

- Bardzo dobre wyniki za 1Q15, finalizacja kontraktu z TU Zdrowie.
- Podwyższamy naszą prognozę znorm. EBITDA w 2015P o 9% do PLN 10.2m (wzrost o 30% r/r).
- Na naszych prognozach spółka jest wyceniana przy 8.0x EV/EBITDA na 2015P, z 46% dyskontem do Enel-Medu.

Istotna poprawa rentowności

Po bardzo dobrych wynikach za 1Q15 podnosimy naszą prognozę EBITDA i zysku netto Polmedu w 2015P o 9% i 13%. Nasze nowe prognozy EBITDA i zysku netto w wysokości PLN 10.2m i PLN 5.9m, implikują mnożniki 2015P EV/EBITDA 8.0x i P/E 13.4x. Jednocześnie podnosimy nasze prognozy EBITDA na lata 2016-2017P o 9% i 8% do PLN 11.0m i PLN 11.6m. W wyniku podniesienia naszych prognoz finansowych na najbliższe lata podwyższamy naszą cenę docelową dla akcji Polmed z PLN 3.8 na PLN 4.1, 46% powyżej obecnej wyceny rynkowej. Polmed wyceniany jest obecnie na naszych prognozach z 46% dyskontem do Enel-Medu na mnożniku EV/EBITDA.

Potwierdzony kontrakt z TU Zdrowie. W dniu 28 maja spółka zawarła umowę o świadczenie usług likwidacji szkód dla TU Zdrowie, która weszła w życie 1 czerwca. Szacunki zarządu do oczekiwanych przychodów generowanych przez kontrakt pozostały niezmiennione w stosunku do listu intencyjnego opublikowanego w październiku 2014r. i mają wynieść ok. PLN 9-10m w pierwszym roku współpracy i potencjalnie wzrosnąć do PLN 17m w następnych latach.

Wyniki za 1Q15 powyżej oczekiwań. Polmed opublikował bardzo dobre wyniki za 1Q15, które były o 40% i 63% wyższe od naszych oczekiwań na poziomie EBITDA i zysku netto ze względu na wyższą od oczekiwanej marżę EBITDA. Przychody były zgodne z naszymi oczekiwaniami i wyniosły PLN 16.8m po wzroście o 16% r/r. Wynik EBITDA wyniósł PLN 2.5m (wzrost o 63% r/r), a zysk netto wyniósł PLN 1.4m i był o 182% wyższy od wyniku w 1Q14.

Podniesienie prognoz. Poprawa marży EBITDA w 1Q15 pozwala naszym zdaniem bardziej optymistycznie patrzeć na pozostałe kwartały 2015r. Stąd podnosimy naszą prognozę EBITDA na 2015P o 9% do PLN 10.2m (wzrost o 30% r/r) oraz zysku netto o 13% do PLN 5.9m. Zwracamy uwagę, że dla realizacji naszych prognoz 2015P kluczowa będzie druga połowa 2015r. i realizacja kontraktu z TU Zdrowie. Oczekujemy, że skokowy wzrost przychodów zostanie zrealizowany na niższej marży niż w 1Q15 ze względu na większy udział przychodów wygenerowanych w placówkach partnerskich. Podnosimy naszą prognozę EBITDA na 2016P o 8% do PLN 11.0m (wzrost o 8% r/r) i zysku netto o 12% do PLN 6.7m (wzrost 13% r/r).

Wycena. Wyceniamy akcje Polmedu korzystając z 10-letniego modelu DCF (waga 60%), metody porównawczej względem Enel-Medu (waga 30%) oraz metody porównawczej bazującej na mnożnikach transakcyjnych (waga 10%). Stąd podnosimy cenę docelową dla akcji Polmed z PLN 3.8/akcję do PLN 4.1/akcję, 46% powyżej wyceny rynkowej. Na naszych prognozach Polmed jest wyceniany na 8.0x EV/EBITDA na 2015P, z 46% i 49% dyskontem odpowiednio do Enel-Medu i mediany mnożników transakcyjnych.

