

5 czerwca 2014

Impel

usługi outsourcingowe

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 29.6

Cena docelowa: 34.3

akumuluj

Koszty pracy i segment ochrony psują wyniki

Grupa Impel konsekwentnie realizuje strategię, zgodnie z którą koncentruje się na zwiększaniu obrotów w czasie wolniejszego wzrostu gospodarczego a następnie, przy mniejszej dynamice sprzedaży skupia się na odbudowie rentowności. Spółka jest profesjonalnie zarządzana i stabilnie rośnie, a największe ryzyka dla jej dalszego rozwoju wynikają z niestabilnego prawa, w szczególności dotyczącego kosztów pracy. Plany rządu dotyczące "ozusowania" umów cywilno-prawnych stanowią zagrożenie dla wszystkich spółek realizujących niskopłatne usługi. W szczególności dotyczy to spółek z branży ochrony, które toczą wyniszczającą walkę cenową.

Wojna w ochronie

Zależny Impel Security jest trzecim graczem na wartym ok. 7 mld PLN rynku ochrony w Polsce. Segment ten należy obecnie do najmniej rentownych w grupie, a w I kwartale br. przyniósł stratę na poziomie operacyjnym przekraczającą 2 mln PLN. Trudna sytuacja w ochronie przyczyniła się do decyzji część zagranicznej konkurencji o całkowitej rezygnacji z działalności na polskim rynku, zaś inni szukają okazji do fuzji i przejęć. Trwająca konsolidacja przybliży polski rynek ochrony do rynków dojrzałych, gdzie góruje po kilka podmiotów, dla których pozostali świadczą usługi podwykonawcze.

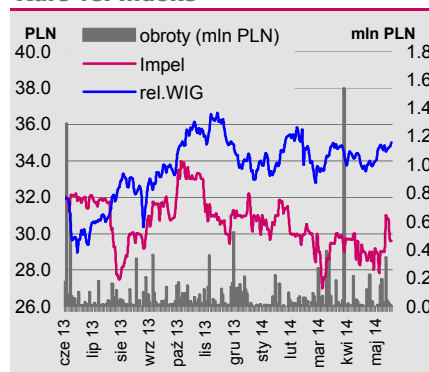
Podnoszenie kosztu pracy

Zmiany warunków w jakich działa Impel są głównym ryzykiem dla spółki, a najbardziej dotkliwie dla wyników jest podnoszenie kosztu pracy. Zapowiedziane wprowadzenie obowiązku „oskładkowania” umów cywilno-prawnych w największym stopniu dotknie branżę, w których działa Impel (usługi zapewniania czystości, ochrony). Odzwierciedlenie nowych regulacji w wynikach spółki będzie zależało od kilku czynników, w tym od zakresu zmian i czasu ich wprowadzenia - im dłuższy okres *vacatio legis*, tym większa szansa przerzucenia wzrostu kosztów na ceny usług dla klientów (zmiany dotkną całą branżę).

Wycena

Spółka zasługuje na premię w wycenie m.in. z uwagi na stabilny, konsekwentny rozwój i wysoką jakość zarządzania, a tegoroczne odstępstwo od podziału zysku między akcjonariuszy traktujemy raczej jako wyjątek związany z szansą realizacji atrakcyjnej akwizycji, niż zmianę polityki dywidendowej. Z drugiej strony, z powodu stale towarzyszącego spółce ryzyka niekorzystnych zmian legislacyjnych premii takiej trudno znaleźć odzwierciedlenie w wycenie. Podwyższamy wycenę do 34.3 PLN oraz podnosimy rekomendację z neutralnie do akumuluj.

Kurs vs. Indeks



Max/Min 52 tygodnie (PLN)	33.95 / 27		
Liczba akcji (mln)	12.9		
Kapitalizacja (mln PLN)	386		
EV (mln PLN)	563		
Free Float (mln PLN)	63		
Średni obrót dzienny 3m (tys. PLN)	81.0		
Główny akcjonariusz	% akcji, % głosów		
Grzegorz Dzik (Prezes Zarządu)	38.40, 43.60		
Józef Biegaj	27.27, 31.67		
	1m	3m	12m
Zmiana ceny	4.6%	-3.0%	-7.3%
Zmiana WIG	3.2%	1.1%	10.5%

Maciej Krefta

(022) 598 26 88

maciej.krefta@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE(%)
2012	1 451.7	40.5	76.9	28.5	28.2	2.19	5.0	20.9	13.7	1.44	5.0	14.1	7.4	9.1
2013	1 602.0	40.2	82.7	25.7	16.3	1.27	4.6	20.4	23.7	1.47	5.0	15.4	7.5	6.1
2014p	1 736.6	48.2	92.8	33.8	26.4	2.05	5.5	22.5	14.6	1.33	0.0	12.7	6.6	9.6
2015p	1 906.1	53.0	98.1	36.3	29.4	2.29	5.8	25.0	13.1	1.20	4.2	11.9	6.4	9.6
2016p	2 073.8	62.8	108.4	44.2	35.8	2.78	6.3	26.7	10.8	1.12	4.0	10.3	6.0	10.8

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 30 PLN za akcję

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Podsumowanie wyników I kwartału

Segment ochrony ponownie obciążył wyniki

Przychody grupy Impel (wraz z dotacjami) w I kwartale 2014 roku wyniosły 404.1 mln PLN (+11.7% r/r, -3.8% q/q). Zysk operacyjny w I kwartale wyniósł 7.7 mln PLN (-29% r/r), natomiast zysk netto 2.0 mln PLN (-4.4% r/r).

- ❑ **Przychody ze sprzedaży** bez dotacji wyniosły 394.7 mln PLN (+12.6% r/r, -3.9% q/q). Dotacje wyniosły 9.4 mln PLN (-16.1% r/r). Wzrost segmentu Facility Management wyniósł +13.7% r/r, zaś segmentu Bezpieczeństwo +7.8% r/r (pozytywny wpływ miała konsolidacja spółki Impel Cash Solutions sp. z o.o., dawn. Brink'sa).
- ❑ **Zysk na sprzedaży** wyniósł 7.9 mln PLN (+2.5% r/r). W minionym kwartale zaobserwowano minimalny spadek rentowności na sprzedaży (do 1.95% wobec 2.13% przed rokiem), za co odpowiada wciąż utrzymująca się walka konkurencyjna w segmencie ochrony.
- ❑ **Zysk operacyjny** w I kwartale wyniósł 7.7 mln PLN (-29.2% r/r), a rentowność operacyjna wyniosła 1.91% wobec 3.01% przed rokiem. Warto zauważyć, że w danych porównawczych w pozostałych przychodach operacyjnych rozpoznano +4.2 mln PLN wyniku na objęciu kontroli nad spółką zależną (ujemna wartość firmy na nabyciu spółki Brink's C.L. Polska sp. z o.o.). Po wyłączeniu powyższej jednorazówki, ubiegłoroczna rentowność operacyjna wyniosła 1.76%, a tegoroczny zysk operacyjny był lepszy o +20.8% r/r.
- ❑ Saldo przychodów i kosztów finansowych w I kwartale było ujemne i wyniosło -3.8 mln PLN wobec -3.0 mln PLN w poprzednim kwartale i -3.9 mln PLN przed rokiem.
- ❑ Wynik netto w I kwartale wyniósł niespełna +2.0 mln PLN, co było rezultatem słabszym od naszych oczekiwań głównie ze względu na wyższe od założeń zyski mniejszości i udziały w stratach jednostek wycenianych metoda praw własności.

Wyniki grupy Impel w I kw. były generalnie zbliżone do naszych oczekiwań, choć nieco słabsze na poziomie netto. Pozytywnym sygnałem jest poprawa na poziomie wyniku ze sprzedaży, a po korekcie danych porównywalnych o zdarzenie jednorazowe, także na poziomie operacyjnym. Zobowiązania odsetkowe na koniec marca br. wynosiły 274 mln PLN przy 39 mln PLN gotówki wobec 232.8 mln PLN zadłużenia netto na koniec ub.r. Największe wyzwania na najbliższe kwartały to utrzymująca się walka konkurencyjna w ochronie oraz zmiany legislacyjne wpływające na koszt pracy: spadek dopłat dla ZPCh (od 01.04.2014) i zakres zapowiedzianego 'ozusowania' tzw. umów śmieciowych.

Skonsolidowane wyniki kwartalne Impel

	I kwartał 2014	I kwartał 2013	zmiana	2013	2012	zmiana
Przychody	404.1	361.9	11.7%	1 602.0	1 451.7	10.4%
w tym: dotacje	9.4	11.2	-16.1%	40.8	35.0	16.6%
Wynik ze sprzedaży	7.9	7.7	2.5%	47.4	43.6	8.6%
EBITDA	18.6	21.1	-12.2%	82.7	76.8	7.6%
EBIT	7.7	10.9	-29.2%	40.2	40.5	-0.7%
Zysk netto	2.0	6.3	-68.6%	16.3	28.2	-42.1%
Marże						
Marża EBITDA	4.6%	5.8%		5.2%	5.3%	
Marża EBIT	1.9%	3.0%		2.5%	2.8%	
Marża netto	0.5%	1.7%		1.0%	1.9%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN;

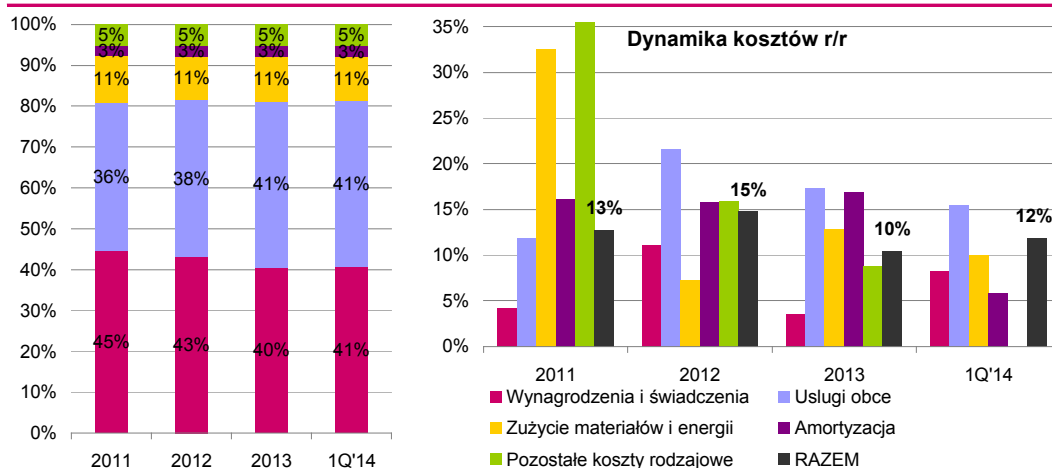
Ograniczenie wzrostu kosztów i zwiększanie przychodów

Oferta grupy Impel podzielona jest obecnie na dwa podstawowe segmenty: Facility Management (dawniej Obsługa Nieruchomości, Dystrybucja) oraz Bezpieczeństwo (dawniej Ochrona). Grupa zatrudniała na koniec 2013 roku 14.1 tys. osób, z czego znaczną część stanowili pracownicy z orzeczoną stopniem niepełnosprawności, co umożliwia kilku spółkom grupy utrzymywanie statusu Zakładu Pracy Chronionej (ZPCh). Główną pozycję kosztową w Impelu stanowi praca, a jej koszt w największym stopniu decyduje o rentowności spółki.

