

Aktualizacja raportu

- Obniżamy naszą prognozę znorm. EBITDA w 2015P o 6% do PLN 9.7m (wzrost o 29% r/r).
- 3Q15 – pierwszy kwartał współpracy z TU Zdrowie
- Na naszych prognozach spółka jest wyceniana przy 7.4x EV/EBITDA na 2016P, z 35% dyskontem do Enel-Medu.

Aktualizacja prognoz po wynikach za 3Q15

W 3. kwartale 2015 r. przychody Polmedu wzrosły o 21% r/r do PLN 18.5m, a EBITDA spadła o 7% r/r do PLN 2.1m. Naszym zdaniem wpływ na wynik miały koszty nowo otwartej przychodni i niższe niż zakładaliśmy tempo rozwoju współpracy z TU Zdrowie. Z drugiej strony, Polmed pozyskał nowego klienta (PWPW), a NFZ podwyższył swój plan finansowy na 2015 r. do 11% powyżej pierwotnego planu. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, obniżamy naszą prognozę EBITDA o 10%, 3% i 3% odpowiednio na lata 2015-17P do poziomu PLN 9.7m, PLN 11.5m i PLN 12.3m. Obniżamy naszą cenę docelową do PLN 4.1 z PLN 4.2 poprzednio, 37% powyżej obecnej wyceny rynkowej. Nasze nowe prognozy EBITDA w wysokości PLN 11.5m, implikują mnożnik 2016P EV/EBITDA 7.4x, 35% dyskonta do Enel-Medu.

Wyniki za 3Q15. Przychody Polmedu w 3Q15 wyniosły PLN 18.5m (wzrost o 21% r/r), z czego PLN 5.3m stanowił segment Firm ubezpieczeniowych (wzrost o 49% r/r). 3Q15 był pierwszym kwartałem w którym w pełni widoczne były wyniki współpracy z TU Zdrowie. EBITDA wyniosła PLN 2.1m, spadek o 7% r/r w konsekwencji pogorszenia się marży EBITDA z 14.9% w 3Q14 do 11.4% w 3Q15. Wyniki finansowe za 3Q15 były poniżej naszych oczekiwań i uważamy, że negatywne zaskoczenie pochodzi z wyższych kosztów nowo otwartej przychodni w Warszawie i niższego niż zakładaliśmy tempa rozwoju współpracy z TU Zdrowie.

Nowy kontrakt z PWPW, wyższy od oczekiwanego budżet NFZ. Z początkiem stycznia Polmed rozpocznie współpracę z Polską Wytwórnią Papierów Wartościowych, spółka szacuje wartość podpisanego na 4 lata kontraktu na PLN 6.5m. We wrześniu NFZ podwyższył swój plan finansowy na 2015 r. do 11% powyżej pierwotnego planu oraz opublikował swój pierwszy plan finansowy na 2016 r. Szacujemy wydatki NFZ w 2016P na poziomie PLN 68.2mld (wzrost o 2.6% r/r).

Zmiana prognoz. Biorąc pod uwagę wykonanie naszej prognozy po 9M15, obniżamy nasze szacunki przychodów w segmencie Firm ubezpieczeniowych w całym 2015P. Oczekujemy także, że koszty dwóch placówek, których otwarcie zakładamy na 2016 r. będą miały wyższe koszty w krótkim terminie niż dotychczas zakładaliśmy. W konsekwencji, prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 9.7m, PLN 11.5m i PLN 12.3m odpowiednio w latach 2015-2017P, obniżenie prognoz odpowiednio o 10%, 3% i 3%.

Wycena. Obniżamy cenę docelową dla akcji Polmedu do PLN 4.1 z PLN 4.2 poprzednio, 37% powyżej ceny rynkowej. 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%). Na naszych prognozach Polmed jest wyceniany na 7.4x EV/EBITDA na 2016P, z 35% i 54% 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	74.0	87.6	89.6
EBIT	-2.7	3.0	3.5	7.0	8.8	9.5
Znorm. EBITDA	0.2	5.6	7.9	9.7	11.5	12.3
Znorm. zysk netto	-2.9	3.0	3.7	5.5	7.0	7.8
P/E (x)	n.a.	28.7	23.0	15.5	12.1	11.1
EV/EBITDA (x)	n.a.	17.0	11.6	9.1	7.4	6.5