Polmed: Prognozy finansowe (PLN m)

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	45.5	54.7	61.1	75.9	87.2	88.7
EBIT	-2.7	3.0	3.5	7.5	8.3	8.8
Znorm. EBITDA	0.2	5.6	7.9	10.2	11.0	11.6
Znorm. zysk netto	-2.9	3.0	3.7	5.9	6.7	7.2
PER (x)	n.a.	26.8	21.5	13.4	11.9	11.2
EV/ EBITDA (x)	n.a.	16.0	10.9	8.0	7.3	6.5
Stopa dywidendy* (%)	1.1%	0.0%	1.4%	2.5%	3.7%	4.6%

*dywidenda wypłacona w danym roku

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	4.1
Cena bieżąca (PLN)	2.80
Max (52T)	3.09
Min (52T)	2.61
Liczba akcji (m)	28.4
Kapitałizacja (PLN m)	79.4
Dług netto (2015P, PLN m)	2.8
EV (2015P, PLN m)	82.2
Śr. dzienny obrót (3M, PLN k)	23.0

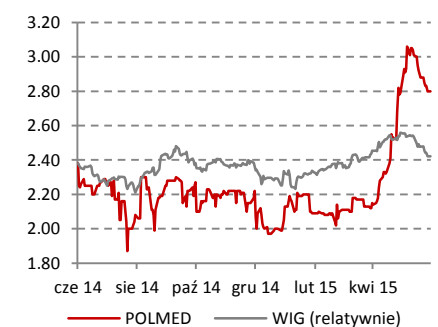
Akcjonariat – udział w kapitale/głosach

Polmed Medical Limited	54/62%
NPN Med II (Krokus PE)	42/35%
Pozostali	4/3%

Opis Spółki

Polmed jest czwartym największym prywatnym operatorem medycznym w Polsce pod względem liczby przychodni. Spółka świadczy usługi podstawowej oraz specjalistycznej opieki zdrowotnej poprzez sieć 20 placówek własnych i 3,000 placówek partnerskich. Polmed rozpoczął swoją działalność w 1999 r. w województwie pomorskim i do dziś w tym regionie znajduje się największa koncentracja placówek spółki. W 2009 r. po pozyskaniu kapitału od NPN II Med (któremu doradza Krokus PE) rozpoczęło ekspansję ogólnokrajową i otworzyło centra medyczne w głównych miastach Polski m.in. w Warszawie, Krakowie i Katowicach.

Polmed vs. WIG: Relatywny kurs akcji



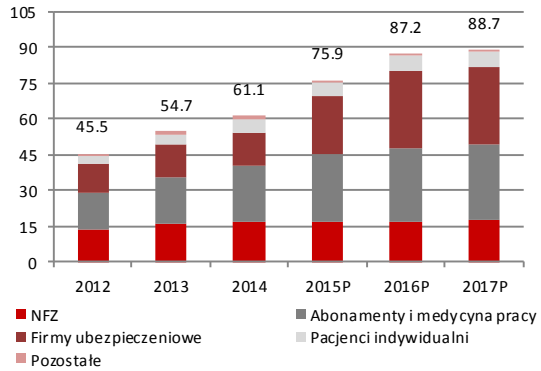
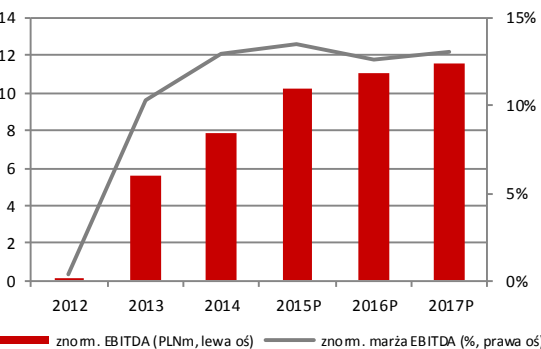
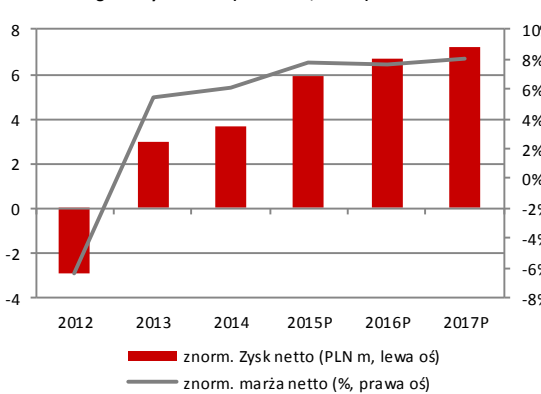
Źródło: Bloomberg