Rosnące koszty pracy

Koszty pracy w 2013 roku stanowiły w Impelu 40% kosztów rodzajowych (wobec 43% przed rokiem), jednak kolejne 41% stanowiły usługi obce (przed rokiem 38%), do których zalicza się usługi świadczone przez podwykonawców, dla których także najważniejszy jest koszt pracy. Dane te sugerują, że grupa w 2013 roku w porównaniu z rokiem poprzednim w większym stopniu korzysta z roli podwykonawców.

Struktura i dynamika r/r kosztów Grupy Impel w latach 2011-13 i 1Q'14



Źródło: Millennium DM, Spółka

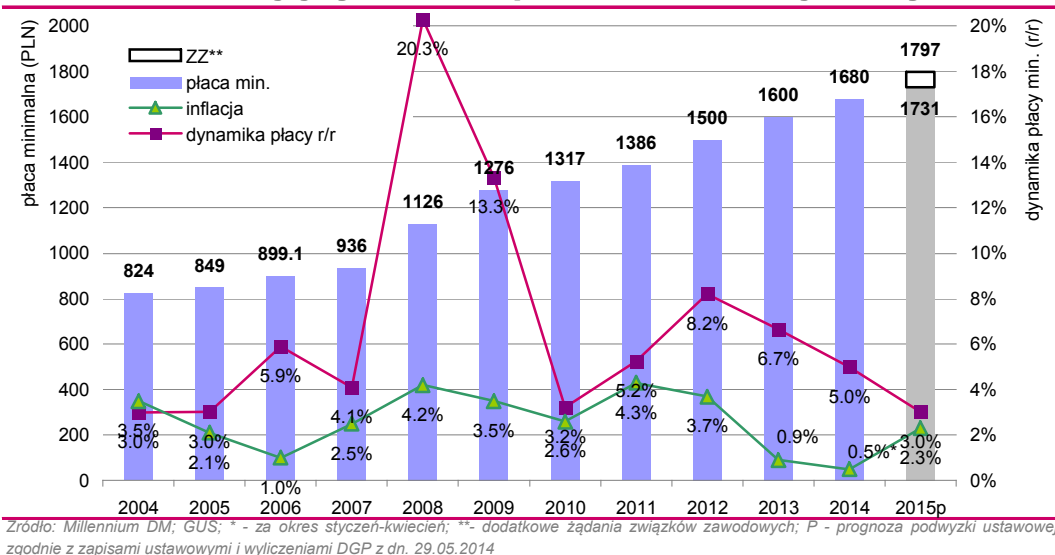
Do kluczowych wydarzeń związanych z kosztami pracy należy zaliczyć:

- ❑ coroczny wzrost płaca minimalnej: w 2014 roku do 1,680 PLN (+5.0% r/r), prognoza na 2015 rok to 1,730 PLN (+3.0% r/r)
- ❑ zrównanie poziomu dofinansowań do płac pracowników niepełnosprawnych dla ZPCh z pozostałymi przedsiębiorstwami (spadek dopłat dla ZPCh, co oznacza wyższe koszty grupy Impel i jej podwykonawców)
- ❑ zapowiedź wzrostu kosztów pracy poprzez wprowadzenie "ozusowania" umów cywilno-prawnych

Płaca minimalna

Z uwagi na charakter świadczonych usług (porządkowo-czystościowe, ochrona) istotny odsetek pracowników grupy i jej podwykonawców otrzymuje wynagrodzenie minimalne. Problem wzrostu kosztów grupy z tytułu rosnącego poziomu płacy minimalnej pojawia się regularnie (nie znana jest tylko jego dynamika), stąd spółka przygotowana jest na coroczne renegocjacje kontraktów z klientami. Ponadto koszt ten dotyczy zarówno grupę Impel, jak i jej konkurencję, przez co nie obniża konkurencyjności grupy na tle branży (przekłada się na wyższe ceny usług). Kwestia wzrostu poziomu płacy minimalnej omawiana jest corocznie na forum Komisji Trójstronnej tj. przez stronę rządową, przedstawicieli pracodawców i związki zawodowe. Związkowcy zrzeszeni w centralach związkowych OPZZ, FZZ oraz z NSZZ "Solidarność" dążą do ustalenia płacy minimalnej na poziomie 50% średniej płacy krajowej. Z uwagi na rozbieżność stanowisk uczestników, związki zawodowe odstąpiły od udziału w Komisji Trójstronnej i obecnie nie partycypują w jej pracach (w przypadku braku porozumienia w ramach Komisji wiążący jest głos rządu).

Płaca minimalna i jej dynamika na przestrzeni ostatniej dekady

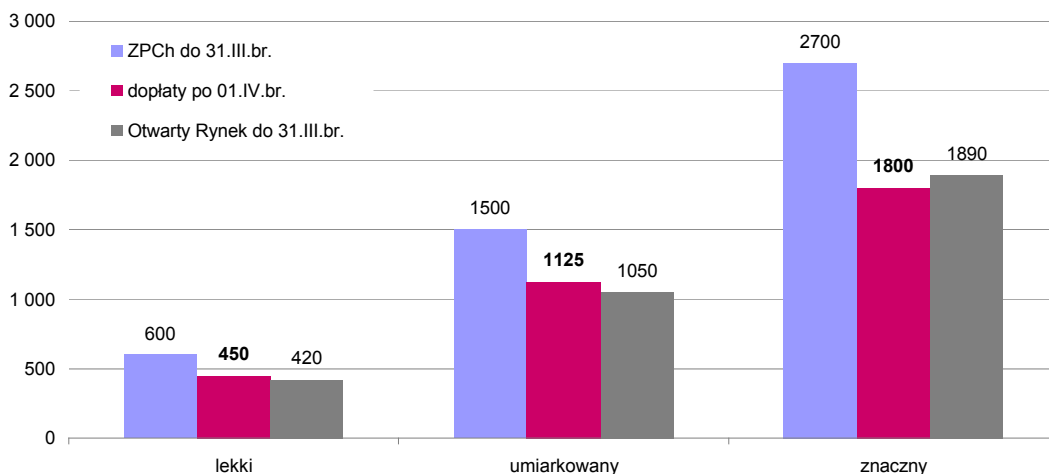


Płaca minimalna w bieżącym roku wzrosła o 80 PLN do poziomu 1,680 PLN miesięcznie (+5.0% r/r) i stanowi ok. 46.0% przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej wynoszącego w 2013 roku (3,650.06 PLN). Zgodnie z informacjami DGP płaca minimalna w roku 2014 wzrośnie do ok. 1,730 PLN (+3.0% r/r), jednak jak podaje gazeta związki zawodowe oczekują podwyżki co najmniej do 1,797 PLN (+7.0% r/r). Strona rządowa przedstawia propozycję przyszłorocznego poziomu najniższego wynagrodzenia do 15 czerwca, natomiast do 15 września podejmuje decyzję.

Niezmienność reguła: ZPCh

Impel S.A. oraz wybrane spółki z grupy, posiadają status Zakładów Pracy Chronionej, dzięki czemu korzystają z wybranych przywilejów, z których do najważniejszych zaliczyć należało dotacje do wynagrodzeń pracowników niepełnosprawnych. Od 1 kwietnia br. nastąpiło zrównanie poziomu dopłat dla pracowników niepełnosprawnych zatrudnionych w ZPCh oraz w pozostałych przedsiębiorstwach, co dla ZPCh oznaczało spadek poziomu dofinansowań (ponadto ustalono kwotowy poziom dopłat, który wcześniej powiązany był z wysokością płacy minimalnej).

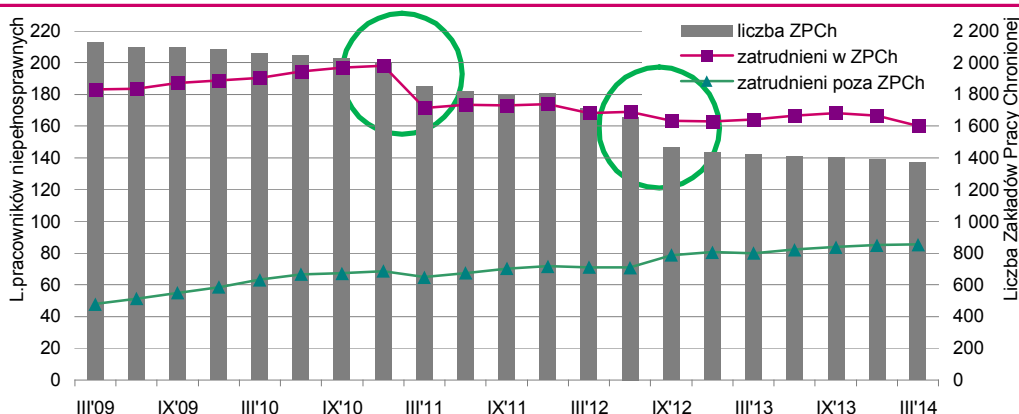
Dopłaty do wynagrodzeń dla pracowników niepełnosprawnych (PLN/m-c)¹



Źródło: Millennium DM, pfron.org.pl; * - od 1 kwietnia 2014r. zrównanie dopłat; dofinansowanie może być wyższe o dodatkowe 600 PLN w przypadku osób niepełnosprawnych ze schorzeniami specjalnymi, jednak dofinansowanie nie może przekraczać 75% kosztów płacy

Zmiany legislacyjne istotnie wpłynęły na rynek pracy chronionej. Spadek liczby ZPCh do jakiego doszło w ostatnich latach to efekt odbierania przywilejów dla pracodawców z chronionego rynku pracy przy jednoczesnym zachowaniu dotychczasowych obowiązków wynikających z posiadania tego statusu (m.in. zapewnienie odpowiedniej opieki medycznej).

