

- Podnosimy cenę docelową do PLN 41.0/akcję z PLN 39.7/akcję
- Podwyższamy naszą prognozę zysku netto w 2015-2016p o 8% i 7% do PLN 32.5m oraz do PLN 33.1m
- 2015p P/E 12.7x oraz 2015p EV/EBITDA 6.5x

Podwyższenie ceny docelowej po wynikach 1Q15

Podwyższamy nasze prognozy wyników Impela obserwując utrzymujący się od kilku kwartałów trend poprawy rentowności spółki. Oczekujemy wzrostu zysku netto do PLN 32.5m w 2015p oraz PLN 33.1m w 2016p, odpowiednio 8% oraz 7% wyżej niż poprzednio. Prognozujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN 57.4m oraz PLN 58.0m, 2% wyżej niż w poprzedniej prognozie, oczekując wyższej rentowności segmentów Bezpieczeństwa oraz Pozostałych spółek. Zwracamy również uwagę, że zatwierdzona przez WZA Impela dywidenda na poziomie DPS PLN 1.5 implikuje atrakcyjną stopę dywidendy na poziomie 4.7%. Ze względu na podwyższenie prognozy podwyższamy naszą cenę docelową do PLN 41.0 z PLN 39.7 na akcję.

Podwojenie zysku netto w 1Q15. Spółka wypracowała w 1Q15 znorm. EBIT na poziomie PLN 9.3m (wzrost 14% r/r), 3% powyżej prognozy DII. W segmencie Facility Management znorm. EBIT wyniósł PLN 8.7m (marża 3.1% vs. 23% w 1Q15), 17% poniżej prognozy DII, a w segmencie Bezpieczeństwo spółka odnotowała stratę operacyjną na poziomie PLN 0.2 m (vs strata PLN 2.0m w 1Q14 oraz strata PLN 0.7m prognozowana przez DII). Na uwagę zasługują wysokie wyniki operacyjne segmentu pozostałych spółek, który w 1Q15 wygenerował EBIT na poziomie PLN 2.8m (wzrost 74% r/r, 82% powyżej prognozy DII). Zwracamy również uwagę na to, że w 1Q15 spółki uwzględniane w wynikach Impela metodą praw własności drugi z kolei kwartał osiągnęły dodatni wynik netto vs. strata PLN 0.3m w 1Q14. W efekcie znormalizowany zysk netto wyniósł PLN 4.6m (wzrost 290% r/r, 26% powyżej prognozy DII).

Podwyższamy prognozę zysku netto Impela w 2015-2016p o 8% i 7%. Oczekujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN 57.4 oraz PLN 58.0, 2% wyżej od poprzednich prognoz. Zakładamy, że poprawa marży wynikać będzie częściowo z rezygnacji z nierentownych oraz niskomargowych kontraktów, szczególnie w segmencie Bezpieczeństwa jak również z wyższej rentowności segmentu Pozostałych spółek osiągniętej poprzez cross-selling specjalistycznych usług oraz synergii po połączeniu Impel IT oraz SI-Consulting. Na poziomie zysku netto podwyższamy naszą prognozę w 2015-2016p o 8% i 7% do PLN 32.5m oraz do PLN 33.1m.

Dywidenda na poziomie PLN 1.5/akcję. W kwietniu 2015 r. ZWZ Impela zatwierdziło rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty DPS PLN 1.5 (stopa wypłaty 63%, DY: 4.7%). Dzień dywidendy ustalony został na 30 czerwca 2015 r., a dzień wypłaty na 17 lipca 2015 r.

Podwyższamy cenę docelową do PLN 41.0 z PLN 39.7 na akcję. Akcje Impela, na naszych prognozach, są wyceniane przy mnożnikach znorm. P/E 12.7x w 2015r. i 12.4x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 6.5x i 6.4x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek zagranicznych. Podwyższamy naszą cenę docelową bazując na metodzie DCF do PLN 41.0 z PLN 39.7 na akcję. Jednocześnie zwracamy uwagę, że porównanie do spółek zagranicznych implikowałoby cenę docelową na poziomie PLN 62.2 na akcję.

