

SARE SA

Wycena: 34,00 PLN

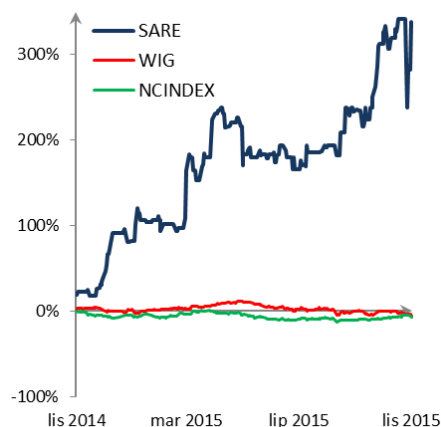
Profil spółki

Świadczenie usług w segmencie e-mail marketingu, które obejmują analizowanie, planowanie, realizację i kontrolę takich procesów jak: tworzenie i rozbudowa baz adresów e-mail, zarządzanie bazami adresów e-mail, przygotowywanie treści oraz kreacji wiadomości e-mail, wysyłka wiadomości e-mail, a także obsługa informacji zwrotnych.

Kurs akcji: 29,80 PLN (2015-11-13)

Sektor: Informatyka

SARE vs WIG, NCIndex (52-tyg)



Min (52-tyg)	8,02 PLN
Max (52-tyg)	30,05 PLN
Liczba akcji	2 215 500
Kapitałizacja	66,02 mln PLN
BV	17,27 mln PLN
Free float	9,26%

Akcjonariat

WS Investments Ltd	36,18%
Pruszczyński Tomasz	26,52%
Dębowski Krzysztof	10,87%
Rutkowski Damian	6,10%
Vasto Investment s.a.r.l.	5,51%
Martis Consulting Sp. z o.o.	5,44%

autor raportu: **Marcin Osiecki**
 analityk portalu StockWatch.pl
 makler papierów wartościowych
 e-mail: biuro@stockwatch.pl

Mocne przepływy, solidne wyniki

Wyniki Spółki są zgodne z naszymi założeniami, a co najważniejsze potwierdzone wysokimi przepływami operacyjnymi. Niewiele zabrakło, aby Grupa SARE osiągnęła cel menedżerski na obecny rok już po III kwartale. Podtrzymujemy prognozę 4 mln zysku netto w 2015 r.

Wyniki finansowe za III kwartał 2015 r.

Emitent przedstawił wyniki zgodne z oczekiwaniami. Zysk netto w III kw. wyniósł 0,78 mln zł, co przy przychodach na poziomie 8,24 mln zł oznacza rentowność netto na poziomie 9,5 proc. Niestety to trochę poniżej zakładanych 10 proc. Z drugiej jednak strony znakomicie wyglądają przepływy operacyjne (plus 2,3 mln zł). Pogorszenie sytuacji płynnościowej było w zasadzie jedynym minusem rezultatów za poprzedni kwartał. Obecnie widzimy, że ściągalność należności szybko się poprawia, a zatem biznes Spółki jest zdrowy, co ma duże znaczenie z punktu widzenia trafności przeprowadzonej wyceny dochodowej.

Wycena SARE SA

Bardzo dobre rezultaty finansowe przedstawione w III kwartale skłaniają do podtrzymania naszej prognozy, a także głównych założeń wyceny. W całym 2015 roku Grupa SARE powinna wypracować 4 mln zł zysku netto, przy rentowności netto wynoszącej 10 proc. Wycena Spółki została oparta na dwóch metodach: zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wskaźnikowej (porównawczej). Wzrost kursu akcji w ciągu ostatnich trzech miesięcy sprawił, że obecnie rynek wycenia akcje Spółki z umiarkowanym 10-procentowym dyskontem. W wyniku przekroczenia progu 5 proc. w akcjonariacie przez Martis Consulting Sp. z o.o. free float spadł poniżej 10 proc., co oznacza wykreślenie Emitenta z listy uczestników NCIndex. Liczba akcji w wolnym obrocie powinna jednak wyraźnie wzrosnąć po przeprowadzeniu oferty publicznej akcji, w której Spółka planuje pozyskać 7 mln zł kapitału na dalszy rozwój organiczny oraz akwizycje.

Tabela 1. SARE SA – podstawowe wskaźniki i prognozy wyników finansowych

mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	14,54	25,02	40,00	50,00	60,00	66,00
EBITDA	0,84	2,89	5,54	7,49	9,79	11,29
EBIT	0,48	2,47	4,94	6,79	8,89	10,19
Zysk netto	0,46	1,35	4,00	5,50	7,20	8,25
Marża EBITDA	5,78%	11,55%	13,85%	14,98%	16,32%	17,11%
Marża EBIT	3,30%	9,87%	12,35%	13,58%	14,82%	15,44%
Rentowność netto	3,16%	5,40%	10,00%	11,00%	12,00%	12,50%
P/BV	1,84	5,64	3,63	2,78	2,14	1,69
P/E	14,98	21,38	16,51	12,00	9,17	8,00
EV/EBITDA	6,09	9,16	11,30	7,89	5,49	4,19
EPS	0,21	0,61	1,81	2,48	3,25	3,72

Źródło: Opracowanie własne; wskaźniki P/BV, P/E, EV/EBITDA dla lat 2015-2018 zostały wyliczone na bazie kursu akcji z 13 listopada 2015 r.

Raport opiera się na subiektywnej ocenie autora. Zawarte w nim informacje nie mogą być podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Analiza nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005 nr 206 poz. 1715).

Podsumowanie

SARE SA jest liderem e-mail marketingu w Polsce. Przedsiębiorstwo rozpoczęło działalność w 2005 r. w formie Sp. z o.o. Biznes Spółki opiera się na tworzeniu narzędzi znajdujących zastosowanie w komunikacji internetowej, marketingu i wsparciu sprzedaży online, które są wykorzystywane przez klientów w modelu SaaS (Software as a Service). W marcu 2011 r. akcje SARE SA zadebiutowały na rynku NewConnect. Przez 10 lat firma urosła od małej spółki o zyskach liczonych w tys. zł do rentownej jednostki dominującej z własną grupą kapitałową. Na koniec 2014 r. zatrudniała 80 pracowników. Większość przychodów Grupy Kapitałowej SARE SA pochodzi z Polski.

Strategia rozwoju SARE SA oparta jest na trzech filarach. Pierwszym jest **rozwój organiczny** trzech największych podmiotów grupy (SARE SA, INIS Sp. z o.o. i Mr Target Sp z o.o.) polegający na wprowadzaniu nowych usług i rozwiązań technologicznych. Drugim jest **ekspansja zagraniczna**, która długoterminowo może być kluczowa dla Emitenta, kiedy wyczerpią się możliwości zdobywania wielu nowych klientów na rynku krajowym. Trzecim obszarem strategii jest **poszukiwanie spółek możliwych do przejęcia**, które mają wiedzę w zakresie Big Data oraz tworzeniu aplikacji na urządzenia mobilne.

W modelu wyceny zakładamy dalszy dynamiczny rozwój organiczny. Spółka nie wyklucza w przyszłości akwizycji, ale w tym momencie nie są znane konkrety, które są niezbędne do poczynienia jakichkolwiek prognoz. Punktem wyjścia do szacowania wartości przedsiębiorstwa były opublikowane wyniki za II kwartał. Z kolei wyniki trzeciego kwartału utwierdzają w przekonaniu, że przeprowadzona wycena jest właściwa. Warto zwrócić uwagę, że od III kwartału Emitent zmienił system raportowania na MSR/MSSF. Ten czynnik nie ma jednak znacznego wpływu na wycenę, dlatego zdecydowaliśmy się tylko na niewielkie korekty modelu wyceny oraz prognoz w porównaniu do poprzedniego raportu. Oczekujemy dobrego IV kwartału, który powinien być kontynuacją pozytywnego trendu. Większe zmiany w modelu i prognozach zostaną zaprezentowane po opublikowaniu zaudytowanego raportu rocznego za 2015 r., jednak nie powinny mieć dużego wpływu na wycenę, oczywiście pod warunkiem wypracowywania przez Spółkę wyników zgodnych z oczekiwaniami.

