

- Podwyższamy cenę docelową do PLN 25.3/akcję z PLN 23.8/akcję
- Podwyższamy naszą prognozę zysku netto w 2016p o 8% do PLN 11.0m oraz EBITDA w 2016p o 12% do PLN 21.3m
- Znorm. 2016p P/E 6.3x oraz 2016p EV/EBITDA 4.0x

Przejęcia call center katalizatorem wzrostu

Na początku lipca 2015 r. spółka ogłosiła podpisanie umowy przejęcia od Orange Contact Center – spółki działającej w segmencie call center, dysponującej ok. 700 stanowiskami, która w 2014 r. wygenerowała przychody na poziomie ok. PLN 31m. Ze względu na realizację strategii konsolidacji rynku call center podwyższamy nasze prognozy EBITDA Arterii w latach 2016-2017p o 12% oraz 14% do PLN 21.3m i PLN 22.1m oraz prognozę zysku netto o 8% i 14% do PLN 11.0m i PLN 12.0m. W efekcie powyższych zmian podwyższamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Arterii do PLN 25.3/akcję z PLN 23.8/akcję. Jednocześnie po przejęciu Contact Center, zwracając uwagę na wysokie prawdopodobieństwo kolejnych akwizycji, obniżamy naszą prognozę wypłacanej dywidendy w latach 2015-2016p do DPS PLN 0.37 (DY 2.3%) i PLN 0.39 (DY 2.4%).

Podpisanie warunkowej umowy przejęcia spółki Contact Center za PLN 8.5m.

W dniu 6 lipca 2015 r. Arteria zawarła z Orange warunkową umowę kupna 100% udziałów spółki Contact Center za kwotę PLN 8.5m. Przejęcie uzależnione jest obecnie od zgody UOKiK. Nie zakładamy sprzeciwu UOKiK i i uwzględniliśmy wyniki Contact Center w naszych prognozach finansowych. Szacujemy, że nowa spółka zostanie włączona do grupy na przełomie 3Q/4Q 2015 i wygeneruje dla grupy przychody na poziomie PLN 6.3m, PLN 25.0m oraz PLN 26.2m w latach 2015-2017p. Zakładamy również, że marża EBIT Contact Center do 2017p zrówna się z rentownością pozostałej części segmentu call center na poziomie 8.2% co oznacza 15% dodatkowego zysku operacyjnego w wysokości PLN 2.1m.

Podwyższamy prognozę zysku netto Arterii w 2016-2017p do PLN 11.0m oraz PLN 12.0m.

Na bazie oczekiwanego przejęcia Contact Center na przełomie 3Q15 i 4Q15 podwyższamy nasze prognozy EBITDA Arterii w latach 2016-2017p o 12% i 14% do PLN 21.3m oraz PLN 22.1m. Przy zakładanej przez nas efektywnej stopie podatkowej w latach 2016-2017p na poziomie 19% oczekujemy zysku netto w wysokości PLN 11.0m oraz PLN 12.0m (zmiana prognoz o 8% i 14%). W wyniku przejęcia oczekujemy wzrostu długu netto spółki do PLN 23.1m w 2015p.

Podwyższamy cenę docelową do PLN 25.3/akcję z PLN 23.8/akcję. Na naszych prognozach Arteria notowana jest przy mnożnikach znorm. P/E 7.8x w 2015p i 6.3x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 5.1x i 4.0x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek zagranicznych. Wyceniamy akcje Arterii dwoma metodami: 1) DCF na PLN 22.5/akcję (100% wagi) oraz 2) metodą porównawczą na PLN 26.1/akcję. Na bazie powyższych wycen podwyższamy 12-miesięczną cenę docelową Arterii do PLN 25.3/akcję z PLN 23.8/akcję.

Tabela 1. Arteria: Prognozy i wskaźniki.

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody	131.6	149.5	160.0	191.4	202.4
EBITDA	17.3	17.1	18.1	21.3	22.1
Zysk netto	10.2	10.4	10.4	11.0	12.0
Znorm. P/E	9.7x	7.9x	7.8x	6.3x	5.8x
EV/EBITDA	5.6x	5.9x	5.1x	4.0x	3.4x

Źródło: Dane Spółki, szacunki Vestor DM

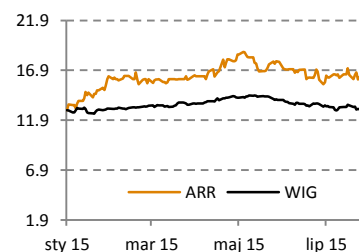
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	25.3
Cena bieżąca (PLN)	16.3
Potencjał wzrostu/spadku	56%
Min (52T)	12.2
Max (52T)	18.8
Liczba akcji (m)	4.27
Kapitalizacja (PLNm)	69.4
Dług netto (4Q2014, PLNm)	31.3
EV (PLNm)	100.8
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.03

Akcjonariat	%
Generali OFE	16.94%
Mayas Basic Concept Ltd	14.20%
Union Investment TFI	12.71%
Nova Group (Cyprus) Ltd	8.81%
Investors TFI	8.79%
Allianz FIO	5.51%
Pozostali	33.04%

Opis spółki

Arteria działa na rynku outsourcingu procesów biznesowych (BPO). Spółka dysponuje największym w Polsce komercyjnym call center specjalizującym się głównie w obsłudze klienta i prowadzeniu infolinii. Drugim najważniejszym obszarem działalności Arterii jest wsparcie procesów sprzedaży. Na ten segment działalności składa się głównie outsourcing procesów sprzedażowych, wspieranie zarządzania procesami CRM, BPM i SFA oraz usługi marketingu bezpośredniego. W ramach segmentu aktywnej sprzedaży Arteria prowadzi sprzedaż mobilną produktów finansowych.