Impel: Podsumowanie wyceny

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	1 600.6	1 722.5	1 823.9	1 913.9	1 981.4
Znorm. EBITDA	84.0	97.6	102.4	103.0	109.4
Znorm. Zysk netto	16.3	30.5	32.5	33.1	38.0
Znorm. P/E	27.5x	17.5x	12.7x	12.4x	10.8x
Znorm. EV/EBITDA	8.0x	7.4x	6.5x	6.4x	5.9x
Stopa dywidendy*	0.0%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

* Dywidenda z zysku netto za dany rok

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	41.0
Poprzednia cena docelowa (PLN)	39.7
Cena bieżąca (PLN)	32.0
Max (52T)	34.3
Min (52T)	26.9
Liczba akcji (m)	12.9
Kapitalizacja (PLNm)	412
Dług netto (1Q15, PLNm)	251
EV (1Q15, PLNm)	663
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	265.5

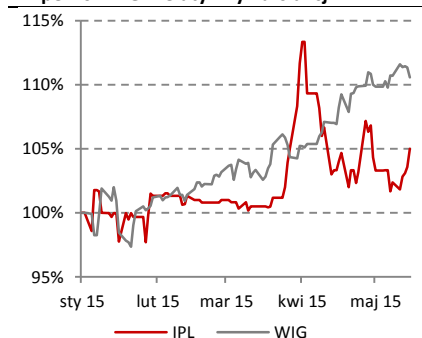
Akcjonariat

	%
Grzegorz Dzik	38.31%
Józef Biegaj	26.55%
PZU OFE	11.71%
Pozostali	23.44%

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

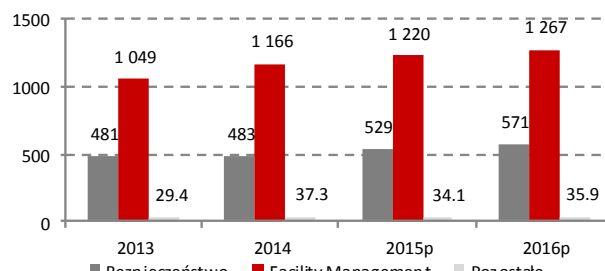
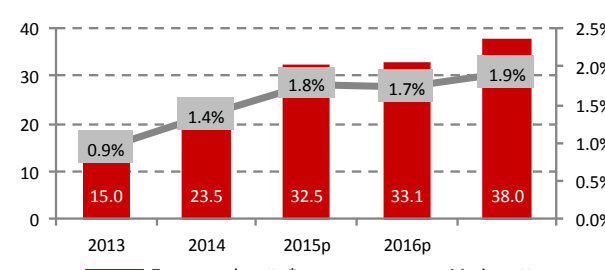
Piotr Raciborski