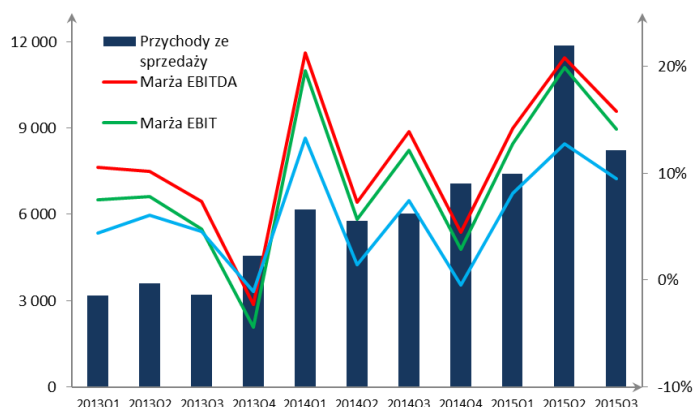
Model zakłada, iż rentowność będzie się sukcesywnie poprawiać aż do osiągnięcia 13 proc. na poziomie netto oraz 18 proc. na poziomie EBITDA w latach 2019-2020. Prognozowane przez nas przychody na rok bieżący w wysokości 40 mln zł będą rosnąć w tempie 25 proc. w 2016 r., 20 proc. w 2017 r., 10 proc. w latach 2018-2019 oraz 5 proc. w 2020 roku. Po okresie prognozy tempo wzrostu spadnie do 3 proc. Model zakłada nakłady inwestycyjne nieznacznie przekraczające amortyzację. Wycena została w głównej mierze oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych DCF. Wskaźniki porównawcze P/E i EV/EBITDA miały w niej udział wyłącznie pomocniczy, ze względu na unikatowość działalności firmy i brak na rynku polskim podobnych spółek do Emitenta. Średnia ważona z zastosowanych wycen wyniosła **34,00 PLN za jedną akcję**. Przeprowadzona analiza wskazuje na potencjał wzrostu akcji Spółki, należy jednak pamiętać, że prognozy dotyczące przedsiębiorstw o wysokiej dynamice obarczone są znacznym ryzykiem.

Omówienie wyników za III kwartał 2015 r.

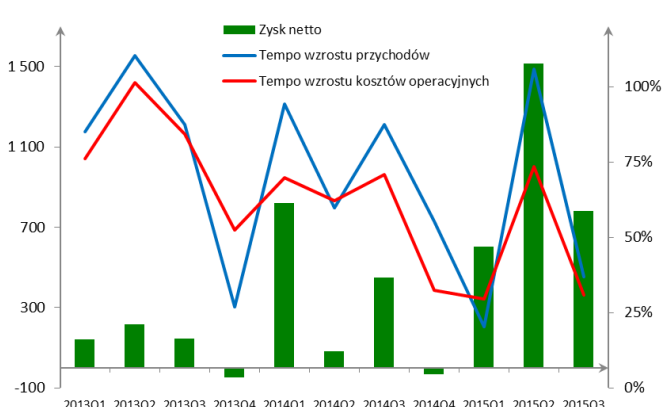
Najnowsze wyniki finansowe Grupy SARE należy uznać za zgodne z oczekiwaniami. Zysk netto w III kwartale dla akcjonariuszy większościowych wyniósł 0,78 mln zł. To wyraźnie gorszy rezultat niż w rekordowym II kwartale br., ale jest to nadal o 74 proc. więcej niż w analogicznym kwartale 2014 r. Dobre wyniki finansowe Spółki zostały osiągnięte pomimo zmiany raportowania na standardy MSR/MSSF, co podwyższa nieco koszty (np. amortyzacja), a zatem obniża wynik finansowy netto. Ponadto na rezultaty III kwartału negatywny wpływ miało zakładanie rezerw na opcje menedżerskie. Przychody Spółki już po upływie 9 miesięcy br. (27,5 mln zł) przekroczyły poziom przychodów za cały 2014 rok (25 mln zł). Dynamika wzrostu co prawda wyhamowała, ale jednocześnie nastąpiła poprawa rachunku przepływów pieniężnych. Cash flow operacyjny wyniósł w III kw. aż 2,3 mln zł. Ściągalność należności poprawiła się w wyniku działalności spółki Teletarget Sp. z o.o., gdzie rozbudowano dział windykacji.

W kontekście opublikowanego raportu podtrzymujemy prognozy rocznych przychodów na poziomie 40 mln zł oraz 4 mln zł zysku netto. Na poniższych wykresach przedstawiliśmy najistotniejsze kwartalne wartości rezultatów finansowych. Ich ocena nie jest jednoznaczna, ponieważ o ile można się było spodziewać, że w najbliższej przyszłości rekordowe zyski z II kw. 2015 r. są nie do powtórzenia (realizacja większych, zyskowych kampanii marketingowych) i III kw. musiał być gorszy to martwi przy spadku przychodów jednocześnie spadek rentowności. Marża EBITDA zanotowała spadek z ok. 21 do niecałych 16 proc., a na poziomie netto z 12,8 do 9,5 proc. Niemniej jednak wyniki III kwartału dobrze wpisują się w długoterminowy trend ekspansji i są wyraźnie lepsze zarówno od analogicznego kwartału ub. roku, jak również od I kwartału br. Dynamika wzrostu przychodów (37 proc.) nadal przekracza dynamikę kosztów (31 proc.), chociaż już nie tak zdecydowanie jak w poprzednim kwartale.

Wykres 1. Kwartalne przychody ze sprzedaży (w tys. PLN)



Wykres 2. Kwartalny zysk netto (w tys. PLN)



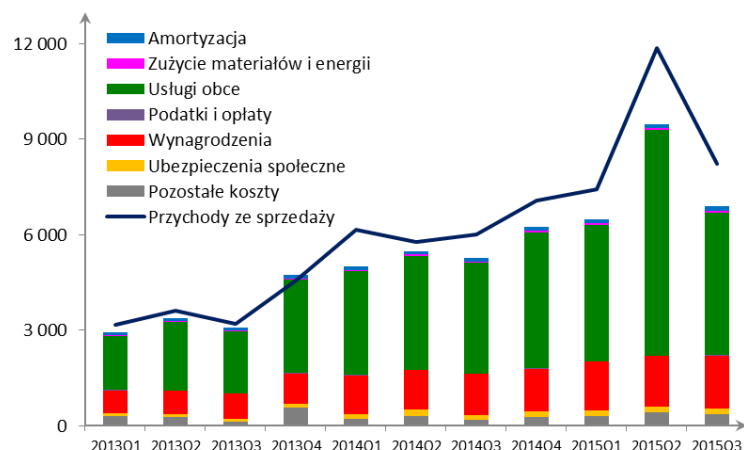
Źródło: Opracowanie własne

Źródło: Opracowanie własne

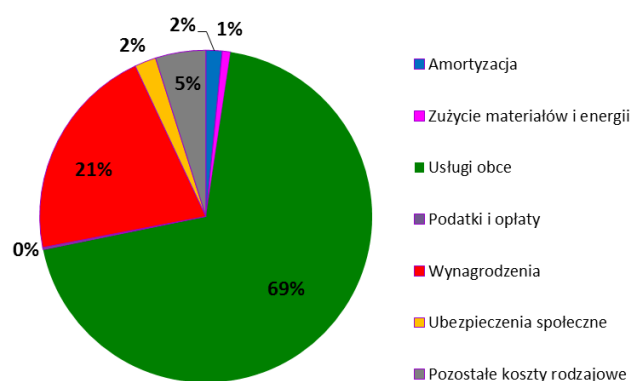
Emitent przedstawił najnowszy raport kwartalny wg standardu MSR/MSSF, co jest związane z planowaną w najbliższej przyszłości ofertą publiczną oraz debiutem na rynku podstawowym

GPW. Grupa SARE zamierza pozyskać 7 mln zł kapitału na rozwój organiczny oraz akwizycje. Przejście na MSR/MSSF może mieć niewielki ujemny wpływ na rachunek wyników ze względu na wyższą amortyzację. Jednak nie wpływa to na nasz model wyceny DCF, ponieważ amortyzacja jest kosztem niepieniężnym, a zatem przepływy pieniężne FCFF pozostaną na tym samym poziomie. W strukturze kosztów zmiany są tylko kosmetyczne. Największymi pozycjami pozostają usługi obce (69 proc.) oraz wynagrodzenia (21 proc.). Zatrudnienie w Spółce w przeliczeniu na jeden etat wyniosło na koniec września 88,33 osoby.

