. PLN 1.5 (stopa wypłaty 63%, DY: 4.9%), powyżej prognozy DII w wys. PLN 1.0.

Tabela 1. Impel: Wyniki finansowe 4Q14

Dane w PLNm

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	DII	vs. DII	%YoY	2013	2014	%YoY	DII	vs.
Przychody	420.2	404.1	424.7	440.4	453.3	462.7	-2%	8%	1600.6	1722.5	8%	1731.9	-1%
Facility Management	282.3	268.5	290.4	302.3	305.3	309.1	-1%	8%	1048.9	1166.4	11%	1170.3	0%
Bezpieczeństwo	122.6	115.0	118.6	121.2	127.8	134.2	-5%	4%	481.4	482.6	0%	489.0	-1%
Pozostałe	6.6	11.3	7.5	8.0	10.5	9.7	8%	59%	29.4	37.3	27%	36.5	2%
Dotacje	8.7	9.4	8.2	8.9	9.7	9.7	0%	12%	40.8	36.1	-11%	36.1	0%
EBITDA	13.2	18.6	25.0	32.3	21.6	18.3	18%	63%	84.0	97.6	16%	94.2	4%
EBIT	1.9	7.7	14.3	21.8	9.3	7.2	29%	386%	46.1	53.1	15%	51.0	4%
Znorm. EBIT	1.9	6.6	10.8	19.9	9.3	7.2	29%	386%	39.8	46.6	17%	44.5	5%
Facility Management	8.3	9.5	13.5	17.5	11.5	12.7	-10%	39%	41.2	52.0	26%	53.2	-2%
Bezpieczeństwo	-5.4	-2.0	-4.2	1.6	-3.7	-4.6	-20%	n.a.	-2.0	-8.4	n.a.	-9.3	n.a.
Pozostałe	0.2	1.6	6.4	4.6	4.9	0.3	1312%	2499%	6.9	17.4	153%	12.9	35%
Zysk netto	-3.9	2.0	7.6	14.1	6.7	3.2	110%	n.a.	16.3	30.5	87%	26.9	13%
Znorm. zysk netto	-3.9	1.1	4.8	12.6	5.0	3.2	58%	n.a.	14.8	23.5	59%	21.7	9%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Przychody. Przychody w 4Q14 wyniosły PLN 453.3m (wzrost 8% r/r), zgodnie z prognozami DII. W segmencie Facility Management sprzedaż wyniosła PLN 305.3m (wzrost 8% r/r), zgodnie z prognozami DII, a w segmencie Bezpieczeństwo PLN 127.8m (wzrost 4% r/r), 5% poniżej oczekiwań DII. Spółki pozostałe wygenerowały przychody na poziomie PLN 10.5m (wzrost 59% r/r), 8% powyżej naszych oczekiwań. Dodatkowo dotacje z PFRON, których beneficjentem jest Impel, osiągnęły wartość PLN 9.7m, zgodnie z prognozami DII.

Spółka zwraca uwagę, że wzrost przychodów w segmencie Facility Management wynika głównie z rozwoju linii produktowych Obsługa Nieruchomości, Business Partner (wyższa sprzedaż do dotychczasowych kontrahentów) oraz Inwestycje i Rozwój (głównie kontrakty spółki Climbox S.A na czyszczenie instalacji przemysłowych PERN „Przyjaźń” oraz zakończenie usługi przy zbiorniku w Arabii Saudyjskiej), jak również wzrost przychodów generowanych przez spółkę Integrum management.

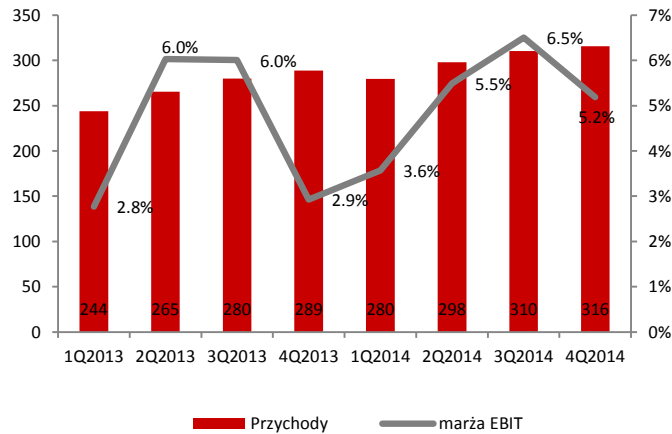
Główne kontrakty wpływające na sprzedaż w segmencie Bezpieczeństwo to kontrakty z Ministerstwem Sprawiedliwości (wartość kontraktu PLN 214m brutto), Elektrownią Jaworzno (PLN 7.8m), JW WOG (PLM 6.9), PKP (PLN 5.7m), Stokrotką (PLN 3m rocznie). Dodatkowo w marcu 2015 spółka zawarła kontrakt o wartości PLN 28.7m brutto z JSW.