Struktura zatrudnionych pracowników niepełnosprawnych*

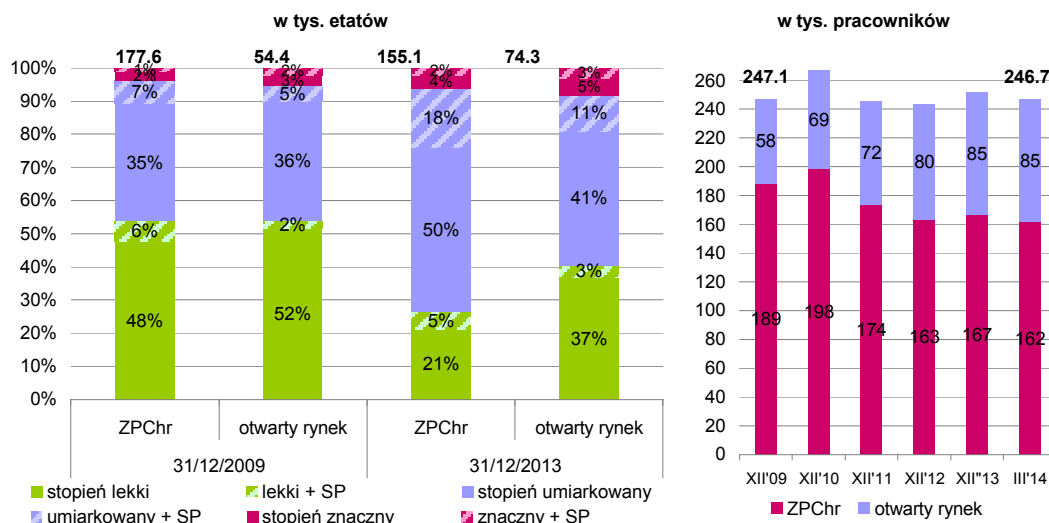


Źródło: Millennium DM, System Obsługi Dofinansowań PFRON; * - liczba pracodawców zarejestrowanych w SODiR PFRON

W marcu 2011 roku z grupy osób uprawnionych do dopłat wyłączono pracowników z przyznanym prawem do emerytury (m.in. byli policjanci i wojskowi często zatrudnieni w ochronie, którzy uzyskiwali prawo do emerytury po 15 latach służby), natomiast z początkiem lipca 2012 roku status ZPCh utraciły przedsiębiorstwa, które nie uzyskały podwyższonych wskaźników zatrudnienia osób z niepełnosprawnością.

Struktura zatrudnienia wśród pracowników niepełnosprawnych w ciągu ostatnich 4 lat uległa zmianie: spadło zatrudnienie w ZPCh, natomiast wzrosło w pozostałych przedsiębiorstwach (w części wynika to z utraty/rezygnacji ze statusu ZPCh). Ponadto zauważalny jest wzrost stopnia niepełnosprawności zatrudnionych pracowników, szczególnie w przypadku ZPCh. Dane te mogą sugerować, że w odpowiedzi na zmiany legislacyjne niektórzy pracodawcy mogli zachęcać zatrudnionych pracowników do poddania się badaniu celem sprawdzenia możliwości podniesienia stopnia orzeczonej niepełnosprawności. W ten sposób część zakładów mogła utrzymać status ZPCh oraz złagodzić spadek dotacji do wynagrodzeń pracowników.

Struktura zatrudnionych pracowników niepełnosprawnych



Zródło: System Obsługi Dofinansowań PFRON, Millennium DM; SP (schorzenia specjalne) obejmują: chorobę psychiczną, upośledzenie umysłowe, całościowe zaburzenia rozwojowe lub epilepsję oraz niewidomych

Grupa Impel, z uwagi na wysoki poziom zatrudnienia pracowników z orzeczoną stopniem niepełnosprawności, pomimo kolejnych zmian legislacyjnych nie miała problemów z utrzymaniem statusu ZPCh. Podobnie jak wiele innych przedsiębiorstw z rynku chronionego, Impel ograniczył zatrudnienie pracowników z lekkim stopniem niepełnosprawności. Pomimo ograniczenia wysokości dotacji Impel nadal jest w stanie otrzymywać poziom dotacji bliski maksymalnemu, który wynosi równowartość 10 mln EUR (zgodnie z ustawą art. 48a ust.3). Problem ze spadkiem dofinansowania wynagrodzeń przekłada się jednak na wyższe koszty pracy i ceny usług podwykonawców grupy Impel, którzy także zatrudniają pracowników z orzeczeniem niepełnosprawności i korzystają z dotacji do ich wynagrodzeń.

"Ozusowanie" tzw. umów śmieciowych

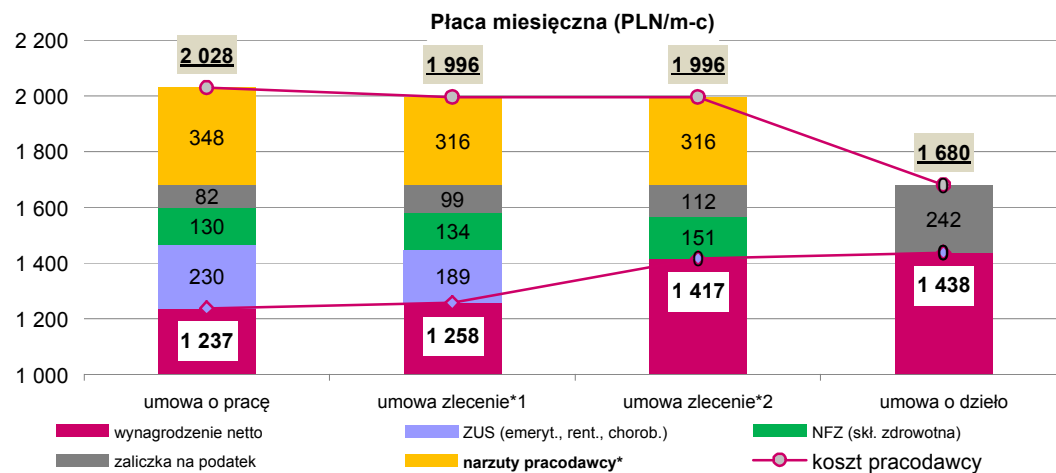
Impel działa w bardzo zmiennym środowisku prawnym, przez co zmuszony jest do elastycznego reagowania na pojawiające się zmiany legislacyjne. Do najbardziej niekorzystnych z punktu widzenia wyników spółki należy zaliczyć zmiany niezapowiedziane, zwłaszcza wpływające na koszt pracy. Przykładem takich zmian było wprowadzenie od lutego 2012 roku podwyżki składki emerytalnej płaconej przez pracodawcę o 2 pp., której nie udało się w pełni zamortyzować. **Znacznie większe ryzyko** dla wyników grupy stanowią **rządowe plany "ozusowania" tzw. umów śmieciowych** (umów o dzieło oraz umów zlecenie), do czego miałyby dojść jeszcze w 2014 roku. Zatrudnianie osób na tzw. umowy śmieciowe jest często stosowaną praktyką w przypadku niskopłatnych prac (sprzątanie, ochrona) i dotyczy zarówno pracowników grupy Impel, jak i jej konkurencji w branży. Zgodnie z obecnymi założeniami planowane jest oskładkowanie umów śmieciowych do wysokości płacy minimalnej.

Do głównych przewag umów cywilnoprawnych nad umową o pracę zaliczyć należy większą swobodę przy ich kształtowaniu. Wybrane zalety z punktu widzenia pracodawcy:

- ❑ podstawą prawną dla umów cywilnoprawnych jest kodeks cywilny, mniej rygorystyczny od kodeksu pracy, pod który podlegają umowy o pracę
- ❑ wyższa pensja netto pracownika oraz niższe koszty pracodawcy wynikające z braku konieczności (w określonych przypadkach) opłacania składek na ZUS i NFZ,
- ❑ brak rygoru płacy minimalnej (dowolność kształtowania wynagrodzenia),

- ❑ brak dodatkowych kosztów wynikających z uprawnień pracowniczych (brak konieczności wypłaty wynagrodzenia za czas choroby, urlop wypoczynkowy, macierzyński, wychowawczy, nadgodziny),
- ❑ elastyczna forma współpracy (brak okresu wypowiedzenia).

Składowe koszty pracy przy pensji 1680 PLN brutto



Źródło: Millennium DM; * - w tym: ZUS, ubezpiecz. wypadkowe, FGŚP i FP; *1 - jedyny tytuł do ubezpieczenia, brak ubezpiecz. wypadkowego i dobrowolnego ubezpiecz. chorobowego; *2 - zbieg tytułów ubezpieczenia np. w przypadku dwóch umów zlecenie (brak dobrowolnych składek ZUS)

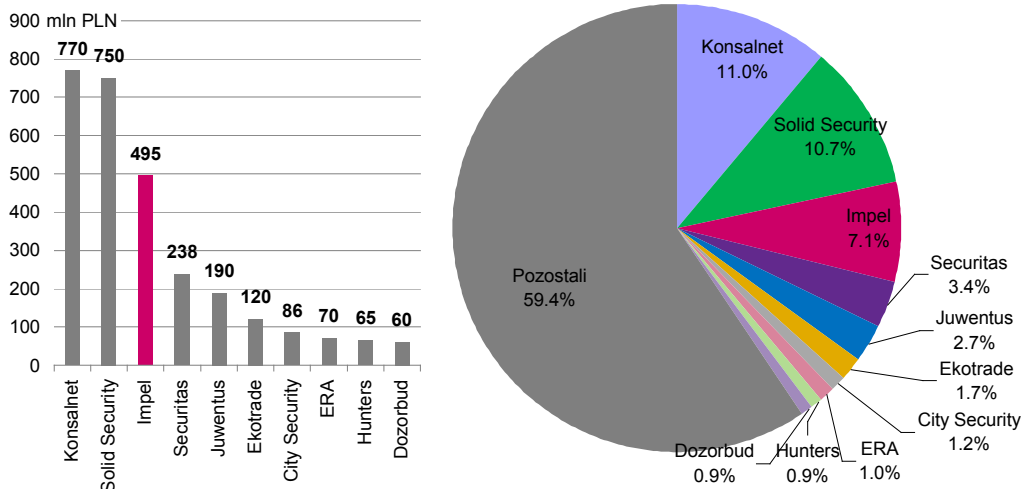
Wprowadzenie "ozusowania śmieciówek" będzie skutkowało dla branży prawdopodobnie w sposób zbliżony do skokowej podwyżki płacy minimalnej i w efekcie wpłynie na ceny świadczonych usług. Wzrost kosztu pracy, który jest najważniejszy w tego rodzaju spółkach usługowych, odbije się również dotkliwie na ich wynikach. Kierunek proponowanych zmian jest jednoznacznie **negatywny** z punktu widzenia przedsiębiorstw (wyższe koszty), o **wątpliwej korzyści** z punktu widzenia pracownika (odprowadzanie składek na niepewną emeryturę w przyszłości kosztem wysokości bieżącego wynagrodzenia netto), **pozytywny** z punktu widzenia związków zawodowych (realizacja jednego z ich postulatów) oraz **pozytywny** dla rządu (poparcie związków zawodowych w roku wyborczym, wsparcie ZUS i NFZ dodatkowymi wpływami od przedsiębiorców, pomimo rozbudowy szarej strefy). Obecnie nie są znane szczegóły zmian (ich zakres, czas wprowadzenia, itp.), dlatego nie uwzględniamy tych zmian w naszych założeniach.

