

- Ustalamy cenę docelową na poziomie PLN 32.5/akcję.
- Podwyższamy naszą prognozę przychodów w latach 2016-2017p o 2.5% oraz obniżamy prognozę EBITDA o 3.3% w 2016p i 1.9% w 2017p.
- 2016p P/E 17.5x oraz 2016p EV/EBITDA 6.5x

## Renegocjacje kontynuowane w 2016 r.

W 4Q15 znorm. EBITDA spadła o 15% r/r do PLN 21.8m, głównie ze względu na erozję marży w segmencie Facility Management oraz wciąż nierentowny projekt Systemu Dozoru Elektronicznego. Rok 2015 był okresem przygotowania do wzrostu kosztów pracy w 2016 r. w związku z „ozusowaniem” umów cywilnoprawnych. Do końca roku spółce udało się renegocjować 85% umów. Uwzględniając słabszą od oczekiwanej rentowność operacyjną spółki oraz postępy w renegocjacji umów, podwyższamy prognozę przychodów w 2016p o 2.5% do PLN 2.1mld przy obniżeniu szacunków EBITDA o 3.3% do PLN 95m (spadek 3% r/r). Zgodnie z rekomendacją zarządu zakładamy brak dywidendy w 2016 r. Ustalamy naszą cenę docelową dla akcji Impela na poziomie PLN 32.5/akcję.

**4Q15 znorm. EBITDA na poziomie PLN 21.8m, spadek o 15% r/r.** W 4Q15 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 480.2m (wzrost 6.5% r/r). Znorn. EBITDA wyniosła PLN 21.8m (marża 4.5% vs. 5.7% w 4Q14), a znorn. strata netto wyniosła PLN 0.5m vs. zysk netto PLN 5.3m w 4Q14. Gorsze wyniki r/r były efektem: 1) erozji marży w segmencie Facility Management, 2) straty generowanej na projekcie SDE oraz 3) koncentracji spółki na procesie renegocjacji kontraktów o koszty „ozusowania” umów cywilnoprawnych.

**„Ozusowanie” umów cywilnoprawnych – renegocjowano 85% kontraktów.** W związku z objęciem składką ZUS umów cywilno-prawnych od początku 2016 r. spółka rozpoczęła w 3Q15 proces renegocjacji umów, którego wykonanie na 4Q15 szacowane jest przez spółkę na 85% wartościowo. Proces wciąż jest kontynuowany – ostateczny wpływ zmian legislacyjnych znany będzie na koniec 1Q16.

**Ryzyko uchwalenia minimalnej stawki godzinowej PLN 12/h.** Plan wprowadzenia minimalnej stawki godzinowej na poziomie PLN 12/h jest podtrzymywany przez Ministerstwo Pracy pomimo krytyki ze strony Inspekcji Pracy oraz Ministerstwa Rozwoju. Dla nowych umów stawka miałaby obowiązywać już od września 2016 r., a dla umów w toku od początku 2017 r. Projekt minimalnego wynagrodzenia godzinowego, ze względu na krótkie zapowiadane vacatio legis oraz znaczący potencjalny wpływ na wzrost kosztów wynagrodzeń, uznajemy za największe ryzyko dla działalności operacyjnej Impela.

**Podwyższamy prognozę sprzedaży, obniżamy szacunki marży EBITDA.** Podwyższamy nasze prognozy przychodów Impela o 2.5% do PLN 2.1mld w 2016p (wzrost 14% r/r) i PLN 2.2mld w 2017p. Jednocześnie obniżamy nasze założenia EBITDA o 3.3% w 2016p do PLN 94.8m (spadek 3% r/r) oraz o 1.9% do PLN 104.1m (marża odpowiednio 4.51% i 4.68% vs. 4.78% i 4.89% w poprzedniej prognozie). Zgodnie z rekomendacją zarządu zakładamy brak dywidendy z zysku za 2015 r. oraz powrót do wypłaty PLN 1.5 DPS w kolejnych latach.

**Wycena.** Wyceniamy akcje Impela metodą DCF na PLN 28.8/akcję. Ustalamy 12-miesięczną cenę docelową Impela na poziomie PLN 32.5/akcję (vs. PLN 38.0/akcję poprzednio).

### Impel: Prognozy i wskaźniki.

	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Przychody	1 601	1 720	1 851	2 102	2 224	2 369
Znorn. EBITDA	82.1	95.7	97.8	94.8	104.1	111.8
Znorn. zysk netto	17.8	25.4	22.8	20.4	25.2	28.6
Znorn. P/E	20.1x	14.1x	15.7x	17.5x	14.2x	12.5x
Znorn. EV/EBITDA	7.3x	6.4x	6.4x	6.5x	5.9x	5.4x
Stopa dywidendy*	0.0%	5.4%	0.0%	5.4%	5.4%	5.4%

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

\* Dywidenda z zysku netto za dany rok

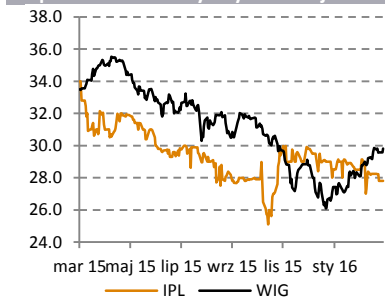
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	32.5
Cena bieżąca (PLN)	27.8
Potencjał wzrostu/spadku	17%
Min (52T)	23.5
Max (52T)	34.3
Liczba akcji (m)	7.87
Kapitalizacja (PLNm)	357.7
Dług netto (4Q15, PLNm)	245.3
EV (PLNm)	603.0
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.02