Wykres 3. Kwartalne koszty operacyjne (w tys. PLN)



Wykres 4. Koszty rodzajowe za trzy kwartały 2015 r.



Źródło: Opracowanie własne

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 2. Kwartalne wyniki i wskaźniki finansowe

tys. PLN	2013 Q1	2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3
Przychody ze sprzedaży	3175	3605	3215	4549	6170	5764	6021	7066	7424	11867	8238
EBITDA	336	367	236	-104	1313	419	838	319	1053	2473	1305
EBIT	239	282	153	-199	1211	328	732	203	948	2358	1165
Zysk netto	140	218	146	-48	822	84	450	-31	604	1514	781
Koszty działalności operacyjnej	2948	3374	3086	4726	5001	5467	5273	6257	6473	9479	6893
Amortyzacja	97	85	83	95	102	91	106	116	105	115	139
Usługi obce	1691	2152	1949	2944	3250	3594	3500	4265	4273	7101	4485
Wynagrodzenia	714	751	785	952	1213	1247	1291	1338	1527	1604	1668
Marża EBITDA	10,58%	10,18%	7,34%	-2,29%	21,28%	7,27%	13,92%	4,51%	14,18%	20,84%	15,84%
Marża EBIT	7,53%	7,82%	4,76%	-4,37%	19,63%	5,69%	12,16%	2,87%	12,77%	19,87%	14,14%
Rentowność netto	4,41%	6,05%	4,54%	-1,06%	13,32%	1,46%	7,47%	-0,44%	8,14%	12,76%	9,48%
Środki pieniężne	850	1014	944	1770	2018	1834	2345	2445	729	1391	3235
CF operacyjny	254	154	-65	183	242	375	587	552	-578	712	2325
CF inwestycyjny	-92	-111	-64	248	-10	-526	-125	-431	-1080	-33	-475
CF finansowy	0	117	59	399	16	-33	49	-21	-58	-17	-6

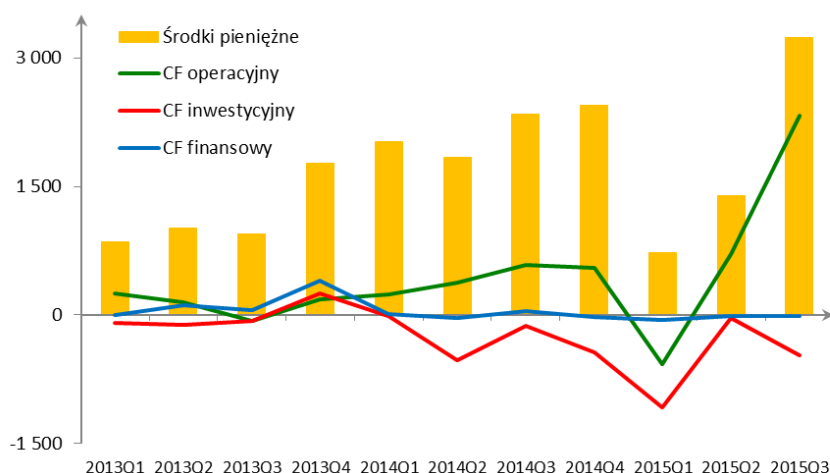
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Spółki

Z punktu widzenia przychodów za trzy kwartały narastająco najbardziej dynamiczny wzrost notuje spółka Salelifter Sp. z o.o. (1,8 mln zł). Z kolei najwyższe przychody z całej grupy generuje INIS Sp. z o.o. (11,8 mln zł). Niewiele mniejsze przychody wygenerowała spółka Mr Target Sp. z o.o. (10,1 mln zł). Na dobre wyniki netto w bieżącym roku największy wpływ ma INIS Sp. z o.o. (1,7 mln zł), a także Mr Target Sp. z o.o. (1 mln zł). Jednostka dominująca SARE SA wypracowała netto 1,2 mln zł, natomiast należy stwierdzić, że duża w tym zasługa otrzymania dywidendy od spółki zależnej Mr Target Sp. z o.o. (0,66 mln zł). Salelifter Sp. z o.o. zarobiła na poziomie netto 0,34 mln zł, co jest znakomitą wynikiem, ponieważ jeszcze niedawno ta firma była nierentowna. Z kolei spółka neronIT Sp. z o.o. odnotowała w ciągu trzech kwartałów od początku roku stratę na poziomie 0,1 mln zł.

Rozpoczęcie raportowania w MSR/MSSF miało zauważalny wpływ na bilans. Mocno wzrosły wartości niematerialne i prawne osiągając poziom 10,2 mln zł. Najistotniejszymi pozycjami WNIIP, które się pojawiły są system SARE (5,7 mln zł) oraz system INIS (3,4 mln zł). Suma bilansowa osiągnęła po tych zmianach poziom 22,2 mln zł. Aktywa trwałe stanowią teraz 54 proc. aktywów ogółem. Kapitał obrotowy netto jest dodatni (6,1 mln zł). Po prawej stronie bilansu dominują kapitały własne (ok. 80 proc. sumy bilansowej). Grupa SARE nie posiada długu odsetkowego.

Na poniższym wykresie zaprezentowano graficznie przepływy pieniężne. Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł w III kw. aż 2,3 mln zł, co jest najlepszym rezultatem w historii. Cykl rotacji należności liczony za okres ostatnich czterech kwartałów spadł z 90 do 66 dni. Widać zatem wyraźną poprawę, natomiast nie można jeszcze stwierdzić, czy jest to trwała zmiana, która powinna być uwzględniona w założeniach modelu wyceny.

Wykres 5. Kwartalne przepływy pieniężne (w tys. PLN)



Źródło: Opracowanie własne

Wycena: Szacunkowa wartość akcji 34,00 PLN

Podsumowanie wyceny

Oszacowanie wartości kapitałów własnych SARE SA przypadających na jedną akcję wg modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyniosło 37,42 PLN. Natomiast wartość jednej akcji Spółki wyznaczona za pomocą metody porównawczej opartej na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA wyniosła 22,09 PLN. Ze względu na fakt, iż Emitent znajduje się w tym momencie na ścieżce dynamicznego rozwoju uważamy, że lepszą metodą wyceny jest model DCF. Z tego powodu ustalamy wagę dla tego modelu na poziomie 80 proc., a tylko 20 proc. dla wyceny porównawczej. Ostatecznie szacujemy wartość jednej akcji SARE SA na 34,00 PLN.

Tabela 3. Wpływ przyjętych wag metody DCF i porównawczej na wycenę

80DCF/20P	70DCF/30P	60DCF/40P	50DCF/50P	40DCF/60P	30DCF/70P	20DCF/80P
34,35 PLN	32,82 PLN	31,29 PLN	29,76 PLN	28,22 PLN	26,69 PLN	25,16 PLN

Źródło: Opracowanie własne

Wycena DCF

W naszej wycenie zastosowaliśmy model DCF w najpopularniejszej wersji FCFF (*Free Cash Flow to Firm*). Kalkulacja średniego ważonego kosztu kapitału dla spółki SARE SA była uproszczona, ponieważ Spółka nie ma długu odsetkowego. Zatem założenia wysokości marży za ryzyko długu dla tej firmy nie mają żadnego wpływu na wycenę, podobnie jak tarcza podatkowa. Przyjęliśmy współczynnik beta na poziomie 1,4. Brak zadłużenia odsetkowego jest czynnikiem pozytywnie wpływającym na ten wskaźnik ryzyka inwestycyjnego.