PKPP Lewiatan zwraca uwagę na szczególne zagrożenie proponowanych zmian w przepisach dla firm oferujących usługi o niskim zaawansowaniu technologicznym, gdzie praca stanowi nawet 80-90% kosztów usługi (tu m.in.: sprzątanie, ochrona). Przedsiębiorcy sugerują, żeby zmiany prawa pracy miały miejsce jedynie z zachowaniem odpowiedniego *vacatio legis* (np. 12 miesięcy w przypadku ozusowania śmieciówek).

Wojna w ochronie

Wartość rynku ochrony w Polsce szacowana jest przez Polską Izbę Ochrony na 7 mld PLN. Na rynku trwa wyniszczająca walka cenowa, która doprowadziła do wycofywania się z niego części światowych graczy (Konsalnet kupił polski oddział G4S Holding, Impel Security kupił polski oddział Brink'sa oraz pakiet większościowy w spółce Gwarant, zaś City Security połączył się z czeskim liderem M2C). Na polskim rynku security działa ok. 2 tys. firm, a wprowadzone od początku roku deregulacje (zniesienie egzaminów na licencję pracownika ochrony) dodatkowo ułatwiło dostęp do biznesu. Przedstawiciele branży liczą, że trwająca konsolidacja w ochronie przybliży polski rynek do rynków dojrzałych, na których większość udziałów posiada kilka największych podmiotów, zaś reszta świadczy dla nich usługi.

Największe firmy na rynku ochrony w Polsce

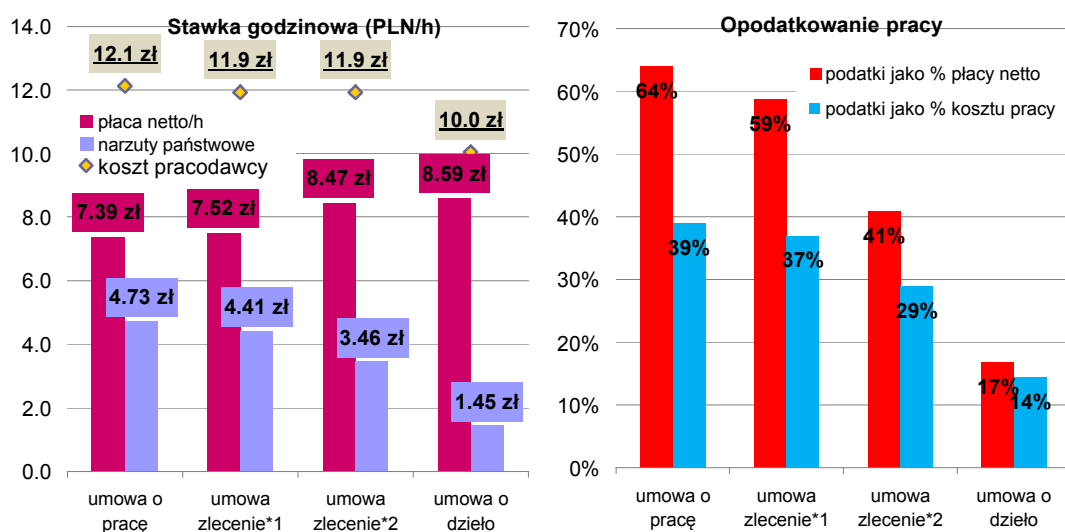


Źródło: Millennium DM; Rz. z dn. 29.05.2014 za Polska Izba Ochrony

Liderem rynku usług security jest Konsalnet, dla którego obecny właściciel (fundusz Value4Capital) poszukuje nowego inwestora. Prasa podawała, że rozmowy o ewentualnym przejęciu przez hiszpański Prosegur nie przyniosły rezultatu z uwagi na różnice w wycenie spółki. Obecnie spekuluje się, że przejęciem polskiego lidera zainteresowany jest skandynawski potentat Securitas. Przedstawiciele branży uważają, że powstanie silnego lidera umożliwiłoby mu podniesienie nienaturalnie niskich cen usług.

Ceny oferowane za ochronę w przetargach publicznych nie umożliwiają świadczenia pełnowartościowych usług. Przyjmując za punkt wyjścia płacę minimalną (1,680 PLN/m-c) koszt pracownika ochrony dla przedsiębiorstwa przekracza 12 PLN/h, z czego 7.4 PLN to wynagrodzenie pracownika zaś narzutów państwowych przekraczają 4.7 PLN (tj. 64% wynagrodzenia netto). Przy takiej strukturze kosztów pracy, powszechne w branży jest zatrudnianie pracowników w oparciu o umowy zlecenie lub umowy o dzieło, dzięki czemu przedsiębiorstwa są w stanie oferować niższe ceny za swoje usługi. Wprowadzenie ozusowania wszystkich umów spowoduje znaczny wzrost kosztów dla branży i może przyspieszyć proces konsolidacji rynku.

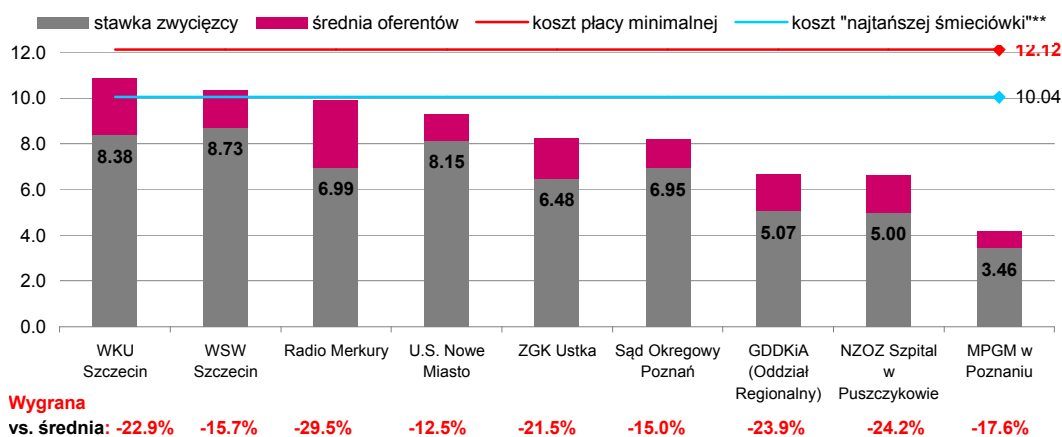
Składowe koszty pracy przy stawce na poziomie płacy minimalnej



Źródło: Millennium DM; *1 - jedyny tytuł do ubezpieczenia, brak ubezpieczenia wypadkowego i dobrowolnego ubezpieczenia chorobowego; *2 - zbieg tytułów ubezpieczenia (brak dobrowolnych składek ZUS); ** - podatki jako narzuty ze strony państwa, w tym podatek dochodowy, składki emerytalne, rentowe, chorobowe, ubezpieczenie zdrowotne, wypadkowe, FGŚP, FP

Dyktat najniższej ceny w przetargach publicznych sprawia, że firmy składają oferty poniżej poziomu opłacalności. Poniższy wykres prezentuje zwycięskie i średnie przetargowe stawki na usługi ochrony w przetargach publicznych w 2013 roku. Zestawiając prezentowane stawki z minimalną stawką godzinową na poprzednim wykresie warto pamiętać, że poza samym wynagrodzeniem do kosztów pracownika należy doliczyć: koszt umundurowania, wyposażenia, szkolenia, badań i innych (przy czym samo prawo do płatnego urlopu powoduje wzrost kosztu pracownika zatrudnionego na umowę o pracę o około 10%).

Stawki za ochronę z wybranych przetargów publicznych w 2013 roku*



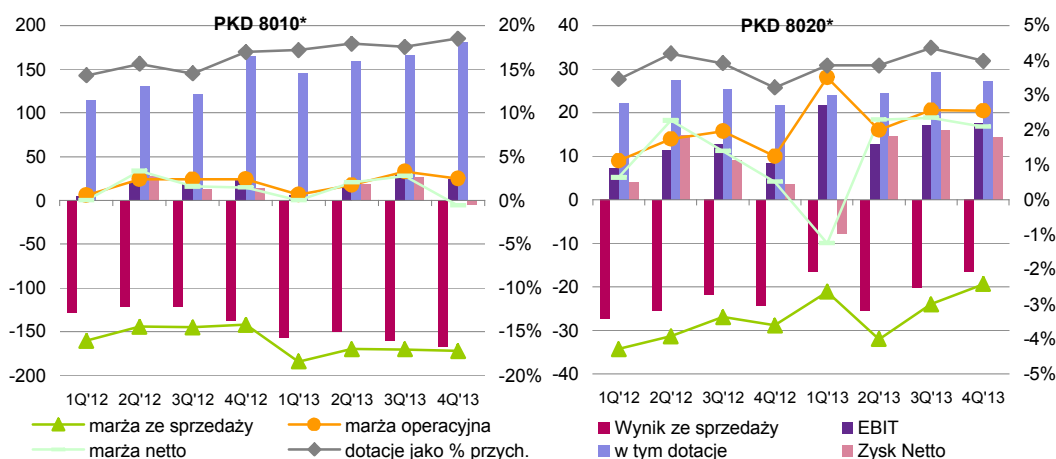
Źródło: Millennium DM za DGP z dn. 26.11.2013; * - PLN netto za godzinę; ** - koszty umowy o dzieło przy stawce na poziomie płacy minimalnej

Najniższa cena nie jest optymalnym kryterium doboru usługi, jednak jest powszechnie stosowana (jest najłatwiej mierzalna i porównywalna). Branża ochrony dostosowuje swoje koszty do uzyskiwanych przychodów wykorzystując powszechnie "umowy śmieciowe" oraz pracowników niepełnosprawnych.