Analitik akcji,
Doradca Inwestycyjny (licencja nr 514)
(+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	1 824	1 914	1 981	Cena akcji (PLN)					32.0
Koszty sprzedanych towarów	-1 552	-1 675	-1 766	-1 856	-1 917	Min (52W, PLN)					26.9
Zysk brutto ze sprzedaży	48.8	47.9	57.4	58.0	64.5	Max (52W, PLN)					34.3
Koszty sprzedaży i zarządu	-1 552	-1 675	-1 766	-1 856	-1 917	Kapitalizacja (PLN m)					412
EBITDA	84.0	97.6	102.4	103.0	109.4	EV (1Q2015, PLN m)					663
Amortyzacja	42.2	44.5	45.0	45.0	45.0	Podstawowe dane					
EBIT	41.7	53.1	57.4	58.0	64.5	2013	2014	2015p	2016p	2017p	
Koszty finansowe netto	-14.0	-13.1	-15.2	-15.0	-15.1	Liczba akcji (m)	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
Zysk przed opodatkowaniem	27.7	40.0	42.2	43.0	49.4	EPS (PLN)	1.3	2.4	2.5	2.6	3.0
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-8.0	-8.2	-9.4	BVPS (PLN)	20.4	22.7	23.8	24.8	26.3
Udziały mniejszości	-0.9	-1.3	-1.5	-1.5	-1.7	DPS (PLN)	0.00	1.50	1.50	1.50	1.50
Zysk netto	16.3	30.5	32.5	33.1	38.0	Segmety (PLNm)					
Znorm. zysk netto*	15.0	23.5	32.5	33.1	38.0	Bezpieczeństwo					
Bilans (PLNm)						2013	2014	2015p	2016p	2017p	
Rzeczowe aktywa trwałe	173.5	178.0	171.0	164.1	157.1	Przychody	481	483	529	571	608
Wartości niematerialne i prawne	44.7	43.5	41.5	39.4	37.4	EBIT	-2.0	-8.4	-2.9	-4.2	0.7
Inne aktywa trwałe	104.4	108.2	108.2	108.2	108.2	Marża EBIT	-0.41%	-1.74%	-0.55%	-0.73%	0.11%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45.1	48.5	59.2	75.4	97.6	Facility Management					
Należności handlowe	329.2	343.0	363.2	381.1	394.6	Przychody	1049	1166	1220	1267	1296
Zapasy	29.2	32.6	34.4	36.1	37.3	EBIT	41.2	52.0	55.5	57.0	58.3
Inne aktywa obrotowe	57.0	82.5	83.6	84.7	85.5	Marża EBIT	3.92%	4.46%	4.55%	4.50%	4.50%
Aktywa razem	783.1	836.3	861.1	889.0	917.6	Pozostałe					
Dług krótkoterminowy	207.7	227.5	235.7	246.5	254.6	Przychody	29	37	34	36	37
Zobowiązania handlowe	90.5	98.9	104.4	109.6	113.2	EBIT	6.9	17.4	11.2	11.8	12.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	111.7	118.1	118.3	118.5	118.7	Marża EBIT	23.36%	46.65%	33.00%	33.00%	33.00%
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	323.9	339.1	359.6	Wyłączenia	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0
Udziały mniejszości	12.1	16.7	18.1	19.6	21.3	Impel: Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (PLNm)					
Pasywa	783.1	836.3	861.1	889.0	917.6						
Kapitał obrotowy	267.8	276.7	293.2	307.6	318.6	<p>Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors</p>					
Dług netto	232.8	242.0	235.9	226.8	209.1	Impel: Znorm. zysk netto i marża netto (PLNm, %)					
Przepływy pieniężne (PLNm)											
Zysk brutto	27.7	40.0	42.2	43.0	49.4	<p>Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors</p>					
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-8.0	-8.2	-9.4	Nadchodzące wydarzenia:					
Amortyzacja	42.2	44.5	45.0	45.0	45.0	30 czerwca 2015 r. Dzień dywidendy					
Zmiany w kapitale obrotowym	-25.5	-13.8	-17.5	-15.2	-11.6	17 lipca 2015 r. Dzień wypłaty dywidendy					
Inne zmiany niepieniężne	12.8	-12.5	14.9	14.7	14.8	27 sierpnia 2015 r. Publikacja raportu za 1H15					
Przepływy z działalności operacyjnej	48.9	50.6	76.5	79.3	88.1	12 listopada 2015 r. Publikacja raportu za 3Q15					
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-39.1	-29.4	-36.0	-36.0	-36.0	Główne ryzyka dla naszych prognoz					
Inne przepływy inwestycyjne	-4.0	3.6	1.2	1.5	1.9	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					
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-43.0	-25.8	-34.8	-34.5	-34.1						
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
Zmiany netto zadłużenia	51.9	8.7	4.5	7.1	4.4						
Odsetki zapłacone	-13.1	-11.2	-12.3	-12.9	-13.3						
Dywidendy	-20.0	0.0	-19.3	-19.3	-19.3						
Przepływy z działalności finansowej	0.0	-21.4	-31.1	-28.6	-31.8						
Zmiana gotówki	5.9	3.4	10.7	16.2	22.2						
Wskaźniki											
P/E (x)	25.2	13.5	12.7	12.4	10.8						
Znorm. P/E (x)	27.5	17.5	12.7	12.4	10.8						
EV/EBITDA (x)	7.8	6.9	6.5	6.4	5.9						
Znorm. EV/EBITDA (x)	8.0	7.4	6.5	6.4	5.9						
P/S (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2						
P/BV (x)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2						
Stopa dywidendy (%)	0.0%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%						
Dynamiki wzrostu											
Wzrost przychodów (%)	10%	8%	6%	5%	4%						
Wzrost znorm. EBITDA (%)	13%	11%	12%	1%	6%						
Wzrost znorm. zysku netto (%)	-38%	57%	38%	2%	15%						
Marże											
Marża brutto ze sprzedaży (%)	3.1%	2.8%	3.1%	3.0%	3.3%						
Znorm. marża EBITDA (%)	5.1%	5.3%	5.6%	5.4%	5.5%						
Znorm. marża EBIT (%)	2.5%	2.7%	3.1%	3.0%	3.3%						
Znorm. marża zysku netto (%)	0.9%	1.4%	1.8%	1.7%	1.9%						
Dźwignia i stopy zwrotu											
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	2.8x	2.7x	2.3x	2.2x	1.9x						
Dług netto/aktywa (%)	30%	29%	27%	26%	23%						
Dług netto/kapitały własne (%)	85%	78%	73%	67%	58%						
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	3x	4.2x	4.7x	4.5x	4.8x						
Cykl obrotu gotówki (dni)	61	58	58	58	58						
Stopa dywidendy (%)	0.0%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%						
ROA (%)	6%	10%	10%	10%	11%						