Tabela 4. Średni ważony koszt kapitału WACC

Współczynnik beta niezlewarowany	1,40
Współczynnik beta zlewarowany	1,40
Stopa wolna od ryzyka	3,00%
Stopa zwrotu z portfela rynkowego	9,00%
Premia za ryzyko	6,00%
Koszt kapitału własnego	11,40%
Stopa wolna od ryzyka na rynku pieniężnym	2,50%
Premia za ryzyko dla długu	3,50%
Stopa podatku	19,00%
Koszt długu z tarczą podatkową	4,86%
Dług netto/EV*	0,00%
Średni ważony koszt kapitału WACC	11,40%

Źródło: Obliczenia własne; jeżeli dług netto jest ujemny to wskaźnik dług netto/EV = 0

Nasza wycena na podstawie modelu DCF-FCFF opiera się na następujących założeniach:

- Z uwagi na dobre wyniki finansowe w III kwartale podtrzymujemy prognozy przychodów w 2015 r. na poziomie 40 mln zł oraz 4 mln zysku netto.
- Średni ważony koszt kapitału WACC jest równy kosztowi kapitału własnego 11,40 proc.
- Stopa wzrostu przepływów FCFF po prognozie spadnie do 3 proc.

- Tempo wzrostu przychodów będzie wynosić 25 proc. w 2016 r., 20 proc. w 2017 r., 10 proc. w latach 2018-2019 oraz 5 proc. w 2020 r.
- Rentowność netto na poziomie 10 proc. w 2015 r. będzie sukcesywnie rosnąć aż osiągnie wartość 13 proc. w latach 2019-2020.
- Cykl rotacji należności spadnie do 78 dni w 2015 r. i ustabilizuje się na poziomie 81 dni w kolejnych latach.

Tabela 5. SARE SA – Wycena DCF

<i>mIn PLN</i>	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	14,54	25,02	40,00	50,00	60,00	66,00	72,60	76,23
EBITDA	0,84	2,89	5,54	7,49	9,79	11,29	12,95	13,73
Zysk netto	0,46	1,32	4,00	5,50	7,20	8,25	9,44	9,91
Amortyzacja	0,41	0,36	0,60	0,70	0,90	1,10	1,30	1,50
EBIT	0,48	2,47	4,94	6,79	8,89	10,19	11,65	12,23
Stopa podatku	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek kalkulacyjny NOPAT	0,09	0,47	0,94	1,29	1,69	1,94	2,21	2,32
NOPAT	0,39	2,00	4,00	5,50	7,20	8,25	9,44	9,91
Nakłady inwestycyjne CAPEX	0,17	0,71	1,50	0,80	1,00	1,20	1,50	1,60
Zmiana kapitału pracującego	-	1,27	2,10	1,50	1,60	1,70	1,70	1,70
FCFF	-	0,38	1,00	3,90	5,50	6,45	7,54	8,11
Wartość bieżąca FCFF	-	-	0,96	3,38	4,28	4,50	4,72	4,56
WACC	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%
Suma DCF			23,01					
Wartość rezydualna			99,44					
Zdyskontowana wartość rezydualna			57,44					
Stopa wzrostu po prognozie			3,00%					
Wartość EV			80,46					
Dług netto			-2,44					
Wartość kapitału własnego			82,90					
Liczba akcji			2 215 500					
Wartość jednej akcji			37,42 PLN					
Zmiana przychodów	-	72,08%	59,87%	25,00%	20,00%	10,00%	10,00%	5,00%
Zmiana EBITDA	-	244,05%	91,70%	35,20%	30,71%	15,32%	14,70%	6,02%
Zmiana EBIT	-	414,58%	100,00%	37,45%	30,93%	14,62%	14,33%	4,98%
Zmiana NOPAT	-	412,82%	100,00%	37,50%	30,91%	14,58%	14,42%	4,98%
Zmiana FCFF	-	-	163,16%	290,00%	41,03%	17,27%	16,90%	7,56%
Marża EBITDA	5,78%	11,55%	13,85%	14,98%	16,32%	17,11%	17,84%	18,01%
Marża EBIT	3,30%	9,87%	12,35%	13,58%	14,82%	15,44%	16,05%	16,04%
Rentowność netto	3,16%	5,28%	10,00%	11,00%	12,00%	12,50%	13,00%	13,00%

Źródło: Opracowanie własne

Przeprowadzona na podstawie powyższych założeń wycena DCF implikuje cenę jednej akcji spółki SARE SA na 37,42 PLN. Szczegółowe parametry zastosowanego modelu znalazły się w Tabeli 5. Z kolei w Tabeli 6. prezentujemy wrażliwość wyceny DCF na zmiany parametrów modelu.

Tabela 6. Wrażliwość modelu DCF na zmiany parametrów

Stopa wzrostu po prognozie	FCFF					WACC				
	-10,0%	-5,0%	0,0%	+5,0%	+10,0%	-1,0%	-0,5%	0,0%	+0,5%	+1,0%
2,5%	32,37	34,10	35,84	37,58	39,32	40,50	38,03	35,84	33,89	32,13
3,0%	33,79	35,60	37,42	39,23	41,05	42,59	39,84	37,42	35,27	33,35
3,5%	35,38	37,29	39,19	41,10	43,00	44,99	41,89	39,19	36,81	34,71

Źródło: Opracowanie własne

Wycena porównawcza

Do wyceny wskaźnikowej wybraliśmy siedem spółek. Sześć z nich jest notowanych na rynku podstawowym GPW, a jedna (MEDIACAP) na rynku NewConnect. Cztery spółki należą do sektora informatycznego (BETACOM, INDATA, OPTTEAM, PWRMEDIA), natomiast pozostałe trzy (IMS, MEDIACAP, SMT) prowadzą działalność w obszarach pokrewnych do biznesu SARE SA. Mnożniki dla lat 2013-2014 zostały wyliczone dla kursu akcji tych walorów z końca tych lat. Wskaźniki dla 2015 r. zostały ustalone na bazie kursów z 13 listopada br. Przy wycenie mnożnikowej EV/EBITDA akcji SARE SA założono prognozowany na 2015 r. ujemny dług netto 3,44 mln zł. Sposób kalkulacji wartości akcji Spółki został zaprezentowany w Tabeli 7. Zastosowaliśmy dwa najważniejsze wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2013-2015. Dla każdego wskaźnika z danego roku została ustalona średnia i mediana. Do wyceny użyliśmy średnich wartości wskaźników. Ostateczna wartość jednej akcji ustalona w wycenie porównawczej wyniosła 22,09 PLN.

Tabela 7. Wskaźniki wyceny porównawczej wybranych spółek sektora informatycznego na GPW

Spółka	Kurs akcji (PLN)	P/E			EV/EBITDA		
		2013	2014	2015P	2013	2014	2015P
BETACOM	10,50	7,36	12,93	11,72	3,52	5,31	4,92
IMS	1,95	13,74	13,08	11,81	5,40	6,60	5,74
INDATA	1,15	15,14	13,31	7,26	13,37	10,34	5,76
MEDIACAP	2,95	12,26	11,54	19,11	6,25	4,76	7,22
OPTTEAM	9,59	27,73	12,10	30,05	11,42	5,75	11,61
PWRMEDIA	1,15	11,64	8,38	10,67	6,29	4,42	4,89
SMT	15,71	15,61	5,76	9,88	16,61	7,58	7,22
Średnia	-	14,78	11,01	14,36	8,98	6,39	6,77
Mediana	-	13,74	12,10	11,72	6,29	5,75	5,76
Wycena akcji SARE SA na podstawie średniej	-	26,68 PLN	19,88 PLN	25,93 PLN	24,01 PLN	17,53 PLN	18,48 PLN
Waga	-	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Wycena porównawcza	22,09 PLN						

Źródło: Opracowanie własne

SARE SA – lider e-mail marketingu w Polsce

Jak twierdzi zarząd, SARE SA jest liderem polskiego e-mail marketingu. Rozwiązania IT budowane i rozwijane przez Emitenta wykorzystywane są w komunikacji internetowej, marketingu i wsparciu sprzedaży. Najważniejszym osiągnięciem Spółki jest System SARE – zaawansowane narzędzie do zintegrowanej komunikacji, udostępniane klientom w modelu SaaS (Software as a Service). E-mail marketing jest formą marketingu bezpośredniego, który wykorzystuje pocztę elektroniczną. Obejmuje ona wszystkie aspekty prowadzenia tą drogą kampanii reklamowych, tj. tworzenie i zarządzanie bazami adresowymi, przygotowywanie treści i wyglądu wiadomości e-mail, wysyłkę, obsługę informacji zwrotnych i tworzenie schematów automatyzujących te działania.