Niepełnosprawna ochrona

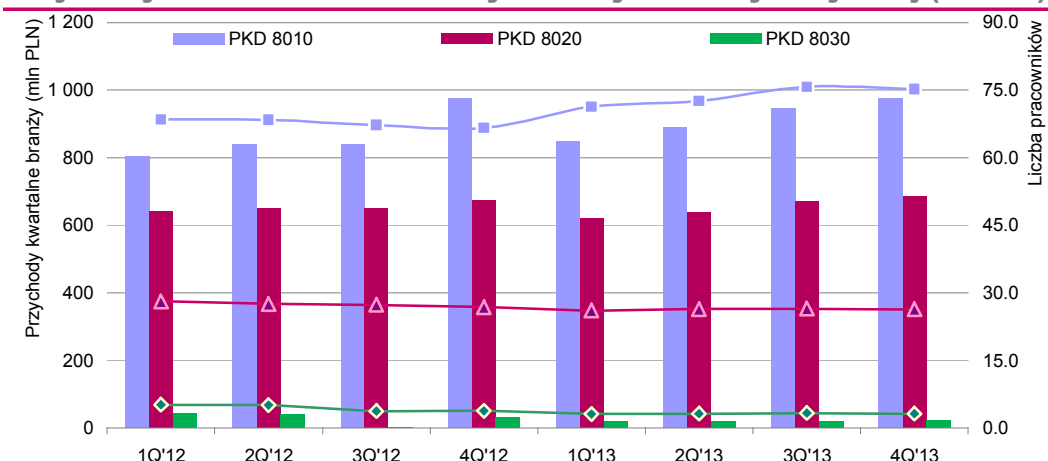
Dotacje uzyskiwane do wynagrodzeń pracowników niepełnosprawnych stały się w przypadku branży ochrony kolejnym po "umowach śmieciowych" sposobem na obniżanie cen usług. Zgodnie z danymi przekazywanymi przez firmy do GUS branża ochrony raportuje straty na poziomie wyniku ze sprzedaży, a po doliczeniu dotacji na poziomie operacyjnym pojawia się nieznaczny zysk. Świadczy to jednoznacznie o "dotowaniu" usług dla klientów firm ochroniarskich dopłatami do wynagrodzeń pracowników niepełnosprawnych.

Wyniki i rentowność spółek z branży ochrony (mln PLN, %)



Źródło: Millennium DM; securities.com (na podstawie: Effect); * PKD8010 - na podstawie danych ok. 200 przedsiębiorstw zajmujących się działalnością ochroniarską z wyłączeniem obsługi systemów bezpieczeństwa, PKD8020 - na podstawie danych ok. 70 przedsiębiorstw zajmujących się działalnością ochroniarską w zakresie obsługi systemów bezpieczeństwa

Przychody i zatrudnienie w branży ochrony i detektywistycznej (PKD80)



Zródło: Millennium DM; * PKD8010 - działalność ochroniarska z wyłączeniem obsługi systemów bezpieczeństwa, PKD8020 - działalność ochroniarska w zakresie obsługi systemów bezpieczeństwa, PKD8030 - działalność detektywistyczna

Art. 144 PZP

Zgodnie z art. 144 prawa zamówień publicznych renegotiacja znaczących postanowień umowy (do których zalicza się wycenę kontraktu) nie jest możliwa w trakcie jej trwania. PKPP Lewiatan wskazuje na niebezpieczeństwo "ozusowania" umów o dzieło dla firm realizujących kontrakty wygrane w przetargach publicznych. Zdaniem ekspertów sektorowi zamówień publicznych zagrażają: dyktat najniższej ceny, brak możliwości waloryzacji umów z zamówień publicznych w trakcie ich trwania oraz rosnące koszty zatrudnienia. Z danych PKPP Lewiatan wynika, że do 2005 roku najtańsze oferty wybierane były w 53% przetargów, podczas gdy przed rokiem firmy z rażąco taną ofertą wygrywały około 90% przetargów. Eksperti sugerują, że w związku z planowanym wprowadzeniem "ozusowania śmieciówek" w przepisach dotyczących zamówień publicznych należałoby zagwarantować możliwość wypowiedzenia umowy w terminie 6 miesięcy od dnia opublikowania ustawy.

Dłuższa droga do 2 mld PLN obrotów

Jednym z priorytetów strategii spółki na lata 2012-2014 było zwiększenie obrotów do poziomu 2 mld PLN. W 2013 roku grupa osiągnęła przychody z dotacjami na poziomie 1.6 mld PLN, a z uwagi na trudną sytuację (ostra walka konkurencyjna w segmencie ochrony) spółka skupia się na obronie swoich udziałów w rynku i marż, selekcjonując nierentowne kontrakty. Strategia długoterminowa spółki pozostaje niezmienna i opiera się na zwiększaniu obrotów w czasie wolniejszego wzrostu gospodarczego, a następnie na odbudowie rentowności przy mniejszej dynamice sprzedaży. Spółka zwiększa sprzedaż poprzez w rozwój organiczny (m.in. intensyfikując cross selling) oraz selektywne przejęcia.

Przejęcia (i dezinwestycje)

Celem akwizycji są podmioty posiadających unikatowe kompetencje i/lub operujące w niszowych, wyżej rentownych segmentach, dzięki czemu grupa poszerza swoją ofertę oraz ma możliwość rozwoju synergii produktowej u klientów. Ostatnie raportowane przejęcia dotyczyły podmiotów:

- ❑ **House VD sp. z o.o. SKA** (2012.II.29) - spółka zajmująca się wynajmem powierzchni biurowych: 100% kapitału przejęte za 10.4 mln PLN
- ❑ **Ad-Akta** (2012.X.23) - spółka zajmująca się archiwizacją i digitalizacją dokumentów: 100% kapitału przejęte za 1.3 mln PLN

- ❑ **Climbex** (2012.XI.05) - spółka zajmująca się czyszczeniem instalacji i obiektów przemysłowych: 62.5% kapitału przejęte za 11.25 mln PLN (warunkowo +1 mln PLN, przy określonych wynikach). Dodatkowo pozostałym akcjonariuszom przejętej spółki przyznano opcje put na sprzedaż akcji, a Impel Cleaning sp. z o.o. zobowiązał się do podwyższenia kapitału spółki o 9 mln PLN (udział wzrośnie do 75%)
- ❑ **Gwarant Agencja Ochrony S.A.** (2012.XI.26/XII.05) - spółka zajmująca się ochroną osób i mienia: 73.1% kapitału przejęte za 12.1 mln PLN
- ❑ **Brink's C.L. Polska sp. z o.o.** (2013.III.21) - spółka świadcząca usługi cash processingu i transportu wartości pieniężnych: 100% udziałów zostało nabyte za 2.98 mln PLN (umowa przedwstępna podpisana 2012.XI.09)
- ❑ **RedNet Management sp. z o.o.** (2013.XII.02) - spółka świadcząca usługi kompleksowego zarządzania nieruchomościami mieszkaniowymi i komercyjnymi w Polsce: 50.1% udziałów zostało nabyte za 3.0 mln PLN (pozostałe udziały mają zostać nabyte w przyszłości, a wartość zobowiązania na koniec ub.r. to 2.2 mln PLN)

Pozostałe transakcje nabycia udziałów nie przekroczyły wartości 1 mln PLN, a dotyczyły: Agrobud BHP S.A. - inwestycja Impel Rental sp. z o.o. (kolejne 25% za 0.69 mln PLN), Acer sp. z o.o. - inwestycja Impel Cleaning sp. z o.o. (100% za 0.16 mln PLN) oraz Synergy Platform sp. z o.o. (23% za 0.09 mln PLN).

W grudniu ub.r. spółka przeprowadziła jedną dezinvestycję: sprzedaż 100% udziałów Impel Trading sp. z o.o. za kwotę 0.97 mln PLN rozpoznając zysk na transakcji 0.05 mln PLN.

Sprzedaż według segmentów

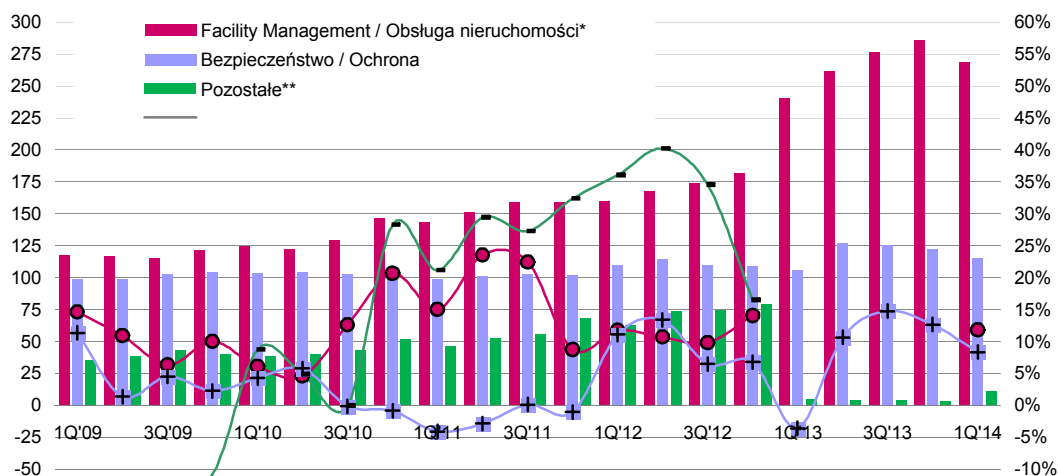
Z początkiem 2013 roku spółka połączyła segment Obsługa Nieruchomości z segmentem Dystrybucja. Celem tego działania było obniżenie kosztów oraz wykorzystanie synergii, szczególnie w obszarze handlowym. Obecnie spółka wyodrębnia dwa podstawowe segmenty:

- ❑ **Obsługa Nieruchomości / Facility Management** - obejmuje m.in. usługi w zakresie sprzątania budynków, technicznego utrzymania nieruchomości, systemów alarmowych, handlingowe (naziemna obsługa samolotów i bagaży), rentalu (wynajem odzieży roboczej), pralnictwa, przygotowywania i dostarczania żywności, obsługi kadrowo-płacowej i pracy czasowej czy usługi księgowe
- ❑ **Segment Bezpieczeństwo / Safety Solutions** - obejmuje usługi w zakresie fizycznej ochrony mienia, monitoringu systemów alarmowych, cash handlingu i cash processingu (konwojowanie i zarządzanie fizyczną gotówką), a także usługi archiwizacji i digitalizacji dokumentów

Dodatkowo grupa wyodrębnia **spółki pozostałe**, do których zaliczane są podmioty świadczące m.in. usługi teleinformatyczne, usługi licencyjne i operacji finansowych na aktywach finansowych wybranych spółek Grupy oraz usługi związane z działalnością sportową.