Michał Mordel

(+48) 22 378 9220

Michał.Mordel@investors.pl

Polmed: Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat (PLN m)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	Podstawowe dane	
Przychody	45.5	54.7	61.1	75.9	87.2	88.7	Cena akcji (PLN)	2.80
Zysk brutto na sprzedaży	2.1	6.2	8.2	10.4	11.4	11.9	Min (52W, PLN)	1.87
Koszty ogólnego zarządu	-5.1	-3.5	-3.4	-3.4	-3.5	-3.5	Max (52W, PLN)	2.61
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0.3	0.2	-1.3	0.6	0.4	0.4	Kapitalizacja (PLN m)	79.4
EBITDA	-0.4	5.6	6.2	10.2	11.0	11.6	EV (2015P, PLN m)	82.2
Znorm. EBITDA	0.2	5.6	7.9	10.2	11.0	11.6	Podstawowe dane	
Amortyzacja	2.3	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	Liczba akcji (m)	28.4 28.4 28.4 28.4 28.4 28.7
EBIT	-2.7	3.0	3.5	7.5	8.3	8.8	EPS (PLN)	-0.12 0.10 0.08 0.21 0.24 0.25
Przychody finansowe netto	-0.7	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	BVPS (PLN)	1.1 1.2 1.3 1.4 1.6 1.7
Zysk brutto	-3.4	2.3	3.0	7.3	8.2	8.9	DPS (PLN)	0.03 0.00 0.04 0.07 0.10 0.13
Podatek	0.1	0.6	-0.7	-1.4	-1.6	-1.7	Segmenty	
Zysk netto	-3.4	2.9	2.3	5.9	6.7	7.2	Przychody (PLN m)	45.5 54.7 61.1 75.9 87.2 88.7
Znorm. Zysk netto	-2.9	3.0	3.7	5.9	6.7	7.2	NFZ	13.7 16.1 16.4 16.8 17.1 17.3
Bilans (PLN m)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	Abonamenty i medycyna pracy	15.5 19.6 23.8 28.2 30.6 31.5
Rzeczowe aktywa trwałe	33.2	31.8	27.4	28.0	29.2	27.7	Firmy ubezpieczeniowe	12.2 13.4 14.3 24.3 32.6 32.6
Wartości niematerialne i prawne	12.6	12.6	12.5	12.4	12.3	12.2	Pacjenci indywidualni	2.8 4.2 5.4 5.7 6.1 6.4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0.3	0.5	0.9	2.9	4.4	8.5	Pozostałe	1.3 1.3 1.3 0.8 0.8 0.8
Należności krótkoterminowe	7.4	7.0	9.0	10.0	11.3	11.5	Polmed: Prognoza przychodów (2012-17P, PLN m)	
Zapasy	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3		
Pozostałe aktywa obrotowe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	Polmed: Prognoza EBITDA (2012-17P, PLN m)	
Aktywa	53.9	53.5	51.1	54.9	59.0	61.7		
Dług krótkoterminowy	5.5	4.5	1.7	1.3	1.5	1.3	Polmed: Prognoza zysku netto (2012-17P, PLN m)	
Zobowiązania handlowe	4.0	3.3	3.4	4.6	5.5	5.5		
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2.0	1.6	1.9	2.0	2.2	2.3		
Dług długoterminowy	8.5	6.8	5.5	4.4	3.4	2.3		
Rezerwy	0.5	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9		
Kapitał własny	32.2	35.1	36.3	40.3	44.0	47.8		
Pasywa	53.9	53.5	51.1	54.9	59.0	61.7		
Dług netto	13.8	10.9	6.3	2.8	0.5	-4.9		
Przepływy pieniężne (PLN m)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P		
Zysk netto	-3.4	2.9	2.3	5.9	6.7	7.2		
Zmiany w kapitale obrotowym	1.8	0.0	-1.0	-0.5	-0.3	-0.1		
Amortyzacja	2.3	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8		
Przepływy z działalności operacyjnej	1.7	5.5	6.7	7.9	9.1	9.8		
Nakłady inwestycyjne	-3.7	-1.4	-0.7	-3.1	-3.8	-1.2		
Inne przepływy inwestycyjne	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0		
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3.7	-1.4	-0.7	-2.2	-3.8	-1.2		
Zmiany w kapitale własnym netto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4		
Zmiany zadłużenia netto	1.1	-2.3	-3.4	-1.4	-0.9	-1.2		
Odsetki	-0.9	-0.6	-0.3	-0.2	-0.1	0.1		
Dywidendy	-0.9	0.0	-1.1	-2.0	-3.0	-3.7		
Przepływy z działalności finansowej	-1.7	-3.9	-5.6	-3.6	-3.9	-4.5		
Zmiana stanu gotówki	-3.7	0.2	0.4	2.1	1.5	4.1		
Wskaźniki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P		
Dynamiki wzrostu								
Wzrost przychodów (%)	41.7%	20.2%	11.7%	24.3%	14.8%	1.8%		
Wzrost EBITDA (%)	n.a.	n.a.	11.3%	65.1%	7.7%	5.3%		
Wzrost znorm. EBITDA (%)	n.a.	n.a.	39.6%	29.6%	7.7%	5.3%		
Wzrost zysku netto (%)	n.a.	n.a.	-19.6%	154.0%	12.7%	7.6%		
Wzrost znorm. zysku netto (%)	n.a.	n.a.	24.8%	59.8%	12.7%	7.6%		
Marże								
Marża brutto (%)	4.6%	11.4%	13.4%	13.7%	13.1%	13.5%		
Marża EBITDA (%)	-0.9%	10.2%	10.1%	13.4%	12.6%	13.0%		
Znorm. marża EBITDA (%)	0.4%	10.3%	12.9%	13.4%	12.6%	13.0%		
Marża EBIT (%)	-6.0%	5.4%	5.7%	9.9%	9.6%	9.9%		
Marża netto (%)	-7.4%	5.3%	3.8%	7.8%	7.6%	8.1%		
Znorm. marża netto (%)	-6.4%	5.4%	6.1%	7.8%	7.6%	8.1%		
Na akcję								
Liczba akcji (m)	28.4	28.4	28.4	28.4	28.4	28.7		
Zysk na akcję (PLN)	-0.12	0.10	0.08	0.21	0.24	0.25		
Wartość księgową na akcję (PLN)	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7		
Dywidenda na akcję (PLN)	0.03	0.00	0.04	0.07	0.10	0.13		
Wolne przepływy pieniężne na akcję (PLN)	-0.05	0.13	0.18	0.21	0.19	0.30		
Dźwignia i stopy zwrotu								
Dług netto/EBITDA (x)	n.a.	2.0	1.0	0.3	0.0	-0.4		
Dług netto/Kapitał własny (x)	n.a.	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	0.7	0.8	1.5	1.7	1.8	2.3		
ROA (%)	-6.1%	5.4%	4.4%	11.2%	11.7%	11.9%		
ROIC (%)	-3.7%	5.4%	9.5%	14.2%	15.4%	16.3%		
ROE (%)	-9.9%	8.6%	6.5%	15.4%	15.8%	15.6%		
Wskaźniki wyceny								
znorm. PER (x)	n.a.	26.8	21.5	13.4	11.9	11.2		
EV/znorm. EBITDA (x)	n.a.	16.0	10.9	8.0	7.3	6.5		
EV/Sprzedaż (x)	2.0	1.7	1.4	1.1	0.9	0.9		
P/BV (x)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7		
Stopa dywidendy (%)	1.1%	0.0%	1.4%	2.5%	3.7%	4.6%		
Stopa FCF (%)	-1.6%	4.6%	6.5%	7.7%	6.7%	10.7%		
Nadchodzące wydarzenia								
31 sierpnia 2015				Publikacja raportu za 1H15				
3 listopada 2015				Publikacja raportu za 3Q15				

Źródło: Dane spółki, szacunki DI Investors

Omówienie wyników za 1 kwartał 2015 r.

- Przychody w 1Q15 wyniosły PLN 16.8m, wzrosły o 16% r/r i były zgodne z naszymi oczekiwaniami.
- EBITDA wyniosła PLN 2.5m (wzrost o 63% r/r) i była o 40% wyższa od naszych oczekiwań głównie ze względu na niższe niż zakładaliśmy koszty usług obcych.
- Raportowany zysk netto wyniósł PLN 1.4m, wzrost o 182% r/r i był wyższy od naszych oczekiwań o 63%

Tabela 2. Polmed: Wyniki za 1Q15 (PLNm)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14*	1Q15	% YoY	1Q15 DII	% vs. DII
Przychody	14.5	15.0	15.3	16.3	16.8	16%	16.8	0%
EBITDA	1.5	1.7	2.3	0.7	2.5	63%	1.8	40%
znorm. EBITDA	1.5	1.7	2.3	2.4	2.5	63%	1.8	40%
EBIT	0.9	1.0	1.6	0.0	1.8	116%	1.0	86%
Zysk netto	0.5	0.8	1.1	-0.1	1.4	182%	0.9	63%
<i>znorm. marża EBITDA</i>	<i>10.5%</i>	<i>11.4%</i>	<i>14.9%</i>	<i>14.5%</i>	<i>14.8%</i>		<i>10.5%</i>	
<i>Marża netto</i>	<i>3.5%</i>	<i>5.4%</i>	<i>7.1%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>8.5%</i>		<i>5.2%</i>	

*wyniki za 4Q14 skorygowano o wpływ sprzedaży OW Neptun

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Przychody. Przychody wyniosły PLN 16.8m, wzrosły o 16% r/r i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przychody z NFZ wyniosły PLN 4.3m (wzrost o 4% r/r). Przychody w segmencie Abonamenty i medycyna pracy były na poziomie PLN 6.3m (wzrost o 34% r/r). Natomiast przychody z segmentu Firm ubezpieczeniowych wyniosły PLN 3.9m i były wyższe o 11% r/r.

Rentowność. EBITDA wyniosła PLN 2.5m (wzrost o 63% r/r) i była 40% powyżej naszych oczekiwań. Marża EBITDA na poziomie 14.8% była wyższa o 4.3pp względem 1Q14 i naszych prognoz, wynikała przede wszystkim z niskich kosztów usług obcych i wynagrodzeń w wysokości łącznie PLN 13.0m (wzrost o 11% r/r). Pozytywnie na marżę EBITDA w 1Q15 wypłynął wysoki udział przychodów od klientów indywidualnych 12% wobec 9% w całym 2014r. oraz sukcesywna kontrola kosztów w spółce.

Zysk netto. Wynik na działalności finansowej netto był ujemny i wyniósł PLN 0.1m, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. W rezultacie zysk netto wyniósł PLN 1.4m, wzrost o 182% r/r, o 63% powyżej naszych oczekiwań.

Przepływy pieniężne i dług netto. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 2.3m (wzrost o 65% r/r). 1Q15 był kolejnym kwartałem z rzędu w którym spółka zmniejszała swoje zadłużenie, dług netto na koniec 1Q15 wyniósł PLN 3.5m wobec PLN 10m na koniec 1Q14. W 1Q15 spółka pokazała silną pozycję gotówkową w wysokości PLN 3.2m wobec pozycji niższych niż PLN 1m we wszystkich kwartałach ubiegłego roku.

Podsumowanie

Wyniki za 1Q15 są bardzo dobre, wyższe od naszych oczekiwań na poziomie EBITDA i zysku netto. Zwracamy uwagę, że dla realizacji naszych prognoz 2015P kluczowa będzie realizacja kontraktu z TU Zdrowie.

Zmiana prognoz finansowych na 2015-2017p

Tabela 3. Polmed: Prognozy finansowe na lata 2015-2017P

Dane w PLNm

	2015P		zmiana prognoz	Zmiana r/r	2016P		zmiana prognoz	Zmiana r/r	2017P		zmiana prognoz	Zmiana r/r
	poprzednie	obecne	(%)	obecne	poprzednie	obecne		(%)	poprzednie	obecne		obecne
Przychody ze sprzedaży	75.9	75.9	0%	24%	87.2	87.2	0%	15%	88.7	88.7	0%	2%
NFZ	16.8	16.8	0%	3%	17.1	17.1	0%	1%	17.3	17.3	0%	1%
Abonamenty i medycyna	28.2	28.2	0%	19%	30.6	30.6	0%	8%	31.5	31.5	0%	3%
Firmy ubezpieczeniowe	24.3	24.3	0%	70%	32.6	32.6	0%	34%	32.6	32.6	0%	0%
Pacjenci indywidualni	5.7	5.7	0%	6%	6.1	6.1	0%	6%	6.4	6.4	0%	6%
Pozostałe	0.8	0.8	0%	-34%	0.8	0.8	0%	0%	0.8	0.8	0%	0%
EBITDA	9.4	10.2	9%	30%	10.1	11.0	8%	8%	10.7	11.5	8%	5%
EBIT	6.7	7.5	12%	115%	7.5	8.3	11%	11%	7.9	8.8	11%	6%
Zysk netto	5.2	5.9	13%	60%	5.9	6.7	12%	13%	6.4	7.2	11%	7%

Źródło: Dane spółki, DI Investors

Kontrakt z TU Zdrowie. Od 1 czerwca wchodzi w życie umowa na świadczenie usług likwidacji szkód dla TU Zdrowie. Według prognoz zarządu przychody z umowy powinny wynieść ok. PLN 9-10m w pierwszym roku współpracy i potencjalnie wzrosnąć do PLN 17m w następnych latach. Umowa została zawarta na okres 24 miesięcy. Szacowane przychody pokrywają się z listem intencyjnym opublikowanym w październiku ubiegłego roku, są natomiast zdecydowanie poniżej naszych prognoz. Szacujemy przychody z umowy z TU Zdrowie na PLN 11m i PLN 19.3m odpowiednio w 2015P i 2016P. Z naszych rozmów z zarządem wynika, że szacunki opublikowane w komunikacie są konserwatywne i podtrzymujemy nasze oczekiwania w stosunku do realizacji kontraktu.

Przychody. Podtrzymujemy nasze prognozy przychodów Polmedu na lata 2015-2017P. Prognozujemy wzrost przychodów w 2015P o 19% r/r do poziomu PLN 72.9m w wyniku (1) pełnego roku świadczenia usług z kontraktów zawartych w 2014r. z Amazon i Koleje Mazowieckie – PLN 5.6m i PLN 1.4m, oraz (2) nowego kontraktu z TU Zdrowie, który wszedł w życie z 1 czerwca 2015r. – PLN 11m.

Poprawa rentowności. Bardzo dobre wyniki za 1Q15, w tym istotna poprawa rentowności EBITDA do 14.8% z 10.5% w 1Q14, skłaniają nas do podwyższenia prognozowanej marży EBITDA w całym okresie. Szacujemy, że marża EBITDA wyniesie 13.5% i 12.6% odpowiednio w 2015P i 2016P wobec 12.4% i 11.6% prognozowanych wcześniej. Zwracamy uwagę, że marża brutto na sprzedaży w 1Q15 wyniosła 15.3% co jest najwyższą wartością od 1Q11. W drugiej połowie 2015P oczekujemy, że skokowy wzrost przychodów zostanie zrealizowany na niższej marży ze względu na większy udział przychodów wygenerowanych w placówkach partnerskich. Oczekujemy marży EBITDA w 2015P na poziomie 13.5% wobec 14.8% w 1Q15.

EBITDA. Podwyższamy nasze prognozy EBITDA na lata 2015-2017P odpowiednio o 9%, 8% i 8% do poziomów PLN 10.2m, PLN 11.0 i PLN 11.5m. W 1Q15 Polmed zaraportował marżę EBITDA na poziomie 14.8% wobec oczekiwanej przez nas 10.5% co świadczy o skuteczności wprowadzanego przez Polmed systemu kontroli kosztów.

Zysk netto. Pozostawiamy prognozy kosztów finansowych netto bez zmian, oraz podtrzymujemy założenia dotyczące efektywnej stopy podatkowej. W wyniku podwyższenia oczekiwań efektywności operacyjnej podwyższamy prognozy zysku netto na lata 2015-2017P odpowiednio o 13%, 12% i 11% do PLN 5.9m, PLN 6.7m i PLN 7.2m.

Wycena

Wyceniamy akcje Polmedu korzystając z 10-letniego modelu DCF, metody porównawczej względem Enel-Medu oraz metody porównawczej bazującej na mnożnikach z transakcji przejęć na polskim rynku prywatnych usług medycznych. Nasza wycena metodą DCF wynosi PLN 3.3/akcję, wycena metodą porównawczą względem Enel-Medu wynosi PLN 4.6/akcję, natomiast względem mnożników z transakcji przejęć na polskim rynku prywatnych usług medycznych wynosi PLN 4.7/akcję. Ustalamy cenę docelową na poziomie PLN 4.1/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 45%.

Podwyższamy cenę docelową do PLN 4.1/akcję z wcześniejszej PLN 3.6/akcję

Tabela 4. Polmed: Cena docelowa

		waga
Wycena DCF (PLN)	3.3	60%
Wycena porównawcza – mnożniki transakcyjne (PLN)	4.7	10%
Wycena porównawcza – względem Enel-Med (PLN)	4.6	30%
Wartość godziwa – średnia ważona (PLN)	3.8	
Koszt kapitału własnego (%)	7.4%	
Cena docelowa (PLN)	4.1	
Cena akcji (PLN)	2.80	
Potencjał wzrostu (%)	46%	

Źródło: DI Investors

1. Wycena metodą DCF

Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2014-24P na poziomie 5.2% i prognozujemy analogiczną średnioroczną stopę wzrostu EBITDA na poziomie 3.8%. Spodziewamy się, że wzrost przychodów będzie pochodził głównie z kontraktów z nowymi klientami – TU Zdrowie, Amazon, Koleje Mazowieckie. Zakładamy capex netto na poziomie PLN 2.2m w 2015P, PLN 3.8m w 2016F oraz PLN 1.2-1.9m w dalszych latach prognozy. Do obliczeń WACC, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe 4.5% i betę 1x. Do kalkulacji wartości rezydualnej założyliśmy stopę wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie 1.0%, wyliczaną z prognozowanego ROIC na poziomie 18.0% oraz stopy reinwestycji na poziomie 5.4%.

10-letni model DCF

Prezentujemy wrażliwość modelu DCF na założenia stopy wzrostu w okresie rezydualnym i premii za ryzyko rynkowe. Zmieniając założenia stopy wzrostu w okresie rezydualnym od 0% do 2.0% oraz przyjmując premię za ryzyko rynkowe w przedziale od 3.5% do 5.5%, otrzymujemy wycenę akcji Polmedu w przedziale PLN 2.77-4.10.

Tabela 5. Polmed: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015P	>2024P
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.9%	4.5%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%
Beta	1.0x	1.0x
Koszt kapitału własnego	7.4%	9.0%
Koszt długu	4.3%	4.1%
Koszt długu po podatku	3.5%	3.3%
Dług/ (dług+kapitał własny)	12.4%	6.5%
WACC	6.9%	8.6%

Źródło: Szacunki DI Investors

Tabela 6. Polmed: prognozy FCFF (PLN m)

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	>2024P
Przychody	75.9	87.2	88.7	91.2	92.9	94.6	96.3	98.1	100.0	101.9	
EBITDA	10.2	11.0	11.6	11.8	11.9	11.8	11.9	11.9	11.9	11.4	
EBIT	7.5	8.3	8.8	9.0	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	
Podatek od EBIT	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	
NOPAT	6.1	6.7	7.1	7.3	7.4	7.3	7.4	7.4	7.4	7.3	7.3
Amortyzacja	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.4	2.4
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.5	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.4
Capex	-2.2	-3.8	-1.2	-1.3	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6	-1.8	-1.9	-2.4
Wolne przepływy finansowe	6.1	5.3	8.6	8.7	8.7	8.6	8.5	8.4	8.3	7.8	6.9
Czynnik dyskontowy (%)	96%	90%	84%	78%	73%	68%	64%	59%	55%	52%	52%
Wartość bieżąca FCF	5.8	4.8	7.2	6.8	6.4	5.9	5.4	5.0	4.6	4.0	
Wartość bieżąca FCF 2015-2024	53										
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	47										
Wartość przedsiębiorstwa	100										
Kapitały mniejszości	0										
Dług netto (2014)	6										
Wartość kapitału własnego (PLNm)	94										
Liczba akcji (m)	29										
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3.3										

Źródło: DI Investors

Tabela 7. Polmed: Wrażliwość wyceny DCF na założenia (wartość godziwa, PLN/akcję)

	Premia za ryzyko rynkowe			
	0.0%	3.5%	4.5%	5.5%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.0%	3.49	3.09	2.77
	0.4%	3.61	3.18	2.83
	0.9%	3.75	3.28	2.90
	1.4%	3.91	3.39	2.99
	1.9%	4.10	3.52	3.08

Źródło: DI Investors

2. Analiza porównawcza – mnożniki transakcyjne

Od kilku lat polski rynek prywatnych usług medycznych podlega procesowi konsolidacji. Opiaramy naszą analizę porównawczą na 13 transakcjach przejęć z ostatnich 2 lat. Mediany mnożników EV/EBITDA i EV/S transakcji wynoszą odpowiednio 15.9x i 1.5x i przekładają się na wycenę Polmedu na poziomie PLN 3.8-5.5/akcję ze średnią na poziomie PLN 4.7/akcję.

Tabela 8. Polmed: Wycena porównawcza w oparciu o mnożniki transakcyjne

Cel	Sprzedający	Kupujący	data transakcji	EV/S	EV/EBITDA	P/S	marża EBITDA
EMC	Rodzina Gerber, wezwanie na akcje	Penta	lip-13	1.3	17.7	1.0	7%
Lux Med	Mid Europa Partners	Bupa	kwi-13	2.4	15.9	1.9	15%
Scanmed	Black Lion Fund	Life Healthcare Group	kwi-14	2.3	11.6	1.3	6%
Orlen Medica	PKN Orlen	PZU	maj-14	1.7	14.2	1.7	12%
Prof-Med	Anwil	PZU	maj-14	0.6	n.a.	0.7	2%
Elvita	Tauron	PZU	sie-14	0.9	17.0	1.0	5%
MegaMed	PGE	Lux Med	gru-12	n.a.	n.a.	0.5	7%
6 podmiotów	Właściciele prywatni	Neuca	2014	n.a.	n.a.	1.4	n.a.
Mediana				1.5	15.9	1.2	7%
Implikowana wycena Polmedu - prognozy EBITDA, Przychodów na 2015				3.8	5.5	3.1	12%
Waga				50%	50%	0%	
Średnioważona wycena akcji Polmed				4.7			

Źródło: Bloomberg, EMIS, unquote.com, Parkiet, rynek-zdrowia.pl, dane spółek, szacunki DI Investors

3. Wycena porównawcza względem Enel-Med

Dokonyjemy wyceny porównawczej Polmedu względem Enel-Medu. Nasza wycena opiera się na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/S i P/E na lata 2015P i 2016P. Ze względu na różnice w modelu biznesowym – wysoką amortyzację Enel-Medu – wskaźnikowi P/E przyznajemy wagę 0%. Średnioważona wycena Polmedu względem Enel-Medu wynosi PLN 4.6/akcję, 64% powyżej aktualnej ceny rynkowej.

Tabela 9. Wycena porównawcza względem Enel-Medu

	EV/S		EV/EBITDA		P/E		marża	DY	Dług netto/	Przychody	EBITDA CAGR
	2015P	2016P	2015P	2016P	2015P	2016P	EBITDA		EBITDA*	CAGR 2014-	
							2015P	2015P	2014	2016P	2014-2016P
Enel-Med	1.2	1.0	15.0	12.6	49.6	38.4	8%	0.0%	-1.4	10.0%	19.5%
Polmed	1.1	0.9	8.0	7.3	13.4	11.9	13%	2.5%	0.8	19.5%	18.1%
Implikowana wycena Polmedu	3.1	3.2	5.3	4.9	10.3	9.0					
Waga	12.5%	12.5%	37.5%	37.5%							
Średnioważona wycena akcji Polmed	4.6										

*wskaźniki na danych znormalizowanych, w 2014 r. dla Enel-Med skorygowano o wynik na sprzedaży CM Diagnostyka

Źródło: Konsensus Bloomberg dla Enel-Medu, szacunki DI Investors dla Polmedu

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

Niniejszy materiał został przygotowany przez Dom Inwestycyjny Investors S.A. ("DI Investors"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

DI Investors podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez DI Investors.

DI Investors jest częścią Investors Holding S.A. Więcej informacji o DI Investors i jego podmiotach powiązanych można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://di.investors.pl/o-nas/grupa-investors>.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ DI INVESTORS NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. DI INVESTORS ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZEZ PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE DI INVESTORS, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez DI Investors z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów DI Investors upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

DI Investors nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci DI Investors. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

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

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DI Investors w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże DI Investors oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz 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 DI Investors, DI Investors oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej DI Investors) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji 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 znajdują się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla DI Investors i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których DI Investors i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu 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 ZAOPZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

DI INVESTORS INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

DI INVESTORS ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. DI Investors niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCNEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI DI INVESTORS.

W okresie ostatnich 12 miesięcy DI Investors nie świadczył na rzecz Emitenta usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności oferowania instrumentów finansowych.

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

DI Investors nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

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

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

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

kapitału zakładowego.

DI Investors nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

DI Investors nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, DI Investors składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

DI Investors otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

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

DI Investors może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy DI Investors mogą, w zakresie 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 DI Investors działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

DI Investors, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

DI Investors nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

DI Investors zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie DI Investors wydał: 2 rekomendacje kupuj, 1 rekomendacje Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego DI Investors 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 DI Investors, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 73 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W okresie ostatnich 12 miesięcy przed dniem publikacji niniejszego raportu, DI Investors w dniu 5 maja 2015 roku wydał inicjacyjny raport analityczny dotyczący instrumentów finansowych wyemitowanych przez spółkę Polmed S.A., niezawierający kierunku inwestycyjnego, gdzie cena docelowa była równa 3,8PLN, a cena bieżąca wyniosła 2,53PLN

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż DI Investors, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez DI Investors do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i DI Investors, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami DI Investors lub jego podmiotów powiązanych.

DI Investors jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi DI Investors. Żaden z materiałów, ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody DI Investors.

Copyright © 2015 DI Investors S.A. i / lub jej podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny DI Investors opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu DI Investors korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy

wrażliwość wyceny zmieniając 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 wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 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