

- Ustalamy cenę docelową na poziomie PLN 38.0/akcję.
- Obniżamy naszą prognozę zysku netto w 2015p o 6.8% do PLN 29.5m oraz EBITDA w 2015p o 4.6% do PLN 99.0m
- Znrm. 2016p P/E 11.2x oraz 2016p EV/EBITDA 6.2x

Renegocjacje w toku

Z uwagi na gorsze niż oczekiwane wyniki segmentu Bezpieczeństwo oraz erozję marży w segmencie Facility Management wyniki 3Q15 okazały się nieznacznie niższe od naszych prognoz. EBITDA wyniosła PLN 31.1m i była o 1.2% niższa od naszych szacunków. Zakładamy, iż powyższe czynniki negatywnie oddziałujące na wyniki Impela utrzymają się w najbliższych okresach, dlatego obniżamy naszą prognozę EBITDA w latach 2015-2016p o 4.6% oraz 3.6% do PLN 99.0m i PLN 98.1m oraz zysku netto odpowiednio o 6.8% do PLN 29.5m w 2015p oraz o 5.0% w 2016p do PLN 30.0m. Najważniejszym czynnikiem wpływającym na wyniki Impela są postępy w renegocjacji kontraktów o skokowy wzrost kosztów pracy od 2016 r. – według deklaracji spółki pełne szacunki wpływu procesu na wyniki spółki w 2016 r. będą możliwe w grudniu 2015 r. Na naszych prognozach Impel notowany jest przy 2016p znorm. P/E 11.2x i stopie dywidendy 5.8%. Ustalamy naszą cenę docelową dla akcji Impela na poziomie PLN 38.0/akcję.

Wynik 3Q2015 lekko poniżej oczekiwań. W 3Q2015 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 477m (wzrost 8.3% r/r, 2.1% powyżej naszej prognozy). Znrm. EBITDA wyniosła PLN 31.1m (1.2% poniżej naszej prognozy) przy marży 6.5% vs. 6.9% w 3Q2014, a znorm. EBIT PLN 19.0m (4.9% poniżej naszej prognozy). Spółka zaraportowała znorm. zysk netto w wysokości PLN 11.9m (wzrost 1.2% r/r, 3.7% poniżej naszej prognozy). Gorsze wyniki były efektem: 1) straty generowanej na projekcie Systemu Dozoru Elektronicznego oraz 2) erozji marży w segmencie Facility Management ze względu na straty generowane przez spółki Climbox oraz Impel Griffin Group.

Renegocjacja kontraktów rozpoczęta. W 3Q2015 spółka rozpoczęła renegocjację obecnie istniejących umów w związku z objęciem składką ZUS umów cywilno-prawnych od początku 2016 r. Ostateczny efekty zmian legislacyjnych, zgodnie z zapowiedzią spółki, będzie znany w grudniu 2015 r. Według informacji podanych przez spółkę w ramach renegocjacji kontraktów wystąpiły przypadki wypowiedzeń, których kumulacja miała miejsce z końcem września. Oczekujemy, że zmiany legislacyjne będą negatywnie oddziaływać na marżę generowaną przez Impel, lecz nie zakładamy znaczącej utraty przez spółkę obecnej bazy klientów.

W latach 2015-2016p podwyższamy prognozę sprzedaży przy obniżeniu założeń rentowności. Podwyższamy nasze prognozy przychodów Impela w latach 2015-2016p o 2.2% i 2.1% do PLN 1,863m oraz PLN 2,050m. Jednocześnie obniżamy nasze założenia EBITDA w analogicznym okresie o 4.6% oraz 3.6% do PLN 99.0m oraz PLN 98.1m (marża odpowiednio 5.31% i 4.78% vs. 5.69% i 5.07% w poprzedniej prognozie). Podstawą dla obniżenia naszych prognoz jest założenie utrzymania się oddziaływania czynników, które wpłynęły na nieco gorsze od oczekiwanych wyników 3Q2015.

Obniżamy cenę docelową do PLN 38.0/akcję z PLN 41.0/akcję. Wyceniamy akcje Impela dwoma metodami: 1) DCF na PLN 33.5/akcję (100% wagi) oraz 2) metodą porównawczą na PLN 43.2/akcję. Na bazie powyższych wycen obniżamy 12-miesięczną cenę docelową Impela do PLN 38.0/akcję z PLN 41.0/akcję.

Impel: Prognozy i wskaźniki.

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	1 601	1 723	1 863	2 050	2 169
Znrm. EBITDA	82.1	91.3	99.0	98.1	106.0
Znrm. zysk netto	17.8	23.7	29.6	30.0	37.8
Znrm. P/E	18.8x	14.1x	11.3x	11.2x	8.8x
Znrm. EV/EBITDA	7.1x	6.5x	6.1x	6.2x	5.6x
Stopa dywidendy*	0.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM.