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje

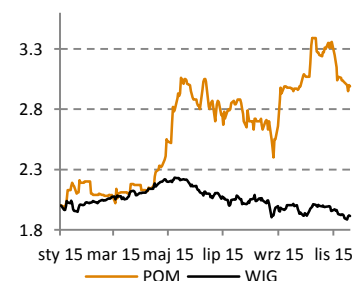
Cena docelowa (PLN)	4.1
Cena bieżąca (PLN)	3.00
Poprzednia cena docelowa	4.2
Min (52T)	1.88
Max (52T)	3.42
Liczba akcji (m)	28.4
Kapitalizacja (PLNm)	85.1
Dług netto (4Q15P, PLNm)	3.1
EV (PLNm)	88.1
Śr. dzienny obrót (3M, PLNk)	14.3

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) rozpoczęto ekspansję ogólnokrajową i otwarto centra medyczne w głównych miastach Polski m.in. w Warszawie, Krakowie i Katowicach.

Polmed vs. WIG: relatywny kurs akcji

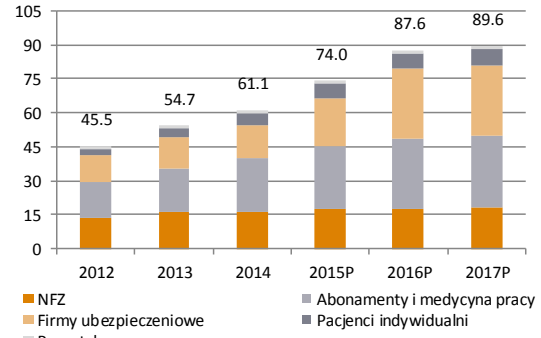
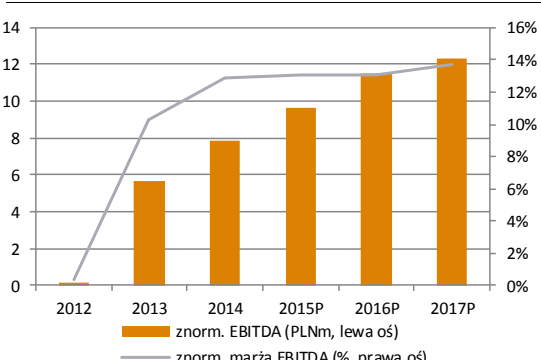
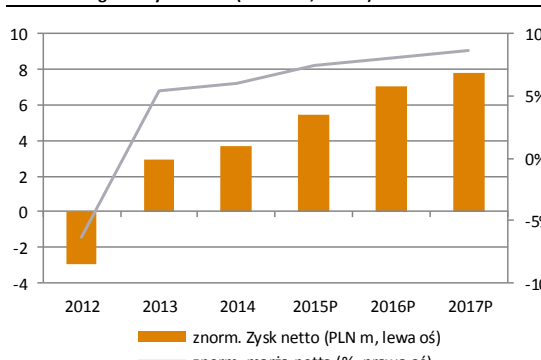
Źródło: Bloomberg, analizy Vestor DM