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 62 wyspecjalizowane spółki zależne Impel współpracuje z ok. 55 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)	2013	2014	2015	2016p	2017p	2018p
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 601</b>	<b>1 720</b>	<b>1 851</b>	<b>2 102</b>	<b>2 224</b>	<b>2 369</b>
Koszty sprzedanych towarów	-1 552	-1 672	-1 802	-2 060	-2 176	-2 316
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>48.8</b>	<b>47.8</b>	<b>49.5</b>	<b>42.0</b>	<b>48.1</b>	<b>52.6</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-1 552	-1 672	-1 802	-2 060	-2 176	-2 316
<b>EBITDA</b>	<b>84.0</b>	<b>102.0</b>	<b>100.6</b>	<b>94.8</b>	<b>104.1</b>	<b>111.8</b>
Znorm. EBITDA*	82.1	95.7	97.8	94.8	104.1	111.8
Amortyzacja	42.2	48.9	52.5	52.8	56.0	59.2
<b>EBIT</b>	<b>41.7</b>	<b>53.1</b>	<b>48.1</b>	<b>42.0</b>	<b>48.1</b>	<b>52.6</b>
Znorm. EBIT*	39.8	46.8	45.2	42.0	48.1	52.6
Koszty finansowe netto	-14.0	-13.1	-14.7	-14.9	-15.0	-15.1
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>27.7</b>	<b>40.0</b>	<b>33.3</b>	<b>27.2</b>	<b>33.0</b>	<b>37.5</b>
Podatek dochodowy	-8.3	-7.6	-8.5	-5.2	-6.3	-7.1
Udziały mniejszości	-0.9	-1.3	-1.8	-1.5	-1.4	-1.6
<b>Zysk netto</b>	<b>16.3</b>	<b>30.5</b>	<b>22.9</b>	<b>20.4</b>	<b>25.2</b>	<b>28.6</b>
Znorm. zysk netto**	17.8	25.4	22.8	20.4	25.2	28.6
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	173.5	186.1	179.9	165.9	153.2	137.2
Wartości niematerialne i prawne	44.7	43.5	36.3	33.1	29.9	26.7
Inne aktywa trwałe	104.4	110.1	110.0	110.0	110.0	110.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	45.1	48.5	69.4	79.9	87.2	99.9
Należności handlowe	329.2	343.0	375.7	426.5	451.3	480.8
Zapasy	29.2	21.6	23.8	27.2	28.7	30.6
Inne aktywa obrotowe	57.0	83.4	99.7	108.1	110.4	115.8
<b>Aktywa razem</b>	<b>783.1</b>	<b>836.3</b>	<b>894.8</b>	<b>950.7</b>	<b>970.6</b>	<b>1 000.8</b>
Dług krótkoterminowy	207.7	227.5	259.8	269.8	274.8	279.8
Zobowiązania handlowe	90.5	98.9	125.7	143.7	151.7	161.6
Inne zobowiązania krótkoterminowe	111.7	118.1	117.2	126.1	128.0	134.5
Dług długoterminowy	70.2	63.1	54.9	52.0	49.5	47.4
Inne zobowiązania długoterminowe	28.0	19.5	22.6	22.6	22.6	22.6
<b>Kapitały własne</b>	<b>275.0</b>	<b>309.3</b>	<b>314.7</b>	<b>336.6</b>	<b>343.9</b>	<b>354.9</b>
Udziały mniejszości	12.1	16.7	18.5	20.0	21.5	23.1
<b>Pasywa</b>	<b>783.1</b>	<b>836.3</b>	<b>894.8</b>	<b>950.7</b>	<b>970.6</b>	<b>1 000.8</b>
Kapitał obrotowy	267.8	265.7	273.8	310.0	328.2	349.8
Dług netto	232.8	242.0	245.3	241.9	237.1	227.4
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
Zysk netto	16.3	30.5	22.9	20.4	25.2	28.6
Amortyzacja	42.2	48.9	52.5	52.8	56.0	59.2
Zmiany kapitał ob.	-19.4	-22.2	-12.1	-36.3	-18.2	-21.5
Odsetki	11.2	10.5	9.1	8.6	8.8	8.8
Pozostałe	-1.5	-17.1	-3.4	2.1	1.1	2.7
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>48.9</b>	<b>50.6</b>	<b>69.0</b>	<b>47.6</b>	<b>72.9</b>	<b>77.9</b>
Nakłady inwestycyjne netto	-34.4	-19.4	-17.8	-35.6	-40.0	-40.0
Pozostałe	-8.6	-6.4	-6.3	2.0	2.0	2.0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-43.0</b>	<b>-25.8</b>	<b>-24.1</b>	<b>-33.6</b>	<b>-38.0</b>	<b>-38.0</b>
Zmiany zadłużenia netto	31.9	-9.8	5.4	7.1	2.5	2.9
Odsetki zapłacone	-13.1	-11.7	-10.5	-10.6	-10.8	-10.8
Dywidenda	-19.3	0.0	-19.3	0.0	-19.3	-19.3
Pozostałe	0.4	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>0.0</b>	<b>-21.4</b>	<b>-24.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>-27.5</b>	<b>-27.2</b>
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>5.9</b>	<b>3.4</b>	<b>20.9</b>	<b>10.5</b>	<b>7.3</b>	<b>12.6</b>
<b>Wskaźniki</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
<b>Dynamiki wzrostu</b>						
Wzrost przychodów (%)	10%	7%	8%	14%	6%	7%
Wzrost znorm. EBITDA (%)	7%	17%	2%	-3%	10%	7%
Wzrost znorm. zysku netto (%)	-24%	43%	-10%	-10%	24%	14%
<b>Marże</b>						
Marża ze sprzedaży (%)	3.1%	2.8%	2.7%	2.0%	2.2%	2.2%
Znorm. marża EBITDA (%)	5.1%	5.6%	5.3%	4.5%	4.7%	4.7%
Znorm. marża EBIT (%)	2.5%	2.7%	2.4%	2.0%	2.2%	2.2%
Znorm. marża zysku netto (%)	1.1%	1.5%	1.2%	1.0%	1.1%	1.2%
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>						
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	2.8x	2.5x	2.5x	2.6x	2.3x	2.0x
Dług netto/aktywa (%)	30%	29%	27%	25%	24%	23%
Dług netto/kapitały własne (%)	85%	78%	78%	72%	69%	64%
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	3.0x	4.0x	4.3x	4.0x	4.5x	4.9x
Cykl obrotu gotówki (dni)	61	56	53	53	53	53
Stopa dywidendy (%)	0.0%	5.4%	0.0%	5.4%	5.4%	5.4%
ROA (%)	6%	10%	7%	6%	7%	8%

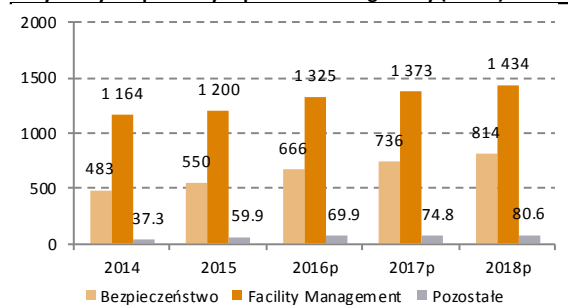
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