Arteria vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Piotr Raciborski

Analitik Akcji

Doradca Inwestycyjny, nr licencji 514

(+48) 22 378 9195

Piotr.Raciborski@vestor.pl

Arteria

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Wskaźniki wyceny	2013	2014	2015p	2016p	2017p
P/E (x)	6.8	6.7	6.7	6.3	5.8
Znorm P/E (x)**	9.7	7.9	7.8	6.3	5.8
EV/EBITDA (x)	5.6	5.9	5.1	4.0	3.4
EV/Sprzedaż (x)	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4
P/S (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
P/BV (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
Stopa dywidendy (%)*	3.7%	0.0%	2.3%	2.4%	2.6%
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody ze sprzedaży	131.6	149.5	160.0	191.4	202.4
Koszty operacyjne	-122.1	-135.5	-146.9	-176.1	-186.1
Zysk brutto ze sprzedaży	9.6	14.1	13.1	15.4	16.3
EBITDA	17.3	17.1	18.1	21.3	22.1
Amortyzacja	-6.3	-4.3	-5.0	-5.9	-5.8
EBIT	11.0	12.9	13.1	15.4	16.3
Koszty finansowe netto	-2.1	-2.1	-2.2	-1.8	-1.5
Zysk przed opodatkowaniem	8.9	10.7	11.0	13.6	14.8
Podatek dochodowy	1.3	-0.5	-0.5	-2.6	-2.8
Zysk netto	10.2	10.4	10.4	11.0	12.0
Znorm. zysk netto**	7.2	8.8	8.9	11.0	12.0
Dynamiki wzrostu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Wzrost przychodów (%)	2%	14%	7%	20%	6%
Wzrost EBITDA (%)	10%	-1%	6%	17%	4%
Wzrost zysku netto (%)	21%	2%	0%	5%	9%
Marże	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża brutto ze sprzedaży (%)	7.3%	9.4%	8.2%	8.0%	8.1%
Marża EBITDA (%)	13.2%	11.5%	11.3%	11.1%	10.9%
Marża EBIT (%)	8.4%	8.6%	8.2%	8.0%	8.1%
Marża zysku netto (%)	7.7%	7.0%	6.5%	5.7%	5.9%
Bilans (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Rzeczowe aktywa trwałe	5.9	9.6	9.6	9.1	8.7
Wartości niematerialne i prawne	19.5	19.8	19.8	19.3	18.9
Wartość firmy	35.1	40.2	48.7	48.7	48.7
Inne aktywa trwałe	13.0	15.3	15.6	14.6	14.6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3.9	2.0	5.2	2.6	12.4
Należności handlowe	28.0	31.2	33.4	40.0	42.3
Zapasy	2.3	0.5	0.6	0.7	0.7
Inne aktywa obrotowe	10.7	13.2	4.3	4.3	4.3
Aktywa razem	118.5	131.8	137.1	139.3	150.6
Dług krótkoterminowy	15.5	15.1	15.1	10.1	10.1
Zobowiązania handlowe	7.7	13.0	14.1	16.9	17.9
Inne zobowiązania krótkoterminowe	8.8	6.4	4.9	4.9	4.9
Dług długoterminowy	15.7	18.2	13.2	8.2	8.2
Inne zobowiązania długoterminowe	2.9	3.5	3.7	3.7	3.7
Kapitały własne	67.9	75.6	86.1	95.5	105.8
Udziały mniejszości	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Pasywa	118.5	131.8	137.1	139.3	150.6
Kapitał obrotowy	22.7	18.7	19.9	23.7	25.1
Dług netto	27.3	31.3	23.1	15.6	5.9
Przepływy pieniężne (PLNm)	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Zysk brutto	8.9	10.7	11.0	13.6	14.8
Podatek dochodowy	1.3	-0.5	-0.5	-2.6	-2.8
Amortyzacja	6.3	4.3	5.0	5.9	5.8
Zmiany w kapitale obrotowym	2.4	5.5	-1.1	-3.9	-1.4
Inne zmiany niepieniężne	-10.9	-10.1	2.8	2.8	1.5
Przepływy z działalności operacyjnej	8.0	10.0	17.1	15.8	17.9
Nakłady na śr. trwałe i inne aktywa	-8.6	-8.3	-5.0	-5.0	-5.0
Inne przepływy inwestycyjne	-0.4	2.6	-1.5	0.3	0.2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9.0	-5.7	-6.5	-4.7	-4.8
Zmiany netto w kapitale własnym	10.0	-1.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany netto zadłużenia	-6.0	0.0	-5.0	-10.0	0.0
Odsetki zapłacone	-2.0	-1.9	-2.5	-2.0	-1.7
Dywidendy	-1.7	-2.6	0.0	-1.6	-1.6
Przepływy z działalności finansowej	0.3	-6.3	-7.5	-13.6	-3.4
Zmiana gotówki	-0.7	-1.9	3.2	-2.5	9.8
Dźwignia i stopy zwrotu	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Dług netto/Znorm. EBITDA (x)	1.58x	1.83x	1.27x	0.73x	0.27x
Dług netto/aktywa (%)	23%	24%	17%	11%	4%
Dług netto/kapitały własne (%)	40%	41%	27%	16%	6%
Wskaźnik pokrycia odsetek (%)	5.5x	6.8x	5.3x	7.5x	9.5x
Cykl rotacji gotówki (dni)	62	43	43	43	43
ROE (%)	15.0%	13.7%	12.1%	11.5%	11.3%
ROA (%)	8.6%	7.9%	7.6%	7.9%	8.0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

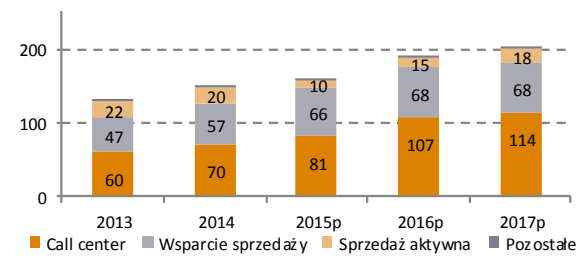
Podstawowe dane	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Cena akcji (PLN)					16.3
Min (52W, PLN)					12.2
Max (52W, PLN)					18.8
Kapitalizacja (PLN m)					69.4
EV (4Q14, PLN m)					100.8

Podstawowe dane	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Liczba akcji (m)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
EPS (PLN)	2.4	2.4	2.4	2.6	2.8
BVPS (PLN)	15.9	17.7	20.2	22.4	24.8
DPS (PLN)*	0.60	0.00	0.37	0.39	0.42