Tabela 8. Rodzaje usług świadczone przez spółkę SARE SA

• Kampanie e-mailingowe • Newslettery • Budowa i zarządzanie bazami adresowymi • Udostępnianie narzędzi do e-mail marketingu • Szkolenia z e-mail marketingu	• Wysyłki SMS • Akcje specjalne i konkursy • Wysyłki biuletynów wewnętrznych • Badania internetowe – ankieta internetowa • Wspieranie programów lojalnościowych
• Doradztwo strategiczne • Doradztwo prawne • Realizacja działań z zakresu public relations i media relations • Targetowanie kampanii mailingowych • Integracja z social media	• Projekt layoutów strony www • Projekt szablonów newsletterów, mailingów ankiet • Usługi z zakresu web analityki • Marketing automation • Integracje z systemami zewnętrznymi

Źródło: Sprawozdania SARE SA

Oprócz podstawowej usługi e-mail marketingu, Spółka dostarcza zaawansowane rozwiązania służące do wysyłki wiadomości MMS, SMS i SMS Voice. SARE SA oferuje ponadto narzędzie do web analityki – SAREweb. Spółka zapewnia także wsparcie w zakresie rejestracji baz danych w Generalnym Inspektoracie Ochrony Danych Osobowych. Model biznesowy Spółki opiera się na oprogramowaniu SARE, które wykorzystuje autorski język SAREscript.

W 2014 r. Spółka skoncentrowała się na rozbudowie narzędzi analityki webowej, finalizując prace nad narzędziem SAREweb (funkcjonującym też pod poprzednią nazwą SAREX). W tym samym czasie Spółka pracowała też nad innowacyjnym rozwiązaniem SARE HUB, pozwalającym na integrację różnych systemów funkcjonujących w Grupie Kapitałowej SARE z systemami klientów. SARE SA rozwijając usługi dedykowane dla poszczególnych klientów zwiększyła swoje kompetencje dotyczące wsparcia sprzedaży e-commerce i sprzedaży detalicznej.

Czynniki ryzyka

Ryzyka związane z inwestycją w akcje spółki SARE SA można podzielić na trzy główne grupy: ryzyko regulacyjno-prawne, specyficzne oraz makroekonomiczne.

Ryzyko regulacyjno-prawne związane jest z faktem, że polski system prawny wyróżnia się wysoką częstotliwością zmian. Na działalność podmiotów z grupy mogą mieć wpływ nowelizacje z zakresu prawa podatkowego, prawa handlowego, prawa pracy, jak również uregulowań świadczenia usług drogą elektroniczną. Trzeba także mieć na względzie, iż wiele zmian przepisów prawa związanych jest z dostosowywaniem prawa krajowego do norm prawa Unii Europejskiej.

W tej grupie można wyróżnić także ryzyko związane z wysyłką treści zastrzeżonych przepisami prawa. Model biznesowy spółek SARE SA oraz INIS Sp. z o.o. polega na udostępnianiu klientom aplikacji do e-mail marketingu. Spółki z grupy mają ograniczony wpływ na treść wiadomości wysyłanych przez klientów. Osobną kwestią jest ryzyko związane z naruszeniem przepisów ustawy o ochronie danych osobowych.

Ryzyko specyficzne związane jest z biznesem Spółki i jej otoczeniem. Warto w tej grupie zwrócić uwagę na ryzyko związane z konkurencją. Na krajowym rynku narzędzi do e-mail marketingu funkcjonuje ok. sześciu rozpoznawalnych podmiotów, ponadto teoretycznie w nieograniczony sposób dostępne są rozwiązania z zagranicy. Ten rodzaj ryzyka wynika z istniejącej w obrębie sektora konkurencji cenowej i jakościowej. Ryzyko konkurencji występuje także ze strony takich podmiotów jak agencje reklamowe czy domy mediowe, które oferują kompleksowy zestaw usług z zakresu e-mail marketingu.

Kolejnym typem ryzyka jest ryzyko dotyczące uzależnienia od głównych odbiorców. Podmioty z Grupy Kapitałowej SARE SA świadczą swoje usługi na rzecz kilkuset klientów. Zatem występuje tutaj znaczna dywersyfikacja, co wpływa na to ryzyko pozytywnie. Do grupy ryzyka specyficznego należy też dodać ryzyko związane z celami strategicznymi. Strategia SARE SA na lata 2011-2015 zakłada utrzymanie pozycji lidera rynku tej technologii. Istnieje także ryzyko niespłacalności należności od odbiorców, które może wynikać z przejściowych lub trwałych trudności kontrahentów do regulowania w terminie płatności. Może to wpływać niekorzystnie na wyniki finansowe Spółki jak również na jej płynność.

Ryzyko makroekonomiczne dotyczy przede wszystkim sytuacji gospodarczej Polski. Istnieje ryzyko, że spowolnienie tempa wzrostu polskiej gospodarki będzie mieć negatywny wpływ na działalność oraz sytuację finansową poszczególnych spółek z grupy. Do tej grupy ryzyka należałoby także dodać ryzyko koniunktury w branży reklamowej. Emitent prowadzi działalność w segmencie reklamy internetowej. Branża podlega wahaniom wynikającym z istnienia cykli gospodarczych. Pogorszenie nastrojów rynkowych skłania do ograniczania wydatków przedsiębiorców, także w zakresie wydatków na reklamę. Taki scenariusz prawdopodobnie przełoży się na zmniejszenie przychodów lub spadek marży sprzedawanych usług.

SARE SA – Historia

Początki działalności Spółki datowane są na rok 2005 – wtedy powstała spółka SARE Sp. z o.o. W latach 2003-2005 narzędzie, które zostało przekształcone w system SARE dostępne było w ramach agencji interaktywnej OS3 Sp. z o.o. Dwa pierwsze lata funkcjonowania Spółki to okres dynamicznego rozwoju jej podstawowej działalności. Wraz z powstaniem Spółki, poza jej siedzibą w Rybniku utworzony został oddział handlowo-marketingowy w Warszawie. Już w pierwszym roku działalności odnotowano przekroczenie progu rentowności osiągając zysk netto w wysokości 92 tys. zł przy przychodach ze sprzedaży równych 362 tys. zł. Do roku 2007 przychody netto ze sprzedaży zwiększyły się trzy-i-półkrotnie, a zysk netto zamknął się na poziomie 292 tys. zł.

Lata 2008-2009 charakteryzowały się dalszym wzrostem wartości przychodów ze sprzedaży podstawowej usługi – narzędzia do e-mail marketingu SARE. Okres ten odznaczał się również dynamicznym wzrostem zysku netto. W 2008 r. została wprowadzona nowa usługa – kampanie SMS, która już po pierwszym roku funkcjonowania stanowiła ok. 4 proc. całkowitych przychodów ze sprzedaży. W 2009 r. przekroczony został pułap 300 klientów Spółki. Okres ten związany był jednocześnie z rozszerzeniem oferty produktowej o usługę e-mail media, w ramach której realizowane są kampanie mailingowe.