* Dywidenda z zysku netto za dany rok

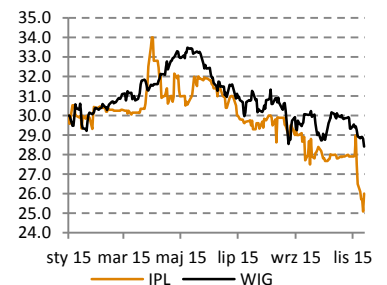
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	38.0
Cena bieżąca (PLN)	26.0
Potencjał wzrostu/spadku	46%
Min (52T)	23.5
Max (52T)	34.3
Liczba akcji (m)	7.87
Kapitalizacja (PLNm)	334.5
Dług netto (4Q2015p, PLNm)	251.6
EV (PLNm)	586.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.06

Akcjonariat		%
Grzegorz Dzik		38.78%
Józef Biegaj		26.56%
OFE PZU		11.71%
Pozostali		22.95%

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

Analityk 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)						Podstawowe dane	
	2013	2014	2015p	2016p	2017p		
Przychody ze sprzedaży	1 601	1 723	1 863	2 050	2 169	Cena akcji (PLN)	26.0
Koszty sprzedanych towarów	-1 552	-1 675	-1 809	-1 998	-2 107	Min (52W, PLN)	26.9
Zysk ze sprzedaży	48.8	47.9	53.9	52.1	62.0	Max (52W, PLN)	34.3
Koszty sprzedaży i zarządu	-1 552	-1 675	-1 809	-1 998	-2 107	Kapitalizacja (PLN m)	334
EBITDA	84.0	97.6	99.0	98.1	106.0	EV (4Q2015p, PLN m)	586
Znorm. EBITDA*	82.1	91.3	99.0	98.1	106.0	Podstawowe dane	
Amortyzacja	42.2	44.5	48.1	46.0	44.0	2013	2014
EBIT	41.7	53.1	51.0	52.1	62.0	2015p	2016p
Znorm. EBIT*	39.8	46.8	51.0	52.1	62.0	2017p	
Koszty finansowe netto	-14.0	-13.1	-13.3	-14.0	-14.2	Liczba akcji (m)	12.9
Zysk przed opodatkowaniem	27.7	40.0	37.6	38.1	47.8	EPS (PLN)	1.3
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-7.3	-7.2	-9.1	BVPS (PLN)	20.4
Udziały mniejszości	-0.9	-1.3	-0.8	-0.8	-0.8	DPS (PLN)	0.00
Zysk netto	16.3	30.5	29.5	30.0	37.8	Segmenty (PLNm)	
Znorm. zysk netto**	17.8	23.7	29.6	30.0	37.8	2013	2014
Bilans (PLNm)						2015p	2016p
Rzeczowe aktywa trwałe	173.5	178.0	170.6	163.4	156.6	2017p	
Wartości niematerialne i prawne	44.7	43.5	41.3	39.2	37.3	Bezpieczeństwo	
Inne aktywa trwałe	104.4	108.2	136.0	136.6	136.6	Przychody	481
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45.1	48.5	53.1	49.5	58.5	EBIT	-2.0
Należności handlowe	329.2	343.0	357.4	393.2	416.0	Marża EBIT	-0.4%
Zapasy	29.2	32.6	35.2	38.9	41.0	Facility Management	
Inne aktywa obrotowe	57.0	82.5	90.7	98.3	103.2	Przychody	1049
Aktywa razem	783.1	836.3	884.2	919.2	949.1	EBIT	41.2
Dług krótkoterminowy	207.7	227.5	250.1	255.0	255.8	Marża EBIT	3.9%
Zobowiązania handlowe	90.5	98.9	114.0	125.9	132.8	Pozostałe	
Inne zobowiązania krótkoterminowe	111.7	118.1	125.9	136.2	142.8	Przychody	29
Dług długoterminowy	70.2	63.1	54.5	50.9	47.2	EBIT	6.9
Inne zobowiązania długoterminowe	28.0	19.5	19.5	19.5	19.5	Marża EBIT	23.4%
Kapitały własne	275.0	309.3	320.2	331.7	351.0	Dotacje	41
Udziały mniejszości	12.1	16.7	17.5	18.2	19.0	Koszty nieprzypisane	-4.8
Pasywa	783.1	836.3	884.2	919.2	949.1	Wyłączenia	0.4
Kapitał obrotowy	267.8	276.7	278.5	306.2	324.3	Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (PLNm)	
Dług netto	232.8	242.0	251.6	256.4	244.6		
Przepływy pieniężne (PLNm)							
Zysk brutto	27.7	40.0	37.6	38.1	47.8	Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM	
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-7.3	-7.2	-9.1	Impel: Znorm. zysk netto i marża netto (PLNm, %)	
Amortyzacja	42.2	44.5	48.1	46.0	44.0		
Zmiany w kapitale obrotowym	-25.5	-13.8	-30.9	-25.5	-16.3	Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM	
Inne zmiany niepieniężne	12.8	-12.5	13.2	13.9	14.1	Nadchodzące wydarzenia:	
Przepływy z działalności operacyjnej	48.9	50.6	60.7	65.3	80.5	12 listopada 2015 r. Publikacja raportu za 3Q15	
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-39.1	-29.4	-38.5	-36.8	-35.2	Główne ryzyka dla naszych prognoz	
Inne przepływy inwestycyjne	-4.0	3.6	2.3	1.5	1.4	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 zatrudnienia, (4) ryzyko niekorzystnego dla spółki rozstrzygnięcia postępowania dot. zwrotu podatku VAT.	
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-43.0	-25.8	-36.2	-35.2	-33.7		
Zmiany netto w kapitale własnym	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Zmiany netto za dłużenia	51.9	8.7	14.1	1.3	-2.9		
Odsetki zapłacone	-13.1	-12.0	-10.5	-11.3	-11.4		
Dywidendy	-20.0	0.0	-19.3	-19.3	-19.3		
Przepływy z działalności finansowej	0.0	-21.4	-20.0	-33.6	-37.9		
Zmiana gotówki	5.9	3.4	4.5	-3.6	8.9		
Wskaźniki							
Znorm. P/E (x)	18.8	14.1	11.3	11.2	8.8		
Znorm. EV/EBITDA (x)	7.1	6.5	6.1	6.2	5.6		
P/S (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		
P/BV (x)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0		
Stopa dywidendy (%)	0.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%		
Dynamiki wzrostu							
Wzrost przychodów (%)	10%	8%	8%	10%	6%		
Wzrost znorm. EBITDA (%)	7%	11%	8%	-1%	8%		
Wzrost znorm. zysku netto (%)	-24%	33%	25%	1%	26%		
Marże							
Marża ze sprzedaży (%)	3.1%	2.8%	2.9%	2.5%	2.9%		
Znorm. marża EBITDA (%)	5.1%	5.3%	5.3%	4.8%	4.9%		
Znorm. marża EBIT (%)	2.5%	2.7%	2.7%	2.5%	2.9%		
Znorm. marża zysku netto (%)	1.1%	1.4%	1.6%	1.5%	1.7%		
Dźwignia i stopy zwrotu							
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	2.8x	2.7x	2.5x	2.6x	2.3x		
Dług netto/aktywa (%)	30%	29%	28%	28%	26%		
Dług netto/kapitały własne (%)	85%	78%	79%	77%	70%		
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	3x	3.9x	4.9x	4.6x	5.5x		
Cykl obrotu gotówki (dni)	61	58	54	54	54		
Stopa dywidendy (%)	0.0%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%		
ROA (%)	6%	10%	9%	9%	11%		