\*Normalizacja polegająca na wyłączeniu z wyniku zdarzeń jednorazowych

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

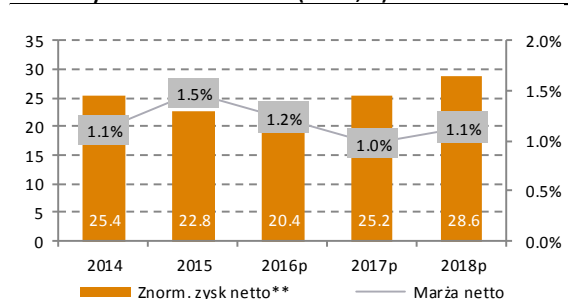
Wskaźniki	2014	2015	2016p	2017p	2018p
Znorm. P/E (x)	14.1	15.7	17.5	14.2	12.5
Znorm. EV/EBITDA (x)	6.4	6.4	6.5	5.9	5.4
EV/S (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
Stopa dywidendy (%)	5.4%	0.0%	5.4%	5.4%	5.4%
<b>Segmenty (PLNm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016p</b>	<b>2017p</b>	<b>2018p</b>
<b>Bezpieczeństwo</b>					
Przychody	483	550	666	736	814
EBIT	-8.4	-5.5	-7.9	-6.1	-4.7
Marża EBIT	-1.7%	-1.0%	-1.2%	-0.8%	-0.6%
<b>Facility Management</b>					
Przychody	1164	1200	1325	1373	1434
EBIT	52.0	44.5	41.1	44.6	47.0
Marża EBIT	4.5%	3.7%	3.1%	3.3%	3.3%
<b>Pozostałe</b>					
Przychody	37	60	70	75	81
EBIT	17.4	15.5	15.7	16.8	18.1
Marża EBIT	46.6%	25.9%	22.5%	22.5%	22.5%
<b>Dotacje</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
Koszty nieprzypisane	-8.9	-7.1	-7.5	-8.0	-8.5
Wyłączenia	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7

## Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Znorm. zysk netto i marża netto (PLNm, %)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Nadchodzące wydarzenia:

- 16 maja 2016 r. Publikacja raportu za 1Q16
- 31 sierpnia 2016 r. Publikacja raportu za 2Q16
- 14 listopada 2016 r. Publikacja raportu za 3Q16

## Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) Uchwalenie minimalnej, godzinowej stawki wynagrodzenia dla umów zlecenia oraz inne, nieprzewidziane przez nas zmiany legislacyjne, (2) ryzyko wzrostu konkurencji na rynku outsourcingu i erozji marż, (3) wyższy niż zakładany wzrost kosztów zatrudnienia, (4) ryzyko odpisu udzielonej pożyczki o wartości PLN 8.5m.

## Wyniki finansowe 4Q2015

- **W 4Q15 Impel wygenerował przychody na poziomie PLN 480.2m (wzrost 6.5% r/r).** Sprzedaż w segmencie Facility Management wzrosła do PLN 308.7m (wzrost 1.9% r/r), w segmencie Bezpieczeństwa do PLN 142.8m (wzrost 11.7%), a w segmencie Pozostałych spółek do 19.6m (wzrost 86.3% r/r). Dotacje wyniosły PLN 9.1m (spadek 6.5% r/r).
- **EBITDA wyniosła PLN 24.7m (marża 5.1% vs. 5.7% w 4Q14).** Znorm. EBITDA wyniosła PLN 21.8m (marża 4.5% vs. 5.7% w 4Q14), a znorm. EBIT PLN 5.1m (1.1% vs. 2.0%). Strata operacyjna w segmencie Bezpieczeństwa wyniosła PLN 2.8m vs. PLN 3.7m w 4Q14. Znorm. rentowność operacyjna segmentów Facility Management oraz Pozostałych spółek spadła w 4Q15 odpowiednio do 2.0% oraz 19.7% vs. 3.7% oraz 46.4% w 4Q14
- **Spółka zaraportowała stratę netto na poziomie PLN 0.2m vs. zysk netto PLN 6.5m w 4Q14.** Znorm. strata netto wyniosła PLN 0.5m vs. zysk netto PLM 5.3m w 4Q14.
- **Koszty finansowe netto wyniosły PLN 4.4m (wzrost 168% r/r).** Normalizując koszty finansowe netto w 4Q14 o pozytywny wpływ zmiany wyceny opcji w wys. PLN 1.7m, koszty finansowe netto w 4Q15 wzrosły o 33% r/r.
- **Efektywna stopa podatkowa w 4Q15 wyniosła 75.5% vs. 21.4% w 4Q14.**
- **Na wyniki 4Q15 pozytywny wpływ miało zdarzenie jednorazowe o wartości PLN 2.8m (sprzedaż nieruchomości).** W 4Q15 Impel sprzedał spółkę Impel Safety wraz z 5-oma spółkami zależnymi za PLN 6.9m. Wpływ tego zdarzenia został jednakże zrównoważony przez odpis udzielonych spółkom pożyczek (o wartości PLN 4.7m) i wzajemnych rozrachunków.
- **Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 37.5m (wzrost o 8.4% r/r).**
- **Dług netto na koniec 4Q15 spadł do PLN 245.3m vs. PLN 270.0m na koniec 3Q15 i PLN 242.0m na koniec 4Q14.** Wskaźnik dług netto/12mEBITDA wyniósł 2.6x vs. 2.7x na koniec 3Q15 oraz 2.6x na koniec 4Q14.
- **Na koniec 2015 r. spółka szacuje stopień wykonania planu waloryzacji kontraktów na 85%.** Proces ten będzie kontynuowany do końca 1Q16 i wtedy będzie znany pełen wpływ zmian legislacyjnych na wyniki Impela.

*Znorm. EBITDA w 4Q15 wyniosła PLN 21.8m, spadek 15% r/r*

Tabela 1. Impel: Wyniki finansowe 4Q15

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	% r/r	2015p	2015	%r/r	vs. Vestor
<b>Przychody</b>	<b>450.9</b>	<b>434.1</b>	<b>460.0</b>	<b>477.0</b>	<b>480.2</b>	<b>6.5%</b>	<b>1863.4</b>	<b>1851.3</b>	<b>7.6%</b>	<b>-0.6%</b>
Facility Mgmt.	302.8	281.1	299.9	310.6	308.7	1.9%	1207.4	1200.3	3.1%	-0.6%
Bezpieczeństwo	127.8	129.3	136.1	142.2	142.8	11.7%	559.4	550.4	14.0%	-1.6%
Pozostałe	10.5	13.5	13.1	13.6	19.6	86.3%	54.2	59.9	60.4%	10.4%
Dotacje	9.7	10.1	10.9	10.7	9.1	-6.5%	42.4	40.8	12.8%	-3.8%
<b>EBITDA</b>	<b>25.6</b>	<b>21.0</b>	<b>23.8</b>	<b>31.1</b>	<b>24.7</b>	<b>-3.8%</b>	<b>99.0</b>	<b>100.6</b>	<b>-1.4%</b>	<b>1.6%</b>
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>25.6</b>	<b>21.0</b>	<b>23.8</b>	<b>31.1</b>	<b>21.8</b>	<b>-14.8%</b>	<b>99.0</b>	<b>97.8</b>	<b>2.1%</b>	<b>-1.3%</b>
<b>EBIT</b>	<b>9.1</b>	<b>9.3</b>	<b>11.8</b>	<b>19.0</b>	<b>7.9</b>	<b>-13.3%</b>	<b>51.0</b>	<b>48.1</b>	<b>-9.5%</b>	<b>-5.7%</b>
<b>EBIT znorm.</b>	<b>9.1</b>	<b>9.3</b>	<b>11.8</b>	<b>19.0</b>	<b>5.1</b>	<b>-44.3%</b>	<b>51.0</b>	<b>45.2</b>	<b>-3.4%</b>	<b>-11.2%</b>
Facility Mgmt.	11.3	8.7	11.4	15.4	6.2	-45.3%	45.8	41.7	-18.6%	-9.0%
Bezpieczeństwo	-3.7	-0.2	-2.7	0.2	-2.8	n.a.	-4.7	-5.5	n.a.	n.a.
Pozostałe	4.9	2.8	4.1	4.8	3.9	-20.9%	16.6	15.5	11.5%	-6.5%
<b>Zysk netto</b>	<b>6.5</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>	<b>13.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>n.a.</b>	<b>29.5</b>	<b>22.9</b>	<b>-24.8%</b>	<b>-22.3%</b>
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>6.0</b>	<b>11.9</b>	<b>-0.5</b>	<b>n.a.</b>	<b>29.6</b>	<b>22.8</b>	<b>-5.2%</b>	<b>-23.1%</b>
Znorm. marża EBITDA	5.7%	4.8%	5.2%	6.5%	4.5%	-	5.3%	5.3%	-	-
Znorm. marża EBIT	2.0%	2.1%	2.6%	4.0%	1.1%	-	2.7%	2.4%	-	-
Znorm. marża zysku netto	1.2%	1.2%	1.3%	2.5%	-0.1%	-	1.6%	1.2%	-	-