Rok 2010 był okresem dalszego dynamicznego rozwoju. W maju tego roku został zaprezentowany autorski język programowania SAREScript, zaimplementowany następnie w narzędziach e-mail marketingowych. W tym samym czasie **powołana została do życia spółka zależna Inis Sp. z o.o.**, udostępniająca darmowe narzędzia do e-mail marketingu w zamian za możliwość realizacji kampanii e-mailingowych do zgromadzonej bazy adresowej. W drugim kwartale 2010 r. Spółka nawiązała współpracę z podmiotami doradczymi mając na celu przekształcenie formy prawnej w spółkę akcyjną, a w konsekwencji dążąc do upublicznienia na rynku NewConnect. W listopadzie 2010 r. nastąpiła rejestracja przekształcenia SARE Sp. z o.o. w SARE SA. W cztery miesiące później **na parkiecie NewConnect miało miejsce pierwsze notowanie akcji SARE SA (marzec 2011 r.).**

Pod koniec I kwartału 2011 roku SARE SA wydzieliło ze swoich struktur dział mail-media, specjalizujący się w planowaniu kampanii e-mailingowych oraz powołało spółkę zależną mail-media Sp. z o.o. Z początkiem lipca 2011 SARE SA rozpoczęło współpracę z jednym z kluczowych serwisów zakupów grupowych - MyDeal.pl wygrywając konkurs ofert. W połowie 2012 r. do grona SARE, INIS i mail-media dołączyła nowa software'owa spółka z Katowic, neronIT Sp. z o.o. SARE kupiło 33 proc. udziałów nowej spółki. W październiku tego samego roku do grupy kapitałowej SARE dołączyła spółka MobiQuest Sp. z o.o., w której SARE posiada 50% udziałów. Pod koniec 2013 roku do Grupy Kapitałowej SARE, dołączyła nowa spółka - TeleTarget Sp. z o.o. Z początkiem czerwca do Grupy SARE dołączyła nowa spółka – Emagenio Sp. z o.o. SARE kupiło 33 proc. udziałów nowej spółki. W połowie 2015 r. działalność rozpoczęła spółka SARE GmbH, co stanowi nowy etap ekspansji zagranicznej. Spółka została zarejestrowana w Niemczech i będzie odpowiedzialna za obsługę klientów Grupy na tym rynku.

Struktura Grupy Kapitałowej SARE SA

Grupa Kapitałowa SARE SA składa się z jednostki dominującej SARE SA oraz jej spółek zależnych: INIS Sp. z o.o., Mr Target Sp. z o.o., Salelifter Sp. z o.o., Teletarget Sp. z o.o. i SARE GmbH (oddział w Niemczech). Jednostka dominująca posiada także udziały w spółce neronIT Sp. z o.o., której wyniki są konsolidowane metodą praw własności (jednostka powiązana).

Wykres 6. Schemat Grupy Kapitałowej SARE SA



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań SARE SA

SARE SA jest spółką technologiczną dostarczającą zaawansowane rozwiązania w obszarze e-marketingu i wsparcia sprzedaży. Flagowym produktem spółki jest zaawansowane narzędzie do e-mail marketingu, które wspomaga wysyłki newsletterów, mailingów oraz wiadomości SMS, a także zarządza bazami adresowymi i prezentuje szczegółowe raporty z poszczególnych kampanii. Z systemu SARE korzystają największe polskie, a także międzynarodowe firmy.

INIS Sp. z o.o. to pierwsza w Polsce e-mailingowa sieć reklamowa, która posiada w swoich bazach ponad 39 mln adresów e-mail. Skupia zarówno reklamodawców i wydawców, którym udostępnia narzędzie do e-mail marketingu. Umożliwia wysyłkę kampanii e-mailingowych do baz zewnętrznych, a także daje okazje do dodatkowego zarobku w roli wydawcy poprzez wysyłanie mailingów reklamowych zlecanych przez INIS.

Mr Target Sp. z o.o. jest interaktywnym domem mediowym specjalizującym się w performance marketingu (marketing efektywnościowy). Zapewnia planowanie i obsługę kampanii, których celem jest osiągnięcie konwersji. Segmentacja według grup docelowych umożliwia precyzyjne

dotarcie z przekazem reklamowym do określonych odbiorców. Agencja specjalizuje się w realizacji kampanii efektywnościowych w modelach CPL, CPO, CPS oraz CPC. Zapewnia całościową obsługę i doradztwo w przygotowaniu strategii marketingowej, obecności klientów w Internecie, wsparcie w przygotowaniu kreacji i form graficznych.

Teletarget Sp. z o.o. jest spółką specjalizującą się w projektowaniu i realizacji dedykowanych i profesjonalnych kampanii telemarketingowych. Skoncentrowana na efektywnym doborze optymalnych baz danych, integrację wielu kanałów kontaktu z Klientem oraz na wysokich kompetencjach konsultantów telefonicznych. Spółka udostępnia szczegółowe raporty z prowadzonych akcji, bada i analizuje ich wyniki. Głównym priorytetem jest realizacja celów firm powierzających zadania bez względu na ich wielkość i zakres tworzonych projektów.

Salelifter Sp. z o.o. to spółka, która specjalizuje się w zakresie marketingu efektywnościowego. Szczególnym obszarem działań tej firmy jest budowanie skutecznych baz danych. Specjalność spółki Salelifter to generowanie na żywo targetowanych leadów sprzedażowych i marketingowych na zamówienie potencjalnych partnerów. Spółka zbiera rekordy dla wielu branż (telekomunikacyjnej, finansowej, ubezpieczeniowej, medialnej, FMCG). Dzięki danym, które Spółka dostarcza, potencjalni partnerzy i klienci mogą dotrzeć do swoich klientów, z wykorzystaniem różnych kanałów komunikacji: email, telefon, sms oraz pocztą tradycyjną.

SARE GmbH to spółka założona w II kwartale 2015 r. na rynku niemieckim związana z planami emitenta do ekspansji na rynkach zagranicznych. Będzie ona odpowiadać za obsługę obecnych klientów na rynku niemieckim, jak również zdynamizować pozyskiwanie nowych klientów w tym kraju.

neronIT Sp. z o.o. to architekci rozwiązań internetowych dla biznesu. Spółka zajmuje się tworzeniem oprogramowania dla przedsiębiorstw z wykorzystaniem technologii internetowej. Do pracy z programami przygotowanymi przez spółkę, wystarcza wyłącznie przeglądarka internetowa. Wszystkie produkty powstają w oparciu o obiektowe, skryptowe języki programowania przeznaczone do generowania aplikacji internetowych. Spółka tworzy oprogramowanie, ale prowadzi także działalność z zakresu konsultingu, w związku z czym może kompleksowo obsługiwać swoich klientów w zakresie prowadzenia biznesu z wykorzystaniem Internetu.

W II kwartale 2015 r. jednostka dominująca sprzedała wszystkie posiadane udziały (33 proc.) **Emagenio Sp. z o.o.** Biznes tej spółki polega na prowadzeniu, tworzeniu i rozwijaniu sklepów internetowych na platformie Magento. Projekt ten nie przynosił efektów zakładanych przez emitenta. Strata na sprzedaży 33 proc. udziałów Emagenio Sp. z o.o. wyniosła 339,5 tys zł.