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 3Q2015

- W 3Q2015 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 477m (wzrost 8.3% r/r, zgodnie z naszą prognozą).
- Znorm. EBITDA wyniosła PLN 31.1m (zgodnie z naszą prognozą, marża 6.5% vs. 6.9% w 3Q2014), a znorm. EBIT PLN 19.0m (4.9% poniżej naszej prognozy, marża 4.0% vs. 4.5% w 3Q2014).
- Spółka zaraportowała znorm. zysk netto w wysokości PLN 11.9m (wzrost 1.2% r/r, 3.7% poniżej naszej prognozy).
- Spadek wyników raportowanych w ujęciu r/r wynika m.in. z wpływu zdarzenia jednorazowego o wartości PLN 1.9m na wynik 3Q2014 (sprzedaż udziałów w spółkach działających na Półwyspie Arabskim).

Tabela 1. Impel: Wyniki finansowe 3Q2015.

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	r/r	3Q15P	vs. progn.	1-3Q15	r/r
Przychody	440.4	453.3	434.1	460.0	477.0	8.3%	467.0	2.1%	1371.1	8.0%
Facility Mgmt.	302.3	305.3	281.1	299.9	310.6	2.8%	311.6	-0.3%	891.7	3.5%
Bezpieczeństwo	121.2	127.8	129.3	136.1	142.2	17.3%	134.0	6.0%	407.6	14.9%
Pozostałe	8.0	10.5	13.5	13.1	13.6	68.5%	10.5	28.5%	40.2	50.2%
Dotacje	8.9	9.7	10.1	10.9	10.7	20.5%	10.9	-1.7%	31.7	19.8%
EBITDA	32.3	21.2	21.0	23.8	31.1	-3.7%	31.5	-1.2%	75.9	-0.6%
Znorm. EBITDA*	30.4	21.2	21.0	23.8	31.1	2.5%	31.5	-1.2%	75.9	8.3%
EBIT	21.7	9.1	9.3	11.8	19.0	-12.1%	20.0	-4.9%	40.1	-8.7%
EBIT znorm.*	19.7	9.1	9.3	11.8	19.0	-3.4%	20.0	-4.9%	40.1	6.5%
Facility Mgmt.	17.4	11.3	8.7	11.4	15.4	-11.9%	15.3	0.7%	35.5	-11.0%
Bezpieczeństwo	-0.4	-3.7	-0.2	-2.7	0.2	n.a.	2.0	-89.9%	-2.7	n.a.
Pozostałe	4.6	4.9	2.8	4.1	4.8	4.9%	4.4	7.8%	11.6	29.0%
Zysk netto	14.0	6.5	4.6	5.1	13.5	-4.1%	12.6	6.8%	23.1	-3.6%
Znorm. zysk netto**	11.8	5.0	5.3	6.0	11.9	1.2%	12.4	-3.7%	23.3	32.8%
Znorm. marża EBITDA	6.9%	4.7%	4.8%	5.2%	6.5%	-	6.7%	-	5.5%	-
Znorm. marża EBIT	4.5%	2.0%	2.1%	2.6%	4.0%	-	4.3%	-	2.9%	-
Znorm. marża zysku netto	2.7%	1.1%	1.2%	1.3%	2.5%	-	2.7%	-	1.7%	-

* EBITDA i EBIT 3Q14 znormalizowane o sprzedaż udziałów w spółkach działających na Półwyspie Arabskim o wartości PLN 1.9m

** Zysk netto znormalizowany o: 1) zmiany wyceny opcji nabycia udziałów mniejszościowych w spółkach zależnych (Integrum Management, Climbox, Brokers Union, Gwarant) w 4Q2014, 2) odchylenia efektywnej stopy podatkowej od stawki 19%.