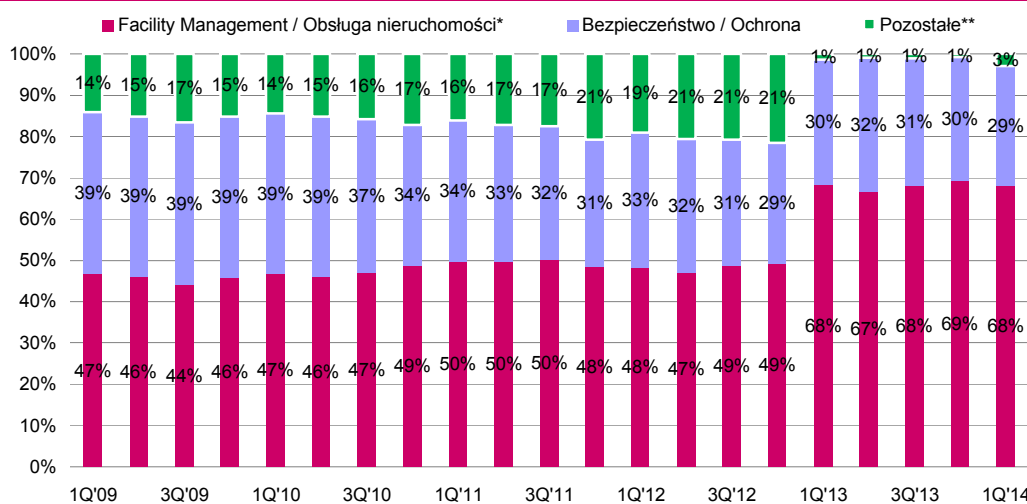
W 2013 roku największą dynamiką wzrostu przychodów, wynoszące 11.9% r/r, charakteryzował się segment Facility Management, którego obroty wyniosły 1.06 mld PLN, z tego ok. 65 mln PLN przychodów spółek zagranicznych (+34.8% r/r). Segment Bezpieczeństwo odnotował niższe, ale dodatnie tempo wzrostu (+8.6% r/r), głównie dzięki konsolidacji przejętych podmiotów (dawny Brinks oraz Grupa Gwarant). Z uwagi na trwającą ostrą walkę konkurencyjną w branży ochrony spółka zdecydowała o spowolnieniu rozwoju tego segmentu i zrezygnowała z części niskomargowych kontraktów (głównie dla jednostek wojskowych).

Przychody kwartalne w podziale na segmenty (mln PLN) i dynamika r/r (%)



Zródło: Millennium DM; * - segment Facility Management obejmuje spółki dawnych segmentów: Obsługa nieruchomości oraz Dystrybucja; ** - przed 2013r. segment Dystrybucja

Przychody kwartalne w podziale na segmenty (%)



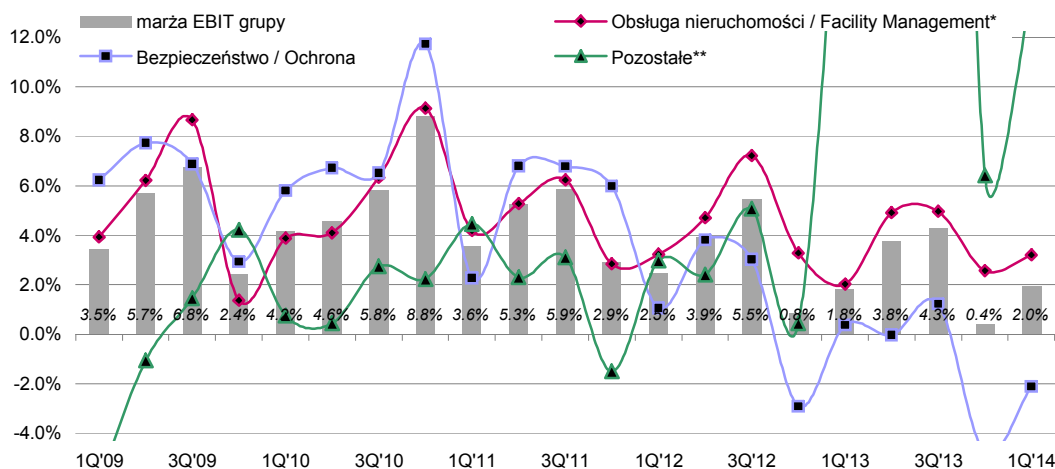
Zródło: Millennium DM; * - segment Facility Management obejmuje spółki dawnych segmentów: Obsługa nieruchomości oraz Dystrybucja; ** - przed 2013r. segment Dystrybucja

Spadające marże i nierentowny segment ochrony

Niska rentowność działalności Impela wynika z utrzymującej się walki konkurencyjnej w głównych segmentach, co jest pochodną dominacji w sprzedaży grupy przychodów z usług prostych (porządkowo-czystościowe, ochrona). Wysoka konkurencja dotyczy w szczególności segmentu ochrony, na którym trwa wyniszczająca walka konkurencyjna. Impel zajmuje na rynku trzecie miejsce. Spółka całkowicie wstrzymała w 2011 roku rozwój segmentu ochrona, jednak z uwagi na ryzyko trwałego wykluczenia z rynku przez konkurencję w minionym roku włączył się do walki o utrzymanie perspektywicznych klientów, jednocześnie rezygnując z części nierentownych kontraktów (np. dla wojska).

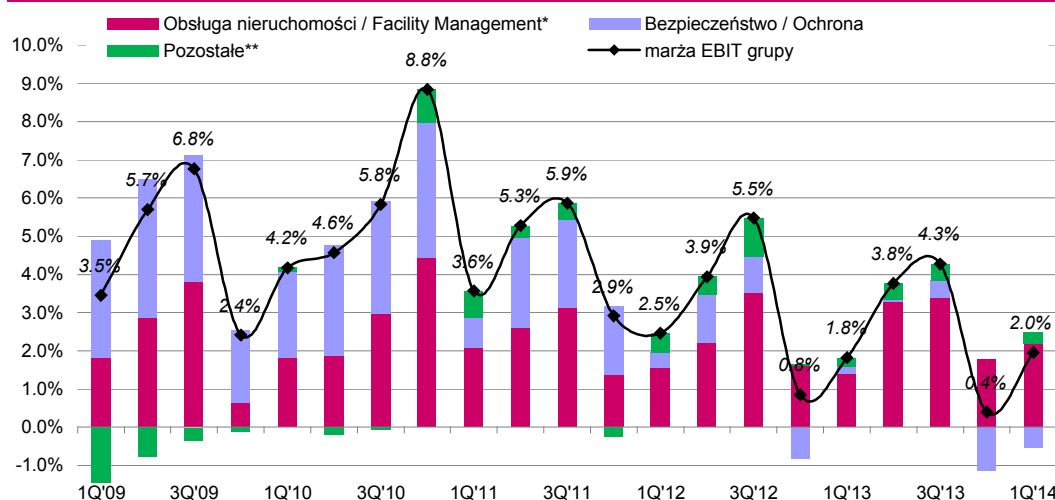
Utrzymujące się niskie ceny usług sprawiły, że w I kwartale br. segment ochrony ponownie okazał się nierentowny. W 2013 roku spółka zrezygnowała z kontynuacji części kontraktów (m.in. dla wojska) z uwagi na brak możliwości dostarczenia usługi o zakładanej jakości przy panujących cenach rynkowych. W ostatnich kwartałach widoczna jest słabość segmentu Bezpieczeństwo, który oscyluje na granicy rentowności, a wyniki grupy ratuje segment Facility Management.

Marże EBIT wg segmentów (%)



Zródło: Millennium DM; Koszty nieprzypisane i wyłączenia przypisano do segmentów waząc ich udziałami w przychodach grupy; * - segment Facility Management obejmuje spółki dawnych segmentów: Obsługa nieruchomości oraz Dystrybucja; ** - przed 2013r. segment Dystrybucja

Kontrybucja marż EBIT wg segmentów (%)*



Zródło: Millennium DM; ! - koszty nieprzypisane i wyłączenia przypisano do segmentów waząc ich udziałami w przychodach grupy; * - segment Facility Management obejmuje spółki dawnych segmentów: Obsługa nieruchomości oraz Dystrybucja; ** - przed 2013r. segment Dystrybucja

Pomysł na segment Bezpieczeństwo

W minionym roku spółka liczyła na odbicie na rynku ochrony, z czym związany był także planowany spin-off segmentu na giełdzie. W IV kw. ub.r. z uwagi na brak poprawy sytuacji rynkowej spółka wstrzymała proces wydzielanie segmentu. Obecnie prowadzone są wstępne rozmowy dotyczące ewentualnej fuzji Impel Security (zajmującego trzecie miejsce wśród największych spółek ochroniarskich w Polsce) z podmiotem spoza grupy. Połączenie dowolnych dwóch z czterech największych spółek ochroniarskich w Polsce stworzyłoby silnego lidera, który byłby w stanie podnieść ceny z korzyścią dla całej branży. Grzegorz Dzik, Prezes Zarządu liczy, że w przypadku ewentualnej fuzji Impel Security z zewnętrznym podmiotem biznes nadal byłby konsolidowany w grupie Impel. Prezes dodał, że możliwa fuzja nie oznacza rezygnacji z wprowadzenia segmentu Bezpieczeństwo na GPW, a pod uwagę brane są dwa scenariusze: wydzielenie Impel Safety i podział albo debiut Impel Security z zachowaniem pakietu akcji przez Impel SA.

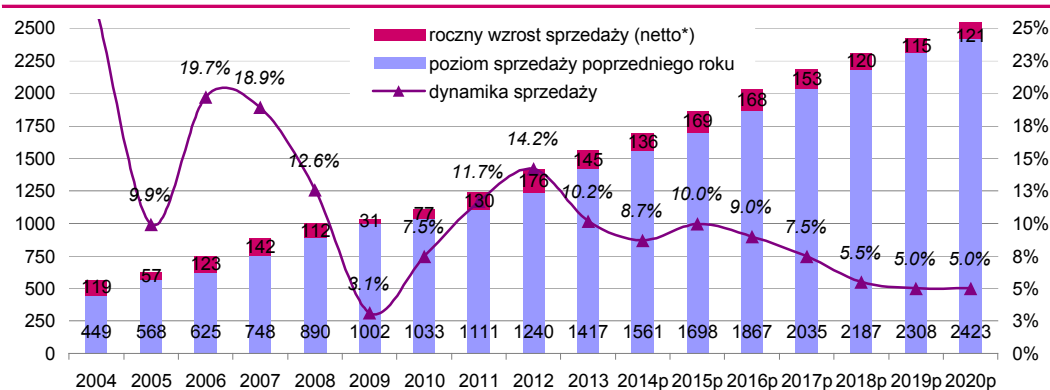
Bez dywidendy w 2014 roku

Grupa Impel regularnie dzieliła się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami, jednak zgodnie z propozycją zarządu dywidenda w bieżącym roku nie zostanie wypłacona (przed rokiem dywidenda wyniosła 1.5 PLN na akcję. Zatrzymanie zysku w spółce ma umożliwić elastyczniejsze reagowanie w przypadku ewentualnej akwizycji.