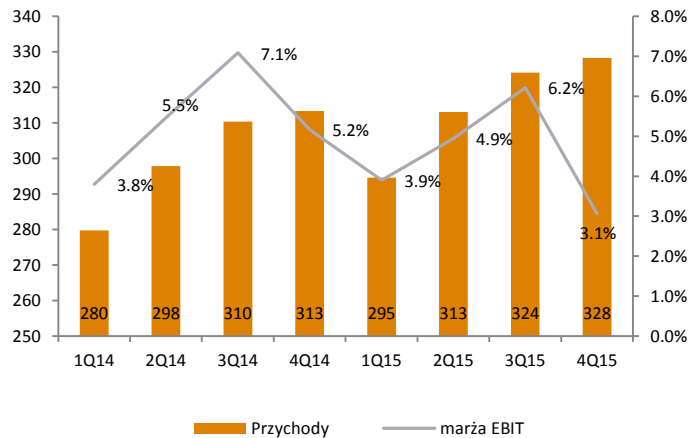
Źródło: Dane spółki, Vestor DM;

\* EBITDA i EBIT w 4Q15 znormalizowane o sprzedaż nieruchomości o łącznej wartości PLN 2.8m;

\*\* Zysk netto znormalizowany o: 1) zmiany wyceny opcji nabycia udziałów mniejszościowych w spółkach zależnych (Integrum Management, Climbox, Brokers Union, Gwarant) w 4Q2014 o wartości PLN 1.66m, 2) odchylenia efektywnej stopy podatkowej od stawki 19%.

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

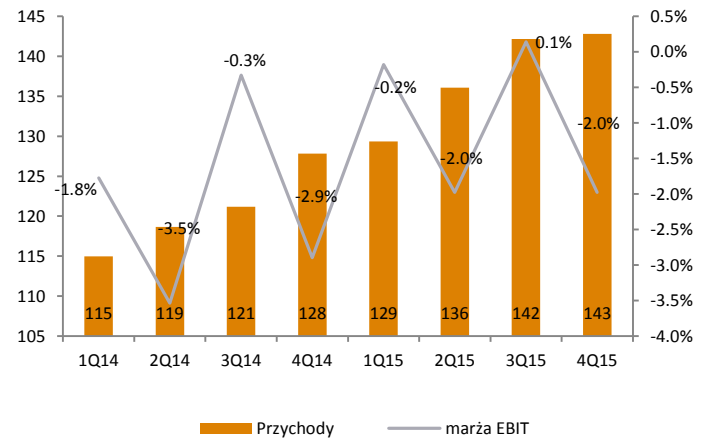
Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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

Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Komentarz Vestor DM.** Wyniki Impela za 4Q15 były poniżej naszych oczekiwań. Niepokojący jest spadek rentowności operacyjnej segmentu Facility Management, w którym po znorm. wyniku o sprzedaż nieruchomości (o wartości łącznej PLN 2.8m) EBIT spadł o 45.3% r/r. Powodami erozji marży w segmencie Facility Management są utrzymujące się słabe wyniki w spółkach Climbox (sprzątanie przemysłowe) i Impel Griffin Group (spółka działająca na Ukrainie) oraz koszty renegotjacji kontraktów i koncentracji pracy spółki na przystosowaniu spółki do „ozusowania” umów cywilno-prawnych. Na koniec 2015 r. Impel szacuje stopień wykonania planu waloryzacji kontraktów na 85%. Proces ten będzie kontynuowany do końca 1Q16 i wtedy będzie znany pełen wpływ zmian legislacyjnych na wyniki Impela. Pozytywnie oceniamy mocne przepływy pieniężne na poziomie PLN 37.5m (wzrost o 8.4% r/r), spadek długu netto spółki o PLN 25m kw./kw. oraz zmniejszenie straty w segmencie Bezpieczeństwa pomimo wciąż negatywnego wpływu Systemu Dozoru Elektronicznego (którym na koniec 4Q15 objętych zostało ok. 4000 więźniów vs. zakładane przez Impel 10 000).

## Ostatnie wydarzenia

### **Realizacja planu renegotjacji kontraktów w związku z „ozusowaniem” umów cywilnoprawnych na poziomie 85%**

W związku z objęciem składką ZUS umów cywilno-prawnych od początku 2016 r. spółka rozpoczęła w 3Q15 proces renegotjacji obecnie istniejących umów – na koniec 4Q15 spółka szacuje stopień wykonania planu renegotjacji (rozumiany jako odsetek dodatkowych kosztów, który został przetransferowany na klientów) na 85%. Nie wszyscy klienci zaakceptowali podwyżkę cen usług. Wśród podmiotów odrzucających propozycję podwyżek największą grupę stanowiły mali i średni klienci, w tym instytucje publiczne, którzy zdecydowali się na poszukiwanie tańszych dostawców. Według szacunków przedstawionych w wywiadzie z CEO Impela, opublikowanym w Parkiecie, w wyniku zmian legislacyjnych Impel zredukował zatrudnienie o ok. 10% (liczba pracowników zatrudnionych na umowę o pracę spadła na koniec 2015 r. o 8.3% r/r do 13.2k). Redukcja zatrudnienia w związku ze wzrostem kosztów pracy jest zjawiskiem powszechnym na rynku ochrony – według danych Pulsu Biznesu, w 1Q2016 w sektorze ochrony zredukowano zatrudnienie o ok. 45 tys. osób (15% rynku). Proces jest kontynuowany w 1Q16 i ostateczny wpływ zmian legislacyjnych na wyniki Impela znany będzie na koniec kwartału.