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przychody.

W 3Q2015 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 477m (wzrost 8.3% r/r, zgodnie z naszą prognozą). Sprzedaż w segmencie Facility Management wzrosła do PLN 310.6m (wzrost 2.8% r/r zgodnie z naszą prognozą), w segmencie Bezpieczeństwa do PLN 142.2m (wzrost 17.3%, 6% powyżej naszej prognozy), a w segmencie Pozostałych spółek do 13.6m (wzrost 68.5% r/r, 28.5% powyżej naszej prognozy). Dotacje wyniosły PLN 10.7m (wzrost 20.5% r/r, zgodnie z naszą prognozą).

Na wzrost przychodów w segmencie Facility Management wpływ ma realizowany od stycznia 2015 r. kontrakt z ArcelorMittal Poland, a wzrost sprzedaży w segmencie Bezpieczeństwa jest wynikiem głównie z pozyskania nowych oraz odnowienia kontraktów w branży wojskowej oraz budowlanej. Istotny wzrost przychodów odnotowany został w linii fizycznej ochrony mienia dzięki obsłudze jednostek wojskowych.

Rentowność.

W 3Q2015 znorm. EBITDA wyniosła PLN 31.1m (zgodnie z naszą prognozą, marża 6.5% vs. 6.9% w 3Q2014), a znorm. EBIT PLN 19.0m (4.9% poniżej naszej prognozy, marża 4.0% vs.

4.5% w 3Q2014). Zauważamy, że spadek raportowanego wyniku EBIT wynika m.in. z wpływu zdarzenia jednorazowego o wartości PLN 1.96m na wyniki 3Q2014 (sprzedaż udziałów w spółkach ochroniarskich działających na Półwyspie Arabskim). Znorm. zysk operacyjny w segmencie Bezpieczeństwa wyniósł PLN 0.2m vs. PLN -0.4m w 3Q2014. Znorm. EBIT w segmencie Facility Management wyniósł PLN 15.4m (zgodnie z naszą prognozą, marża 4.9% vs. 5.8% w 3Q2014), a w segmencie Pozostałych spółek PLN 4.8m (7.8% powyżej naszej prognozy, marża 35.2% vs. 56.6% w 3Q2014). Spadek rentowności w segmencie Facility Management w ujęciu r/r spowodowany jest głównie, podobnie jak w 1H2015, słabymi wynikami spółek Climbox (sprzątanie przemysłowe) oraz Impel Griffin Group (spółka działająca na Ukrainie).

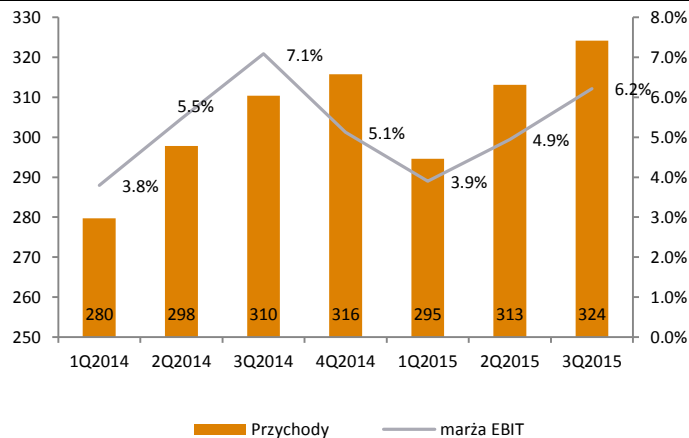
Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 3.1m (spadek 11.5% r/r) oraz efektywnej stopie podatkowej na poziomie 9.4% spółka zaraportowała zysk netto w wysokości PLN 13.5m (spadek 4.1% r/r, 6.8% prognozy). Zysk netto znormalizowany o zdarzenie jednorazowe oraz odchylenia podatku od stawki 19% wyniósł PLN 11.9m (wzrost 1.2% r/r, 3.7% poniżej naszej prognozy).

Przepływy operacyjne i zadłużenie.

Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 25.3m, w porównaniu do PLN 13.1m w 3Q2014. Dług netto na koniec 3Q2015 wzrósł do PLN 270.0m vs. PLN 263.2m na koniec 2Q2015 i PLN 242.0m na koniec 4Q2014. Wskaźnik dług netto/12mEBITDA wzrósł do 2.8x vs. 2.7x na koniec 2Q2015 oraz 2.6x na koniec 4Q2014.

Wykres 1. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i Pozostałych spółek.

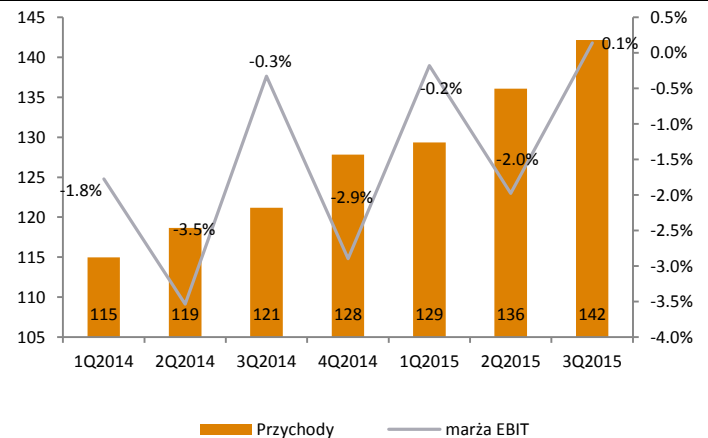
Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 2. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo.

Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podsumowanie.

Wyniki 3Q15 zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie przychodów i EBITDA oraz lekko poniżej naszej prognozy na poziomie EBIT i zysku netto. Zwracamy uwagę na spadek marżowości segmentu Facility Management, który związany jest z utrzymującymi się słabymi wynikami spółek Climbox (sprzątanie przemysłowe) oraz Impel Griffin Group (spółka działająca na Ukrainie). Na wynikach segmentu Bezpieczeństwa, mimo poprawy znorm. wyniku operacyjnego w ujęciu r/r do PLN 0.2m vs. PLN -0.4m w 3Q2014, wciąż prawdopodobnie ciężą straty generowane przez projekt Systemu Dozoru Elektronicznego (obecne wykorzystanie Systemu wynosi ok. 50%, wobec planowanych 10 tys. skazanych na koniec 2015 r.), które prawdopodobnie utrzymają się również w 4Q2015.

Ostatnie wydarzenia

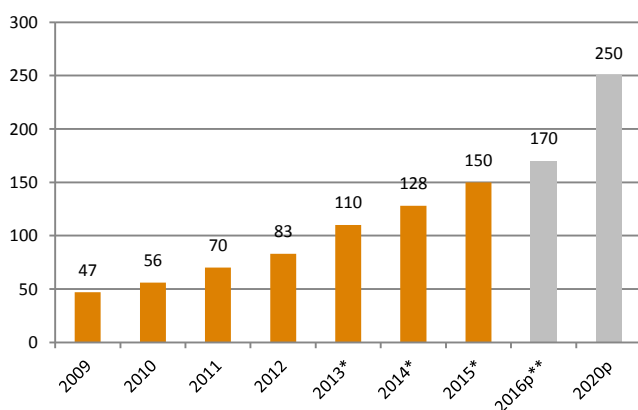
Renegocjacja kontraktów przed skokowym wzrostem kosztów prac rozpoczęta.

W 3Q2015 spółka prowadziła renegocjację obecnie istniejących umów ze względu na istotny wzrost kosztów pracy od 2016 r. (związany z „ozusowaniem” umów cywilno prawnych oraz wzrostem wynagrodzenia minimalnego o PLN 100 do PLN 1850 brutto miesięcznie). Według informacji podanych przez spółkę w ramach renegocjacji kontraktów z sektorem publicznym wystąpiły przypadki wypowiedzeń, których kumulacja miała miejsce z końcem września. Spółka nie podała informacji dotyczących postępów renegocjacji kontraktów z sektorem prywatnym. Spółka wskazuje, że pełne szacunki wpływu procesu na wyniki Impela w 2016 r. będą możliwe nie wcześniej niż w grudniu 2015 r.

Koncentracja na segmencie BPO.

Prezes spółki, Grzegorz Dzik, oświadczył, że Impel chce rozwijać segment wysoko wyspecjalizowanych usług dla Biznesu (BPO) – spółka będzie obsługiwać m.in. zaawansowane procesy operacyjne w branży finansowej oraz procesy produkcyjne. Uznajemy informację o koncentracji Impela na segmencie BPO za pozytywną, ponieważ jest to segment, który generuje dla grupy najwyższą marżę operacyjną (w 2014 r. marża EBIT segmentu Pozostałych spółek wyniosła 46.7% vs. marża grupy na poziomie 3.5%). Według badania Millward Brown polski rynek outsourcingu procesów biznesowych w 2011 r. wart był PLN 3.9mld. Według raportu „Wykorzystanie usług outsourcingowych w Polsce- Ipsos 2013” (na zlecenie Grupy Outsourcing Experts), odsetek firm, które zdecydowały się na outsourcing części swoich usług urosł w okresie 2010-2013 o 19 proc. Największy wzrost odnotowano w usługach IT oraz wsparciu procesów marketingu i sprzedaży. Raport również wskazuje na fakt, że ogółem połowa polskich firm korzysta z outsourcingu. Miernikiem rozwoju rynku outsourcingu usług biznesowych może być również liczba osób zatrudniona w tym sektorze – według danych ABSL wzrosła ona w okresie 2009- kwiecień 2015 r. z 47 tys. osób do 150 tys. osób (średnio o 21% rocznie). Według prognoz ABSL wartość do 2020 r. wynosić ma 250 tys. osób (CAGR 11%).

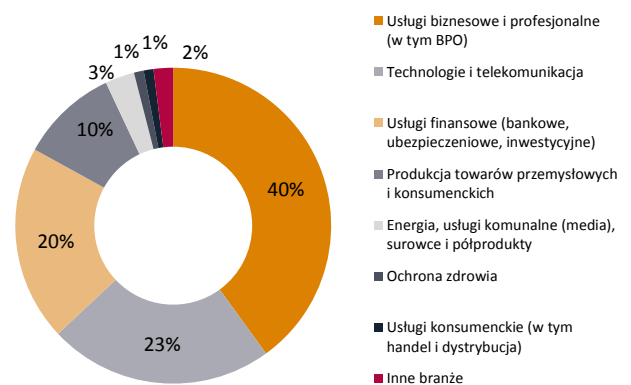
Wykres 3. Zatrudnienie w sektorze nowoczesnych usług biznesowych w Polsce.