Rentowność. Spółka wypracowała w 4Q14 EBIT na poziomie PLN 9.3m (wzrost 386% r/r), 29% powyżej prognozy DII. W segmencie Facility Management EBIT wyniósł PLN 11.5m (marża 3.8% vs. 2.9% w 4Q13), 10% poniżej prognozy DII, a w segmencie Bezpieczeństwo spółka odnotowała stratę operacyjną na poziomie PLN 3.7m (vs. strata PLN 5.4m w 4Q13 oraz strata PLN 4.8m prognozowana przez DII). Poprawa marży operacyjnej w segmencie Facility Management jest utrzymaniem obserwowanego od początku 2014r. trendu poprawy rentowności. W segmencie Bezpieczeństwo poprawa marż jest wynikiem większej selekcji nowych umów oraz wyjścia z części nierentownych kontraktów. Dodatkowo projekt Systemu Dozoru Elektronicznego wpłynął na wzrost EBIT segmentu w wysokości PLN 0.56m (vs. szacowane na koniec 3Q14 PLN 0.7m).

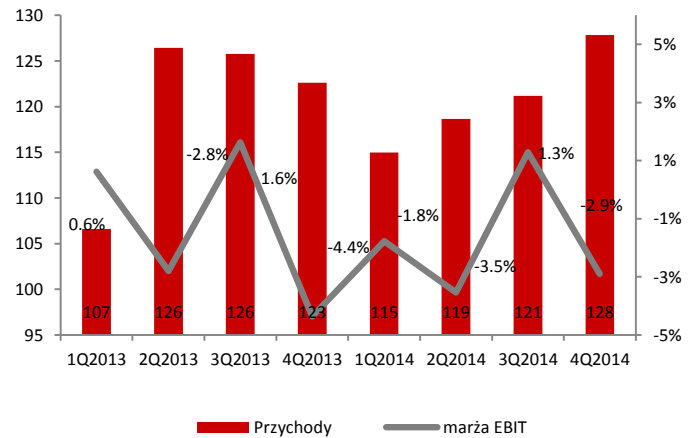
Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 1.6m (vs. PLN 2.7m w 4Q13) oraz efektywnej stopie procentowej na poziomie 20% zysk netto w 4Q14 wyniósł PLN 6.7m (vs. PLN 3.9m strata netto w 4Q13), 110% powyżej prognozy DII.

Na wynik netto w 4Q14 wpływ miała również zmiana wyceny opcji nabycia udziałów w spółkach zależnych (Integrum Management, Climbex, Brokers Union oraz Gwarant) o wartości PLN 1.66m. Znormalizowany zysk netto wyniósł PLN 5.0m, 58% powyżej prognozy DII.

Wykres 1. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i pozostałych spółek w okresie 1Q2013-4Q2014



Wykres 2. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo w okresie 1Q2013-4Q2014



Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Przepływy operacyjne, dług netto i dywidenda. W 4Q14 spółka wypracowała PLN 34.6m przepływów operacyjnych (wzrost 19% r/r). Dług netto spółki spadł do PLN 242m na koniec 4Q14 vs. PLN 249m na koniec 3Q14. Zarówno dzięki redukcji zadłużenia jak również dzięki wzrostowi EBITDA dźwignia finansowa mierzona wskaźnikiem dług netto/12mEBITDA spadła do 2.5x z 2.8x na koniec 3Q14.

W lutym 2015r. zarząd Impela podjął uchwałę w sprawie zarekomendowania wypłaty dywidendy w wysokości PLN 19.3m (DPS 1.5, DY. 4.9%), co oznacza stopę wypłaty dywidendy na poziomie 63%.