*„Ozusowanie” umów cywilnoprawnych – renegotjowano 85% kontraktów.*

### **Rekomendacja niewypłacania dywidendy z zysku za 2015 r.**

Zarząd Impela 7 marca zarekomendował niewypłacanie dywidendy z zysku za 2015 r. W naszych poprzednich prognozach zakładaliśmy wypłatę DPS na poziomie PLN 1.5 (DY: 5.4%) zgodnie z dotychczasową polityką dywidendową spółki. Motywem działania zarządu jest utrzymanie tempa ekspansji rynkowej oraz wysokiej płynności finansowej w obliczu zmian legislacyjnych związanych z objęciem składkami ZUS umów cywilnoprawnych. Waloryzacja kontraktów o dodatkowe koszty spowoduje znaczny wzrost przychodów przy spadku marży operacyjnej, co wpłynie na wzrost nakładów na kapitał obrotowy.

*Zarząd rekomenduje niewypłacanie dywidendy z zysku za 2015 r.*

Prognozujemy łączne nakłady na kapitał obrotowy w 2016p na poziomie PLN 36m vs. PLN 12m w 2015 r. W naszych prognozach, zgodnie z rekomendacją zarządu, zakładamy brak dywidendy z zysku za 2015 r. o raz powrót do DPS na poziomie PLN 1.5 w następnych latach prognozy.

### **Rozwój projektu Systemu Dozoru Elektronicznego poniżej oczekiwań.**

Spółka sygnalizuje, że wykorzystanie Systemu Dozoru Elektronicznego przebiega niezgodnie z początkowymi założeniami. Od rozpoczęcia etapu eksploatacji SDE (październik 2014 r.) liczba skazanych rosła do połowy roku 2015 r., gdy liczba skazanych objętych dozorem osiągnęła ok. 5000 osób. Nowelizacja ustawy z 1 lipca 2015 r. zmieniła znaczenie dozoru elektronicznego, który ze sposobu odbywania kary pozbawienia wolności stał się jedną z form kary ograniczenia wolności, jednym ze środków zabezpieczających, a także sposobem wykonywania zakazu zbliżania się. W efekcie nowelizacja uniemożliwiła odbywanie kary pozbawienia wolności w ramach dozoru elektronicznego poza zakładem karnym, co ograniczyło powszechność zastosowania SDE, a liczba więźniów objętych dozorem przez Impel spadła do poziomu ok. 4000 osób z planowanych 10 tys. osób na koniec 2015 r. Odwrócenie trendu spadkowego może nastąpić w efekcie nowelizacji prawa karnego uchwalonej przez sejm w marcu 2016 r., która w zakresie dozoru elektronicznego zakłada powrót do zasad sprzed 1 lipca 2015 r. Ustawa przywracająca stosowanie SDE w zakresie kar pozbawienia wolności wejdzie w życie od 15 kwietnia 2016 r.

*SDE – nowelizacja ustawy z lipca 2015 negatywnie wpływa na wynik projektu. Powrót do starych zasad od 15 kwietnia 2016 r. jest szansą na poprawę trendu.*

W 1H15 projekt wygenerował PLN 8.5m przychodów oraz stratę EBIT na poziomie PLN 0.7m. Spółka nie podała wyników projektu za 2H15. Szacujemy, że przy obecnej liczbie skazanych objętych dozorem projekt kwartalnie generuje stratę operacyjną na poziomie ok. PLN 0.7-1.0m.

### **Ryzyko odpisu udzielonej pożyczki o wartości PLN 8.5m**

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. Sąd I instancji w decyzji z grudnia 2015 r. nakazał spółce zwrot VAT w wys. PLN 5.5m + naliczone odsetki. W ocenie spółki zarzuty organu I instancji są niezasadne, a decyzja wydana została z naruszeniem przepisów o przedawnieniu.

*Spór z US o zwrot VAT PLN 15.3m w toku.*

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 (kwota PLN 9.8m VAT nie została spółce zwrócona). Decyzję odmowną w zakresie zwrotu nadwyżki VAT wydały organy zarówno I jak i II instancji. Po złożeniu skargi kasacyjnej spór zakończy decyzja Naczelnego Sądu Administracyjnego.

Spółka Logistics, z którą związane są obydwa opisane powyżej spory z US, została sprzedana do podmiotu zewnętrznego i zdekonsolidowana z końcem 4Q15. Grupa Impel posiada jednakże należność z tytułu udzielonych pożyczek do spółki Logistics w kwocie PLN 8.5m zabezpieczoną zastawem rejestrowym na zabezpieczenie spłaty pożyczek, ustanowionym przez sąd na należności od skarbu państwa, tj. podatek VAT, o który toczy się spór, a którego rozstrzygnięcie nastąpi przed NSA.

*Ryzyko odpisu pożyczki PLN 8.5m udzielonej do spółki Logistics.*

W związku ze sporami spółki Logistics z US zwracamy uwagę na ryzyko osłabienia płynności finansowej spółki a w efekcie ryzyko odpisu pożyczki o wartości PLN 8.5m udzielonej do niej przez Impel. Obecnie nie uwzględniamy odpisu w naszych prognozach ze względu na brak pewności dotyczących rozstrzygnięcia sporów.

### **Ryzyko wprowadzenia minimalnej stawki godzinowej na poziomie PLN 12/h brutto**

Resort pracy przedstawił projekt minimalnej stawki na poziomie PLN 12/h brutto. Stawka obowiązywałaby w stosunku do pracy wykonywanej na podstawie umowy zlecenia oraz umowy o świadczenie usług, do których stosuje się przepisy o zleceniu, zawartych z osobą fizyczną lub osobą fizyczną prowadzącą działalność gospodarczą. Projekt będzie dotyczył wszystkich pracowników – jeżeli wejdzie w życie przestanie obowiązywać przepis umożliwiający wypłatę 80% płacy minimalnej w pierwszym roku pracy osobom rozpoczynającym karierę zawodową. Projekt zawiera również zapis o terminowym wypłacaniu wynagrodzenia, przynajmniej raz w miesiącu. Ostatnia wersja zakłada również, że minimalna stawka godzinowa na poziomie PLN 12/h obowiązywać będzie tylko do końca 2017 r., a następnie będzie waloryzowana zgodnie ze wzrostem wynagrodzenia minimalnego. Według danych GUS obecnie w Polsce na umowach cywilno-prawnych pracuje ok. 2m osób (z czego 1.5m na umowach-zleceniach i 0.5m na umowach o dzieło).