* 30.04.2013, 30.04.2014, 30.04.2015; ** prognoza: 30.04.2016

Źródło: ABSL, Vestor DM

Wykres 4. Struktura zatrudnienia centrów usług w podziale na branże.



Źródło: ABSL, Vestor DM

Oprócz rozwoju wysoko wyspecjalizowanych usług dla biznesu, Impel zamierza również uruchomić usługi skierowane do klientów indywidualnych. Na chwilę obecną spółka uruchomiła projekt pielęgniarstwa opieki domowej.

Rozwój projektu Systemu Dozoru Elektronicznego poniżej oczekiwań.

Spółka sygnalizuje, że wykorzystanie Systemu Dozoru Elektronicznego przebiega niezgodnie z początkowymi założeniami. Na chwilę obecną dozorem objętych jest ok. 50% z planowanych na koniec 2015 r. 10tys. skazanych. Spółka nie podała wyników projektu za 3Q2015. W 1H2015 projekt wygenerował PLN 8.5m przychodów oraz stratę EBIT na poziomie PLN 0.7m. Na koniec czerwca dozorem objętych było 4,863 osób.

Wzrost rynku ochrony średniorocznie o 5.3% do 2019 r. Według raportu Deloitte z września 2015 r. wartość rynku ochrony osób i mienia w Polsce wyniosła w 2014 r. ok. PLN 7.8mld, a do 2019 r. osiągnie wartość PLN 10mld (CAGR 2014-2019 5.3%). Oszacowana wartość obejmuje zarówno usługi ochrony fizycznej (ok. 80% całości rynku) jak również usługi monitoringu oraz konwojowanie i obsługę gotówki. Najważniejszym czynnikiem wpływającym na polski rynek ochrony jest według raportu wprowadzenie obowiązku odprowadzania składki ZUS od umów cywilno-prawnych, co wpłynie na wzrost cen, oraz szybszą konsolidację rynku, co wpłynie na wzmocnienie największych graczy.

Ryzyko powstania zobowiązania do zwrotu odliczonego podatku VAT w łącznej wysokości PLN 15.3m.

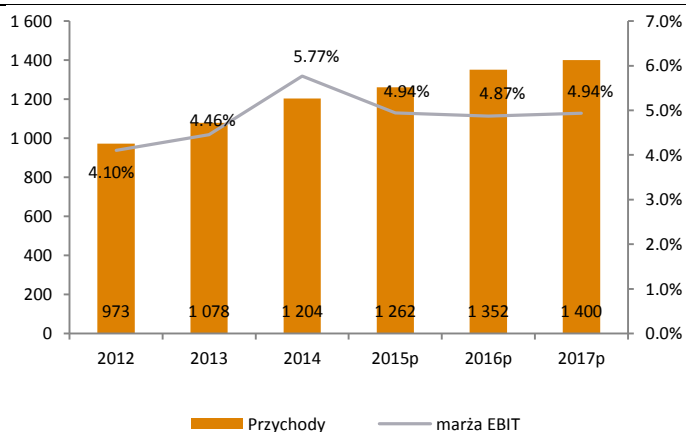
W czerwcu 2015 r. władze skarbowe rozpoczęły kontrolę w zakresie zasadności zwrotu podatku VAT spółce Logistics za okres lipiec-wrzesień 2010 r w wysokości PLN 5.5m. Przypominamy również, że od 2010 r. trwa spór pomiędzy spółką a Urzędem Skarbowym o zasadność zwrotu nadwyżki podatku VAT w wysokości PLN 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

- Podwyższamy naszą prognozę przychodów w latach 2015-2016p o 2.2% oraz 2.1% do PLN 1,863m oraz PLN 2,050m. Podwyższamy prognozę sprzedaży Facility Management o 0.4% w 2015p do PLN 1,207m oraz obniżamy o 0.1% do PLN 1,293m w 2016p. W segmencie Bezpieczeństwa w latach 2015-2016p prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 559m oraz PLN 656m, odpowiednio o 4.8% oraz 5.6% wyżej niż w poprzednich szacunkach. W segmencie Pozostałych spółek oczekujemy przychodów w latach 2015-2016p na poziomie PLN 54m oraz PLN 59m, odpowiednio 13.1% oraz 14.1% wyżej niż w poprzedniej prognozie.
- Obniżamy prognozę EBIT w latach 2015-2016p odpowiednio o 12.7% i 7.0% do PLN 51.0m oraz PLN 52.1m. Zakładamy marżę operacyjną na poziomie odpowiednio 2.73% oraz 2.54% wobec 3.20% oraz 2.79% w poprzednich szacunkach. Na obniżenie naszej prognozy wyniku operacyjnego wpływ mają słabsze niż oczekiwane wyniki 3Q2015 w segmencie Bezpieczeństwa, w którym spółka wciąż generuje straty na projekcie Systemu Dozoru Elektronicznego, jak również uwzględnienie erozji marży w segmencie Facility Management ze względu na straty generowane przez spółki Climbox (sprzątanie przemysłowe) oraz Impel Griffin Group (spółka działająca na Ukrainie). 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 -4.7m (marża -0.84% vs. -0.37% w poprzedniej prognozie) oraz PLN -6.6m (marża -1.01% vs. -0.66%). W segmencie Pozostałych spółek, uwzględniając wyższe od oczekiwanych wyniki 3Q2015, jak również zapowiedzi spółki dotyczące koncentracji na segmencie BPO, podwyższamy nasze prognozy EBIT o 4.8% do PLN 16.6m w 2015p oraz o 9.1% do PLN 18.0m w 2016p.
- Przy amortyzacji w latach 2015-2016p na poziomie PLN 48.1m oraz PLN 46.0m prognozujemy EBITDA w wysokości, odpowiednio PLN 99.0m i PLN 98.1m.