Analiza Du Ponta	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Marża netto (%)	7.7%	7.0%	6.5%	5.7%	5.9%
Rotacja aktywów	1.1x	1.1x	1.2x	1.4x	0.0x
Dźwignia finansowa	1.7x	1.7x	1.6x	1.5x	0.0x
ROE	15.0%	13.7%	12.1%	11.5%	11.3%

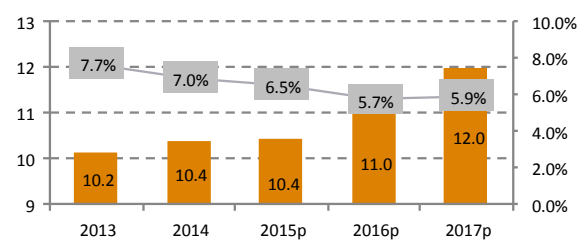
Segmenty	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Przychody (PLNm)	131.6	149.5	160.0	191.4	202.4
Call center	59.8	70.2	81.3	106.6	113.7
Wsparcie sprzedaży	46.9	57.1	66.2	67.5	67.9
Sprzedaż aktywna	22.3	19.8	10.1	14.8	18.3
Pozostałe	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
EBIT (PLNm)	11.0	12.9	13.1	15.4	16.3
Call center	5.4	6.7	6.6	8.5	9.3
Wsparcie sprzedaży	2.8	5.2	5.8	5.9	5.8
Sprzedaż aktywna	3.1	0.7	0.5	0.9	1.1
Pozostałe	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1

Wykres 1. Przychody w podziale na segmenty (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 2. Zysk netto i marża netto (PLNm)



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Nadchodzące wydarzenia

28 sierpnia 2015 Raport za 1H15
 13 listopada 2015 r. Raport za 3Q15
 3Q/4Q15 Oczekiwane przejście Contact Center

Główne ryzyka dla naszych prognoz

Głównymi ryzykami dla naszych prognoz są: (1) ryzyko wzrostu konkurencji na rynku outsourcingu i erozji marż (2) ryzyko utraty posiadanych kontraktów na usługi outsourcingowe (3) ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń (4) ryzyko negatywnego wpływu nowelizacji praw konsumenta na działalność segmentu Call Center

* Dywidenda i stopa dyw. z zysku netto za dany rok

** Zysk netto normalizowany o odchylenia od 19% stopy podatku

Przejęcie Contact Center od Orange

Podpisanie warunkowej umowy przejęcia spółki Contact Center za PLN 8.5m.

W dniu 6 lipca 2015 r. Arteria zawarła z Orange warunkową umowę kupna 100% udziałów spółki Contact Center za kwotę PLN 8.5m. Do finalizacji przejęcia, której oczekujemy na przełomie 3Q/4Q15, niezbędna jest jeszcze zgoda UOKiK. Contact Center to spółka dysponująca 4 call center z ponad 700 stanowiskami. Contact Center współpracuje z ok. 50 klientami, wśród których znajdują się firmy z branży telekomunikacyjnej, ubezpieczeń, bankowości i IT. W 2014 r. spółka wygenerowała przychody na poziomie ok. PLN 31m. Informacje o warunkowym przejęciu Contact Center przez Arterię uważamy za pozytywną. Jest to decyzja zgodna ze strategią spółki polegającą na konsolidacji rynku call center w Polsce. Zauważamy również, że jeśli przejęcie dojdzie do skutku to naszym zdaniem obecna pozycja gotówkowa Arterii pozwala jej sfinalizować transakcję bez znacznego zwiększania dźwigni finansowej, ponieważ: 1) Arteria nie wypłaca dywidendy z zysku za 2014 r., 2) na koniec 1Q15 dysponowała gotówką w wysokości PLN 3.9m, 3) w 2Q14 spółka powinna była otrzymać drugą ratę zapłaty w wysokości PLN 5.7m za sprzedaną w marcu spółkę Arteria Call Center.

Brak dywidendy z zysku za 2014 r.

WZA Arterii zdecydowało w dniu 25 czerwca 2015 r. o niewypłaceniu dywidendy z zysku za 2014 r. Uzasadnieniem decyzji jest uczestnictwo spółki w procesach akwizycyjnych (w raporcie za 1Q15 spółka informowało o uczestnictwie w 3 procesach due dilligence). Przypominamy, że w trakcie obrady WZA był także głosowany wniosek jednego z akcjonariuszy o wypłatę w formie dywidendy PLN 2.6m, co stanowiło 25% zysku netto grupy. Informację o braku dywidendy oceniamy jako neutralną, zwłaszcza w świetle zrealizowanego przejęcia. Polityka dywidendowa w najbliższych latach będzie uzależniona przede wszystkim od działalności akwizycyjnej. Według informacji z maja 2015 r. spółka jest w trakcie 2 procesów due dilligence. W naszych prognozach na lata 2015-2017 zakładamy stałą stopę dywidendy w wysokości 15% skonsolidowanego zysku netto z roku poprzedniego, co przełoży się na DPS w latach 2015-2017p na poziomie DPS odpowiednio PLN 0.37 (DY:2.3%), PLN 0.39 (2.4%) i PLN 0.42 (2.6%). Jednocześnie w latach 2015-2016p oczekujemy długu netto na poziomie odpowiednio PLN 23.1m (dług netto/znorm. EBITDA w wysokości 1.27x), PLN 15.6m (0.73x) oraz PLN 5.9m (0.27x).

Prognoza wyników finansowych za 2Q15

- Prognozujemy przychody PLN 40.4m (wzrost o 0.7% r/r).
- Oczekujemy EBIT w wysokości PLN 3.7m (spadek o 3.9% r/r) oraz EBITDA PLN 5.0m (wzrost 0.6% r/r).
- Prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 2.6m (wzrost 7.9% r/r).
- Arteria opublikuje wyniki za 1H15 we wtorek, 28 sierpnia.

Tabela 2. Arteria: Prognoza wyników finansowych za 2Q15.