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

Wyniki finansowe 1Q15

- Przychody w 1Q15 wyniosły PLN 434.1m (wzrost 7% r/r), zgodnie z prognozami DII.
- Znrm. EBIT na poziomie PLN 9.3m (wzrost 40% r/r), zgodnie z prognozami DII.
- Znrm. zysk netto na poziomie PLN 4.6m (wzrost 290% r/r), 26% powyżej prognozy DII.
- WZA Impela zatwierdziło wypłatę dywidendy na poziomie DPS PLN 1.5 (stopa wypłaty 63%, DY: 4.7%)

Tabela 1. Impel: Wyniki finansowe 1Q15

Dane w PLNm

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	DII 1Q15	vs. DII	%YoY
Przychody	404.1	424.7	440.4	453.3	434.1	426.6	2%	7%
Facility Management	268.5	290.4	302.3	305.3	281.1	280.9	0%	5%
Bezpieczeństwo	115.0	118.6	121.2	127.8	129.3	125.6	3%	12%
Pozostałe	11.3	7.5	8.0	10.5	13.5	10.2	33%	20%
Dotacje	9.4	8.2	8.9	9.7	10.1	10.0	1%	8%
EBITDA	18.9	24.6	32.3	21.6	21.0	20.1	5%	11%
EBIT	8.1	13.9	21.8	9.3	9.3	9.0	3%	14%
Znrm. EBIT	6.6	10.8	19.9	9.3	9.3	9.0	3%	40%
Facility Management	8.8	13.1	15.6	11.5	8.7	10.5	-17%	-1%
Bezpieczeństwo	-2.0	-4.2	1.6	-3.7	-0.2	-0.7	-67%	-89%
Pozostałe	1.6	2.9	4.6	4.9	2.8	1.5	82%	74%
Zysk netto	2.0	7.6	14.1	6.7	4.6	3.6	26%	131%
Znrm. zysk netto	1.2	4.8	12.5	5.0	4.6	3.6	26%	290%

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Przychody. Przychody w 1Q15 wyniosły PLN 434.1m (wzrost 7% r/r), zgodnie z prognozami DII. W segmencie Facility Management sprzedaż wyniosła PLN 281.1m (wzrost 5% r/r), a w segmencie Bezpieczeństwo PLN 129.3m (wzrost 12% r/r), zgodnie z prognozami DII. Spółki pozostałe wygenerowały przychody na poziomie PLN 13.5m (wzrost 20% r/r), 33% powyżej naszych oczekiwań. Dodatkowo dotacje z PFRON, których beneficjentem jest Impel, osiągnęły wartość PLN 10.1m, zgodnie z prognozami DII.

Spółka zwraca uwagę, że wzrost przychodów w segmencie Facility Management wynika głównie z rozwoju organicznego usług porządkowo-czystościowych oraz pracy czasowej. W 1Q15 spółka pozyskała trzy nowe kontrakty w segmencie Facility Management – z PZU, ALAB Laboratoria i Skandia Życie TU – oraz odnowiła kontrakty m.in. z Metrem Warszawskim, Volvo, Nordea Bank Polska, Provident Polska. W segmencie Bezpieczeństwa wzrost przychodów w dużej mierze wynika z rozwoju projektu Systemu Dozoru Elektronicznego. W 1Q15 rozpoznano z jego tytułu PLN 4.1m przychodu. Na koniec 1Q15 dozorem objętych zostało ponad 5.0k osób vs. 4.4 k na koniec września 2014 r. W 1Q15 Impel zawarł pięć nowych kontraktów – z JSW (o wartości PLN 28.7m brutto), Robyg, Stokrotką, Sądem w Krakowie oraz JW Grudziądz – jak również odnowił oraz rozszerzył współpracę z Budimexem, JW. 5701, mBankiem, PKP oraz Strabag.

Rentowność. Spółka wypracowała w 1Q15 znrm. EBIT na poziomie PLN 9.3m (wzrost 40% r/r), zgodnie z prognozą DII. W segmencie Facility Management znrm. EBIT wyniósł PLN 8.7m (marża 3.1% vs. 3.3% w 1Q14), 17% poniżej prognozy DII, a w segmencie Bezpieczeństwo spółka odnotowała stratę operacyjną na poziomie PLN 0.2m (vs strata PLN 2.0m w 1Q14 oraz strata PLN 0.7m prognozowana przez DII).