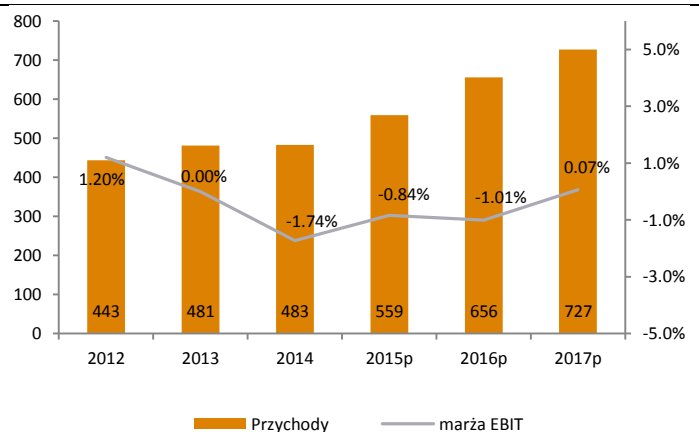
Wykres 5. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i pozostałych spółek.

Dane w PLNm, %



Wykres 6. 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 13.3m w 2015p vs. PLN 14.2m w poprzedniej prognozie oraz do PLN 14.0m w 2016p vs. PLN 15.0m w poprzedniej prognozie.

- Podwyższamy oczekiwaną efektywną stopę podatkową w 2015p do poziomu 19.4% vs. 24.5% w poprzedniej prognozie.
- Obniżamy prognozę raportowanego zysku netto o 6.8% do PLN 29.5m w 2015p oraz o 5.0% w 2016p do PLN 30.0m.

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	1 863.4	2.2%	8.2%	2 007.5	2 050.5	2.1%	10.0%	2 123.5	2 169.4	2.2%	5.8%
Facility Management	1 202.1	1 207.4	0.4%	3.5%	1 294.4	1 293.0	-0.1%	7.1%	1 343.5	1 337.7	-0.4%	3.5%
Bezpieczeństwo	533.8	559.4	4.8%	15.9%	621.4	656.2	5.6%	17.3%	686.1	727.5	6.0%	10.9%
Pozostałe	48.0	54.2	13.1%	45.3%	51.6	58.9	14.1%	8.6%	53.9	61.9	14.7%	5.0%
EBITDA	103.8	99.0	-4.6%	1.5%	101.7	98.1	-3.6%	-0.9%	109.6	106.0	-3.2%	8.1%
EBIT	58.4	51.0	-12.7%	-4.1%	56.1	52.1	-7.0%	2.3%	64.9	62.0	-4.3%	19.1%
Facility Management	51.0	45.8	-10.2%	-12.0%	50.5	47.8	-5.2%	4.5%	54.7	49.9	-8.8%	4.3%
Bezpieczeństwo	-2.0	-4.7	137.5%	-44.0%	-4.1	-6.6	62.8%	41.3%	0.7	0.5	-33.6%	-
Pozostałe	15.8	16.6	4.8%	-4.7%	16.5	18.0	9.1%	8.6%	16.7	19.2	14.7%	6.4%
Zysk netto	31.6	29.5	-6.8%	-3.3%	31.6	30.0	-5.0%	1.8%	38.3	37.8	-1.3%	26.2%
DPS	1.5	1.5	0%	0%	1.5	1.5	0%	0%	1.5	1.5	0%	0%

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 43.2/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 33.5/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 33.5/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 13.4%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 38.0/akcję.

Tabela 3. Impel: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	43.2	0%
Metoda DCF	33.5	100%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	33.5	
Koszt kapitału własnego (%)	13.4%	
12M cena docelowa	38.0	
Obecna cena	26.0	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	46%	

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 2.2%.
- 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 4. 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 5. Arteria: Wycena DCF