Perspektywa 2014 i dalej

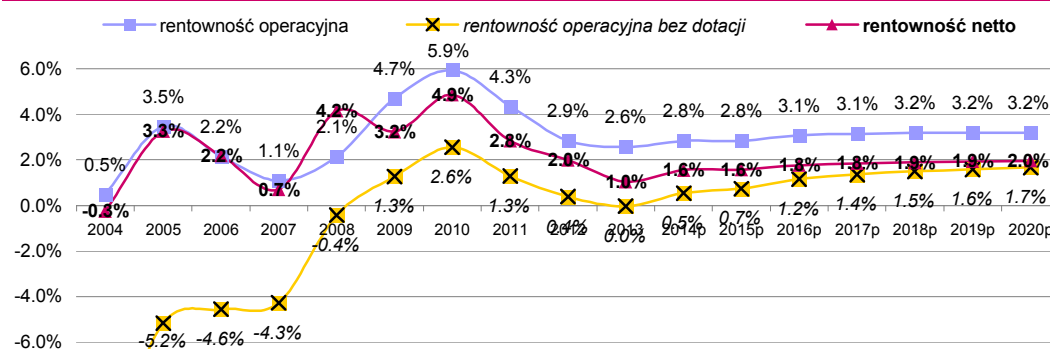
W 2014 roku poziom dotacji powinien ukształtować się na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego (ok. 10 mln EUR). W bieżącym roku zakładamy dynamikę sprzedaży rzędu niespełna 9% oraz ok. 10% w roku przyszłym. Marżę operacyjną w roku bieżącym oraz przyszłym przyjmujemy na poziomie ok. 2.8% (w relacji do przychodów bez dotacji). Dotychczasowa strategia grupy zakładała osiągnięcie 2 mld PLN obrotów w 2014 roku, jednak z uwagi na ostrą walkę konkurencyjną na rynku ochroniarskim, nie uda się tego zamierzenia zrealizować. Spółka utrzymuje strategię zwiększania obrotów przy ograniczaniu dynamiki kosztów. Ponadto spółka pracuje nad zmianą struktury przychodów, by zwiększyć w nich udział usług specjalistycznych (wyżej rentownych). W 2019 roku i w latach następnych przyjęliśmy dynamikę przychodów na poziomie 5% oraz wzrost rentowności operacyjnej do 3.20%, co biorąc pod uwagę dane historyczne nie wydaje się być założeniem zbyt optymistycznym.

Sprzedaż (mln PLN)* i jej dynamika (%)



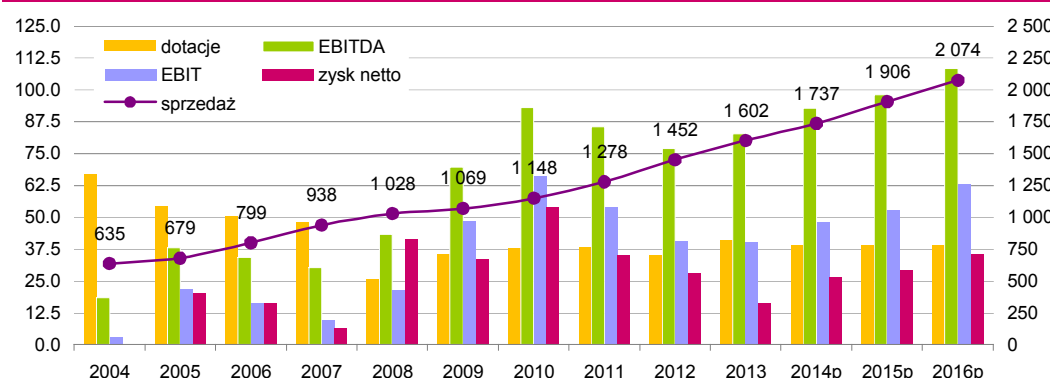
Źródło: Millennium DM, Spółka; * - wzrost obrotów r/r ponad poziom sprzedaży z utraconych kontraktów (bez dotacji)

EBIT, zysk netto i dotacje w latach 2004-2020p (mln PLN)



Źródło: Millennium DM

EBIT, zysk netto, dotacje i sprzedaż w latach 2004-2016p (mln PLN)

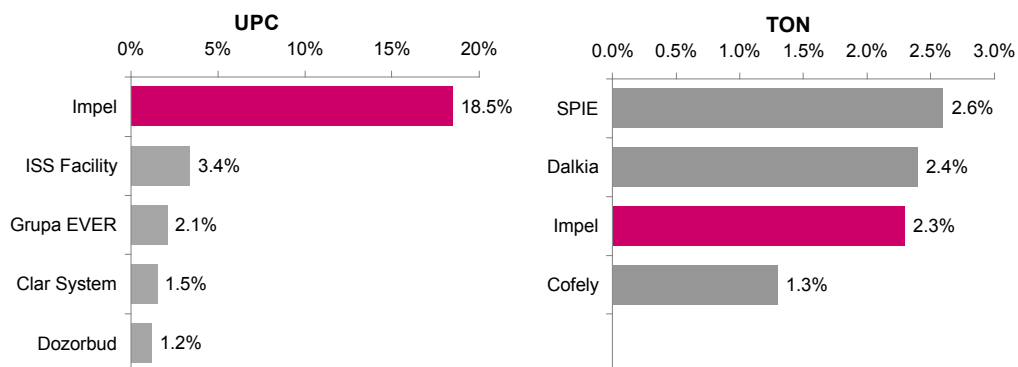


Źródło: Millennium DM

Pozycja rynkowa spółki

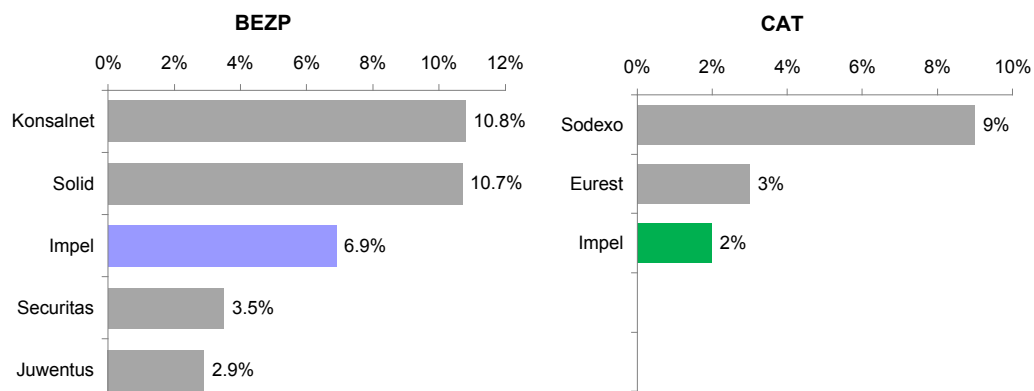
Zgodnie z danymi Biura Marketingu Impel, spółka zajmuje czołowe miejsca na wszystkich rynkach działalności. Poniżej prezentujemy dane dotyczące poszczególnych usług: **UPC** - usługi porządkowo-czystościowe, **TON** - usługi technicznej obsługi i nieruchomości, **BEZP** - usługi fizycznej i technicznej ochrony mienia, **CAT** - usługi w zakresie przygotowywania i dostarczania żywności, **LOG** - usługi z zakresu logistyki dostaw, zakupów oraz obsługi klienta, **REN+PR** - usługi rentalu (wynajmu i serwisu) odzieży i bielizny płaskiej oraz pralnictwa, **HR+KP** - usługi kadrowo-płacowe i księgowe.

Pozycja i udział rynkowy spółki



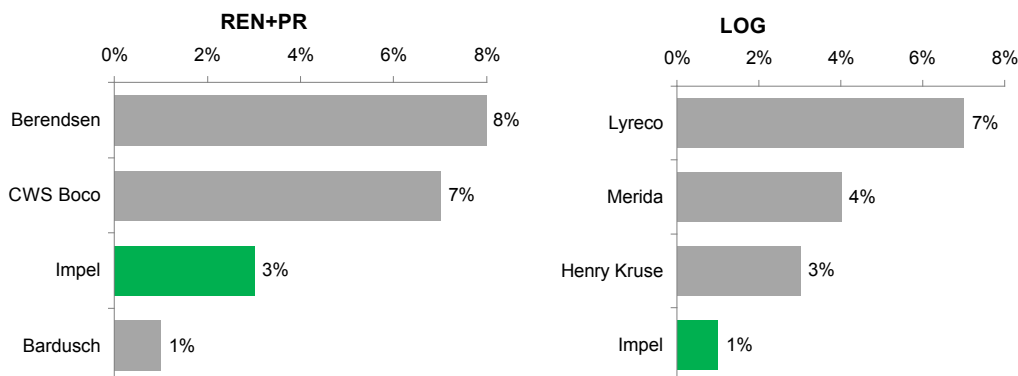
Źródło: Prezentacja Zarządu wyników I kw.'14, za: Biuro Marketingu Impel S.A.

Pozycja i udział rynkowy spółki



Źródło: Prezentacja Zarządu wyników I kw.'14, za: Biuro Marketingu Impel S.A.

Pozycja i udział rynkowy spółki



Źródło: Prezentacja Zarządu wyników I kw.'14, za: Biuro Marketingu Impel S.A.

Wycena

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem spółek zagranicznych zajmujących się outsourcingiem (usługi ochrony oraz porządkowo-czystościowe). Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 407.0 mln PLN, czyli 31.6 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 475.9 mln PLN (37.0 PLN na akcję). Obydwu wycenom przyznaliśmy równe wagi, w efekcie czego wartość spółki wyniosła 441.5 mln PLN, czyli 34.3 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena DCF	407.0	31.6	50%
Wycena porównawcza	475.9	37.0	50%
Wycena 1 akcji Impel S.A.	441.5	34.3	

Źródło: DM Millennium

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2014-2023,
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2023 roku na poziomie 0.25 pp powyżej stopy 10-letniej,
- ❑ ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2023 na 2.0%,
- ❑ premia kredytowa na poziomie 3.5% oraz premia rynkowa za ryzyko równa 5.0%,
- ❑ współczynnik beta na poziomie 1.0,
- ❑ w długim terminie (od 2019r.) zakładamy marżę EBIT na poziomie 3.20%, stały wzrost przychodów o 5.0% r/r,
- ❑ rotacja należności, zapasów i zobowiązań handlowych w dniach na stałym poziomie (równym poziomowi z 2013r.),
- ❑ przyjęliśmy założenie o przeznaczeniu przez spółkę na wypłatę dywidendy w 2015 roku równowartości niespełna 60% skonsolidowanego zysku netto oraz 50% w latach kolejnych.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	>2023
Sprzedaż	1 737	1 906	2 074	2 226	2 347	2 462	2 583	2 710	2 844	2 984	
Stopa podatkowa (T)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
EBIT (1-T)	39.0	42.9	50.9	55.6	59.6	62.8	65.9	69.2	72.7	76.3	
Amortyzacja	44.6	45.1	45.5	46.0	46.4	46.9	47.4	47.8	48.3	48.8	
Inwestycje	-48.4	-49.5	-49.5	-49.4	-48.9	-49.2	-49.7	-50.2	-50.7	-51.2	
Zmiana kap.obrotowego	-12.6	-31.4	-31.1	-28.3	-22.4	-21.5	-22.6	-23.7	-24.9	-26.1	
FCF	22.6	7.1	15.8	23.9	34.7	38.9	41.0	43.1	45.4	47.8	881
Zmiana FCF	-	-69%	122%	51%	45.2%	12.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%	2.0%
Dług/Kapitał	49.2%	49.3%	47.6%	46.8%	45.1%	43.5%	41.9%	38.7%	35.5%	34.0%	43.2%
Stopa wolna od ryzyka	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%	3.2%	3.3%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	4.0%
Premia kredytowa	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt długu	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.6%
Koszt kapitału	7.6%	7.7%	7.9%	8.1%	8.2%	8.3%	8.5%	8.6%	8.6%	8.7%	9.0%
WACC	6.1%	6.2%	6.4%	6.6%	6.8%	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%	7.6%	7.5%
PV (FCF)	22.0	6.5	13.5	19.1	25.8	26.9	26.3	25.5	24.6	23.8	439
Wartość DCF (mln PLN)	653	w tym wartość rezydualna				439					
(Dług) Gotówka netto*	-246										
Wycena DCF (mln PLN)	407										
Liczba akcji (mln)	12.9										
Wycena 1 akcji (PLN)	31.6										