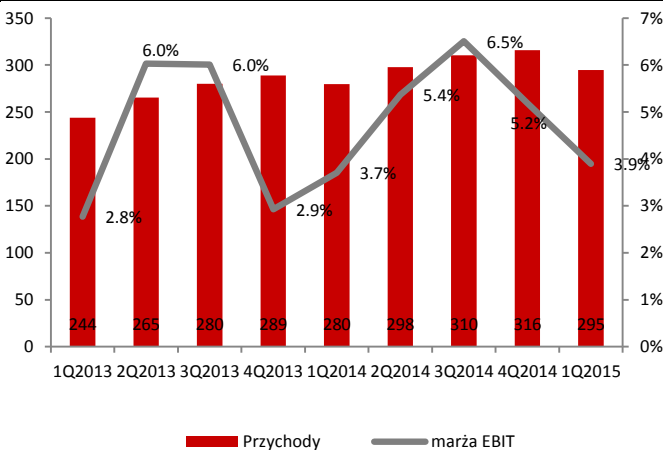
Pogorszenie rentowności w segmencie Facility Management wynika głównie ze słabych wyników spółek Climbox oraz Impel Griffin Group – łączna strata netto przypisana udziałowcom mniejszościowym tych spółek wyniosła w 1Q15 PLN 0.6m. W segmencie Bezpieczeństwo poprawa marż jest wynikiem większej selekcji nowych umów oraz wyjścia z części nierentownych kontraktów. Zauważamy, że segment poprawił swoją rentowność operacyjną pomimo straty operacyjnej najbardziej obiecującego projektu w segmencie Bezpieczeństw – projektu Systemu Dozoru Elektronicznego. W 1Q15 strata operacyjna z jego tytułu wyniosła PLN 0.2m. Segment

pozostałych usług wygenerował znorm. EBIT na poziomie PLN 2.8m, co oznacza wzrost 74% r/r (wzrost marży operacyjnej do 20.5% z 14.1% w 1Q14). Przypominamy, że w 4Q14 Impel IT połączyło się ze spółką SI-Consulting – wzrost marży w segmencie może częściowo wynikać z wykorzystania efektu synergii.

W 1Q15 spółki uwzględniane w wynikach Impela metodą praw własności – Elkom oraz Impel Perfekta – drugi z kolei kwartał osiągnęły dodatni wynik netto vs. strata PLN 0.3m w 1Q14. Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 3.5m (vs. PLN 3.8m w 1Q14) oraz efektywnej stopie podatkowej na poziomie 32% znorm. zysk netto w 1Q15 wyniósł PLN 4.6m (wzrost 290% r/r), 26% powyżej prognozy DII.

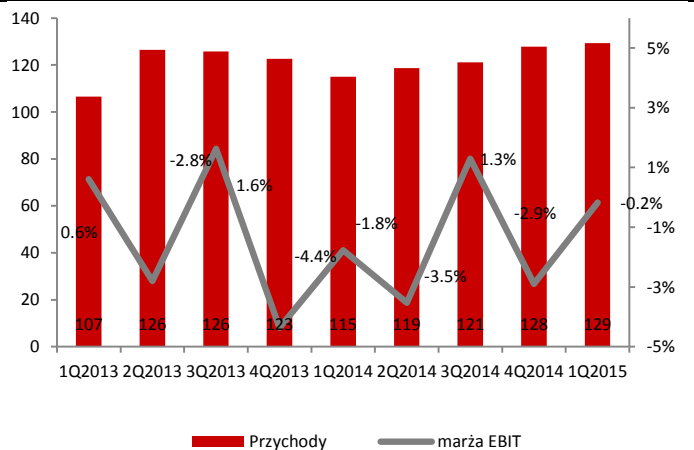
Wykres 1. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i pozostałych spółek w okresie 1Q2013-1Q2015

Dane w PLNm, %



Wykres 2. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo w okresie 1Q2013-1Q2015

Dane w PLNm, %



Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Źródło: Dane Spółki, szacunki DI Investors

Przepływy pieniężne, dług netto i dywidenda. W 1Q14 spółka wypracowała PLN 4.5m przepływów operacyjnych (spadek 37% r/r). Przepływy inwestycyjne wzrosły w 1Q15 o 75% r/r do PLN 8.3m, co wynikało z udzielenia pożyczek jednostkom zewnętrznym na poziomie PLN 3.6m oraz nabycia udziałów o wartości PLN 2.0m. Dług netto spółki wzrósł do PLN 251m na koniec 1Q15 vs. PLN 242m na koniec 4Q14. Przy jednoczesnym wzroście zadłużenia netto oraz EBITDA na koniec 1Q15 dźwignia finansowa mierzona wskaźnikiem dług netto/12mEBITDA utrzymała się na poziomie 2.5x.

W kwietniu 2015 r. WZA Impela zatwierdziło rekomendację zarządu dotyczącą wypłaty DPS PLN 1.5 (stopa wypłaty 63%, DY: 4.7%) z zysku za 2014 r. Dzień dywidendy ustalony został na 30 czerwca 2015 r., a dzień wypłaty dywidendy na 17 lipca 2015 r.