*Projekt min. stawki godzinowej na poziomie PLN 12/h na etapie konsultacji społecznych.*

Negatywne stanowisko w sprawie minimalnej stawki godzinowej zajęli do tej pory m.in.:

Państwowa Inspekcja Pracy – Roman Giedroń, szef PIP, uważa, że projekt minimalnej stawki godzinowej jest niewykonalny, nieskuteczny, doprowadzi do wzrostu szarej strefy i paraliżu pracy inspekcji. Szef PIP podkreśla, że konstrukcja projektu zakładająca kontrolę umów-zleceń stanowi ingerencję w swobodę zawierania umów, a brak włączenia w projekt umów o dzieło i umów o roboty budowlane spowoduje ich popularyzację (PIP nie ma możliwości kwestionowania formy zawartych umów). Obawy szefa PIP dotyczą również potencjalnej ilości skarg ze strony zleceniobiorców, która mogłaby sparaliżować działanie Inspekcji.

Kolejnym argumentem przeciwko projektowi jest niezgodność z Konwencją Międzynarodowej Organizacji Pracy, która wyznacza zakres działania inspekcji pracy.

Ministerstwo Rozwoju – Wiceminister Mariusz Haładyj w pisemnej opinii skrytykował projekt minimalnej stawki godzinowej wskazując przede wszystkim na jego wpływ na funkcjonowanie firm i podwyższenie kosztów działalności gospodarczej. Wiceminister zwraca uwagę na bezcelowość nałożenia minimalnej stawki godzinowej na osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą oraz współpracujących na podstawie umów cywilno-prawnych z wieloma podmiotami – jego zdaniem projekt powinien być zawężony jedynie do osób, które pracują na rzecz jednego kontrahenta. Podkreśla również, że przymus ewidencjonowania godzin pracy osób zatrudnionych na podstawie umów-zleceń stanowić będzie dodatkowe, znaczne obciążenie dla pracodawców. Dodatkowo Wiceminister zauważa, że stosowanie zasad projektu do już zawartych umów może stanowić naruszenie zasady swobody gospodarczej oraz zasady swobody zawierania umów.

Pomimo krytyki ze strony PIP i Ministerstwa Rozwoju plan wprowadzenia minimalnej stawki godzinowej na poziomie PLN 12/h jest podtrzymywany przez Ministerstwo Pracy. Nowe regulacje, według ostatnich zapowiedzi Ministerstwa Pracy, obowiązywać będą od 1 września 2016 r. dla nowych umów oraz od początku 2017 r. dla umów zawartych przed dniem wejścia ustawy w życie.

Wprowadzenie minimalnej stawki godzinowej wpłynie na znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń w branżach, w których wykorzystywana jest niskowykwalifikowana siła robocza takich jak m.in. ochrona, sprzątnięcie, gastronomia. Ryszard Kaliński, prezes firmy ochroniarskiej Juventus, w wypowiedzi dla DGP z lutego 2016 r., szacuje, że obecnie średnia stawka w przetargach publicznych za godzinę ochrony wynosi ok. PLN 9–10/h + VAT. Po wprowadzeniu minimalnej stawki godzinowej na poziomie PLN 12/h brutto minimalna oferowana stawka w przetargach powinna wynosić ok. PLN 17-18/h, a więc wzrośnie o ok. 80-100%. Z kolei prezes Polskiej Izby Gospodarczej Czystości Marek Kowalski twierdzi, że 65–70% pracowników firm sprzątających, które współpracują z sektorem publicznym, otrzymuje średnio tylko PLN 7–8/h, co oznacza wzrost wynagrodzeń w przypadku wprowadzenia projektu minimalnej stawki godzinowej PLN 12/h o 50-70%.

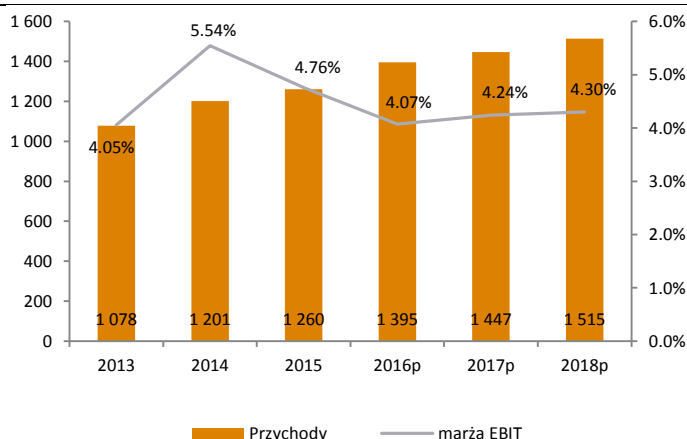
Projekt minimalnego wynagrodzenia godzinowego uznajemy obecnie za największe ryzyko dla działalności operacyjnej Grupy Impel. Spółka po raz kolejny, po renegotjacji kontraktów w związku z „ozusowaniem” umów cywilno-prawnych, musiałaby zwrócić się do swoich kontrahentów w sprawie waloryzacji cen usług o dodatkowy wzrost kosztów pracy. W efekcie marża operacyjna generowana przez Impel uległaby dalszej erozji, a spółka musiałaby ponieść dodatkowe nakłady netto na kapitał obrotowy oraz liczyć się z ryzykiem wymówienia umów przez część z klientów.

## Prognozy finansowe 2016-2018p

- Podwyższamy naszą prognozę przychodów w latach 2016-2017p o 2.5% do PLN 2,102m oraz PLN 2,224m. Podwyższamy prognozę sprzedaży Facility Management o 2.5% w 2016p do PLN 1,325m oraz o 2.6% do PLN 1,373m w 2017p. W segmencie Bezpieczeństwa w latach 2016-2017p prognozujemy sprzedaż na poziomie PLN 666m oraz PLN 736m, odpowiednio o 1.5% oraz 1.1% wyżej niż w poprzednich szacunkach. W segmencie Pozostałych spółek oczekujemy przychodów w latach 2016-2017p na poziomie PLN 70m oraz PLN 75m, odpowiednio 18.7% oraz 20.8% wyżej niż w poprzedniej prognozie.
- Obniżamy prognozę EBITDA w latach 2016-2017p o odpowiednio 3.3% i 1.9% do PLN 94.8m i PLN 104.1m.
- Przy amortyzacji w latach 2016-2017p na poziomie PLN 52.8m oraz PLN 56.0m obniżamy prognozę EBIT odpowiednio o 19.3% i 22.6% do PLN 42.0m oraz PLN 48.1m. Zakładamy marżę operacyjną na poziomie odpowiednio 2.0% oraz 2.16% wobec 2.54% oraz 2.86% w poprzednich szacunkach. Na obniżenie naszej prognozy wyniku operacyjnego wpływ mają erozja marży w segmencie Facility Management ze względu na straty generowane przez spółki Climbox (sprzątanie przemysłowe) i Impel Griffin Group (spółka działająca na Ukrainie) oraz słabsze niż oczekiwane wyniki 4Q2015 w segmencie Bezpieczeństwa, w którym spółka wciąż generuje straty na projekcie Systemu Dozoru Elektronicznego. W segmencie Facility Management prognozujemy EBIT w latach 2016-2017p na poziomie PLN 41.1m (marża 3.10% vs. 3.70% w poprzedniej prognozie) oraz PLN 44.6m (marża 3.25% vs. 3.73%). W segmencie Bezpieczeństwa oczekujemy EBIT w latach 2016-2017p na poziomie PLN -7.9m (marża -1.18% vs. -1.01% w poprzedniej prognozie) oraz PLN -6.1m (marża -0.82% vs. 0.07%).  
W segmencie Pozostałych spółek, ze względu na osłabienie marży operacyjnej w 4Q2015 do 19.7% vs. 46.4% w 4Q14, obniżamy nasze prognozy EBIT o 12.8% do PLN 15.7m w 2016p oraz o 12.3% do PLN 16.8m w 2017p.