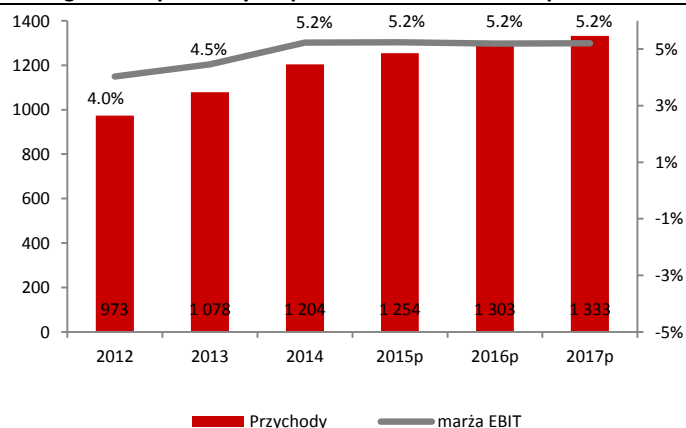
Podsumowanie. Wyniki Impela za 4Q14 są powyżej naszych oczekiwań. Pomimo zdarzeń jednorazowych spółka odnotowała dobre pod względem operacyjnym wyniki, które wspierane wzrostem rentowności we wszystkich segmentach stanowią podstawę do lekkiego podniesienia przez nas prognoz na 2015r. Dostrzegamy potencjał do dalszej poprawy wyników Impel m.in. dzięki renegocjacji umów w wyniku nowelizacji Prawa Zamówień Publicznych, stopniowemu przystosowywaniu struktury zatrudnienia do ozusowania umów cywilno-prawnych, jak również w wyniku nowych akwizycji (czego w 4Q14 przejawem było połączenie ze spółką SI-Consulting).

Zmiana prognoz finansowych na 2015-2017p

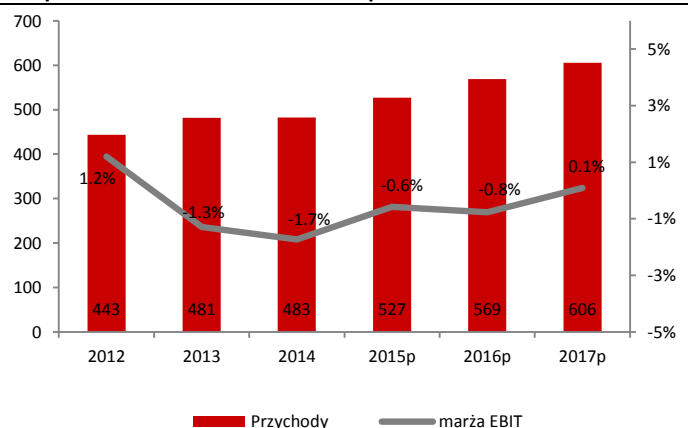
Wyniki za 2014r. dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Obniżamy prognozę przychodów o 2% do PLN 1 821m w 2015p oraz o 2% do PLN 1 911m w 2016p zakładając wyższą selekcję kontraktów przez spółkę oraz rezygnację z części kontraktów niskomarżowych lub nierentownych. W 2017p prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 1 978m (wzrost 4% r/r). Prognozujemy przychody Facility Management w latach 2015-2017p na poziomie PLN 1 220m (wzrost 5% r/r), PLN 1 267m (wzrost 4% r/r) oraz PLN 1 296m (wzrost 2% r/r). W segmencie Bezpieczeństwo oczekujemy sprzedaży w latach 2015-2017p na poziomie PLN 527m (wzrost 9% r/r), PLN 569m (wzrost 8% r/r) oraz PLN 606m (wzrost 7% r/r). W segmencie Pozostałe prognozujemy przychody w analogicznym okresie na poziomie PLN 34m (spadek 9% r/r), PLN 36m (wzrost 5% r/r) oraz PLN 37m (wzrost 4% r/r).
- Podwyższamy prognozę EBIT o 14% do PLN 56m w 2015p oraz o 13% do PLN 57m w 2016p. Marża operacyjna wyniesie odpowiednio 3.1% oraz 3.0% vs. 2.7% oraz 2.6% w poprzednich szacunkach. W 2017p prognozujemy EBIT na poziomie PLN 63m (wzrost 11% r/r, marża 3.2%). Prognozujemy EBIT Facility Management w latach 2015-2017p na poziomie PLN 55.5m (marża 4.6% vs 4.5% we wcześniejszej prognozie), PLN 57m (marża 4.5% vs. 4.5%) oraz PLN 58.3m (marża 4.5% vs 4.5%). W segmencie Bezpieczeństwo oczekujemy EBIT w latach 2015-2017p na poziomie PLN -3.1m (marża -0.6% vs. -0.8%), PLN -4.4m (marża -0.8% vs. -0.8%) oraz PLN 0.5m (marża 0.1%). W segmencie Pozostałe prognozujemy EBIT w analogicznym okresie na poziomie PLN 10.2m (marża 30% vs. 20.5%), PLN 10.7m (marża 30% vs. 20.4%) oraz PLN 11.1m (marża 30%). Przy amortyzacji w latach 2015-2017p na stałym poziomie PLN 44.5m prognozujemy EBITDA na poziomie, odpowiednio PLN 100.6m, PLN 101.2m oraz PLN 107.6m.

Wykres 3. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i pozostałych spółek w latach 2012-2017p.



Wykres 4. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo w latach 2012-2017p.



Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

- Podwyższamy prognozę zysku netto o 14% do PLN 30.1m w 2015p, o 15% do PLN 30.9m w 2016p oraz o 16% do PLN 35.8m w 2017p.
- Odczytujemy rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty dywidendy z zysku za 2014r. jako powrót do polityki wypłaty dywidendy na poziomie DPS PLN 1.5. Na tej podstawie podwyższamy prognozowany DPS do PLN 1.5 w latach 2015-2017p vs. odpowiednio PLN 1.0, PLN 1.25 oraz PLN 1.5 poprzednio.

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

	2015p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2016p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2017p	Zmiana r/r
	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe		nowe
Przychody ze sprzedaży	1 851.7	1 821.2	-2%	6%	1 942.5	1 911.2	-2%	5%	1 978.5	4%
Facility Management	1 228.0	1 220.2	-1%	5%	1 267.0	1 267.0	0%	4%	1 295.7	2%
Bezpieczeństwo	561.0	527.1	-6%	9%	613.0	568.5	-7%	8%	605.8	7%
Pozostałe	22.0	33.9	54%	-9%	23.0	35.7	55%	5%	37.0	4%
EBITDA	95.8	100.6	5%	3%	96.7	101.2	5%	1%	107.6	6%
EBIT	49.2	56.2	14%	6%	50.1	56.7	13%	1%	63.1	11%
Facility Management	55.2	55.5	1%	7%	56.4	57.0	1%	3%	58.3	2%
Bezpieczeństwo	-4.6	-3.1	-33%	n.a.	-4.8	-4.4	n.a.	42%	0.5	n.a.
Pozostałe	4.5	10.2	126%	-42%	4.7	10.7	128%	5%	11.1	4%
Zysk netto	26.4	30.1	14%	-1%	26.9	30.9	15%	2%	35.8	16%
DPS	1.0	1.5	50%	0%	1.25	1.5	20%	0%	1.5	0%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

W poprzednich raportach, z 2 września oraz 18 listopada 2014r., opisaliśmy czynniki o istotnym wpływie na nasze prognozy. Należą do nich:

- 1) **Roczne vacatio legis dla ustawy „ozusowującej” umowy cywilno-prawne.** Przypominamy, że w 4Q14 komisja sejmowa ds. rynku pracy zdecydowała, że vacatio legis dla ustawy wprowadzającej oskładkowanie umów cywilno-prawnych wynosić będzie dwanaście miesięcy, a nie trzy jak początkowo zakładano, więc ustawa wchodzi w życie od początku 2016r.
- 2) **Nowelizacja Prawa Zamówień Publicznych.** Na wyniki spółki w najbliższych latach wpływać będzie również Nowelizacja Prawa Zamówień Publicznych związana z organizacją przetargów publicznych, uchwalona w dniu 25 lipca 2014r., która weszła w życie 19 października 2014r. Nowelizacja znosi dyktat najniższej ceny jako główne kryterium wyboru zwycięzcy przetargu i otwiera nowe szanse dla dużych graczy o wysokich standardach usług – takich jak Impel. Co więcej ustawa wprowadza długo oczekiwane klauzule waloryzacyjne. Przy kontraktach dłuższych niż 12 miesięcy zamawiający będą musieli określać zasady waloryzacji wynagrodzenia na wypadek zmiany stawki podatku VAT, wysokości minimalnego wynagrodzenia, czy składki na ubezpieczenia społeczne. By podkreślić znaczenie nowelizacji dla Impela przypominamy, że ok. 30% przychodów Spółki pochodzi z kontraktów publicznych.
- 3) **Konsolidacja rynku ochrony.** W październiku 2014r., podczas rozmowy z PAP, prezes Impela Grzegorz Dzik stwierdził, że polski rynek usług ochroniarskich niewątpliwie czeka konsolidacja. Po raz pierwszy zadeklarował również, że Impel jest zdecydowany bezpośrednio w niej uczestniczyć. Konsolidacja rynku mogłaby być czynnikiem normalizującym stawki panujące na rynku ochrony i może mieć znaczący wpływ na wyniki spółki w kolejnych latach.