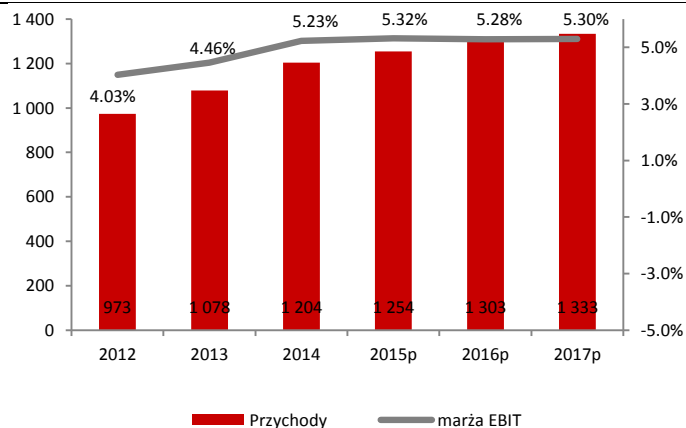
Podsumowanie. Wyniki Impela za 1Q15 uznajemy za bardzo dobre. Od kilku kwartałów spółka utrzymuje wzrostowy trend rentowności operacyjnej. Zarówno wyniki segmentu Pozostałych spółek, który wygenerował 74% wzrost znorm. EBIT oraz segmentu Bezpieczeństwa, który od kilku kwartałów zmniejsza stratę operacyjną wyglądają obiecująco. Spadek znorm. marży operacyjnej w segmencie Facility Management, spowodowany głównie wysokimi stratami spółek Climbox i Impel Griffin Group, uznajemy za chwilowy – nie oczekujemy negatywnego odwrócenia trendu. 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 oraz konsolidacji wyspecjalizowanych usług w obszarze BPO, co może wpływać pozytywnie na wyniki segmentu Pozostałych spółek.

Zmiana prognoz finansowych na 2015-2017p

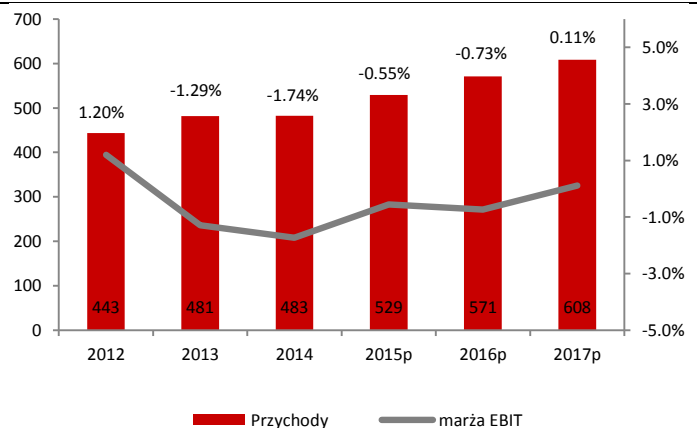
Wyniki za 1Q2015 r. dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Podwyższamy prognozę EBIT o 2% do PLN 57.4m w 2015p oraz do PLN 58.0m w 2016p. Zakładamy marżę operacyjną na poziomie odpowiednio 3.15% oraz 3.08% wobec 3.08% oraz 2.97% w poprzednich szacunkach. Prognozujemy EBIT Facility Management w latach 2015-2016p na poziomie PLN 55.5m oraz PLN 56.7m, bez zmian w stosunku do poprzedniej prognozy. W segmencie Bezpieczeństwo oczekujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN -2.9m (marża -0.55% vs. -0.58% w poprzedniej prognozie) oraz PLN -4.4m (marża -0.73% vs. -0.77%). W segmencie Pozostałe prognozujemy EBIT w analogicznym okresie utrzymanie marży na poziomie 33% (vs. 30% w poprzedniej prognozie) i osiągnięcie wyniku EBIT odpowiednio na poziomie PLN 11.2m oraz PLN 11.8m. Przy amortyzacji w latach 2015-2016p na stałym poziomie PLN 45.0m prognozujemy EBITDA na poziomie, odpowiednio PLN 102.4m i PLN 103.0m.

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

- Obniżamy prognozę kosztów finansowych netto do PLN 15.2m w 2015p oraz do PLN 15.0m w 2016p vs. PLN 15.7m i PLN 15.3m w poprzedniej prognozie.
- Obniżamy oczekiwany udział w stracie jednostek wycenionych metodą praw własności w latach 2015-2016p do PLN 0.3m vs. PLN 0.7m w poprzedniej prognozie.
- Podwyższamy prognozę zysku netto o 8% do PLN 32.5m w 2015p, oraz o 7% do PLN 33.1m w 2016p.

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

	2015p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2016p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2017p		zmiana (%)	Zmiana r/r
	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe
Przychody ze sprzedaży	1 821.2	1 823.9	0%	6%	1 911.2	1 913.9	0%	5%	1 978.5	1 981.4	0%	4%
Facility Management	1 220.2	1 220.3	0%	5%	1 267.0	1 267.2	0%	4%	1 295.7	1 296.0	0%	2%
Bezpieczeństwo	527.1	529.5	0%	10%	568.5	570.9	0%	8%	605.8	608.2	0%	7%
Pozostałe	33.9	34.1	1%	-9%	35.7	35.9	1%	5%	37.0	37.2	1%	4%
EBITDA	100.6	102.4	2%	5%	101.2	103.0	2%	1%	107.6	109.4	2%	6%
EBIT	56.2	57.4	2%	8%	56.7	58.0	2%	1%	63.1	64.5	2%	11%
Facility Management	55.5	55.5	0%	7%	57.0	57.0	0%	3%	58.3	58.3	0%	2%
Bezpieczeństwo	-3.1	-2.9	-5%	-65%	-4.4	-4.2	-4%	43%	0.5	0.7	36%	-117%
Pozostałe	10.2	11.2	11%	-35%	10.7	11.8	11%	5%	11.1	12.3	11%	4%
Zysk netto	30.1	32.5	8%	7%	30.9	33.1	7%	2%	35.8	38.0	6%	15%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

W poprzednich raportach, z 2 września, 18 listopada 2014 r. oraz 24 marca 2015 r. 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 2016 r.
- 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 2014 r., która weszła w życie 19 października 2014 r. 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 2014 r., 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 62.2/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 41.0/akcję.

Tabela 3. Impel: Podsumowanie wyceny

	Waga (%)	Wycena (PLN)
Metoda DCF	100%	41.0
Metoda porównawcza	0%	62.2
Cena docelowa		41.0
Cena rynkowa		32.0
Potencjał wzrostu/spadku (%)		28%

Źródło: Szacunki DI Investors

Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu na poziomie 1.9%, 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	1 824	1 914	1 981	2 051	2 113
Znorm. EBITDA	102.4	103.0	109.4	114.0	117.4
Znorm. EBIT	57.4	58.0	64.5	69.1	72.5
Podatek od EBIT	-10.9	-11.0	-12.2	-13.1	-13.8
NOPAT	46.5	47.0	52.2	55.9	58.7
Amortyzacja	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
Zmiany w kapitale obrotowym WC	-17.5	-15.2	-11.6	-12.0	-10.6
Wydatki inwestycyjne	-36.0	-36.0	-36.0	-36.0	-43.0
Wolne przepływy finansowe	38.0	40.8	49.6	52.9	50.1
Czynnik dyskontowy	92%	85%	79%	73%	67%
Wartość bieżąca FCF	35.1	34.8	39.0	38.5	33.7
Wartość bieżąca FCF 2015-2019	181				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1.9%				
Zdyskontowana wartość rezydualna	534				
Wartość przedsiębiorstwa	715				
Kapitały mniejszości	17				
Dług netto	242				
Wartość kapitału własnego	457				
Bieżąca cena akcji	32.0				
Potencjał wzrostu	28%				
Wycena 12M (PLN)	41.0				

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 (%)						
		1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
Stopa wolna od ryzyka	1.9%	50.1	51.2	52.3	53.5	54.7	56.0	57.3
	2.3%	45.9	46.8	47.8	48.8	49.9	50.9	52.1
	2.7%	42.1	42.9	43.8	44.7	45.6	46.5	47.5
	3.1%	38.7	39.4	40.2	41.0	41.8	42.6	43.5
	3.5%	35.6	36.3	37.0	37.7	38.4	39.1	39.9
	3.9%	32.9	33.5	34.1	34.7	35.3	36.0	36.7
	4.3%	30.4	30.9	31.4	32.0	32.6	33.2	33.8

		Zdelewarowana beta						
		0.8x	0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x
Premia za ryzyko	3.0%	73.5	68.0	63.1	58.7	54.7	51.2	47.9
	3.5%	66.3	60.8	56.0	51.7	47.9	44.5	41.4
	4.0%	60.1	54.7	50.1	45.9	42.3	39.0	36.0
	4.5%	54.7	49.5	45.0	41.0	37.4	34.3	31.4
	5.0%	50.1	45.0	40.6	36.7	33.3	30.2	27.5
	5.5%	45.9	41.0	36.7	33.0	29.7	26.7	24.1
	6.0%	42.3	37.4	33.3	29.7	26.5	23.6	21.1

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 2015-2016p P/E na poziomie 12.7x i 12.4x oraz 2015-2016p EV/EBITDA odpowiednio 6.5x i 6.4x 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 62.2/akcję. Biorąc jednakże pod uwagę hossę na rynkach zachodnich, wspieraną przez program QE w strefie euro, zauważamy, że kursy zagranicznych spółek porównywalnych Impela wzrosły od początku roku 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					
Impel	32.0	411.6	12.7	12.4	10.8	6.5	6.4	5.9	1.3	4.7%	5.6%	17%	2.3
Mediana			21.7	19.5	16.5	10.2	9.4	8.5	3.3	2.2%	7.2%	11%	1.5
Premia/Dyskonto			-42%	-36%	-34%	-36%	-32%	-31%	-59%	109%	-22%	63%	55%
Sodexo	91.9	58 442	26.9	22.9	20.2	10.5	9.4	8.6	4.0	2.2%	7.1%	13%	0.1
Bunzl Plc	1890.0	35 322	22.5	20.7	19.8	14.5	13.7	12.8	6.1	2.0%	7.4%	7%	1.7
G4S Plc	293.4	25 410	21.7	18.7	16.4	10.3	9.5	8.9	5.7	3.3%	8.3%	13%	2.7
Securitas Ab-B Shs	113.4	17 847	18.7	15.7	14.7	10.1	9.3	8.7	3.3	3.1%	6.4%	11%	2.0
Servicemaster Global Holding	36.1	17 221	25.6	22.6	20.2	11.9	10.8	10.0	8.6	n.a.	23.7%	19%	4.0
Serco Group Plc	137.5	8 431	11.8	29.3	27.0	11.5	13.0	12.8	2.6	0.4%	4.3%	-15%	1.9
Loomis Ab-B	252.6	8 182	20.0	17.1	16.1	8.8	8.3	7.8	3.4	2.7%	16.4%	8%	1.5
Mitie Group Plc	287.7	5 813	12.1	12.2	11.3	8.5	7.9	7.3	3.1	4.0%	6.6%	4%	1.5
Brink'S Co/The	33.3	5 740	26.8	20.2	16.6	5.6	4.6	4.1	2.0	1.2%	10.2%	19%	0.4
Derichebourg	2.9	1 994	n.a.	18.8	10.7	5.8	4.3	3.8	1.3	0.9%	4.9%	n.a.	2.0
Robert Walters Plc	396.0	1 706	30.0	23.6	19.5	11.3	10.0	8.5	3.2	1.7%	3.4%	21%	-0.5
Amadeus Fire Ag	77.0	1 619	23.1	23.1	21.2	13.1	12.0	11.1	9.2	4.3%	16.4%	5%	-1.3
Proffice Ab-B Shs	20.2	597	13.0	13.2	11.6	8.8	8.6	8.3	2.2	5.3%	3.8%	2%	-0.2
Catering Intl Services	20.4	664	21.1	17.1	15.3	5.0	4.0	3.1	n.a.	1.2%	7.8%	20%	-1.8
Implikowana wycena			54.8	50.1	48.7	61.3	55.8	54.6					
Waga			25%	25%	0%	25%	25%	0%					
Implikowana cena akcji (PLN)	55.5												
Cena docelowa 12m (PLN)	62.2												
Potencjał wzrostu (%)	94%												

Źródło: Bloomberg, szacunki DI Investors

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 PRZEZ PUBLIKACJĄ. 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 zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawianych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek 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 ryzyka 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 jakiegokolwiek 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 z siedzibą w 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 ROZPOWŚIECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZIDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWŚIECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWŚIECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WZELKICH 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 O PUBLIKOWANYCH 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 wahanom 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 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 WYCNEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIĘ 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.

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

DI Investors nie nabywał i nie zbyszał 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.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest 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 zbyszał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI Investors otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał 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.

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

Podmioty powiązane z DI Investors lub DI Investors mogą, w zakresie dopuszczalnym 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 nieuwzględnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

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 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: 3 rekomendacji kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors wydał 8 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 55 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, DI Investors opublikował w dniu 2 września 2014 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie cena docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona jako 31,8 PLN (wycena metodą DCF), 40,3 PLN (wycena metodą porównawczą) podczas gdy cena bieżąca wynosiła 30PLN, w dniu 18 listopada 2014 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie cena docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona na 37,7PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 27,9PLN oraz w dniu 24 marca 2015 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie cena docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona jako 39,7 PLN, natomiast cena bieżąca wynosiła 30,4 PLN. Raporty analityczne nie zawierały kierunku inwestycyjnego. Wszystkie raporty, o których mowa w poprzednim zdaniu 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 powinni 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:

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 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 małą 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