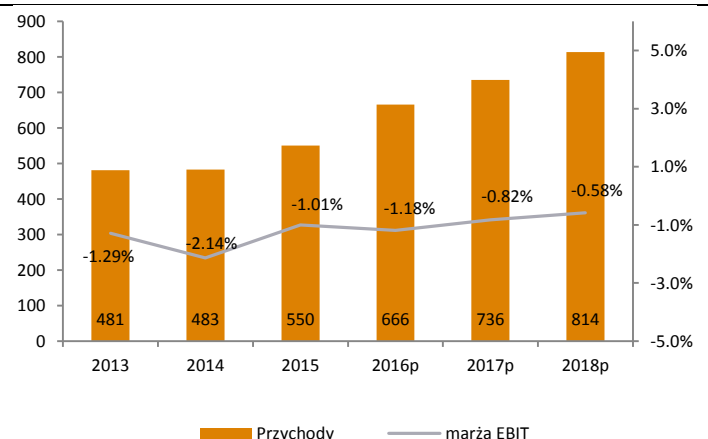
**Wykres 3. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Facility management i Pozostałych spółek.**

Dane w PLNm, %



**Wykres 4. Przychody oraz znorm. marża EBIT segmentu Bezpieczeństwo.**

Dane w PLNm, %



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Podwyższamy prognozę kosztów finansowych netto do PLN 14.9m w 2016p vs. PLN 14.0m w poprzedniej prognozie oraz do PLN 15.0m w 2017p vs. PLN 14.2m w poprzedniej prognozie.



- Obniżamy prognozę zysku netto o 32% do PLN 20.4m w 2016p oraz o 33% w 2016p do PLN 25.2m.

**Tabela 2. Impel: Prognozy finansowe na lata 2016-2018p**
*Dane w PLNm*

	2016p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2017p		zmiana (%)	Zmiana r/r	2018p	Zmiana r/r
	stare	nowe		nowe	stare	nowe		nowe	nowe	nowe
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 050.5</b>	<b>2 101.9</b>	<b>2.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>2 169.4</b>	<b>2 223.8</b>	<b>2.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>2 369.1</b>	<b>6.5%</b>
Facility Management	1 293.0	1 325.0	2.5%	10.4%	1 337.7	1 372.6	2.6%	3.6%	1 448.6	5.5%
Bezpieczeństwo	656.2	666.2	1.5%	21.0%	727.5	735.7	1.1%	10.4%	799.2	8.6%
Pozostałe	58.9	69.9	18.7%	16.7%	61.9	74.8	20.8%	7.0%	80.6	7.8%
<b>EBITDA</b>	<b>98.1</b>	<b>94.8</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>106.0</b>	<b>104.1</b>	<b>-1.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>111.8</b>	<b>7.5%</b>
<b>EBIT</b>	<b>52.1</b>	<b>42.0</b>	<b>-19.3%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>62.0</b>	<b>48.1</b>	<b>-22.6%</b>	<b>14.3%</b>	<b>52.6</b>	<b>9.5%</b>
Facility Management	47.8	41.1	-14.1%	-7.7%	49.9	44.6	-10.6%	8.6%	47.5	6.5%
Bezpieczeństwo	-6.6	-7.9	19.1%	42.4%	0.5	-6.1	-1375.3%	-23.3%	-5.2	-13.8%
Pozostałe	18.0	15.7	-12.8%	1.4%	19.2	16.8	-12.3%	7.0%	18.1	7.8%
<b>Zysk netto</b>	<b>30.0</b>	<b>20.4</b>	<b>-32.0%</b>	<b>-10.9%</b>	<b>37.8</b>	<b>25.2</b>	<b>-33.4%</b>	<b>23.5%</b>	<b>28.6</b>	<b>13.7%</b>
DPS	1.5	1.5	0.0%	n.a.	1.5	1.5	0%	0%	1.5	0%
CFO	65.3	47.6	-27.0%	-30.9%	80.5	72.9	-10%	53%	77.9	7%
CAPEX	36.8	35.6	-3.2%	99.8%	35.2	40.0	14%	12%	40.0	0%
Dług netto	256.4	241.9	-5.6%	-1.4%	244.6	237.1	-3%	-2%	227.4	-4%

*Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM*

## Wycena

Wyceniamy Impel używając 5-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 37.7/akcję (0% wagi), natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 28.8/akcję (100% wagi). Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 28.8/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 12.8%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 32.5/akcję (vs. PLN 38/akcję poprzednio).

**Cena docelowa PLN 32.5/akcję**

**Tabela 3. Impel: Podsumowanie wyceny.**

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	37.7	0%
Metoda DCF	28.8	100%
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>28.8</b>	
Koszt kapitału własnego (%)	12.8%	
<b>12M cena docelowa</b>	<b>32.5</b>	
Obecna cena	27.8	
<b>Potencjał wzrostu/spadku (%)</b>	<b>17%</b>	

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 3.0% w okresie prognozy oraz 4.0% w okresie rezydualnym
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.1x.

**Tabela 4. Impel: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)**

	2016p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	4.0%
Beta zalewarowana	2.0	1.8
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.2%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.0%	4.0%
Marża na zadłużeniu	2.5%	2.5%
Kosztu długu	5.5%	6.5%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.3%</b>
% D	51.5%	47.9%
% E	48.5%	52.1%
<b>WACC</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.4%</b>

Źródło: szacunki Vestor DM

**Tabela 5. Impel: Wycena DCF**

PLNm o ile nie wskazano inaczej	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	2 102	2 224	2 369	2 524	2 689	
- Zmiana r/r	14%	6%	7%	7%	7%	
Znorm. EBITDA	94.8	104.1	111.8	120.2	129.1	
- marża EBITDA	4.5%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	
Znorm. EBIT	42.0	48.1	52.6	57.8	63.5	
Podatek od EBIT	-8.0	-9.1	-10.0	-11.0	-12.1	
NOPAT	34.1	38.9	42.6	46.8	51.5	51.5
- marża NOPAT	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	
Amortyzacja	52.8	56.0	59.2	62.4	65.6	65.6
Zmiany w kapitale obrotowym	-36.3	-18.2	-21.5	-23.0	-24.5	
Capex	-35.6	-40.0	-40.0	-40.0	-40.0	-65.6
<b>Wolne przepływy finansowe</b>	<b>15.0</b>	<b>36.7</b>	<b>40.3</b>	<b>46.2</b>	<b>52.6</b>	<b>51.5</b>
Czynnik dyskontowy (%)	94%	87%	80%	74%	68%	
Wartość bieżąca FCF	14.1	31.8	32.2	34.0	35.7	
Wartość bieżąca FCF 2016-2020p	147.9					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	2.2%					
Zdyskontowana wartość rezydualna	486.5					
Wartość przedsiębiorstwa	634.4					
Kapitały mniejszości (2015)	18.5					
Dług netto (2015)	245.3					
Wartość kapitału własnego	<b>370.5</b>					
Liczba akcji (m)	12.9					
<b>Wartość godziwa na akcję</b>	<b>28.8</b>					