SARE SA – Strategia rozwoju

W strategii rozwoju Grupy SARE SA możemy wyróżnić trzy główne obszary:

- 1) **Rozwój organiczny trzech najważniejszych podmiotów Grupy Kapitałowej: SARE SA, INIS Sp. z o.o. oraz Mr Target Sp. z o.o. polegający na udoskonalaniu i wprowadzaniu nowych usług, a także rozwiązań technicznych**
- 2) **Ekspansja zagraniczna usług**
- 3) **Rozwój Grupy Kapitałowej SARE SA poprzez tworzenie nowych spółek zależnych oraz akwizycje podmiotów posiadających doświadczenie w obszarach pokrewnych dla działalności spółek z Grupy SARE SA**

Rozwój organiczny dotyczy przede wszystkim trzech największych spółek z grupy: SARE SA, INIS Sp. z o.o. i Mr Target Sp. z o.o. Wszystkie ww. podmioty generują znaczące przychody, są rentowne, posiadają rozwinięty model biznesowy oraz stanowią o sile całej grupy. Strategia przyjęta przez zarząd jednostki dominującej zakłada utrzymanie przez spółkę SARE SA lidera na rynku e-mail marketingu w Polsce. Rozwój oferty powinien polegać na wprowadzaniu nowych usług, rozwiązań technicznych i technologicznych. Oprócz trzech największych podmiotów grupy ważna w strategii rozwoju będzie także rozwijanie usługi związanej z telefoniczną weryfikacją baz danych w powiązaniu ze spółką Teletarget Sp. z o.o., a także rozwijanie narzędzi umożliwiających kompleksowe świadczenie usług (narzędzia do web analityki).

Ekspansja zagraniczna w opracowanej strategii stanowi długoterminową szansę na poszerzenie rynków zbytu usług spółek z grupy. Obecnie większość przychodów emitenta pochodzi z Polski. Jednak niskie bariery geograficzne prowadzenia działalności w zakresie e-mail marketingu, a także podobieństwo usług oferowanych na rynkach zagranicznych pozwalają rozszerzać zakres geograficzny działalności bez konieczności ponoszenia znacznych kosztów i inwestycji. Powodzenie w zdobywaniu zagranicznych rynków będzie zależało od wykorzystania przewagi konkurencyjnej w obszarach jakości oraz kosztów świadczonych usług. Zdobyte doświadczenie poza granicami Polski powinno wpłynąć pozytywnie na krajowy obszar działalności.

SARE SA w najbliższej przyszłości stawia na zdobycie rynku niemieckiego. W tym celu powstała spółka SARE GmbH (oddział w Niemczech). Spółka stworzyła niemiecką wersję systemu SARE oraz rozpoczęła certyfikację CSA. Ponadto zatrudniono osoby biegłe posługujące się językiem niemieckim. Ten ruch Spółki powinien ułatwić sprzedaż usług poprzez wzrost zaufania do Spółki w tym kraju. Emitent zaczął ponadto nawiązywać kontakty z firmami z USA i Wielkiej Brytanii. Ekspansja zagraniczna może być w przyszłości prowadzona także przez inne podmioty z Grupy Kapitałowej, a nie tylko przez jednostkę dominującą.

Rozwój Grupy Kapitałowej w opracowanej strategii powinien następować nie tylko przez wzrost organiczny, lecz także przez akwizycje przedsiębiorstw mogących rozszerzyć kompetencje Emitenta. Plany Grupy SARE SA dotyczą poszerzenia działań o obszar Big Data oraz mobile poprzez przejęcia spółek posiadających know-how w tym zakresie.

Prognozy i wskaźniki finansowe

Tabela 9. Bilans i rachunek wyników SARE SA – wartości historyczne i prognozy

BILANS

<i>mln PLN</i>	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa trwałe	1,34	1,96	12,10	12,40	12,70	13,00	13,40	13,80
WNiP i rzeczowe aktywa trwałe	0,77	1,20	11,20	11,30	11,40	11,50	11,70	11,80
Pozostałe	0,57	0,76	0,90	1,10	1,30	1,50	1,70	2,00
Aktywa obrotowe	5,42	8,60	12,22	18,22	25,97	33,62	42,71	51,72
Zapasy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Należności krótkoterminowe	3,45	5,98	8,58	10,68	12,88	14,08	15,58	16,48
Pozostałe, w tym	1,97	2,62	3,64	7,54	13,09	19,54	27,13	35,24
Środki pieniężne	1,77	2,44	3,44	7,34	12,84	19,29	26,83	34,94
Aktywa ogółem	6,76	10,56	24,32	30,62	38,67	46,62	56,11	65,52
Kapitał własny	3,75	5,11	18,21	23,71	30,91	39,16	48,60	58,51
Zyski zatrzymane	0,46	1,78	5,78	11,28	18,48	26,73	36,17	46,08
Kapitały mniejszości	0,52	0,85	0,90	0,95	1,00	1,10	1,20	1,30
Zobowiązania długoterminowe	0,52	0,70	0,83	0,98	1,18	1,28	1,43	1,63
Zobowiązania krótkoterminowe	1,97	3,88	4,38	4,98	5,58	5,08	4,88	4,08
Dług odsetkowy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasywa ogółem	6,76	10,56	24,32	30,62	38,67	46,62	56,11	65,52

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

<i>mln PLN</i>	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	14,54	25,02	40,00	50,00	60,00	66,00	72,60	76,23
Koszty działalności operacyjnej, w tym	14,13	22,00	35,06	43,21	51,11	55,81	60,95	64,00
Amortyzacja	0,41	0,36	0,60	0,70	0,90	1,10	1,30	1,50
Usługi obce	8,74	14,61	23,24	28,64	33,88	36,99	40,40	42,42
Wynagrodzenia	3,20	5,09	8,12	10,01	11,84	12,93	14,12	14,82
Pozostałe przychody operacyjne	0,30	0,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe koszty operacyjne	0,23	0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT	0,48	2,47	4,94	6,79	8,89	10,19	11,65	12,23
EBITDA	0,84	2,89	5,54	7,49	9,79	11,29	12,95	13,73
Saldo działalności finansowej	0,21	-0,24	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk brutto	0,69	2,23	4,94	6,79	8,89	10,19	11,65	12,23
Podatek	0,23	0,91	0,94	1,29	1,69	1,94	2,21	2,32
Zysk netto	0,46	1,32	4,00	5,50	7,20	8,25	9,44	9,91

Źródło: Sprawozdania SARE SA; prognozy StockWatch.pl; wzrost WNiP od 2015 r. wynika ze zmiany raportowania na MSR/MSSF

Tabela 10. Rachunek przepływów pieniężnych oraz wskaźniki finansowe

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

<i>mIn PLN</i>	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,53	1,75	2,50	4,70	6,50	7,65	9,04	9,71
Zysk netto	0,46	1,32	4,00	5,50	7,20	8,25	9,44	9,91
Korekty	0,07	0,43	-1,50	-0,80	-0,70	-0,60	-0,40	-0,20
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-0,02	-1,09	-1,50	-0,80	-1,00	-1,20	-1,50	-1,60
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	0,57	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy pieniężne łącznie	1,08	0,67	1,00	3,90	5,50	6,45	7,54	8,11
Środki pieniężne na początek okresu	0,69	1,77	2,44	3,44	7,34	12,84	19,29	26,83
Środki pieniężne na koniec okresu	1,77	2,44	3,44	7,34	12,84	19,29	26,83	34,94