Z powyżej wymienionych czynników w naszych prognozach uwzględniony został wpływ ozusowania umów cywilno-prawnych jak również wzrost rentowności wynikający z nowelizacji Prawa Zamówień Publicznych. Konsolidacja na rynku ochrony, której aktywnym uczestnikiem może być Impel oraz związany z tym procesem potencjalny wzrost marż w segmencie Bezpieczeństwo stanowią upside dla naszych szacunków.

Wycena

Wyceniamy Impel używając 5-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wycenę w wysokości PLN 56.9/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 39.7/akcję.

Tabela 3. Impel: Podsumowanie wyceny

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	100%	39.7
Metoda porównawcza	0%	56.9
Cena docelowa		39.7
Cena rynkowa		30.4
Potencjał wzrostu/spadku (%)		31%

Źródło: Szacunki DI Investors

Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie 1.8%, która jest iloczynem stopy ROIC i stopy reinwestycji w okresie rezydualnym.
- WACC na poziomie 8.3% oraz koszt kapitału własnego na poziomie 12.0%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.1% oraz premię za ryzyko rynkowe w wysokości 4.5%.
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x, co implikuje zalewarowaną betę dla Impela równą 2.0x.

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

Stopa wolna od ryzyka	3.1%
Beta zalewarowana	2.0x
Premia za ryzyko	4.5%
Koszt kapitału własnego	12.0%
Stopa wolna od ryzyka	3.1%
Marża na zadłużeniu	2.5%
Kosztu długu	5.6%
Stopa opodatkowania	19.0%
Koszt długu po podatku	4.5%
% D	49.8%
% E	50.2%
WACC	8.3%

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Tabela 5. Impel: Wycena DCF

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Przychody	1 821	1 911	1 979	2 048	2 110
Znorm. EBITDA	100.6	101.2	107.6	112.1	115.4
Znorm. EBIT	56.2	56.7	63.1	67.6	71.0
Podatek od EBIT	-10.7	-10.8	-12.0	-12.8	-13.5
NOPAT	45.5	45.9	51.1	54.8	57.5
Amortyzacja	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5
Zmiany w kapitale obrotowym WC	-16.1	-14.4	-11.0	-11.3	-10.0
Wydatki inwestycyjne	-35.6	-35.6	-35.6	-35.6	-42.7
Wolne przepływy finansowe	38.3	40.5	49.0	52.3	49.3
Czynnik dyskontowy	92%	85%	79%	73%	67%
Wartość bieżąca FCF	35.4	34.5	38.6	38.1	33.1
Wartość bieżąca FCF 2015-2019	180				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1.8%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	521				
Wartość przedsiębiorstwa	701				
Kapitały mniejszości	17				
Dług netto	242				
Wartość kapitału własnego	442				
Bieżąca cena akcji	30.4				
Potencjał wzrostu	31%				
Wycena 12M (PLN)	39.7				

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. Impel: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%
Stopa wolna od ryzyka	1.9%	48.6	49.6	50.7	51.8	53.0	54.2	55.4
	2.3%	44.4	45.3	46.3	47.3	48.3	49.3	50.4
	2.7%	40.7	41.6	42.4	43.2	44.1	45.0	46.0
	3.1%	37.5	38.2	38.9	39.7	40.4	41.2	42.1
	3.5%	34.5	35.1	35.8	36.5	37.1	37.9	38.6
	3.9%	31.8	32.4	33.0	33.6	34.2	34.8	35.5
	4.3%	29.3	29.9	30.4	30.9	31.5	32.1	32.6

		Zdelewarowana beta						
		0.8x	0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x
Premia za ryzyko	3.0%	71.1	65.8	61.0	56.8	53.0	49.5	46.4
	3.5%	64.1	58.9	54.2	50.1	46.4	43.1	40.1
	4.0%	58.2	53.0	48.5	44.5	40.9	37.7	34.8
	4.5%	53.0	47.9	43.5	39.7	36.2	33.1	30.4
	5.0%	48.5	43.5	39.3	35.5	32.2	29.2	26.6
	5.5%	44.5	39.7	35.5	31.9	28.7	25.8	23.2
	6.0%	40.9	36.2	32.2	28.7	25.6	22.8	20.3

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Wycena metodą porównawczą

Wycenę porównawczą opieramy na mnożnikach EV/EBITDA i P/E na lata 2015-2016p. W wycenie uwzględnionych zostało 14 spółek zagranicznych. Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki DI Investors dla Impela.

Na naszych prognozach Impel notowany jest przy 2015-2017p P/E na poziomie 13.0x, 12.6x, 10.9x oraz 2015-2017p EV/EBITDA odpowiednio 6.4x, 6.3x oraz 5.8x z wysokim, dwucyfrowym dyskontem do spółek porównywalnych.

Przyznając równe wagi dla mnożników EV/EBITDA oraz P/E na lata 2015-2016p wyceniamy Impela metodą porównawczą na PLN 56.9/akcję. Biorąc jednakże pod uwagę hossę na rynkach zachodnich, wspieraną przez program QE w strefie euro, zauważamy, że kursy zagranicznych spółek porównywalnych Impela wzrosły przez ostatnie 3 miesiące średnio o niemal 20%. Uważamy, że obecnie wyznaczenie ceny docelowej dla Impela w oparciu o wycenę spółek zagranicznych obarczone byłoby większym ryzykiem.

Tabela 7. Impel: Wycena porównawcza.

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			P/BV (x)		Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Net debt/EBITDA
			2014p	2015p	2016p	2014p	2015p	2016p	2014p	2014p	2014p	2014-2016p	2014p	
Impel	30.4	390.2	13.0	12.6	10.9	6.4	6.3	5.8	1.3	4.9%	5.5%	15%	2.3	
Mediana			21.8	18.6	16.8	9.8	8.8	8.3	3.5	2.2%	7.3%	10%	1.4	
Premia/Dyskonto			-41%	-32%	-35%	-35%	-28%	-30%	-63%	122%	-24%	48%	65%	
Sodexo	93.1	59 636	27.0	23.3	20.7	10.6	9.5	8.7	4.0	2.2%	7.2%	13%	0.2	
Bunzl Plc	1878.0	35 311	22.2	20.6	19.7	14.3	13.5	12.8	5.6	2.0%	7.4%	6%	1.6	
G4S Plc	299.7	26 069	22.0	18.8	16.5	10.4	9.5	9.2	4.8	3.2%	8.3%	13%	2.7	
Securitas Ab-B Shs	119.1	19 180	19.5	16.7	15.7	10.4	9.7	9.0	3.5	2.9%	6.4%	10%	2.0	
Servicemaster Global Holding	36.6	18 681	26.0	23.1	20.6	12.0	11.0	10.2	8.7	n.a.	23.8%	19%	4.0	
Serco Group Plc	180.0	5 551	12.4	22.6	21.8	8.2	8.5	7.9	2.1	0.5%	4.4%	-12%	2.2	
Loomis Ab-B	275.7	9 011	21.4	18.1	17.1	9.3	8.8	8.3	3.7	2.5%	16.8%	9%	1.5	
Mitie Group Plc	305.0	6 304	12.8	12.4	11.5	8.7	8.0	7.4	3.2	3.8%	6.7%	6%	1.4	
Brink'S Co/The	27.9	5 149	22.4	17.3	13.0	4.7	3.7	3.1	1.7	1.4%	9.5%	29%	0.4	
Derichebourg	2.9	1 989	n.a.	18.4	10.4	5.7	4.2	3.7	1.3	0.9%	4.9%	n.a.	2.0	
Robert Walters Plc	360.0	1 560	27.1	22.8	18.4	10.7	8.9	7.7	2.9	1.9%	3.3%	20%	-0.6	
Amadeus Fire Ag	72.4	1 557	21.8	22.0	20.1	12.4	11.3	10.9	8.3	4.5%	16.3%	3%	-1.3	
Proffice Ab-B Shs	23.4	709	15.0	11.7	11.5	7.6	7.3	6.8	2.3	6.0%	4.4%	11%	-0.6	
Catering Intl Services	21.0	700	21.8	18.1	15.0	5.5	4.7	n.a.	n.a.	0.9%	8.4%	n.a.	-1.5	
Implikowana wycena			51.1	44.6	46.9	57.2	50.1	51.1						
Waga			25%	25%	0%	25%	25%	0%						
Implikowana cena akcji (PLN)	50.8													
Cena docelowa 12m (PLN)	56.9													
Potencjał wzrostu (%)	87%													

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

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:

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 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 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 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 koszt 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.

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