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 6. Impel: Analiza wrażliwości wyceny DCF (wartość godziwa PLN/akcją)**

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		0.7%	1.2%	1.7%	2.2%	2.7%	3.2%	3.7%
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)	2.5%	28.1	30.8	34.0	37.7	42.1	47.4	53.9
	3.0%	25.9	28.3	31.1	34.3	38.0	42.5	47.9
	3.5%	24.0	26.1	28.6	31.4	34.6	38.4	43.0
	4.0%	22.3	24.2	26.3	<b>28.8</b>	31.6	34.9	38.8
	4.5%	20.7	22.4	24.4	26.6	29.0	31.9	35.2
	5.0%	19.3	20.9	22.6	24.6	26.8	29.3	32.2
	5.5%	18.0	19.4	21.0	22.8	24.7	27.0	29.5
		Zdelewarowana beta						
		0.8x	0.9x	1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x
Premia za ryzyko	2.0%	75.9	71.3	67.2	63.3	59.8	56.6	53.6
	3.0%	60.7	55.8	51.5	47.6	44.2	41.0	38.1
	4.0%	49.5	44.7	40.5	36.8	33.5	30.5	27.8
	5.0%	41.0	36.3	32.3	<b>28.8</b>	25.7	23.0	20.5
	6.0%	34.3	29.8	26.0	22.7	19.8	17.3	15.1
	7.0%	28.8	24.6	21.0	17.9	15.2	12.9	10.8
	8.0%	24.3	20.3	16.9	14.0	11.5	9.3	7.4

Źródło: szacunki Vestor DM

**Wycena metodą porównawczą**

Wycenę porównawczą opieramy na mnożnikach EV/EBITDA i P/E na lata 2016-2017p. 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 2016-2017p P/E na poziomie 17.5x i 14.2x oraz 2016-2017p EV/EBITDA odpowiednio 6.5x i 5.9x. Przyznając równe wagi dla mnożników EV/EBITDA oraz P/E na lata 2016-2017p wyceniamy Impela metodą porównawczą na PLN 37.7/akcję. Zwracamy uwagę na różnice w profilu ryzyka pomiędzy Impelem a grupą spółek porównawczych, które wynikają z funkcjonowania w innym otoczeniu legislacyjnym.

**Tabela 7. Impel: Wycena porównawcza.**

Spółka	Kraj	Cena	Kapitalizacja (PLNm)			P/E (x)			EV/EBITDA (x)			Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR zysku netto	Dług netto/EBITDA
			2015	2016p	2017p	2015	2016p	2017p	2015	2016p	2017p	2016p	2016p	2015-2017p	2016p
<b>Impel</b>	Polska	27.8	358	15.7	17.5	14.2	6.4	6.5	5.9	5.4%	4.5%	5%	2.6		
Sodexo	Francja	94.1	62 912	20.4	20.5	18.8	9.2	10.0	9.3	2.5%	7.3%	2%	0.2		
Bunzl	Wlk. Brytania	2001.0	36 361	28.2	20.9	20.2	16.3	14.8	14.1	2.0%	7.4%	20%	1.9		
G4S	Wlk. Brytania	188.2	15 829	293.7	12.2	11.3	15.2	8.0	7.7	5.0%	8.5%	461%	2.9		
Securitas	Szwecja	132.5	22 237	19.8	16.6	15.5	11.9	10.7	9.8	2.8%	6.5%	13%	2.2		
ServiceMaster	USA	36.5	18 778	23.3	17.5	15.8	13.3	10.5	9.5	n.a.	24.8%	39%	3.3		
Serco Group	Wlk. Brytania	96.5	5 747	n.a.	64.3	43.9	66.4	11.3	11.4	0.1%	3.9%	n.a.	1.7		
Loomis	Szwecja	230.0	7 670	16.2	14.0	13.2	8.9	7.1	6.6	3.4%	17.5%	11%	1.4		
Mitie Group	Wlk. Brytania	252.2	4 849	12.2	10.3	9.8	10.1	6.9	6.5	4.8%	6.7%	63%	1.1		
Brink'S	USA	33.0	6 143	29.4	16.8	15.0	8.4	4.9	4.3	1.2%	11.6%	n.a.	-0.1		
Derichebourg	Francja	2.7	1 910	13.6	12.3	12.3	5.1	4.5	4.2	1.4%	6.2%	13%	1.4		
Robert Walters	Wlk. Brytania	308.5	1 294	14.9	13.8	11.8	9.5	7.1	6.1	2.6%	4.8%	19%	-0.5		
Amadeus Fire	Niemcy	66.2	1 464	18.7	18.8	17.7	13.0	10.2	9.6	5.3%	17.0%	3%	-1.3		
Proffice	Szwecja	24.6	777	23.7	16.7	14.2	6.7	11.2	10.1	4.5%	3.7%	n.a.	0.3		
Catering Intl Services	Francja	14.7	504	15.5	27.8	18.2	n.a.	4.8	3.7	0.8%	5.7%	n.a.	-2.9		
Mediana				19.8	16.8	15.2	10.1	9.0	8.5	2.6%	7.0%	16%	1.2		
Premia/Dyskonto				-21%	5%	-7%	-37%	-27%	-30%						
Implikowana wycena				35.1	26.6	29.8	55.9	45.9	48.7						
Waga				0%	25%	25%	0%	25%	25%						
<b>Implikowana cena akcji</b>		<b>37.7</b>													

Źródło: Bloomberg, szacunki Vestor DM

**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 WYCEN 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 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 do 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.

Zadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez 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 zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła 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 jakikolwiek 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 znajdującymi 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 ROZPOWSZECHNIANA 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 ZAOPZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEN.**

**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 SA 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 WYCEN/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 następnym 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, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć 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 nawiguje.

Analizy Vestor działał 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 jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub 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: 4 rekomendacje kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 4 rekomendacje, 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 46 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 19 maja 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 41PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 32PLN, w dniu 3 września 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 41PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 29.3PLN oraz w dniu 17 listopada 2015 r. raport aktualizujący z ceną docelową 38PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 26PLN. 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 © 2016 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 założeniach 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 by 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**