PLNm, %	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15p	% r/r	1H2014	1H2015p	% r/r	2015p	% r/r
Przychody	35.7	40.1	38.1	35.6	38.7	40.4	0.7%	75.8	79.1	4.4%	160.0	7.0%
EBITDA	3.6	4.9	3.3	5.4	3.7	5.0	0.6%	8.5	8.6	1.7%	18.1	5.7%
EBIT	2.5	3.9	2.2	4.2	2.4	3.7	-3.9%	6.4	6.2	-3.7%	13.1	2.1%
Zysk netto	2.0	2.4	2.0	4.0	2.1	2.7	7.9%	4.4	4.8	7.6%	10.4	0.1%
Znorm. zysk netto	1.7	2.6	1.4	3.2	1.4	2.6	0.4%	4.3	4.1	-5.3%	8.9	0.4%
Marża EBITDA	10.0%	12.3%	8.5%	15.2%	9.5%	12.3%	-	11.2%	10.9%	-	11.3%	-
Marża EBIT	7.1%	9.7%	5.8%	11.9%	6.3%	9.3%	-	8.5%	7.8%	-	8.2%	-
Marża zysku netto	5.6%	6.1%	5.3%	11.1%	5.4%	6.5%	-	5.8%	6.0%	-	6.5%	-

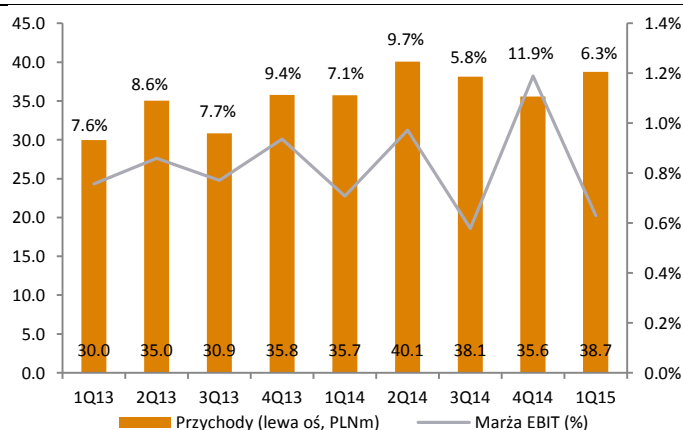
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Przychody. Prognozujemy przychody grupy na poziomie PLN 40.4m (wzrost o 0.7% r/r). Oczekujemy, że segment call center wygeneruje sprzedaż na poziomie PLN 16.5m (wzrost o 10.4% r/r), a w segmencie wsparcia sprzedaży prognozujemy w 2Q15 wzrost sprzedaży o 10% r/r do PLN 20.2m. W segmencie sprzedaży aktywnej zakładamy spadek przychodów w 2Q15o 55.2% do PLN 2.5m, wynikający głównie z wymówienia jednego z głównych kontraktów w segmencie, które miało miejsce w grudniu 2014 r.

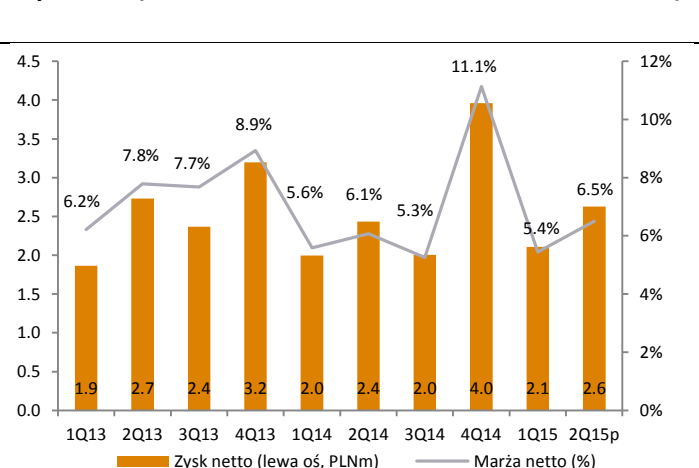
Rentowność. Po słabszym pod względem rentowności 1Q15 w ujęciu r/r, zakładamy spadek marży operacyjnej Arterii w 2Q15 do 9.3% vs. 9.7% w 2Q14, co implikuje EBIT na poziomie PLN 3.7m (spadek o 3.9% r/r). Szacujemy EBITDA w 2Q15 na poziomie PLN 5.0m (marża 12.3%, płasko r/r) przy założeniu amortyzacji na poziomie PLN 1.2m.

Przy kosztach finansowych netto na poziomie PLN 0.5m w 2Q15 vs PLN 0.7m w 2Q14 oczekujemy raportowanego zysku netto na poziomie PLN 2.7m vs PLN 2.4m w 2Q14 (wzrost 7.9% r/r). Przy znormalizowaniu wyniku netto Arterii w 2Q14 o odchylenia od ustawowej stawki podatkowej wzrost zysku w 2Q15 wyniósłby 0.4% r/r.

Wykres 4. Przychody oraz marża operacyjna w okresie 1Q2013-2Q2015p.



Wykres 5. Zysk netto oraz marża netto w okresie 1Q2013-2Q2015p.



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podsumowanie. Sezonowo 2. kwartał jest dla Arterii lepszy od 1-szego – szczególnie w segmencie wsparcia sprzedaży obserwowalna jest systematyczna poprawa wyników w ujęciu kw./kw. Jednakże oczekujemy, że wyniki 2Q15 będą płaskie r/r ze względu na spadek przychodów w segmencie sprzedaży aktywnej związany z utratą jednego z kluczowych klientów w grudniu 2014 r. oraz dalsze pogorszenie rentowności operacyjnej, które można było zaobserwować w 1Q15.

Prognozy finansowe 2015-2017p

Najważniejszym czynnikiem wpływającym na zmianę naszych prognoz na lata 2015-2017p jest podpisanie umowy nabycia Contact Center od Orange Polska, które prawdopodobnie zostanie sfinalizowane na przełomie 3Q15 i 4Q15. W 2014 Contact Center wygenerowało w ok. PLN 31mln przychodów – należy jednakże zauważyć, że część z tych przychodów wynikała z usług świadczonych na rzecz Orange i prawdopodobnie nie zostanie w utrzymana w spółce. W naszych prognozach zakładamy, że Contact Center wygeneruje dla grupy przychody w latach 2015-2017p na poziomie PLN 6.3m, PLN 25.0m oraz PLN 26.2m. Zakładamy, że w 2015 r. spółka wygeneruje rentowność operacyjną ok. 0%, a do 2017p, w wyniku oczekiwanego procesu restrukturyzacji przeprowadzonego przez Arterię, marża EBIT Contact Center zrówna się się rentownością pozostałej części segmentu call center na poziomie 8.2%.

Tabela 3. Prognoza wyników segment call Center w latach 2015-2017p

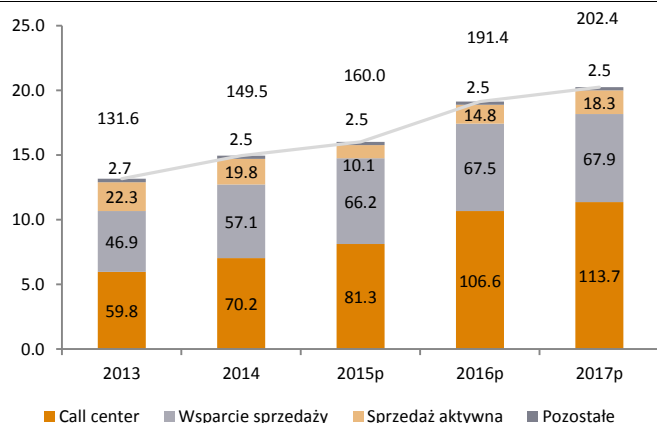
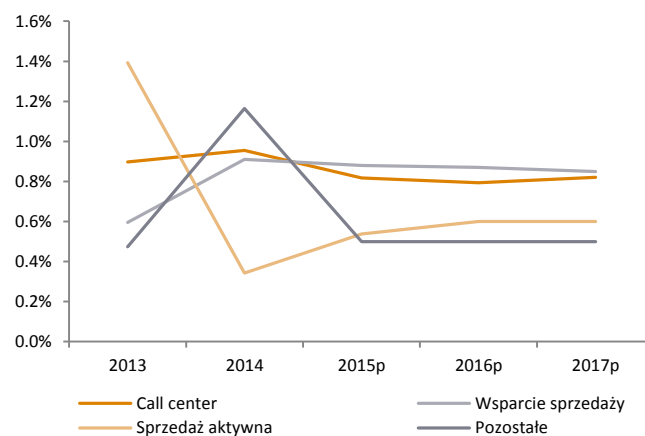
PLNm, %	2015p	2016p	2017p
Przychody	81.3	106.6	113.7
wzrost r/r	6.9%	31.2%	6.7%
Contact Center	6.3	25.0	26.2
wzrost r/r	n.a.	300%	5%
Pozostałe	75.0	81.6	87.5
wzrost r/r	6.9%	8.8%	7.3%
EBIT	6.6	8.5	9.3
Contact Center	0.0	1.5	2.1
marża (%)	0.0	0.1	0.1
Pozostałe	6.6	7.0	7.2
marża (%)	8.9%	8.5%	8.2%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wyniki 1Q15 oraz zakładana przez nas finalizacja przejęcia Contact Center dają podstawę do wprowadzenia następujących zmian w naszych prognozach:

- Podwyższamy prognozę przychodów o 6% do PLN 160.0m w 2015p, o 12% do PLN 191.4m w 2016p oraz o 13% do PLN 202.4m w 2017p. Głównym czynnikiem wpływającym na nasze prognozy przychodów jest oczekiwane włączenie do grupy spółki Contact Center, która według naszych założeń w latach 2015-2017p wygeneruje dla grupy przychody na poziomie PLN 6.3m, PLN 25.0m oraz PLN 26.2m. Jednocześnie na bazie wyników za 1Q15 obniżamy prognozę przychodów dotychczasowej części segmentu call center na lata 2015-2017p o odpowiednio 4.3%, 12.1% i 9.4% do PLN 75.0m, PLN 81.6m oraz PLN 87.5m. W segmencie wsparcia sprzedaży spółka wykazała wysoką dynamikę wzrostu przychodów w 1Q15 na poziomie 53% r/r, w związku z czym podwyższamy nasze prognozy w latach 2015-2017p o 15% do PLN 77.8m, PLN 79.3m oraz PLN 79.7m. W segmencie sprzedaży aktywnej widoczny jest znaczny spadek przychodów w 1Q15, wynikający głównie z wymówienia jednego z głównych kontraktów w segmencie, które miało miejsce w grudniu 2014 r. Na bazie wyższego niż zakładany przez nas wpływ utraty kluczowego klienta na wyniki segmentu sprzedaży aktywnej obniżamy nasze prognozy przychodów w latach 2015-2017p o 19%, 14% i 12% do PLN 10.1m, PLN 14.8m i PLN 18.3m.
- Podwyższamy prognozę EBIT w latach 2015-2017p o 1%, 7% i 12% do PLN 13.1m, 15.4m i 16.3m. Marża operacyjna wyniesie w latach 2015-2017p odpowiednio 8.2%, 8.0%, i 8.1% vs. 8.6%, 8.4% oraz 8.1% w poprzednich szacunkach.
- Podwyższamy prognozę EBITDA w latach 2015-2017p o 3%, 12% i 14% do PLN 18.1m, 21.3m i 22.1m. Marża EBITDA wyniesie w latach 2015-2017p

odpowiednio 11.3%, 11.1%, i 10.9% vs. 11.7%, 11.1% oraz 10.8% w poprzednich szacunkach.

Wykres 6. Przychody w segmentach w latach 2013-2017p.

Wykres 7. Marża EBIT segmentów w latach 2013-2017p.


Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

- Przy zakładanej przez nas efektywnej stopie podatkowej w latach 2016-2017p na poziomie 19% oczekujemy zysku netto w wysokości PLN 11.0m oraz PLN 12.0m (zmiana o 8% i 14%). W 2015p podtrzymujemy prognozę zysku netto na poziomie PLN 10.4m.
- Zwracając uwagę na prawdopodobieństwo kolejnych akwizycji zmniejszamy założenie dotyczące stopy wypłaty dywidendy w latach 2015-2017p do 15% skonsolidowanego zysku netto grupy za poprzedni rok (vs. 30% wcześniej) i w efekcie obniżamy naszą prognozę wypłacanej dywidendy w latach 2015-2017p o 50%, 46% i 43% do odpowiednio do DPS PLN 0.37, PLN 0.39 i PLN 0.42.
- Podwyższamy prognozę długu netto spółki w latach 2015-2017p do PLN 23.1m w PLN 15.6m oraz PLN 5.9m. Uważamy, że pomimo nakładów inwestycyjnych związanych z przejściem Contact Center Arteria będzie w stanie poprawić wskaźnik dług netto/EBITDA do 1.3x w 2015p, 0.7x w 2016p oraz 0.3x w 2017p. Przypominamy również, że w 2015p oraz 2016p zapadają dwie serie obligacji spółki o wartości nominalnej PLN 5m każda.

Tabela 4. Arteria: Prognozy finansowe na lata 2015-2017p

Dane w PLNm

	2015p		Zmiana	Zmiana	2016p		Zmiana	Zmiana	2017p		Zmiana	Zmiana
	stare	nowe		r/r	stare	nowe		r/r	stare	nowe		r/r
Przychody	151.0	160.0	6%	7%	171.4	191.4	12%	20%	179.0	202.4	13%	6%
Call center	78.4	81.3	4%	16%	92.8	106.6	15%	31%	96.6	113.7	18%	7%
Wsparcie sprzedaży	67.7	77.8	15%	16%	69.1	79.3	15%	2%	69.4	79.7	15%	0%
Sprzedaż aktywna	12.5	10.1	-19%	-49%	17.2	14.8	-14%	47%	20.8	18.3	-12%	24%
Pozostałe	2.5	2.5	0%	0%	2.6	2.5	-1%	1%	2.6	2.5	-1%	0%
EBITDA	17.7	18.1	3%	6%	19.1	21.3	12%	17%	19.3	22.1	14%	4%
EBIT	13.1	13.1	1%	2%	14.4	15.4	7%	17%	14.6	16.3	12%	6%
Call center	7.1	6.6	-6%	-1%	8.1	8.5	5%	27%	8.1	9.3	n.a.	10%
Wsparcie sprzedaży	5.2	5.8	12%	12%	5.2	5.9	14%	1%	5.1	5.8	n.a.	-2%
Sprzedaż aktywna	0.7	0.5	-21%	-20%	1.0	0.9	-14%	64%	1.2	1.1	n.a.	24%
Pozostałe	0.1	0.1	0%	-57%	0.1	0.1	-1%	1%	0.1	0.1	n.a.	0%
Zysk netto	10.5	10.4	0%	0%	10.2	11.0	8%	5%	10.5	12.0	14%	9%
DPS	0.73	0.37	-50%	n.a.	0.72	0.39	-46%	5%	0.74	0.42	-43%	9%

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Do czynników, który w istotny sposób mogą wpływać na nasze prognozy, zaliczamy:

- 1) **Przejęcie Contact Center od Orange.** W dniu 6 lipca 2015 r. Arteria zawarła warunkową umowę kupna 100% udziałów spółki Contact Center od Orange za kwotę PLN 8.5mln. Finalizacja przejęcia uzależniona jest obecnie od zgody UOKiK. Uznajemy jednakże akwizycję za wysoko prawdopodobną i uwzględniamy ją w wycenie spółki. Zwracamy jednakże uwagę, że jeśli finalizacja transakcji nie dojdzie do skutku z powodu działań Arterii, spółka będzie musiała uiścić karę w wysokości PLN 1m na rzecz sprzedającego.
- 2) **Dalsza konsolidacja rynku call center.** W liście do akcjonariuszy po 1Q15 Prezes Marcin Marzec stwierdził, że Arteria jest bierze udział w trzech procesach due dilligence dotyczących akwizycji spółek z obszaru call center. Oprócz Contact Center istnieją 2 potencjalne cele akwizycji. Ich powodzenie może wpłynąć na zmniejszenie wartości wypłacanej dywidendy lub jej brak w najbliższych latach.
- 3) **Plany wejścia na rynek niemiecki.** Prezes Marcin Marzec w dniu 17 grudnia 2014 r. poinformował o planach wejścia Arterii na rynek niemieckich usług telekomunikacyjnych. Wpływ nowych kontraktów zagranicznych na przychody Spółki ma być odczuwalny już od 2015 r. Oczekujemy, że w początkowej fazie projektu, Spółka może wykorzystać już istniejącą infrastrukturę do obsługi nowych kontraktów (call center w Sosnowcu), więc realizacja nie przyniesie znacznych dodatkowych kosztów.
Niemcy są atrakcyjnym celem ekspansji zagranicznej – wartość niemieckiego rynku usług contact center szacuje się na EUR 14mld. Największą część rynku stanowi branża usług finansowych (38%). Druga pod względem wielkości branża to IT i telekomunikacja (16%). Udział handlu to 16%, a logistyki 6%.
- 4) **Nowelizacja praw konsumenta.** W grudniu 2014 r. w życie weszła nowelizacja praw konsumenta wprowadzająca zmiany w procedurach sprzedaży telefonicznej oraz marketingu telefonicznego. Rozmowa telefoniczna konsultanta z potencjalnym klientem może stanowić jedynie formę prezentacji produktu – zawarcie umowy wymaga będzie potwierdzenia jej treści na trwałym nośniku. Dodatkowo jeżeli przedsiębiorca kontaktuje się z konsumentem przez telefon w celu zawarcia umowy na odległość, ma obowiązek na początku rozmowy poinformować konsumenta o: celu kontaktowania się oraz podać identyfikujące go dane oraz dane identyfikujące osobę, w imieniu której telefonuje. Uznajemy to za ryzyko dla skuteczności sprzedaży oraz marketingu telefonicznego. Prezes Arterii Marcin Marzec twierdzi, że ustawa nie stanowi zagrożenia dla Arterii, która przystosowała wszystkie procedury do nowych przepisów, jednakże wpływ zmian legislacyjnych na przychody segmentu call center będzie można ocenić dopiero po wynikach najbliższych kwartałów.
- 5) **Sprzedaż Arteria Call Center.** W marcu 2015 r. spółka poinformowała o zawarciu z IT Business Consulting Group umowę sprzedaży 100% udziałów w Arteria Call Center. Cena sprzedaży wyniosła PLN 6.75m.
Działalność Arteria Call Center związana jest m. in. z outsourcingiem procesów marketingu, sprzedaży i obsługi posprzedażnej realizowanych kanałami multimedialnymi.
- 6) **Odszkodowanie z tytułu wypowiedzenia umowy.** W dniu 19. grudnia 2014r. Arteria poinformowała o wypowiedzeniu umowy przez jednego ze znaczących klientów z segmentu sprzedaży aktywnej. Z tytułu przedterminowego wypowiedzenia umowy Arteria może ubiegać się o odszkodowanie.
- 7) **Mazowiecki Inkubator Technologiczny.** Szansą dla spółki może okazać się rozwój spółek pochodzących z Mazowieckiego Inkubatora Technologicznego. Łącznie w ramach projektu MIT, na który pozyskano PLN 10m bezzwrotnej dotacji, Arteria

dokonała 13 wejść kapitałowych. Obecnie spółki z MIT nie są konsolidowane i nie wpływają na wyniki grupy. Trudno jest również jednoznacznie określić prawdopodobieństwo oraz okres wychodzenia Arterii z poszczególnych inwestycji.

Z powyżej wymienionych czynników w naszych prognozach uwzględnione zostały przejęcie Contact Center oraz wpływy pieniężne ze sprzedaży Arteria Call Center. Dalsza konsolidacja rynku call center, ekspansja zagraniczna, rozwój spółek z Mazowieckiego Inkubatora Technologicznego oraz możliwe do uzyskania odszkodowanie z tytułu wypowiedzenia umowy znaczącej stanowią potencjał wzrostu dla naszych prognoz. Nowelizacja praw konsumenta stanowi zagrożenie dla prognoz przychodów segmentu Call center – jej negatywny wpływ (lub jego brak) będzie widoczny w wynikach najbliższych kwartałów. Zauważamy, że w 1Q15 wyniki segmentu call center zostały utrzymane w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego, co wskazuje na niskie znaczenie ustawy dla działalności Arterii w segmencie call center.

Wycena

Wyceniamy Arterię używając 6-cio letniego modelu DCF oraz metody porównawczej. Szacując metodą porównawczą otrzymujemy wartość godziwą akcji w wysokości 26.1/akcję, natomiast z metody DCF otrzymujemy wycenę na poziomie PLN 22.5/akcję. Obecną wartość godziwą akcji, określoną jako średnia ważona z wycen przeprowadzonych metodami DCF oraz porównawczą, wyznaczamy na poziomie PLN 22.5/akcję. Powiększając oszacowaną wartość o koszt kapitału własnego na poziomie 12.3%, wyznaczamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN 25.3/akcję.

Tabela 5. Arteria: Podsumowanie wyceny.

Metoda	Wycena	Waga
Metoda porównawcza	26.1	0%
Metoda DCF	22.5	100%
Wartość godziwa na akcję (PLN)	22.5	
Koszt kapitału własnego (%)	12.3%	
12M cena docelowa	25.3	
Obecna cena	16.3	
Potencjał wzrostu/spadku (%)	56%	

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 0.0%.
- Stosujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3.5% w okresie prognozy oraz 4.0% w okresie rezydualnym
- Zdelewarowana beta na poziomie 1.3x.

Tabela 6. Arteria: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015p-2020p	TV
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Beta zalewarowana	1.8	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	12.3%	11.0%
Stopa wolna od ryzyka	3.5%	4.0%
Marża na zadłużeniu	5.0%	5.0%
Kosztu długu	8.5%	9.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	6.8%	7.3%
% D	30.5%	8.7%
% E	69.5%	91.3%
WACC	10.6%	10.7%

Źródło: szacunki Vestor DM

Tabela 7. Arteria: Wycena DCF

PLNm o ile nie wskazano inaczej	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	>2020p
Przychody	160.0	191.4	202.4	209.5	212.6	214.2	
- Zmiana r/r	7%	20%	6%	3%	1%	1%	
Znorm. EBITDA	18.1	21.3	22.1	22.6	22.7	22.7	
- marża EBITDA	11.3%	11.1%	10.9%	10.8%	10.7%	10.6%	
Znorm. EBIT	13.1	15.4	16.3	16.9	17.1	17.3	
Podatek od EBIT	-2.5	-2.9	-3.1	-3.2	-3.3	-3.3	
NOPAT	10.6	12.4	13.2	13.7	13.9	14.0	14.0
- marża NOPAT	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	
Amortyzacja	5.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5	5.5
Zmiany w kapitale obrotowym	-1.1	-3.9	-1.4	-0.9	-0.4	-0.2	
Capex	-6.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.5	-5.5
Wolne przepływy finansowe	7.7	9.5	12.6	13.5	14.1	13.8	14.0
Czynnik dyskontowy (%)	96%	87%	78%	71%	64%	58%	
Wartość bieżąca FCF	7.4	8.2	9.9	9.5	9.0	8.0	
Wartość bieżąca FCF 2015-2020	52.0						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	0.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna	75.8						
Wartość przedsiębiorstwa	127.8						
Kapitały mniejszości	0.1						
Dług netto	31.3						
Wartość kapitału własnego	96.4						
Liczba akcji (m)	4.3						
Wartość godziwa na akcję	22.5						

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Analiza wrażliwości wyceny DCF

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

Tabela 8. Arteria: Analiza wrażliwości wyceny DCF

		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)						
		-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym (%)	2.5%	22.5	23.4	24.3	25.4	26.6	27.9	29.4
	3.0%	21.7	22.5	23.4	24.3	25.4	26.6	27.9
	3.5%	21.0	21.7	22.5	23.4	24.4	25.4	26.6
	4.0%	20.4	21.0	21.8	22.5	23.4	24.4	25.4
	4.5%	19.8	20.4	21.0	21.8	22.6	23.4	24.4
	5.0%	19.2	19.8	20.4	21.1	21.8	22.6	23.4
	5.5%	18.7	19.2	19.8	20.4	21.1	21.8	22.6
		Zdelewarowana beta						
		1.0x	1.1x	1.2x	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x
Premia za ryzyko	2.0%	43.8	42.2	40.7	39.4	38.0	36.8	35.6
	3.0%	36.8	35.1	33.5	32.0	30.6	29.3	28.1
	4.0%	31.5	29.7	28.1	26.6	25.3	24.0	22.8
	5.0%	27.4	25.6	24.0	22.5	21.2	20.0	18.9
	6.0%	24.0	22.3	20.7	19.3	18.1	16.9	15.9
	7.0%	21.2	19.6	18.1	16.8	15.6	14.5	13.5
	8.0%	18.9	17.3	15.9	14.6	13.5	12.5	11.6

Źródło: szacunki Vestor DM

Wycena metodą porównawczą

W wycenie uwzględnionych zostało 10 spółek zagranicznych. Wykorzystane zostały konsensusy prognoz wyników dla spółek porównywalnych oraz szacunki Vestor DM dla Arterii. Na naszych prognozach Arteria notowana jest przy mnożnikach znorm. P/E 7.8x w 2015p i 6.3x w 2016p oraz mnożnikach EV/EBITDA odpowiednio 5.1x i 4.0x, co implikuje dwucyfrowe dyskonto do spółek zagranicznych. W wycenie przykładamy 100% wagi przykładamy do mnożników 2015-2017p EV/EBITDA zagranicznych spółek porównywalnych. Wartość godziwa akcji oszacowana metodą porównawczą wynosi PLN 26.1/akcję.

Tabela 9. Arteria: Wycena porównawcza.

Spółka	Cena	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)*			EV/EBITDA (x)			Stopa dywidendy	Marża EBITDA	CAGR EPS	Dług netto/EBITDA
			2015p	2016p	2017p	2015p	2016p	2017p	2015p	2015p	2014-2017p	2015p
Arteria	16.3	69.4	7.8	6.3	5.8	5.1	4.0	3.4	2.3%	11.3%	4.9%	1.3
Spółki krajowe												
Impel	29.8	383.3	11.6	11.4	9.9	6.2	6.1	5.6	5.1%	5.6%	17.3%	2.30
Work Service	18.1	1 177	19.3	15.2	12.2	11.2	8.7	8.0	0.0%	5.4%	33.2%	0.98
Mediana			15.5	13.3	11.1	8.7	7.4	6.8	2.6%	5.5%	25.3%	1.6
Premia/Dyskonto			-50%	-52%	-48%	-41%	-46%	-50%				
Spółki zagraniczne												
Atos	69.1	29 475	12.4	10.9	10.5	5.7	4.7	4.3	1.3%	11.1%	16.4%	n.a.
Convergys Corp.	25.2	9 452	14.7	13.5	12.7	6.6	5.8	5.1	1.2%	12.6%	7.1%	0.1
Sopra Group	87.0	7 355	16.7	12.2	10.1	9.1	7.4	6.1	2.0%	7.1%	26.2%	1.9
Computacenter PLC	753.5	5 470	15.0	13.8	12.8	7.1	6.4	5.7	4.7%	3.9%	4.7%	n.a.
Teletech Holdings Inc	27.4	5 034	16.9	15.1	15.2	7.6	6.4	5.4	1.3%	12.8%	6.6%	n.a.
WNS Holdings Ltd	29.8	5 870	17.3	16.9	15.4	13.8	12.7	11.2	0.0%	21.6%	11.1%	n.a.
CSG Systems Inc.	31.1	3 865	13.2	12.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21.5%	n.a.	n.a.
Sykes Enterprises Inc.	24.2	3 979	15.2	13.8	13.6	6.0	5.2	4.5	n.a.	10.9%	4.9%	n.a.
Xlservice Holdings Inc.	37.9	4 791	19.9	17.3	15.1	10.4	8.4	n.a.	0.0%	17.8%	12.0%	n.a.
Xchanging PLC	97.5	1 428	8.6	8.2	7.1	3.9	3.1	2.7	3.0%	19.9%	18.4%	0.6
Mediana			15.1	13.6	12.8	7.1	6.4	5.2	1.3%	12.7%	11.1%	0.61
Premia/Dyskonto			-48%	-54%	-55%	-28%	-37%	-35%				
Wycena			31.4	35.1	35.8	24.5	28.0	25.7				
Waga			0%	0%	0%	33%	33%	33%				
Implikowana cena akcji (PLN)	26.1											

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

ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI

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

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

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

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ, W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH 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 zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

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

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

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że 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 odesła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania do stron internetowych i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW. GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSKAZANYCH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW. VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW 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 JAKIEKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECZNIE 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 wyrazonego 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 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. Na dzień sporządzenia niniejszego raportu, Vestor prowadzi ewidencje niepublicznych instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy od dnia sporządzenia tego dokumentu będzie świadczył na rzecz Emitenta usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej, w tym oferowania instrumentów finansowych na podstawie złożonej uprzednio oferty.

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

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

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

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

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

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

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

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy 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 z tytułu prowadzenia ewidencji niepublicznych instrumentów finansowych.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor 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”).

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

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analizy Vestor 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 na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 1 rekomendacji kupuj, 3 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 10 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 68 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor opublikował w dniu 16 września 2014 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie cena docelowa dla akcji Emitenta została

oznaczona jako 28,9 PLN (wycena metodą DCF), 28,5 PLN (wycena metodą porównawczą) podczas gdy cena bieżąca wynosiła 16,8 PLN, w dniu 27 stycznia 2015 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona jako 23,8 PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 15,1 PLN oraz w dniu 17 kwietnia 2015 r. raport analityczny zawierający wycenę, gdzie docelowa dla akcji Emitenta została oznaczona jako 23,8 PLN podczas gdy cena bieżąca wynosiła 16 PLN. Raporty analityczne nie zawierały kierunku inwestycyjnego oraz zostały wydane w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner.

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

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

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

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

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

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

Vestor jest autorem tego dokumentu.

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

Copyright © 2015 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

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

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

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

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

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

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

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

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest byt 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 uznaje można 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