PLNm o ile nie wskazano inaczej	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	1 863	2 050	2 169	2 295	2 428	2 569	
- Zmiana r/r	8%	10%	6%	6%	6%	6%	
Znorm. EBITDA	99.0	98.1	106.0	113.4	118.8	124.3	
- marża EBITDA	5.3%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.8%	
Znorm. EBIT	51.0	52.1	62.0	71.3	78.5	84.5	
Podatek od EBIT	-9.7	-9.9	-11.8	-13.5	-14.9	-16.1	
NOPAT	41.3	42.2	50.3	57.7	63.6	68.4	68.4
- marża NOPAT	2.2%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%	
Amortyzacja	48.1	46.0	44.0	42.1	40.2	39.9	39.9
Zmiany w kapitale obrotowym	-30.9	-25.5	-16.3	-17.2	-18.1	-19.1	
Capex	-38.5	-36.8	-35.2	-33.7	-38.5	-38.1	-50.0
Wolne przepływy finansowe	20.0	25.9	42.7	49.0	47.3	51.1	58.3
Czynnik dyskontowy (%)	99%	91%	83%	76%	70%	64%	
Wartość bieżąca FCF	19.8	23.5	35.5	37.2	32.9	32.6	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	181.4						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	2.2%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	508.1						
Wartość przedsiębiorstwa	689.5						
Kapitały mniejszości	16.7						
Dług netto	242.0						
Wartość kapitału własnego	430.9						
Liczba akcji (m)	12.9						
Wartość godziwa na akcję	33.5						

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

Dokonałiśmy 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 6. 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%	33.4	36.2	39.6	43.5	48.1	53.7	60.5
	3.0%	30.9	33.4	36.3	39.6	43.5	48.2	53.8
	3.5%	28.7	30.9	33.4	36.3	39.7	43.6	48.3
	4.0%	26.8	28.7	31.0	33.5	36.4	39.7	43.7
	4.5%	25.0	26.8	28.8	31.0	33.5	36.4	39.8
	5.0%	23.5	25.1	26.8	28.8	31.0	33.6	36.5
	5.5%	22.1	23.5	25.1	26.9	28.8	31.1	33.6
		Zdelewarowana beta						
		1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x
Premia za ryzyko	2.0%	93.7	87.5	82.0	77.0	72.5	68.4	64.6
	3.0%	72.5	66.4	61.1	56.4	52.2	48.4	45.0
	4.0%	57.9	52.2	47.3	43.0	39.2	35.8	32.8
	5.0%	47.3	42.0	37.4	33.5	30.1	27.0	24.4
	6.0%	39.2	34.2	30.1	26.5	23.4	20.6	18.2
	7.0%	32.8	28.2	24.4	21.1	18.2	15.7	13.6
	8.0%	27.6	23.4	19.8	16.8	14.2	11.9	9.9

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 11.3x i 11.2x 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 43.2/akcję.

Tabela 7. 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	26.0	334.5	11.3	11.2	8.8	6.1	6.2	5.6	5.8%	5.3%	17%	2.5		
Sodexo	77.5	51 665	19.6	17.8	16.4	8.9	8.2	7.5	2.7%	7.1%	14%	0.1		
Bunzl	1840.0	37 084	20.7	19.8	19.0	15.0	14.1	13.4	2.0%	7.3%	15%	2.1		
G4S	227.6	21 235	15.4	13.6	12.4	9.2	8.5	8.0	4.3%	8.3%	23%	2.9		
Securitas	119.6	19 810	16.5	15.0	14.0	10.4	9.7	9.0	2.9%	6.4%	15%	2.0		
Servicemaster Global Holding	36.3	19 453	20.6	18.2	16.4	11.8	10.6	9.5	n.a.	23.9%	n.a.	3.9		
Serco Group	99.4	6 566	35.5	19.5	27.6	9.0	10.8	10.3	0.0%	4.3%	n.a.	1.8		
Loomis	266.5	8 771	17.8	16.4	15.6	8.8	8.0	7.5	2.6%	16.8%	12%	1.6		
Mitie Group	323.3	7 068	13.8	12.6	11.7	9.4	8.5	7.7	3.5%	6.6%	26%	1.5		
Brink'S Co	30.7	5 933	21.2	15.3	13.8	5.5	4.3	3.7	1.3%	10.1%	n.a.	0.4		
Derichebourg	2.4	1 676	15.7	9.1	9.1	5.1	4.1	3.7	0.0%	5.0%	n.a.	2.0		
Robert Walters	385.0	1 790	20.1	17.0	14.7	10.4	8.9	7.5	1.8%	3.5%	26%	-0.5		
Amadeus Fire	67.8	1 495	19.6	18.4	17.3	10.9	10.1	9.5	5.1%	16.8%	5%	-1.3		
Proffice	19.6	611	13.5	11.2	10.4	8.7	8.4	8.1	5.4%	3.8%	3%	-0.1		
Catering Intl Services	13.5	459	12.7	11.7	12.3	4.3	3.3	2.4	1.0%	5.6%	4%	-2.5		
Mediana			18.7	15.9	14.4	9.1	8.5	7.9	2.6%	6.9%	14%	1.5		
Premia/Dyskonto			-40%	-30%	-39%	-33%	-27%	-28%						
Implikowana wycena			43.1	37.0	42.3	49.1	43.8	44.4						
Waga			25%	25%	0%	25%	25%	0%						
Implikowana cena akcji (PLN)	43.2													

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 ZASTRZEŻONY 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 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 jakiejkolwiek 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 nie Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub 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 WSKAZANYCH 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 napotykać 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 INSTRUMENTÓW 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.

Analizy 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 jakiegokolwiek 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: 6 rekomendacji kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 13 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 68 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 18 listopada 2014 r. raport aktualizujący z ceną docelową 37.7PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 27.9PLN, w dniu 24 marca 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 39.7PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 30.4, w dniu 19 maja 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 41PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 32PLN oraz w dniu 3 września 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 41PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 29.3PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

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 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 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 utrzymania 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