Źródło: Millennium DM; * - stan na 31.12.2013, uwzględnia kapitał mniejszości

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny Spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa R_r rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
	3.0%	25.5	30.8	38.4	50.3	71.1	117.8	315.9
	3.5%	23.7	28.3	34.7	44.3	60.1	91.2	180.1
	4.0%	22.1	26.1	31.6	39.6	52.0	74.2	125.5
	4.5%	20.7	24.2	29.0	35.7	45.7	62.5	96.0
	5.0%	19.4	22.6	26.8	32.5	40.8	53.8	77.6

Źródło: Millennium DM

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się świadczeniem usług ochrony, sprzątania, pralnictwem. Wartość spółki oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	MV	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			[mln PLN]	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
G4S PLC	GFS	UK	19 579	9.6	8.7	8.2	13.0	11.7	11.2	18.0	15.5	13.3
SODEXO	SW	FR	51 122	10.6	9.6	8.8	13.6	12.0	11.0	23.4	19.8	17.7
DERICHEBOURG	DBG	FR	1 761	9.5	7.6	6.1	30.0	18.1	11.3	130.0	14.7	12.3
LASSILA & TIKANOJA OYJ	LAT1V	FIN	2 343	6.6	6.5	6.4	12.4	11.1	10.7	14.0	13.1	12.6
GROUPE CRIT	CEN	FR	2 204	5.3	4.9	4.5	6.0	5.5	5.0	11.3	10.3	9.9
SECURITAS AB-B SHS	SECUB	SWE	12 862	8.7	8.4	7.9	11.8	11.3	10.7	13.3	12.8	12.0
MITIE GROUP PLC	MTO	UK	6 058	8.8	8.3	8.0	10.5	10.0	9.4	12.5	11.6	10.7
RENTOKIL INITIAL PLC	RTO	UK	10 787	7.4	7.0	6.8	13.5	12.7	12.2	14.7	13.2	12.1
CATERING INTL SERVICES	CTRG	FR	683	5.8	5.3	4.8	nd	nd	nd	22.0	17.6	15.5
CAPITA PLC	CPI	UK	37 435	13.7	12.6	11.6	17.2	16.0	14.8	17.4	16.1	14.8
COMPASS GROUP PLC	CPG	UK	92 066	12.5	11.8	11.1	15.4	14.5	13.6	21.1	19.9	18.7
SERCO GROUP PLC	SRP	UK	9 115	11.0	10.4	9.5	15.1	14.8	13.3	16.7	14.4	13.2
PROSEGUR COMP SECURIT	PSG	S	13 314	9.0	8.2	7.5	12.5	11.2	10.2	18.1	15.3	13.3
BRINK'S CO/THE	BCO	US	3 946	4.4	4.0	nd	nd	nd	nd	15.4	19.0	nd
LOOMIS AB-B	LOOMB	SWE	6 585	8.2	7.7	7.3	13.6	12.3	11.7	17.1	15.5	14.6
ISS A/S	ISS	DEN	14 389	10.0	9.4	8.8	12.7	11.7	10.8	12.2	10.1	9.3
Mediana			9 951	8.9	8.3	7.9	13.2	11.8	11.1	16.9	15.0	13.2
Wskaźniki Impel przy cenie bieżącej: 30 PLN			386	6.7	6.6	6.1	12.9	12.2	10.5	14.6	13.1	10.8
Wyniki spółki (mln PLN)				92.8	98.1	108.4	48.2	53.0	62.8	26.4	29.4	35.8
Gotówka / (dług) netto*				(236)	(258)	(272)	(236)	(258)	(272)	-	-	-
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)												
				590	553	586	401	368	425	446	441	472
Wagi				33.3%			33.3%			33.3%		
Wycena				475.9								
Wycena na 1 akcję				37.0								

Źródło: Bloomberg (ceny z dnia 04.06.2014), Millennium DM; * prognoza uwzględnia kapitał mniejszości

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 37.0 PLN

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
przychody netto	1 451.7	1 602.0	1 736.6	1 906.1	2 073.8	2 226.4
<i>w tym dotacje</i>	35.0	40.8	39.1	39.1	39.1	39.1
zysk na sprzedaży	43.6	47.4	48.3	53.0	62.8	68.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3.2	-7.2	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	76.9	82.7	92.8	98.1	108.4	114.6
EBIT	40.5	40.2	48.2	53.0	62.8	68.6
saldo finansowe	-12.0	-14.5	-14.4	-16.7	-18.6	-18.8
zysk przed opodatkowaniem	28.5	25.7	33.8	36.3	44.2	49.8
podatek dochodowy	0.6	8.3	6.5	6.9	8.4	9.5
korekty udziałów mniejszościowych	-0.4	0.8	-0.9	0.0	0.0	0.0
zysk netto	28.2	16.3	26.4	29.4	35.8	40.4
EPS	2.2	1.3	2.1	2.4	2.9	3.3

Bilans (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
aktywa trwałe	300.9	322.9	329.7	334.5	338.8	342.6
wartości niematerialne i prawne	92.1	93.9	97.7	102.1	106.1	109.5
rzeczowe aktywa trwałe	156.5	179.4	179.4	179.4	179.4	179.4
inwestycje długoterminowe	52.4	43.7	52.6	52.9	53.3	53.7
aktywa obrotowe	418.0	462.5	489.3	522.8	548.7	585.7
zapasy	30.4	29.2	32.3	35.4	38.5	41.4
należności	335.5	367.2	380.9	418.0	454.8	488.3
inwestycje krótkoterminowe	45.2	54.5	64.5	57.7	43.7	44.4
rozliczenia międzyokresowe	7.7	6.9	11.7	11.7	11.7	11.7
aktywa razem	719.0	785.4	819.0	857.2	887.5	928.3
kapitał własny	268.5	262.9	289.3	303.3	324.4	346.9
kapitał mniejszości	11.6	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
zobowiązania i rezerwy	438.9	510.4	517.6	541.8	551.0	569.3
zobowiązania długoterminowe	90.2	98.8	98.8	103.8	103.8	113.8
zobowiązania krótkoterminowe	348.7	411.6	418.8	438.1	447.2	455.6
rezerwy na zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	719.0	785.4	819.0	857.2	887.5	928.3
BVPS	20.9	20.4	22.5	25.0	26.7	28.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
wynik netto	28.2	16.3	26.4	29.4	35.8	40.4
amortyzacja	36.4	42.5	44.6	45.1	45.5	46.0
zmiana kapitału obrotowego	-31.1	-22.2	-12.6	-31.4	-31.1	-28.3
gotówka z działalności operacyjnej	41.3	47.6	72.8	59.7	68.9	76.8
inwestycje (capex)	-22.7	-39.1	-48.4	-49.5	-49.5	-49.4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-63.6	-40.6	-48.4	-49.5	-49.5	-49.4
wypłata dywidendy	-18.2	-19.3	0.0	-15.4	-14.7	-17.9
zmiana zadłużenia	52.3	51.7	0.0	15.0	0.0	10.0
odsetki	-11.9	0.0	-14.4	-16.7	-18.6	-18.8
gotówka z działalności finansowej	23.6	-0.9	-14.4	-17.1	-33.3	-26.7
zmiana gotówki netto	1.3	6.0	10.0	-6.8	-14.0	0.7
DPS	1.5	1.5	0.0	1.3	1.2	1.5
CEPS	5.0	4.6	5.5	6.1	6.7	7.1
FCFPS	0.1	0.5	0.8	-0.6	-1.2	0.1

Wskaźniki (%)

	2012	2013	2014p	2015p	2016p	2017p
zmiana sprzedaży	13.56	10.35	8.40	9.76	8.80	7.36
zmiana EBITDA	-9.95	7.60	12.22	5.66	10.50	5.78
zmiana EBIT	-25.01	-0.68	19.90	9.98	18.58	9.24
zmiana zysku netto	-20.05	-42.09	61.92	11.39	21.78	12.71
marża EBITDA	5.29	5.16	5.34	5.14	5.22	5.15
marża EBIT	2.79	2.51	2.77	2.78	3.03	3.08
marża netto	1.94	1.02	1.52	1.54	1.73	1.81
sprzedaż/aktywa (x)	2.02	2.04	2.12	2.22	2.34	2.40
dług / kapitał (x)	45.52	51.55	49.16	49.28	47.60	46.77
stopa podatkowa	-0.16	39.50	19.13	19.00	19.00	19.00
ROE	9.06	6.14	9.56	12.87	224.23	0.00
ROA	3.92	2.08	3.22	3.43	4.04	4.35
(dług) gotówka netto (mln PLN)	(184.8)	(234.2)	(224.2)	(246.1)	(260.1)	(269.3)

Źródło: Prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA
+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Wojciech Woźniak
+48 22 598 26 58
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

Sebastian Siemiątkowski
+48 22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
branża spożywcza, handel,
energetyka

Analityk
deweloperzy, górnictwo,
przemysł drzewny

Analityk
przemysł elektromaszynowy,
metalowy i chemiczny

Analityk
fundusze inwestycyjne

Analityk
fundusze inwestycyjne

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytula
+22 598 26 68
marek.prytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec
+22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Grażyna Mendrych
+22 598 26 26
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Sygnity oraz KGHM, PZU, Kompa. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: MFO S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. nie stanowią żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, rzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
Impel	Neutralnie	21 sty 14	31.0	30.7
Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2014 roku				
		Liczba rekomendacji	% udział	
Kupuj		7	16%	
Akumuluj		23	51%	
Neutralnie		14	31%	
Redukuj		1	2%	
Sprzedaj		0	0%	
Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*				
Kupuj		0	0%	
Akumuluj		4	67%	
Neutralnie		2	33%	
Redukuj		0	0%	
Sprzedaj		0	0%	

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora