

- Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 41.0/akcję.
- Podwyższamy naszą prognozę znorm. zysku netto w 2015p o 4.8% do PLN 34.0m oraz EBITDA w 2015p o 1.4% do PLN 103.8m
- Znrm. 2015p P/E 11.1x oraz 2015p EV/EBITDA 6.1x

Po dobrych wynikach 1H2015, podtrzymujemy cenę docelową PLN 41.0/akcję

Na podstawie dobrych wyników Impela w 1H2015 podwyższamy nasze prognozy rentowności na 2015p. Oczekujemy wzrostu znorm. EBITDA do PLN 103.8m oraz znorm. zysku netto do PLN 34.0m, odpowiednio 1.4% oraz 4.8% wyżej niż w poprzedniej prognozie. W 2016p obniżamy szacunki uwzględniając wyższy niż wcześniej prognozowany wzrost wynagrodzenia minimalnego oraz zakładając wyższy wpływ ustawy „ozusowującej” umowy cywilno-prawne na wyniki spółki. Pozytywną informacją dla spółki są ostatnie zmiany regulacyjne, umożliwiające wcześniejszą renegocjację umów o zamówienie publiczne. Na naszych prognozach Impel notowany jest w 2015p przy mnożniku znorm. P/E 11.1x i stopie dywidendy 5.1%. Podtrzymujemy naszą cenę docelową dla akcji Impela na poziomie PLN 41.0/akcję.

Wynik 2Q2015 zgodne z oczekiwaniami. W 2Q2015 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 460m (wzrost 7.1% r/r, zgodnie z naszą prognozą) oraz znorm. EBIT na poziomie PLN 11.8m (marża 2.6% vs. 2.5% w 2Q2014, zgodnie z naszą prognozą). Strata operacyjna w segmencie Bezpieczeństwa spadła do PLN 2.7m vs. 4.2m w 2Q2014 (zgodnie z naszą prognozą, negatywna marża 2.0% vs. 3.5%). Znrm. EBIT w segmencie Facility Management wyniósł PLN 11.4m (10.7% poniżej naszej prognozy, marża 3.8% vs. 4.6%), a w segmencie Pozostałych spółek PLN 4.1m (11% powyżej naszej prognozy, 31.1% vs. 38.6%).

Wpływ wzrostu płacy minimalnej kompensowany nowelizacją Prawa Zamówień Publicznych. Płaca minimalna w 2016 r. wzrośnie do poziomu PLN 1850 (wzrost 5.7% r/r), co jest kwotą wyższą od naszych oczekiwań. Zakładamy, że spółka będzie w stanie w znacznym stopniu zniwelować wpływ wzrostu kosztów wynagrodzeń poprzez selekcję oraz renegocjację kontraktów. Pozytywną zmianą regulacyjną jest wejście w życie nowelizacji Prawa Zamówień Publicznych z 25 czerwca 2015 r., która zapewnia stronom umowy o zamówienie publiczne możliwość renegocjacji wynagrodzenia już od momentu ogłoszenia zmian wpływających na wzrost kosztów wykonania zlecenia.

Podwyższenie prognoz rentowności w 2015p, obniżenie w 2016p. Na podstawie dobrych wyników 1H2015 podwyższamy prognozę znorm. EBITDA oraz znorm. zysku netto Impela o 1.4% i 4.8% do PLN 103.8m oraz PLN 34.0m. W 2016p podwyższamy szacunki sprzedaży oraz obniżamy szacunki uwzględniając wzrost wynagrodzenia minimalnego w wys. 5.7% r/r oraz zakładając wyższy wpływ ustawy „ozusowującej” umowy cywilno-prawne na wyniki. Podwyższamy prognozę sprzedaży o 4.9% do PLN 2,007m, jednocześnie obniżając szacunki EBITDA i zysku o 1.2% i 4.6% do PLN 101.7m oraz PLN 31.6m.

Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie PLN 41.0/akcję. Na naszych prognozach Impel notowany jest przy mnożnikach znorm. P/E 11.1x w 2015p i 11.9x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 6.1x i 6.2x. Bazując na metodzie DCF podtrzymujemy naszą 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 41.0/akcję.

Impel: Prognozy i wskaźniki.

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	1 601	1 723	1 824	2 007	2 124
Znrm. EBITDA	84.0	97.6	103.8	101.7	109.6
Znrm. zysk netto	16.3	30.5	31.6	31.6	38.3
Znrm. P/E	21.2x	15.9x	11.1x	11.9x	9.8x
Znrm. EV/EBITDA	7.6x	7.0x	6.1x	6.2x	5.7x
Stopa dywidendy*	0.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM,

* Dywidenda z zysku netto za dany rok

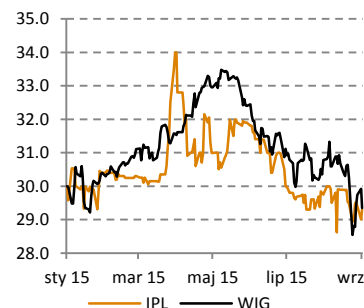
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	41.0
Cena bieżąca (PLN)	29.3
Potencjał wzrostu/spadku	40%
Min (52T)	26.9
Max (52T)	34.3
Liczba akcji (m)	7.87
Kapitalizacja (PLNm)	376.9
Dług netto (4Q2015p, PLNm)	234.6
EV (PLNm)	611.6
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.03

Akcjonariat	
Grzegorz Dzik	38.31%
Józef Biegaj	27.32%
OFE PZU	11.71%
Pozostali	22.66%

Opis spółki

Impel należy do największych graczy na polskim rynku usług outsourcingowych. Poprzez 70 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, analizy Vestor DM

Piotr Raciborski

Analitik Akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

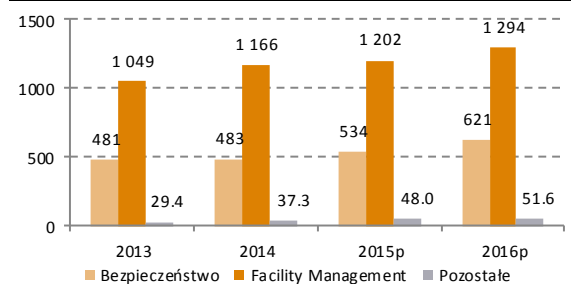
Piotr.Raciborski@vestor.pl

Impel

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

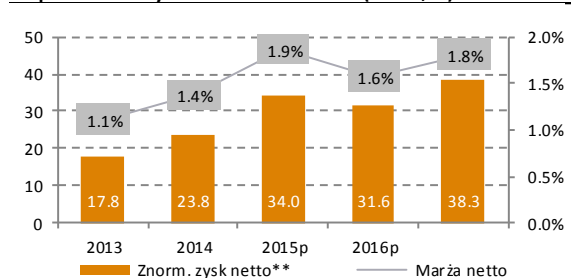
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	Podstawowe dane	
Przychody ze sprzedaży	1 601	1 723	1 824	2 007	2 124	Cena akcji (PLN)	29.3
Koszty sprzedanych towarów	-1 552	-1 675	-1 766	-1 951	-2 059	Min (52W, PLN)	26.9
Zysk ze sprzedaży	48.8	47.9	58.4	56.1	64.9	Max (52W, PLN)	34.3
Koszty sprzedaży i zarządu	-1 552	-1 675	-1 766	-1 951	-2 059	Kapitalizacja (PLN m)	377
EBITDA	84.0	97.6	103.8	101.7	109.6	EV (4Q2015p, PLN m)	611
Znorm. EBITDA*	82.1	91.3	103.8	101.7	109.6		
Amortyzacja	42.2	44.5	45.4	45.7	44.7	Podstawowe dane	2013 2014 2015p 2016p 2017p
EBIT	41.7	53.1	58.4	56.1	64.9	Liczba akcji (m)	12.9 12.9 12.9 12.9 12.9
Znorm. EBIT*	39.8	46.9	58.4	56.1	64.9	EPS (PLN)	1.3 2.4 2.5 2.5 3.0
Koszty finansowe netto	-14.0	-13.1	-14.2	-15.0	-15.0	BVPS (PLN)	20.4 22.7 23.7 24.7 26.1
Zysk przed opodatkowaniem	27.7	40.0	44.1	41.1	49.8	DPS (PLN)	0.00 1.50 1.50 1.50 1.50
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-10.8	-7.8	-9.5		
Udziały mniejszości	-0.9	-1.3	-1.4	-1.4	-1.7	Segmenty (PLNm)	2013 2014 2015p 2016p 2017p
Zysk netto	16.3	30.5	31.6	31.6	38.3	Bezpieczeństwo	
Znorm. zysk netto**	17.8	23.8	34.0	31.6	38.3	Przychody	481 483 534 621 686
						EBIT	-2.0 -8.4 -2.0 -4.1 0.7
						Marża EBIT	-0.4% -1.7% -0.4% -0.7% 0.1%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p	Facility Management	
Rzeczowe aktywa trwałe	173.5	178.0	171.0	163.9	157.0	Przychody	1049 1166 1202 1294 1344
Wartości niematerialne i prawne	44.7	43.5	41.4	39.4	37.4	EBIT	41.2 52.0 51.0 50.5 54.7
Inne aktywa trwałe	104.4	108.2	108.4	109.0	109.0	Marża EBIT	3.9% 4.5% 4.2% 3.9% 4.1%
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45.1	48.5	61.1	65.2	76.8	Pozostałe	
Należności handlowe	329.2	343.0	363.2	399.8	422.9	Przychody	29 37 48 52 54
Zapasy	29.2	32.6	34.3	38.0	40.0	EBIT	6.9 17.4 15.8 16.5 16.7
Inne aktywa obrotowe	57.0	82.5	86.1	93.6	98.3	Marża EBIT	23.4% 46.6% 33.0% 32.0% 31.0%
Aktywa razem	783.1	836.3	865.6	908.7	941.3	Dotacje	41 36 40 40 40
Dług krótkoterminowy	207.7	227.5	235.7	247.7	250.4	Koszty nieprzypisane	-4.8 -8.9 -7.4 -7.8 -8.2
Zobowiązania handlowe	90.5	98.9	104.3	115.3	121.6	Wyłączenia	0.4 1.0 1.0 1.0 1.0
Inne zobowiązania krótkoterminowe	111.7	118.1	123.7	133.9	140.3		
Dług długoterminowy	70.2	63.1	59.4	55.7	52.0		
Inne zobowiązania długoterminowe	28.0	19.5	19.5	19.5	19.5		
Kapitały własne	275.0	309.3	323.0	336.7	357.4		
Udziały mniejszości	12.1	16.7	18.1	19.5	21.2		
Pasywa	783.1	836.3	865.6	908.7	941.3		
Kapitał obrotowy	267.8	276.7	293.3	322.5	341.3		
Dług netto	232.8	242.0	234.0	238.3	225.7		
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p		
Zysk brutto	27.7	40.0	44.1	41.1	49.8		
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-10.8	-7.8	-9.5		
Amortyzacja	42.2	44.5	45.4	45.7	44.7		
Zmiany w kapitale obrotowym	-25.5	-13.8	-15.5	-27.1	-17.2		
Inne zmiany niepieniężne	12.8	-12.5	13.9	14.7	14.7		
Przepływy z działalności operacyjnej	48.9	50.6	77.2	66.5	82.7		
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-39.1	-29.4	-36.3	-36.5	-35.8		
Inne przepływy inwestycyjne	-4.0	3.6	1.9	1.5	1.6		
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-43.0	-25.8	-34.5	-35.0	-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	8.3	-0.9		
Odsetki zapłacone	-13.1	-12.1	-10.5	-11.5	-11.7		
Dywidendy	-20.0	0.0	-19.3	-19.3	-19.3		
Przepływy z działalności finansowej	0.0	-21.4	-30.2	-27.5	-36.9		
Zmiana gotówki	5.9	3.4	12.5	4.1	11.6		
Wskaźniki	2013	2014	2015p	2016p	2017p		
Znorm. P/E (x)	21.2	15.9	11.1	11.9	9.8		
Znorm. EV/EBITDA (x)	7.6	7.0	6.1	6.2	5.7		
P/S (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		
P/BV (x)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1		
Stopa dywidendy (%)	0.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%		
Dynamiki wzrostu							
Wzrost przychodów (%)	10%	8%	6%	10%	6%		
Wzrost znorm. EBITDA (%)	7%	11%	14%	-2%	8%		
Wzrost znorm. zysku netto (%)	-24%	34%	43%	-7%	21%		
Marże							
Marża ze sprzedaży (%)	3.1%	2.8%	3.2%	2.8%	3.1%		
Znorm. marża EBITDA (%)	5.1%	5.3%	5.7%	5.1%	5.2%		
Znorm. marża EBIT (%)	2.5%	2.7%	3.2%	2.8%	3.1%		
Znorm. marża zysku netto (%)	1.1%	1.4%	1.9%	1.6%	1.8%		
Dźwignia i stopy zwrotu							
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	2.8x	2.6x	2.3x	2.3x	2.1x		
Dług netto/aktywa (%)	30%	29%	27%	26%	24%		
Dług netto/kapitały własne (%)	85%	78%	72%	71%	63%		
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	3x	3.9x	5.6x	4.9x	5.6x		
Cykl obrotu gotówki (dni)	61	58	58	58	58		
Stopa dywidendy (%)	0.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%		
ROA (%)	6%	10%	10%	9%	11%		

Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Impel: Znorm. zysk netto i marża netto (PLNm, %)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Nadchodzące wydarzenia:

12 listopada 2015 r. Publikacja raportu za 3Q15

Główne ryzyka dla naszych prognoz

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 kosztów za trudnienia, (4) ryzyko niekorzystnego dla spółki rozstrzygnięcia postępowania dot. zwrotu podatku VAT.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

*Normalizacja polegająca na wyłączeniu z wyniku zdarzeń jednorazowych

**Normalizacja polegająca na wyłączeniu z wyniku zdarzeń jednorazowych oraz odchylenia podatku od stawki 19%

Wyniki finansowe 2Q2015

- W 2Q2015 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 460m (wzrost 7.1% r/r, zgodnie z naszą prognozą).
- Znrm. EBITDA wyniosła PLN 23.8m (zgodnie z naszą prognozą, marża 5.2% vs. 5.1% w 2Q2014),
- Znrm. zysk netto w wysokości PLN 6.0m (wzrost 50.2% r/r, zgodnie z naszą prognozą).
- Spadek wyników raportowanych w ujęciu r/r wynika z wpływu zdarzenia jednorazowego o wartości PLN 3.5m na wynik 2Q2014 (sprzedaż nieruchomości).

Tabela 1. Impel: Wyniki finansowe 2Q2015.

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	% r/r	2Q15p	vs. progn.	1H2014	1H2015	1H2015 /2015p
Przychody	404.1	424.7	440.4	453.3	434.1	460.0	7.1%	454.8	1.1%	828.8	894.1	48.8%
Facility Mgmt.	268.5	290.4	302.3	305.3	281.1	299.9	3.4%	300.2	-0.1%	558.9	581.1	48.1%
Bezpieczeństwo	115.0	118.6	121.2	127.8	129.3	136.1	13.8%	135.0	0.8%	233.6	265.4	49.5%
Pozostałe	11.3	7.5	8.0	10.5	13.5	13.1	27.8%	9.5	37.8%	18.7	26.7	54.7%
Dotacje	9.4	8.2	8.9	9.7	10.1	10.9	22.8%	10.0	8.1%	17.6	21.0	52.5%
EBITDA	19.0	25.0	31.9	21.6	21.0	23.8	-7.4%	23.2	2.5%	44.1	44.8	40.1%
Znrm. EBITDA	18.2	21.5	30.0	21.6	21.0	23.8	7.6%	23.2	2.5%	39.7	44.8	42.5%
EBIT	8.1	14.2	21.5	9.3	9.3	11.8	-17.9%	11.7	1.4%	22.3	21.1	35.9%
EBIT znorm.	7.3	10.7	19.6	9.3	9.3	11.8	8.9%	11.7	1.4%	18.0	21.1	35.9%
Facility Mgmt.	9.0	13.4	15.4	11.5	8.7	11.4	-4.7%	12.8	-10.7%	22.4	20.1	39.2%
Bezpieczeństwo	-2.0	-4.2	1.6	-3.7	-0.2	-2.7	n.a.	-2.6	4.8%	-6.2	-2.9	139.3%
Pozostałe	1.6	2.9	4.6	4.9	2.8	4.1	27.8%	3.7	11.0%	4.5	6.9	42.6%
Zysk netto	2.4	7.6	13.8	6.7	4.6	5.1	-21.2%	6.0	-15.0%	9.9	9.6	30.2%
Znrm. zysk netto	1.7	4.0	11.7	5.1	5.3	6.0	50.2%	6.0	1.1%	5.7	11.3	33.0%
Znrm. marża EBITDA	4.5%	5.1%	6.8%	4.8%	4.8%	5.2%	-	5.1%	-	4.8%	5.0%	-
Znrm. marża EBIT	1.8%	2.5%	4.4%	2.1%	2.1%	2.6%	-	2.6%	-	2.2%	2.4%	-
Znrm. marża zysku netto	0.4%	0.9%	2.7%	1.1%	1.2%	1.3%	-	1.3%	-	0.7%	1.3%	-

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przychody.

W 2Q2015 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 460m (wzrost 7.1% r/r, zgodnie z naszą prognozą). Sprzedaż w segmencie Facility Management wzrosła do PLN 299.9m (wzrost 3.4% r/r zgodnie z naszą prognozą), w segmencie Bezpieczeństwa do PLN 136.1m (wzrost 13.8%, zgodnie z naszą prognozą), a w segmencie Pozostałych spółek do 13.1m (wzrost 27.8% r/r, 37.8% powyżej naszej prognozy). Wzrost przychodów spółki Dotacje wyniosły PLN 10.9m (wzrost 22.8% r/r, 8.1% powyżej naszej prognozy).

Wzrost przychodów w segmencie Facility Management wynika głównie z rozwoju organicznego usług porządkowo-czystościowych oraz pracy czasowej, a w segmencie Bezpieczeństwa wzrost sprzedaży produktów w linii fizycznej ochrony mienia oraz rozwój projektu Systemu Dozoru Elektronicznego, który w 2Q2015 wygenerował przychody na poziomie PLN 4.3m (vs. PLN 4.1m w 1Q2015) Na wzrost sprzedaży w obydwu segmentach wpływ ma również renowacja kontraktów, której celem jest przystosowania cen usług do nadchodzących od 2016 r. zmian legislacyjnych.

Rentowność.

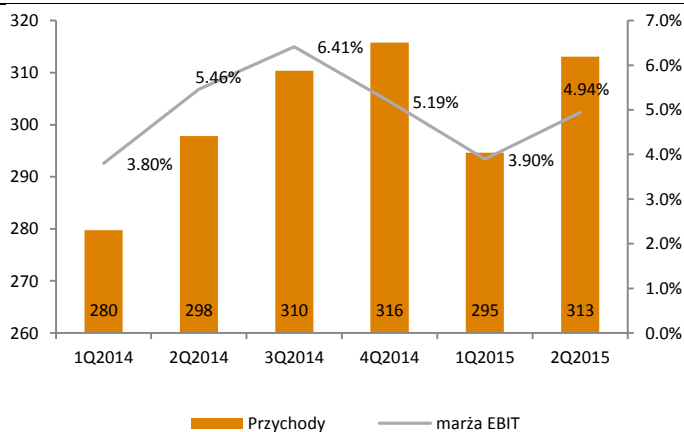
W 2Q2015 znorm. EBITDA wyniosła PLN 23.8m (zgodnie z naszą prognozą, marża 5.2% vs. 5.1% w 2Q2014), a znorm. EBIT PLN 11.8m (zgodnie z naszą prognozą, marża 2.6% vs. 2.5% w 2Q2014). Strata operacyjna w segmencie Bezpieczeństwa spadła do PLN 2.7m vs. 4.2m w 2Q2014 (zgodnie z naszą prognozą, negatywna marża 2.0% vs. 3.5%). Znrm. EBIT w segmencie Facility Management wyniósł PLN 11.4m (10.7% poniżej naszej prognozy, marża

3.8% vs. 4.6%), a w segmencie Pozostałych spółek PLN 4.1m (11% powyżej naszej prognozy, 31.1% vs. 38.6%). Spadek rentowności w segmencie Facility Management w ujęciu r/r spowodowany jest głównie, podobnie jak w 1Q2015, słabymi wynikami spółek Climbox (sprzątanie przemysłowe) oraz Impel Griffin Group (spółka działająca na Ukrainie).

Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 3.7m (spadek 9.4% r/r, zgodnie z naszą prognozą) oraz efektywnej stopie podatkowej na poziomie 30.8% spółka zaraportowała zysk netto w wysokości PLN 5.1m (spadek 21.2% r/r, 15% poniżej naszej prognozy). Zysk netto znormalizowany o odchylenia podatku od stawki 19% wyniósł PLN 6.0m (wzrost 50.2% r/r, zgodnie z naszą prognozą).

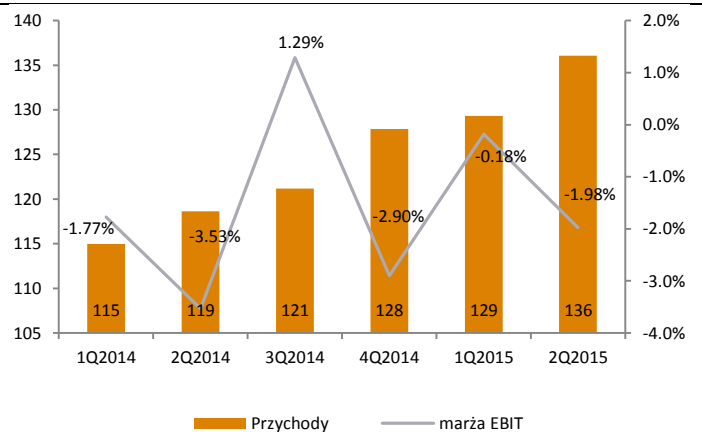
Wykres 4. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i Pozostałych spółek.

Dane w PLNm, %



Wykres 5. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo.

Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przepływy operacyjne i zadłużenie.

Przepływy z działalności operacyjnej Impela w 2Q2015 wyniosły PLN 1.6m, w porównaniu do negatywnych przepływów operacyjnych w wysokości PLN 4.2m w 2Q2014. Dług netto na koniec 2Q2015 wzrósł do PLN 263.2m vs. PLN 251.0m na koniec 1Q2015 i PLN 242.0m na koniec 4Q2014. Pomimo wzrostu zadłużenia netto, wskaźnik dług netto/12mEBITDA utrzymał się na poziomie równym z końca 1Q2015 równym 2.7x. vs. 2.6x na koniec 4Q2014.

Podsumowanie.

Wyniki Impela za 2Q2015 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spółka poprawiła ogólną rentowność zarówno na poziomie operacyjnym jak i zysku netto, na co największy wpływ ma zmniejszenie straty operacyjnej w segmencie Bezpieczeństwa. Zauważamy, że wzrost marżowości tego segmentu został osiągnięty pomimo wciąż słabych wyników projektu Systemu Dozoru Elektronicznego, który w 2Q2015 wygenerował PLN 0.5m straty operacyjnej. Niepokojący może być jednakże spadek rentowności segmentu Facility Management do poziomu 3.8% vs. 4.6% w 2Q2014.

Ostatnie wydarzenia

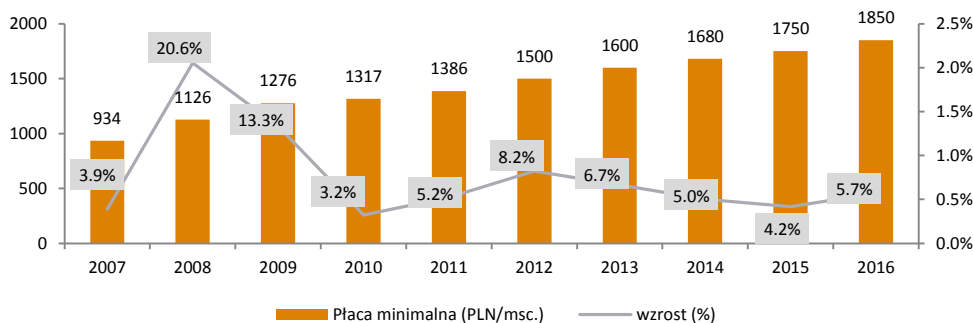
Nowelizacja Prawa Zamówień Publicznych z dnia 25 czerwca 2015 r.

W dniu 28 sierpnia 2015 r. weszła w życie nowelizacja Prawa Zamówień Publicznych zmieniająca zapisy ustawy w zakresie terminów, w których strony umowy mogą wystąpić o renowację warunków świadczenia usług. Według obecnych ustaleń w przypadku wystąpienia dodatkowych kosztów związanych z wykonaniem zamówienia publicznego (takich jak podwyżka stawki VAT, płacy minimalnej czy nałożenie obowiązkowych składek na ubezpieczenie społeczne na umowy cywilno-prawne) wykonawca może wystąpić z wnioskiem o renowację warunków w terminie od dnia opublikowania przepisów dokonujących zmian do 30 dnia od ich wejścia w życie. Dotychczas obowiązująca forma Prawa Zamówień Publicznych, regulowana ustawą z dnia 29 sierpnia 2014 r., zakładała przyznanie wykonawcy prawa wniosku o renowację umowy w od momentu wejścia zmian w życie. Nowelizacja jest pozytywną informacją dla Impela – spółka ma więcej czasu na renowację umów oraz eliminację nierentownych kontraktów, co jest szczególnie istotne w obliczu nadchodzącego „ozusowania” umów cywilno-prawnych od 1 stycznia 2016 r.

Płaca minimalna w 2016 r. na poziomie PLN 1850.

W dniu 9 czerwca 2015 r. Rada Ministrów zaakceptowała propozycję Komitetu Stałego dotyczącą podwyższenia płacy minimalnej do PLN 1850 w 2016 r., co oznacza wzrost o 5.7% r/r. Wysokość płacy minimalnej jest 1.6% niższa niż rekomendacja związków zawodowych, która wynosiła PLN 1880 (wzrost 7.4% r/r), oraz 2.8% wyższa niż rekomendacja związku pracodawców Lewiatan, która wynosiła PLN 1800 (wzrost 2.9% r/r), oraz 3.1% wyższa niż nasze oczekiwania. Podwyżka płacy minimalnej wpłynie na koszty pracy, które stanowią główną grupę kosztów Impela. Zakładamy, że spółka będzie w stanie zniwelować wpływ nowej stawki minimalnego wynagrodzenia poprzez selekcję oraz renowację kontraktów, dlatego w naszych prognozach wyższy niż oczekiwany wzrost płacy minimalnej przekłada się na wzrost sprzedaży oraz nieznacznie wpłynie na wyniki operacyjne.

Wykres 3. Minimalna płaca miesięczna w latach 2007-2016.



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Ryzyko powstania dodatkowego zobowiązania do zwrotu odliczonego podatku VAT w wysokości PLN 5.5m.

W czerwcu 2015 r. władze skarbowe rozpoczęły kontrolę w zakresie zasadności zwrotu podatku VAT spółce Logistics za okres lipiec-wrzesień 2010 r w wysokości PLN 5.5m. Przypominamy również, że od 2010 r. trwa spór pomiędzy spółką a Urzędem Skarbowym o zasadność zwrotu nadwyżki podatku VAT w wysokości PLN 9.8m z tytułu dokonywanych dostaw wewnątrzspółnotowych za okres październik-listopad 2010 r. Spółka oświadcza, że w obydwu przypadkach podatek został odliczony w sposób prawidłowy. Nie jest również w stanie określić prawdopodobnego terminu zakończenia procesów. Obecnie nie uwzględniamy w naszych prognozach zobowiązań, które mogą powstać w wyniku niekorzystnego zakończenia obydwu postępowań.

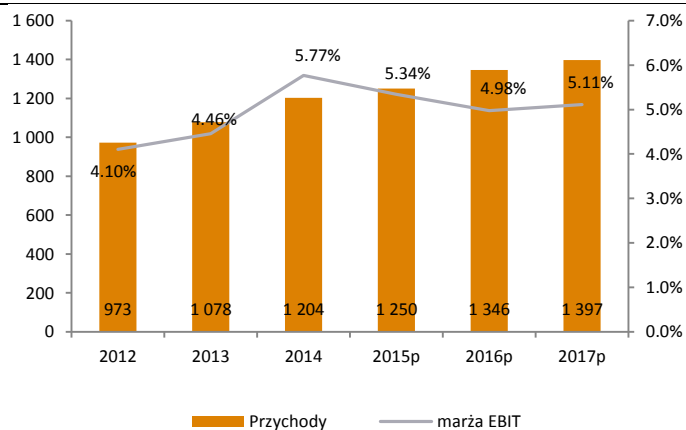
Prognozy finansowe 2015-2017p

Wyniki za 2Q2015 r. oraz wyższy niż oczekiwany wzrost płacy minimalnej w 2016 r. dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Podtrzymujemy naszą prognozę przychodów w 2015p na poziomie PLN 1,823.9m oraz podwyższamy szacunki przychodów w roku 2016p o 4.9% do PLN 2,007m. Obniżamy prognozę sprzedaży Facility Management w 2015p o 1.5% do PLN 1,202m oraz podwyższamy o 2.1% do PLN 1,294m w 2016p. W segmencie Bezpieczeństwa w latach 2015-2016p prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 533.8m oraz PLN 621.4m, odpowiednio o 0.8% oraz 8.9% wyżej niż w poprzednich szacunkach. W segmencie Pozostałych spółek oczekujemy przychodów w latach 2015-2016p na poziomie PLN 48.0m oraz PLN 51.6m, odpowiednio 40.7% oraz 43.9% wyżej niż w poprzedniej prognozie.
- Podwyższamy prognozę EBIT o 1.7% do PLN 58.4m w 2015p oraz obniżamy prognozę o 3.4% do PLN 56.1m w 2016p. Zakładamy marżę operacyjną na poziomie odpowiednio 3.20% oraz 2.79% wobec 3.15% oraz 3.03% w poprzednich szacunkach. Na obniżenie naszej prognozy wyniku operacyjnego wpływ ma większy niż zakładany wzrost płacy minimalnej w 2016 r. oraz założenie wyższego wpływu ustawy „ozusowującej” umowy cywilno-prawne na rentowność spółki. Uważamy, że negatywne dla spółki zmiany legislacyjne odbiją się szczególnie na wynikach 1Q2015, w którym część nierentownych umów może wciąż obowiązywać przy wynagrodzeniu nie uwzględniającym dodatkowych obciążeń wynagrodzenia składką na ubezpieczenie społeczne. W segmencie Facility Management prognozujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN 51.0m (marża 4.24% vs. 4.55% w poprzedniej prognozie) oraz PLN 50.5m (marża 3.90% vs. 4.50%). W segmencie Bezpieczeństwa oczekujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN -2.0m (marża -0.37% vs. -0.55% w poprzedniej prognozie) oraz PLN -4.1m (marża -0.66% vs. -0.73%). W segmencie Pozostałe prognozujemy EBIT w latach 2015-2016p na poziomie PLN 15.8m (marża 33%, bez zmian w stosunku do poprzedniej prognozy) oraz PLN 16.5m (marża 32% vs. 33%). Przy amortyzacji w latach 2015-2016p na poziomie PLN 45.4m oraz PLN 45.7m prognozujemy EBITDA w wysokości, odpowiednio PLN 103.8m i PLN 101.7m.

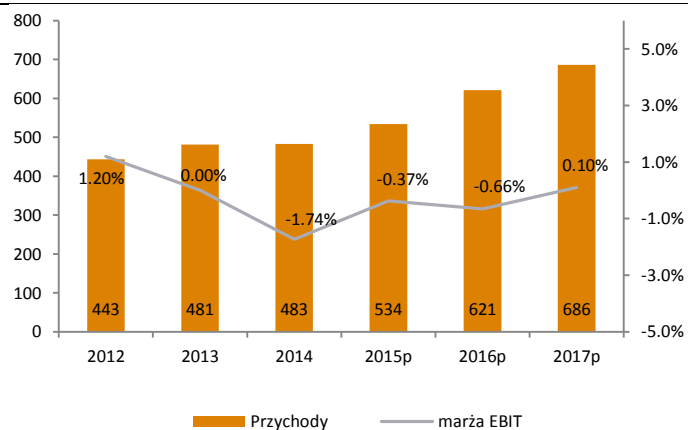
Wykres 6. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i pozostałych spółek.

Dane w PLNm, %



Wykres 7. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo.

Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Obniżamy prognozę kosztów finansowych netto do PLN 14.2m w 2015p vs. PLN 15.2m w poprzedniej prognozie, oraz utrzymujemy prognozę w 2016p na poziomie PLN 15.0m.
- Podwyższamy oczekiwaną efektywną stopę podatkową w 2015p do poziomu 24% vs. 19% w poprzedniej prognozie.
- Obniżamy prognozę raportowanego zysku netto o 2.6% do PLN 31.6m w 2015p oraz o 4.6% w 2016p do PLN 31.6m. Na naszych prognozach zysk netto znormalizowany o odchylenia podatku od stopy 19% wyniesie PLN 34.0m w 2015p (wyżej o 4.8% niż w poprzedniej prognozie) oraz PLN 31.6m w 2016p (niżej o 4.6% niż poprzedniej prognozie).

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	1 823.9	1 823.9	0.0%	5.9%	1 913.9	2 007	4.9%	10.1%	1 981.4	2 123.5	7.2%	5.8%
Facility Management	1 220.3	1 202.1	-1.5%	3.1%	1 267.2	1 294.4	2.1%	7.7%	1 296.0	1 343.5	3.7%	3.8%
Bezpieczeństwo	529.5	533.8	0.8%	10.6%	570.9	621.4	8.9%	16.4%	608.2	686.1	12.8%	10.4%
Pozostałe	34.1	48.0	40.7%	28.5%	35.9	51.6	43.9%	7.7%	37.2	53.9	44.9%	4.5%
EBITDA	102.4	103.8	1.4%	6.4%	103.0	101.7	-1.2%	-2.0%	109.4	109.6	0.1%	7.7%
EBIT	57.4	58.4	1.7%	9.9%	58.0	56.1	-3.4%	-4.0%	64.5	64.9	0.6%	15.7%
Facility Management	55.5	51.0	-8.2%	-2.0%	57.0	50.5	-11.5%	-1.0%	58.3	54.7	-6.2%	8.3%
Bezpieczeństwo	-2.9	-2.0	-32.4%	-76.4%	-4.2	-4.1	-2.8%	106.1%	0.7	0.7	2.2%	-
Pozostałe	11.2	15.8	40.7%	-9.1%	11.8	16.5	39.6%	4.4%	12.3	16.7	36.1%	1.2%
Zysk netto	32.5	31.6	-2.6%	3.8%	33.1	31.6	-4.6%	-0.1%	38.0	38.3	0.9%	21.4%
Znorm. zysk netto	32.5	34.0	4.8%	43.2%	33.1	31.6	-4.6%	-7.2%	38.0	38.3	0.9%	21.4%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena

Wyceniamy Impel używając 6-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 46.1/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 36.1/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 36.1/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 13.4%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 41.0/akcję.

Tabela 2. Impel: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	46.1	0%
Metoda DCF	36.1	100%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	36.1	
Koszt kapitału własnego (%)	13.4%	
12M cena docelowa	41.0	
Obecna cena	29.3	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	40%	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena metodą DCF

Założenia naszego modelu DCF są następujące:

- Do kalkulacji wartości rezydualnej zakładamy stopę wzrostu rezydualnego na poziomie 2.1%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% w okresie prognozy oraz 4.0% w okresie rezydualnym
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x.

Tabela 3. Impel: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta zalewarowana	2.0	1.2
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	13.4%	9.9%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	2.5%	2.5%
Kosztu długu	6.0%	6.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	4.9%	5.3%
% D	49.8%	8.7%
% E	50.2%	91.3%
WACC	9.2%	9.5%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 4. Arteria: Wycena DCF

PLNm o ile nie wskazano inaczej	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	1 824	2 007	2 124	2 246	2 376	2 513	
- Zmiana r/r	6%	10%	6%	6%	6%	6%	
Znorm. EBITDA	103.8	101.7	109.6	116.9	122.5	128.3	
- marża EBITDA	5.7%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	
Znorm. EBIT	58.4	56.1	64.9	74.2	81.7	87.9	
Podatek od EBIT	-11.1	-10.7	-12.3	-14.1	-15.5	-16.7	
NOPAT	47.3	45.4	52.5	60.1	66.1	71.2	71.2
- marża NOPAT	2.6%	2.3%	2.5%	2.7%	2.8%	2.8%	
Amortyzacja	45.4	45.7	44.7	42.8	40.9	40.5	40.5
Zmiany w kapitale obrotowym	-15.5	-27.1	-17.2	-18.1	-19.1	-20.1	
Capex	-36.3	-36.5	-35.8	-34.2	-39.1	-38.7	-50.6
Wolne przepływy finansowe	40.9	27.5	44.3	50.5	48.9	52.8	61.0
Czynnik dyskontowy (%)	97%	89%	82%	75%	68%	63%	
Wartość bieżąca FCF	39.7	24.4	36.1	37.7	33.4	33.1	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	204.5						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	2.1%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	518.6						
Wartość przedsiębiorstwa	723.2						
Kapitały mniejszości	16.7						
Dług netto	242.0						
Wartość kapitału własnego	464.5						
Liczba akcji (m)	12.9						
Wartość godziwa na akcję	36.1						

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

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

Tabela 8. Arteria: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)	2.5%	35.9	38.8	42.2	46.1	50.8	56.4	63.3
	3.0%	33.4	36.0	38.9	42.3	46.2	50.9	56.5
	3.5%	31.2	33.5	36.0	39.0	42.3	46.3	51.0
	4.0%	29.3	31.3	33.5	36.1	39.0	42.4	46.3
	4.5%	27.5	29.3	31.3	33.6	36.1	39.1	42.4
	5.0%	25.9	27.5	29.3	31.3	33.6	36.2	39.1
	5.5%	24.5	26.0	27.6	29.4	31.4	33.6	36.2
		Zdelewarowana beta						
		1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x
Premia za ryzyko	2.0%	97.4	91.2	85.6	80.6	76.0	71.8	67.9
	3.0%	76.0	69.8	64.4	59.6	55.3	51.4	48.0
	4.0%	61.1	55.3	50.2	45.8	41.9	38.5	35.4
	5.0%	50.2	44.8	40.1	36.1	32.6	29.5	26.7
	6.0%	41.9	36.9	32.6	28.9	25.7	22.9	20.4
	7.0%	35.4	30.7	26.7	23.3	20.4	17.8	15.6
	8.0%	30.1	25.7	22.0	18.9	16.2	13.9	11.8

Źródło: szacunki Vestor DM

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 Vestor DM dla Impela. Na naszych prognozach Impel notowany jest przy 2015-2016p P/E na poziomie 11.1x i 11.9x oraz 2015-2016p EV/EBITDA odpowiednio 6.1x i 6.2x, z 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 46.1/akcję.

Tabela 5. Impel: 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	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2015p	2014-2017p	2015p
Impel	29.3	376.9	11.1	11.9	9.8	6.1	6.2	5.7	5.1%	5.7%	17%	2.3		
Sodexo	77.1	51 448	19.3	17.2	15.8	8.8	7.9	7.2	2.7%	7.1%	13%	0.1		
Bunzl	1718.0	33 216	19.3	18.4	17.7	14.0	13.1	12.4	2.2%	7.4%	6%	2.0		
G4S	251.8	22 543	16.9	14.9	13.7	9.6	9.1	8.5	3.9%	8.3%	11%	2.8		
Securitas	105.8	17 172	14.6	13.7	12.8	9.5	8.8	8.2	3.3%	6.4%	11%	2.0		
Servicemaster Global Holding	34.1	17 363	19.9	17.7	15.9	11.4	10.2	9.2	n.a.	23.9%	21%	3.9		
Serco Group	110.5	7 004	28.3	27.6	27.6	10.4	11.5	10.2	0.0%	4.2%	-11%	2.2		
Loomis	210.6	6 792	14.4	13.4	12.7	7.3	6.7	6.3	3.2%	16.7%	9%	1.6		
Mitie Group	293.4	6 149	12.5	11.5	10.6	8.6	7.8	7.2	3.9%	6.6%	4%	1.5		
Brink'S Co	27.5	5 057	17.8	14.2	12.6	4.8	4.1	3.6	1.5%	10.2%	18%	0.3		
Derichebourg	2.8	2 030	18.5	10.5	10.2	5.9	4.5	4.0	0.8%	4.8%	n.a.	2.1		
Robert Walters	438.0	1 954	22.8	19.1	15.9	11.9	10.0	8.5	1.6%	3.6%	29%	-0.6		
Amadeus Fire	80.9	1 786	23.2	21.3	19.9	13.2	12.1	11.3	4.3%	16.8%	7%	-1.3		
Proffice	18.6	570	12.5	10.8	10.1	8.3	8.0	7.8	5.7%	3.8%	2%	0.0		
Catering Intl Services	16.5	564	14.0	12.5	10.4	3.8	3.0	2.2	1.4%	7.7%	18%	-1.9		
Mediana			18.1	14.5	13.3	9.1	8.4	8.0	2.7%	7.2%	11%	1.5		
Premia/Dyskonto			-39%	-18%	-26%	-34%	-26%	-29%						
Implikowana wycena			47.9	35.7	39.5	54.1	46.6	48.9						
Waga			25%	25%	0%	25%	25%	0%						
Implikowana cena akcji (PLN)	46.1													

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM; * Zysk netto Impela znormalizowany o odchylenia od 19% stopy podatku

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), 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.).

Vestor podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor. NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR 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 VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor 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.

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

Niniejszy raport zawierając będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odesła do strony internetowej Vestor, Vestor 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 Vestor) 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, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub 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 Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor 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 ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW. GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW. VESTOR 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. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby 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. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych. W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta/ Emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/ Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Vestor nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

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

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Vestor 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.

Vestor 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 następujących dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor 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.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz, pośrednicząc w świadczeniu usług przez Emitenta/ Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/ Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor 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 Vestor 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.

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

Vestor, 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.

Vestor 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.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 1 rekomendacji kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 10 rekomendacji, które nie wskazywały 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 Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 56 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor 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 wyznaczona na 37,7PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 27,9PLN, 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 oraz w dniu 19 maja 2015 r. raport analityczny ,

gdzie cena docelowa została wyznaczona jako 41PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 32PLN. 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 Vestor, 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 Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, 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 Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. 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 Vestor.

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub 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 Vestor 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 Vestor 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 równych 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 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.

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