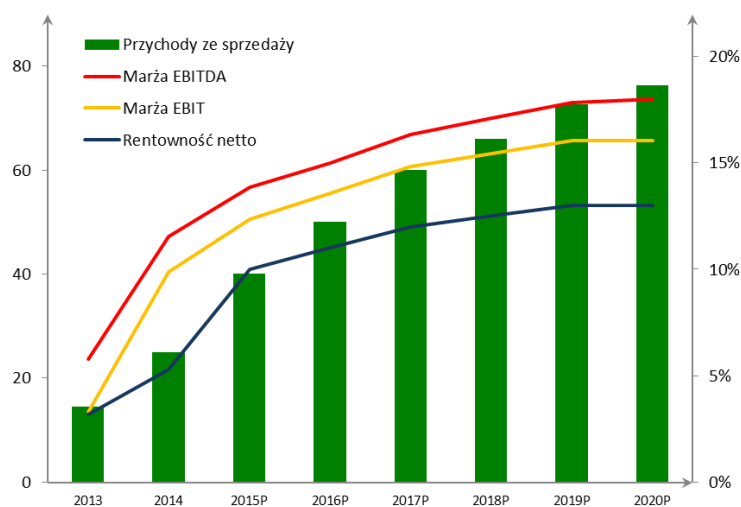
WSKAŹNIKI FINANSOWE

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Marża EBITDA	5,78%	11,55%	13,85%	14,98%	16,32%	17,11%	17,84%	18,01%
Rentowność działalności operacyjnej	3,30%	9,87%	12,35%	13,58%	14,82%	15,44%	16,05%	16,04%
Rentowność netto	3,16%	5,28%	10,00%	11,00%	12,00%	12,50%	13,00%	13,00%
ROA	6,80%	12,50%	16,45%	17,96%	18,62%	17,70%	16,82%	15,13%
ROE	12,27%	25,83%	21,97%	23,20%	23,29%	21,07%	19,42%	16,94%
Wskaźnik płynności bieżącej	2,75	2,22	2,79	3,66	4,65	6,62	8,75	12,68
Wskaźnik płynności szybkiej	2,75	2,22	2,79	3,66	4,65	6,62	8,75	12,68
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,9	0,63	0,79	1,39	2,19	3,68	5,40	8,47
Cykl rotacji należności	87	87	78	81	82	81	81	81
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,72%	43,56%	21,42%	19,46%	17,48%	13,64%	11,25%	8,71%
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Sprawozdania SARE SA; prognozy StockWatch.pl

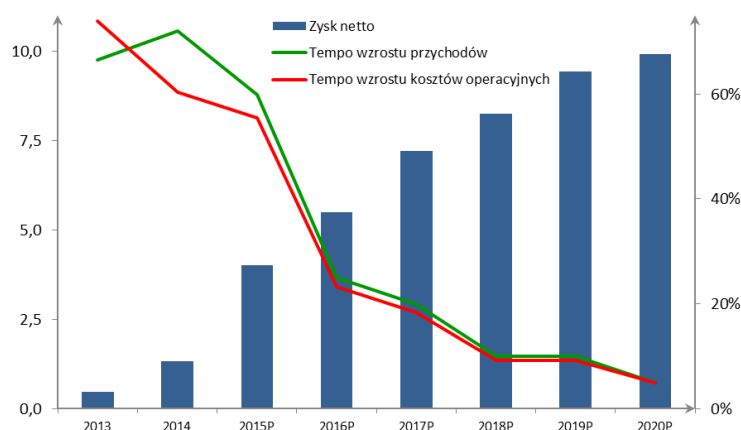
Prognozy przedstawione w tabelach i na wykresach dotyczą wzrostu organicznego Spółki. Z tego powodu rachunek przepływów pieniężnych będzie pokazywać coraz więcej gotówki, która nie będzie wykorzystana efektywnie. Te środki pieniężne mogłyby zostać wydane na akwizycje lub zostać wypłacone ze Spółki. Ten model nie zakłada jednak wypłaty dywidend. SARE SA nie posiada długu odsetkowego. Zakładamy, iż również w najbliższych latach działalność tego przedsiębiorstwa nie będzie finansowana kapitałem obcym. Warto zwrócić uwagę na dość długi cykl rotacji należności (ok. 90 dni). Szacujemy, iż w najbliższej przyszłości ustabilizuje się on na poziomie 81 dni.

Wykres 7. Prognozowane przychody ze sprzedaży (w mln PLN), marże i rentowność netto



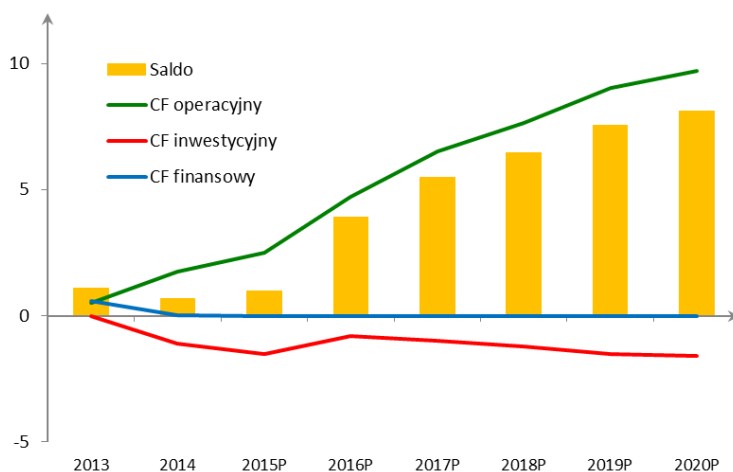
Źródło: Opracowanie własne

Wykres 8. Prognozowany zysk netto (w mln PLN) oraz dynamika przychodów i kosztów operacyjnych



Źródło: Opracowanie własne

Wykres 9. Prognoza przepływów pieniężnych (w mln PLN)



Źródło: Opracowanie własne

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Raport jest subiektywną oceną autora. Zawarte w nim informacje nie mogą być podstawą do podejmowania jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Analiza nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005 nr 206 poz. 1715).

Niniejszy dokument ma charakter wyłącznie informacyjny. StockWatch.pl Sp. z o.o. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie tej analizy, ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Każdy z potencjalnych inwestorów powinien dokonać własnej oceny, czy inwestycja w instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument jest odpowiednia. Odbiorcy tego raportu powinni również zweryfikować, czy przyjęte w modelach założenia oraz prognozy pokrywają się z ich własnymi oczekiwaniami.

Metody wyceny stosowane w raporcie opierają się na powszechnie znanych modelach, szeroko opisywanych w finansowej literaturze. Wycena dochodowa DCF oparta jest na dyskontowaniu generowanych przez przedsiębiorstwo wolnych przepływów pieniężnych. Jest to metoda o dużej poprawności ekonomicznej. Przedsiębiorstwo jest warte tyle ile wynoszą jego zdyskontowane przyszłe dochody dostępne dla dawców kapitału. Wadą tej metody jest natomiast duża wrażliwość na przyjęte założenia i prognozy. Mocną stroną wyceny porównawczej jest możliwość zastosowania dla każdej spółki, a także prostota (brak konieczności licznych założeń). Wadą z kolei jest trudność w znalezieniu podobnych spółek do wycenianego przedsiębiorstwa, a ponadto pomijanie istotnych czynników takich jak dynamika wzrostu i powtarzalność wyników.

Wy tłumaczenie wskaźników, pojęć i skrótów użytych w raporcie analitycznym:

EV – *Enterprise Value*, wartość przedsiębiorstwa, czyli kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

BV – *Book Value*, wartość księgowa, bilansowa wartość kapitałów własnych spółki

dług netto – dług odsetkowy spółki pomniejszony o wartość posiadanych środków pieniężnych i ich ekwiwalentów

DCF – *Discounted Cash Flows*, zdyskontowane przepływy pieniężne

FCFF – *Free Cash Flow to Firm*, wolne przepływy pieniężne dla dawców kapitału własnego i obcego

Free Float – stosunek liczby akcji posiadanych przez małych inwestorów (poniżej 5 proc.) w stosunku do całkowitej liczby akcji

P/E – *Price/Earnings Ratio*, kapitalizacja spółki do jej zysku netto

P/BV – *Price/Book Value Ratio*, kapitalizacja spółki do wartości księgowej

EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację

EV/EBIT – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, zysk operacyjny powiększony o amortyzację

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*, zysk operacyjny

EPS – *Earnings Per Share*, zysk netto spółki przypadający na jedną akcję

NOPAT – *Net Operational Profit After Tax*, teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu stosowany w wycenie DCF-FCFF

CAPEX – *Capital Expenditures*, wydatki inwestycyjne

ROE – *Return On Equity*, rentowność kapitałów własnych

ROA – *Return On Assets*, rentowność aktywów

współczynnik beta – jedna z miar ryzyka inwestycyjnego na rynku akcji

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*, średni ważony koszt kapitału

autor raportu: **Marcin Osiecki**
analityk portalu StockWatch.pl
makler papierów wartościowych
e-mail: biuro@stockwatch.pl