Michał Mordel

(+48) 22 378 9220

Michał.Mordel@vestor.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	74.0	87.6	89.6	Cena akcji (PLN)	3.00
Zysk brutto na sprzedaży	2.1	6.2	8.2	9.9	11.9	12.7	Min (52W, PLN)	1.88
Koszty ogólnego zarządu	-5.1	-3.5	-3.4	-3.4	-3.5	-3.5	Max (52W, PLN)	3.42
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0.3	0.2	-1.3	0.6	0.4	0.4	Kapitalizacja (PLN m)	85.1
EBITDA	-0.4	5.6	6.2	9.7	11.5	12.3	EV (2015P, PLN m)	88.1
Znorm. EBITDA	0.2	5.6	7.9	9.7	11.5	12.3	Podstawowe dane	2012 2013 2014 2015P 2016P 2017P
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	7.0	8.8	9.5	EPS (PLN)	-0.12 0.10 0.08 0.19 0.25 0.27
Przychody finansowe netto	-0.7	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	0.1	BVPS (PLN)	1.1 1.2 1.3 1.4 1.6 1.7
Zysk brutto	-3.4	2.3	3.0	6.8	8.7	9.6	DPS (PLN)	0.03 0.00 0.04 0.06 0.10 0.14
Podatek	0.1	0.6	-0.7	-1.3	-1.7	-1.8	Segmenty	2012 2013 2014 2015P 2016P 2017P
Zysk netto	-3.4	2.9	2.3	5.5	7.0	7.8	Przychody (PLN m)	45.5 54.7 61.1 74.0 87.6 89.6
Znorm. Zysk netto	-2.9	3.0	3.7	5.5	7.0	7.8	NFZ	13.7 16.1 16.4 17.5 17.8 18.0
Bilans (PLN m)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	Abonamenty i medycyna pracy	15.5 19.6 23.8 27.9 30.8 31.9
Rzeczowe aktywa trwałe	33.2	31.8	27.4	29.1	29.1	27.7	Firmy ubezpieczeniowe	12.2 13.4 14.3 20.7 30.8 31.1
Wartości niematerialne i prawne	12.6	12.6	12.5	12.4	12.3	12.2	Pacjenci indywidualni	2.8 4.2 5.4 6.6 6.9 7.3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0.3	0.5	0.9	2.7	4.7	9.7	Pozostałe	1.3 1.3 1.3 1.3 1.3 1.3
Należności krótkoterminowe	7.4	7.0	9.0	9.7	11.4	11.6	Polmed: Prognoza przychodów (2012-17P, PLN m)	
Zapasy	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3		
Pozostałe aktywa obrotowe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1		
Aktywa	53.9	53.5	51.1	55.4	59.3	63.0	Polmed: Prognoza zysku netto (2012-17P, PLN m)	
Dług krótkoterminowy	5.5	4.5	1.7	1.0	0.4	0.7		
Zobowiązania handlowe	4.0	3.3	3.4	4.4	5.4	5.4	<p>Nadchodzące wydarzenia</p> <p>grudzień-marzec Podpisywanie kontraktów NFZ na 2016r.</p> <p>Ryzyka</p> <p>Głównymi ryzykami do naszej rekomendacji są: ryzyko regulacyjne zmian w systemie rozliczania i przydzielania kontraktów NFZ; ryzyko makroekonomiczne; ryzyko utraty kluczowych kontraktów; ryzyko konkurencji oraz ryzyko podaży akcji (fundusz NPN II posiada 42% udział w kapitale spółki)</p>	
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2.0	1.6	1.9	2.1	2.3	2.5		
Dług długoterminowy	8.5	6.8	5.5	4.8	3.7	2.6		
Rezerwy	0.5	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9		
Kapitał własny	32.2	35.1	36.3	40.1	44.4	48.7		
Pasywa	53.9	53.5	51.1	55.4	59.3	63.0		
Dług netto	13.8	10.9	6.3	3.1	-0.7	-6.4		
Przepływy pieniężne (PLN m)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P		
Zysk netto	-3.4	2.9	2.3	5.5	7.0	7.8		
Zmiany w kapitale obrotowym	1.8	0.0	-1.0	-0.3	-0.5	-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	8.1	9.4	10.3		
Nakłady inwestycyjne	-3.7	-1.4	-0.7	-4.2	-2.7	-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	-3.3	-2.7	-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	-1.7	-0.7		
Odsetki	-0.9	-0.6	-0.3	-0.2	-0.1	0.1		
Dywidendy	-0.9	0.0	-1.1	-1.7	-2.7	-3.9		
Przepływy z działalności finansowej	-1.7	-3.9	-5.6	-3.3	-4.5	-4.2		
Zmiana stanu gotówki	-3.7	0.2	0.4	1.5	2.2	5.0		
Wskaźniki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P		
Dynamiki wzrostu (%)								
Wzrost przychodów	41.7%	20.2%	11.7%	21.2%	18.3%	2.3%		
Wzrost EBITDA	n.a.	n.a.	11.3%	56.5%	18.6%	7.1%		
Wzrost znorm. EBITDA	n.a.	n.a.	39.6%	22.9%	18.6%	7.1%		
Wzrost zysku netto	n.a.	n.a.	-19.6%	135.3%	28.7%	10.5%		
Wzrost znorm. zysku netto	n.a.	n.a.	24.8%	48.0%	28.7%	10.5%		
Marże (%)								
Marża brutto	4.6%	11.4%	13.4%	13.3%	13.5%	14.1%		
Marża EBITDA	-0.9%	10.2%	10.1%	13.1%	13.1%	13.7%		
Znorm. marża EBITDA	0.4%	10.3%	12.9%	13.1%	13.1%	13.7%		
Marża EBIT	-6.0%	5.4%	5.7%	9.4%	10.0%	10.6%		
Marża netto	-7.4%	5.3%	3.8%	7.4%	8.0%	8.7%		
Znorm. marża netto	-6.4%	5.4%	6.1%	7.4%	8.0%	8.7%		
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	0.19	0.25	0.27		
Wartość księgowa 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	0.06	0.10	0.14		
Wolne przepływy pieniężne na akcję (PLN)	-0.05	0.13	0.18	0.17	0.23	0.32		
Dźwignia i stopy zwrotu								
Dług netto/EBITDA (x)	n.a.	2.0	1.0	0.3	-0.1	-0.5		
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	2.0	2.6		
ROA (%)	-6.1%	5.4%	4.4%	10.3%	12.3%	12.8%		
ROIC (%)	-3.7%	5.4%	9.5%	13.2%	16.4%	17.9%		
ROE (%)	-9.9%	8.6%	6.5%	14.3%	16.7%	16.7%		
Wskaźniki wyceny								
znorm. P/E (x)	n.a.	28.7	23.0	15.5	12.1	11.1		
EV/znorm. EBITDA (x)	n.a.	17.0	11.6	9.1	7.4	6.5		
EV/Sprzedaż (x)	2.2	1.8	1.5	1.2	1.0	0.9		
P/BV (x)	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8		
Stopa dywidendy (%)	1.0%	0.0%	1.3%	2.0%	3.2%	4.5%		
Stopa FCF (%)	-1.5%	4.3%	6.1%	5.5%	7.8%	10.6%		

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wyniki finansowe 3Q15

- Przychody w 3Q15 wyniosły PLN 18.5m, wzrosły o 21% r/r.
- EBITDA wyniosła PLN 2.1m – spadek o 7% r/r.
- Raportowany zysk netto wyniósł PLN 1.2m i był wyższy o 6% r/r.
- Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 1.9m – spadek o 8% r/r.

Tabela 1. Polmed: Wyniki za 3Q15 (PLNm)

	3Q14	4Q14*	1Q15	2Q15	3Q15	%r/r	9M14	9M15	%r/r
Przychody	15.3	16.3	16.8	17.2	18.5	21%	44.8	52.5	17%
NFZ	4.0	4.2	4.3	4.5	4.3	8%	12.1	13.1	8%
Abonamenty i medycyna pracy	6.1	6.6	6.3	7.3	6.9	13%	17.2	20.5	19%
Firmy ubezpieczeniowe	3.6	3.7	3.9	4.0	5.3	49%	10.6	13.2	24%
Pacjenci indywidualni	1.3	1.5	2.0	1.2	1.6	25%	3.9	4.8	23%
Pozostałe	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	7%	1.0	0.9	-5%
EBITDA	2.3	0.7	2.5	2.2	2.1	-7%	5.5	6.8	24%
znorm. EBITDA	2.3	2.4	2.5	2.2	2.1	-7%	5.5	6.8	24%
EBIT	1.6	0.0	1.8	1.6	1.5	-9%	3.5	4.9	39%
Zysk netto	1.1	-0.1	1.4	1.3	1.2	6%	2.4	3.8	60%
<i>znorm. marża EBITDA</i>	<i>14.9%</i>	<i>14.5%</i>	<i>14.8%</i>	<i>12.9%</i>	<i>11.4%</i>		<i>12.3%</i>	<i>13.0%</i>	
<i>Marża netto</i>	<i>7.1%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>8.5%</i>	<i>7.3%</i>	<i>6.2%</i>		<i>5.4%</i>	<i>7.3%</i>	

*EBITDA 4Q14 skorygowano o wpływ sprzedaży OW Neptun

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przychody. Przychody w 3Q15 wyniosły PLN 18.5m (wzrost o 21% r/r). 3Q15 był pierwszym kwartałem w którym w pełni widoczny był wpływ kontraktu z TU Zdrowie na generowane wyniki. Przychody segmentu Firmy Ubezpieczeniowe wyniosły jedynie PLN 5.3m (wzrost o 49% r/r), poniżej naszych oczekiwań ze względu na niższe niż zakładaliśmy tempo rozwoju współpracy z TU Zdrowie. Z naszych rozmów ze spółką wynika, że w pierwszych 3 miesiącach (czerwiec – sierpień) kontrakt nie został wdrożony w pełnym wymiarze co istotnie wpłynęło na przychody segmentu. Przychody z NFZ wyniosły PLN 4.3m (wzrost o 8% r/r), z Abonamentów i Medycyny Pracy PLN 6.9m (wzrost o 13% r/r), a od Pacjentów Indywidualnych PLN 1.6m (wzrost 25% r/r). Pozostałe przychody wyniosły PLN 0.4m.

Rentowność. Wynik EBITDA w 3Q15 na poziomie PLN 2.1m (spadek o 7% r/r) implikuje marżę EBITDA na poziomie 11.4% (spadek o 3.5p.p. r/r; 1.5p.p. kw/kw). Koszty usług obcych i wynagrodzeń wyniosły łącznie PLN 14.8m i były wyższe o 25% r/r wobec wzrostu przychodów o 21% r/r. Negatywnie na rentowność spółki w 3Q15 naszym zdaniem wpływały: (1) większy wolumen pacjentów obsługiwanych przez placówki partnerskie; (2) koszty związane z otwarciem nowej przychodni (wrzesień 2015 r.).

Zysk netto. Wynik na działalności finansowej netto był ujemny i wyniósł PLN 0.05m. W rezultacie zysk netto wyniósł PLN 1.2m, wzrost o 6% r/r. Stawka podatku i wynik na działalności finansowej nie odbiegają znacząco od poprzednich kwartałów.

Przepływy pieniężne i dług netto. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN 1.9m (spadek o 8% r/r). Dług netto na koniec 3Q15 wyniósł PLN 3.9m wobec PLN 2.0m na koniec 2Q15, zmiana wynika ze zmniejszenia pozycji gotówkowej.

Ostatnie wydarzenia

Kontrakt z Polską Wytwórnią Papierów Wartościowych. 28 października Polmed poinformował o podpisaniu kontraktu z nowym klientem – PWPW. Wartość podpisanego na 4 lata kontraktu spółka szacuje na PLN 6.5m co przekłada się, przy założeniu równomiernego rozłożenia kontraktu w czasie, na przychody w wysokości PLN 1.6m rocznie (2% naszej prognozy na 2016P). Współpraca rozpocznie się w styczniu 2016 r. Wynagrodzenie Polmedu składa się z dwóch składowych: opłaty abonamentowej zależnej od aktualnej liczby pracowników, oraz opłat za przeprowadzone badania (FFS). Kontrakt gwarantuje stałe stawki przez 4 lata.

Budżet NFZ. NFZ opublikował sprawozdanie za 2014 r., aktualizację planu finansowego na 2015 r., oraz pierwszy plan finansowy na 2016 r. Budżet NFZ rośnie w tempie wyższym niż oczekiwaliśmy.

W 2014 r. NFZ wydał na świadczenia medyczne PLN 63.2mld (wzrost 2.5% r/r, 7.7% powyżej pierwotnego planu) wobec oczekiwanego przez nas wzrostu 2.8% r/r. Kolejny rok z rządu zmniejsza się wartość nadwykonań nieopłaconych, która w 2014 r. wyniosła PLN 843m (spadek o 11.6% r/r), co w naszym przekonaniu wynika zarówno z większego zrozumienia pomiędzy uczestnikami systemu, jak i z bardziej wyraźnego wzrostu budżetu NFZ względem pierwotnego planu. Środki przeznaczone na świadczenia medyczne w 2014 r. były wyższe o 7.7% wobec pierwotnego planu na 2014 r. (wobec podwyższenia o 5.2% w 2013 r. i 4.7% w 2012 r.).

NFZ 29 września opublikował również aktualizację planu finansowego na 2015 r. Obecny plan finansowy zakłada wydatki na poziomie PLN 66.5mld (wzrost o 5.2% r/r) co jest wartością wyższą o 11% względem pierwotnego planu. Oczekiwaliśmy, że wydatki NFZ w 2015P wyniosą PLN 64.3mld (7.3% powyżej pierwotnego planu, wzrost 1.4% r/r). Zakładamy, że realizacja budżetu na 2015 r. nie będzie odbiegać od obecnego planu finansowego i podwyższamy nasze prognozy wydatków NFZ.

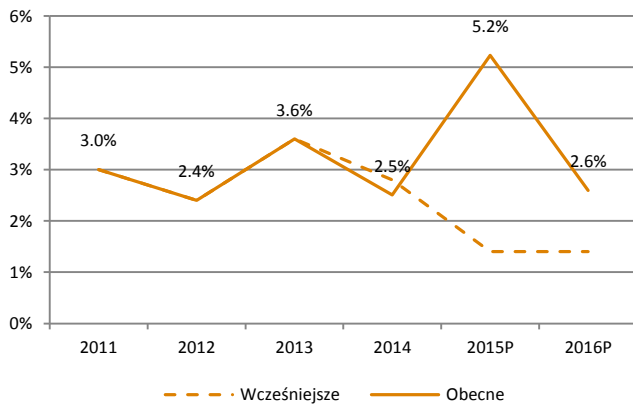
Opublikowany 18 września pierwszy plan finansowy NFZ na 2016 r. zakłada wydatki na świadczenia zdrowotne na poziomie PLN 63.5 mld (spadek o 4.6% r/r). Na podstawie historycznego wykonania pierwotnych planów szacujemy, że ostateczne wydatki NFZ będą wyższe o 7% od pierwotnego planu, co implikuje wartość budżetu NFZ na 2016P na poziomie PLN 68.2mld (wzrost 2.6% r/r).

W dalszej perspektywie pozostawiamy prognozy budżetu NFZ bez zmian wynikające z prognoz demograficznych GUS. Oczekujemy wzrostu wydatków NFZ na poziomie 1.2-1.5% rocznie do 2020 r.

Nowy klient – Polska Wytwórnia Papierów Wartościowych

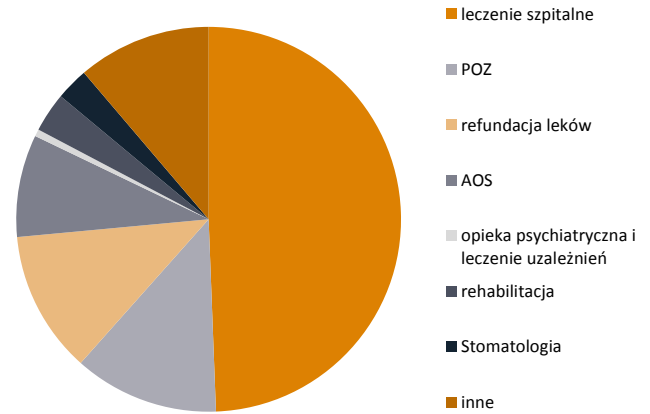
NFZ – podwyższenie planu finansowego na 2015 r.

Wykres 1. Prognoza wzrostu budżetu NFZ



Źródło: NFZ, szacunki Vestor

Wykres 2. Struktura wydatków NFZ w 2014 r.



Źródło: NFZ

Kontrakty NFZ. Polmed rozpoczął już podpisywanie aneksów do kontraktów z NFZ na 2016 r.

- Nocna i świąteczna opieka medyczna ze Śląskim Oddziałem NFZ. Podpisano aneks przedłużający trwanie umowy do końca 1H16 z końca 2015 r. poprzednio. Szacunkowa wartość przychodów w 2016 r. wynosi PLN 1.3m, czyli na poziomie 100% wyższym w skali roku względem poprzedniego aneksu.
- Usługi stomatologiczne z Pomorskim Oddziałem NFZ. Podpisano aneks przedłużający trwanie umowy do końca 1H16 z końca 2015 r. poprzednio. Szacunkowa wartość przychodów w 2016 r. wynosi PLN 0.3m, czyli bez zmian w skali roku.

Aneksowanie kontraktów z NFZ na 2016 r.

Zmiana prognoz finansowych na 2015-2017P

Tabela 2. 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			poprzednie	obecne			poprzednie	obecne		
Przychody ze sprzedaży	76.8	74.0	-4%	21%	87.2	87.6	1%	18%	88.8	89.6	1%	2%
NFZ	16.8	17.5	4%	7%	17.1	17.8	4%	1%	17.3	18.0	4%	1%
Abonamenty i medycyna	28.2	27.9	-1%	18%	29.2	30.8	6%	10%	30.3	31.9	5%	4%
Firmy ubezpieczeniowe	24.9	20.7	-17%	45%	33.7	30.8	-9%	49%	33.7	31.1	-8%	1%
Pacjenci indywidualni	5.7	6.6	15%	22%	6.1	6.9	14%	5%	6.4	7.3	13%	5%
Pozostałe	1.1	1.3	17%	2%	1.1	1.3	17%	0%	1.1	1.3	17%	0%
EBITDA	10.7	9.7	-10%	23%	11.8	11.5	-3%	19%	12.6	12.3	-3%	7%
EBIT	8.0	7.0	-13%	100%	9.1	8.8	-3%	26%	9.9	9.5	-3%	8%
Zysk netto	6.3	5.5	-14%	48%	7.3	7.0	-3%	29%	8.1	7.8	-4%	11%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Przychody. Obniżamy prognozy przychodów o 4% w 2015P do PLN 74m. Podwyższamy prognozy na lata 2016-17P o 1% do odpowiednio PLN 87.6m i 89.6m. Na zmianę prognoz przychodów składają się:

- Obniżenie prognoz przychodów segmentu Firmy Ubezpieczeniowe odpowiednio o 17%, 9% i 8% na lata 2015-17P. Niższe od wcześniej oczekiwanych przychody w 2015P w głównej mierze spowodowane zostały opóźnieniami we wdrażaniu kontraktu z TU Zdrowie. Z naszych rozmów ze spółką wynika, że w pierwszych 3 miesiącach (czerwiec – sierpień) kontrakt nie został wdrożony w pełnym wymiarze co istotnie wpłynęło na przychody segmentu. Obniżamy również prognozy przychodów segmentu w następnym roku prognozy.
- Podwyższamy prognozy przychodów z NFZ ze względu na (1) wysoką realizację prognoz na 2015P w 9M15 (78%); (2) podpisanie nowych kontraktów na świadczenie usług dla NFZ; oraz (3) wyższe prognozy wartości budżetu NFZ w najbliższych latach. Oczekujemy przychodów segmentu na poziomie PLN 17.5m, PLN 17.8m i PLN 18.0m w latach 2015-2017P, podwyższenie prognoz odpowiednio o 4%, 4% i 4%.
- Podwyższamy prognozy przychodów segmentu Abonamenty i medycyna pracy o kontrakt z PWPW. Oczekujemy przychodów segmentu na poziomie PLN 30.8m i PLN 31.9m w latach 2016-2017P, podwyższenie prognoz odpowiednio o 6% i 5%.

EBITDA. Niezadowolające wyniki za 3Q15, w tym pogorszenie marży EBITDA do 11.4% wobec 14.9% w 3Q14 skłaniają nas do obniżenia prognoz EBITDA zarówno w 2015P jak i w dalszej perspektywie. Oczekujemy wyników na poziomie PLN 9.7m, PLN 11.5m i PLN 12.3m odpowiednio w latach 2015-2017P, obniżenie prognoz odpowiednio o 10%, 3% i 3%. Uważamy, że niższa od oczekiwanej marżowość w 3Q15 wynika z silniejszego negatywnego wpływu nowootwartej placówki w Warszawie, która jeszcze nie osiągnęła progu rentowności. Oczekujemy otwarcia kolejnych dwóch placówek w 2016P i weryfikujemy ich negatywny wpływ na wyniki spółki.

Zysk netto. Podtrzymujemy założenia dotyczące efektywnej stopy podatkowej oraz kosztów finansowych netto. W wyniku obniżenia oczekiwań efektywności operacyjnej obniżamy prognozy zysku netto na lata 2015-2017P odpowiednio o 14%, 3% i 4% do PLN 5.5m, PLN 7.0m i PLN 7.8m.

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 3.5/akcję, wycena metodą porównawczą względem Enel-Medu wynosi PLN 4.1/akcję, natomiast względem mnożników z transakcji przejęć na polskim rynku prywatnych usług medycznych wynosi PLN 4.5/akcję. Obniżamy cenę docelową do PLN 4.1/akcję z PLN 4.2/akcję poprzednio, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 37%.

Obniżamy cenę docelową z PLN 4.2 do PLN 4.1

Tabela 3. Polmed: Cena docelowa

		waga
Wycena DCF (PLN)	3.5	60%
Wycena porównawcza – mnożniki transakcyjne (PLN)	4.5	10%
Wycena porównawcza – względem Enel-Med (PLN)	4.1	30%
Wartość godziwa – średnia ważona (PLN)	3.8	
Koszt kapitału własnego (%)	7.3%	
Cena docelowa (PLN)	4.1	
Cena akcji (PLN)	3.00	
Potencjał wzrostu (%)	37%	

Źródło: Vestor DM

1. Wycena metodą DCF

Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2014-24P na poziomie 5.3% i prognozujemy analogiczną średnioroczną stopę wzrostu EBITDA na poziomie 5.2%. Spodziewamy się, że wzrost przychodów będzie pochodził głównie z kontraktów z nowymi klientami – TU Zdrowie, Amazon, PWPW. Zakładamy capex netto na poziomie PLN 3.3m w 2015P, PLN 2.7m w 2016F oraz PLN 1.2-1.9m w dalszych latach prognozy. Do obliczeń WACC, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe 4.5% i betę 1.0x. Do kalkulacji wartości rezydualnej założyliśmy stopę wzrostu w okresie rezydualnym na poziomie 1.0%, wyliczaną z prognozowanego ROIC na poziomie 19.8% oraz stopy reinwestycji na poziomie 5.2%. Wyznaczamy średnioważony koszt kapitału w okresie prognozy na 6.8% oraz w okresie rezydualnym na 8.8%.

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 2.93-4.40.

Tabela 4. Polmed: Wyliczenia średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2015P	>2024P
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.8%	4.5%
Premia za ryzyko rynkowe (%)	4.5%	4.5%
Beta	1.0x	1.0x
Koszt kapitału własnego	7.3%	9.0%
Koszt długu	4.2%	4.0%
Koszt długu po podatku	3.4%	3.3%
Dług/ (dług+kapitał własny)	12.5%	3.4%
WACC	6.8%	8.8%

Źródło: Szacunki Vestor DM

Tabela 5. Polmed: prognozy FCFF (PLN m)

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	>2024P
Przychody	74.0	87.6	89.6	91.3	93.2	94.8	96.5	98.3	100.1	101.9	
EBITDA	9.7	11.5	12.3	12.5	12.7	12.8	13.0	12.9	12.9	12.4	
EBIT	7.0	8.8	9.5	9.7	9.9	10.0	10.2	10.1	10.1	10.1	
Podatek od EBIT	1.3	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	
NOPAT	5.7	7.1	7.7	7.9	8.0	8.1	8.3	8.2	8.2	8.2	8.2
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	-0.3	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.4
Capex	-3.3	-2.7	-1.2	-1.3	-1.4	-1.4	-1.5	-1.7	-1.8	-1.9	-2.4
Wolne przepływy finansowe	4.7	6.6	9.1	9.3	9.3	9.4	9.4	9.3	9.1	8.6	7.7
Czynnik dyskontowy (%)	99%	93%	87%	81%	75%	70%	66%	61%	57%	53%	53%
Wartość bieżąca FCF	4.7	6.2	7.9	7.5	7.0	6.6	6.2	5.7	5.2	4.6	
Wartość bieżąca FCF 2015-2024	57										
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	1.0%										
Zdyskontowana wartość rezydualna	53										
Wartość przedsiębiorstwa	110										
Dywidenda wypłacona	1.7										
Dług netto (2014)	6										
Wartość kapitału własnego (PLNm)	102										
Liczba akcji (m)	29										
Wartość godziwa na akcję (PLN)	3.5										

Źródło: Vestor DM

Tabela 6. Polmed: Wrażliwość wyceny DCF na założenia (wartość godziwa, PLN/akcję)

		Premia za ryzyko rynkowe		
		3.5%	4.5%	5.5%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	0.0%	3.73	3.29	2.93
	0.5%	3.86	3.38	3.00
	1.0%	4.02	3.50	3.09
	1.5%	4.19	3.62	3.17
	2.0%	4.40	3.76	3.28

Źródło: Vestor DM

2. Analiza porównawcza – mnożniki transakcyjne

Od kilku lat polski rynek prywatnych usług medycznych podlega procesowi konsolidacji. Opieramy 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 3.7-5.2/akcję ze średnią na poziomie PLN 4.5/akcję.

Tabela 7. 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				3.7	5.2	3.0	13%
Waga				50%	50%	0%	
Średnioważona wycena akcji Polmed				4.5			

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

3. Wycena porównawcza względem Enel-Med

Dokonujemy wyceny porównawczej Polmedu względem Enel-Medu. Nasza wycena opiera się na wskaźnikach EV/EBITDA i EV/S na lata 2015P i 2016P. Prezentujemy również wycenę na mnożniku P/E jednak 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 4.1/akcję, 38% powyżej aktualnej ceny rynkowej.

Tabela 8. Wycena porównawcza względem Enel-Medu

	EV/S		EV/EBITDA		P/E		marża	Dług netto/	Przychody	EBITDA CAGR 2014-2016P	
	2015P	2016P	2015P	2016P	2015P	2016P	EBITDA 2015P	DY 2015P	EBITDA 2015P		CAGR 2014- 2016P
Enel-Med	1.0	0.8	14.1	11.4	43.5	42.7	7%	0.0%	-0.3	11.0%	13.5%
Polmed	1.2	1.0	9.1	7.4	15.5	12.1	13%	2.0%	0.3	19.8%	20.7%
Implikowana wycena Polmedu	2.4	2.6	4.7	4.6	8.4	10.6					
Waga	12.5%	12.5%	37.5%	37.5%							
Średnioważona wycena akcji Polmed	4.1										

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

Źródło: Konsensus Bloomberga dla Enel-Medu, szacunki Vestor DM dla Polmedu

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 PRZEZ PUBLIKACJĄ, W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCNEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

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

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

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

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

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

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla 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 znajdującymi się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

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

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ 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 ZAOPAZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie 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.

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

Vestor, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują 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: 6 rekomendacji kupuj, 4 rekomendacji Akumuluj, 6 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 16 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 69% (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 5 maja 2015 r. inicjujący raport analityczny z ceną docelową 3,8 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,53 PLN, w dniu 8 czerwca 2015 r. aktualizacji raportu z ceną docelową równą 4,1 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,8 PLN, w dniu 24 września 2015 r. aktualizacji raportu z ceną docelową 4,2 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 2,96 PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

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

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

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

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

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

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

Vestor jest autorem tego dokumentu.

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

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

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

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

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

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

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

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

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

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

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

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

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

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