

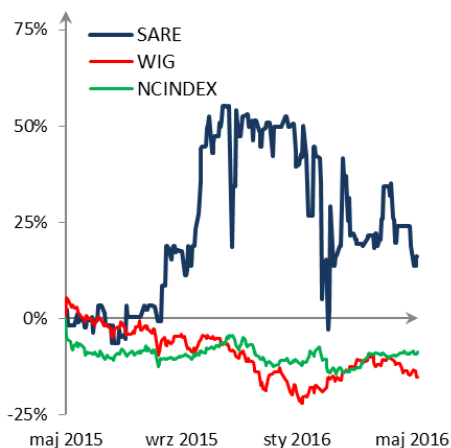
# SARE SA

**Wycena: 31,00 PLN**
**Profil spółki**

Koncentruje się na rozwijaniu i udostępnianiu klientom nowoczesnych, dedykowanych rozwiązań IT, stosowanych przede wszystkim w obszarze komunikacji i marketingu. Flagowym osiągnięciem spółki jest system SARE, zaawansowane, autorskie oprogramowanie do prowadzenia zintegrowanej, precyzyjnej komunikacji. Spółka rozwija oprogramowanie w kierunku zarządzania wielokanałową komunikacją marketingową, integrującą systemy typu: call center, CRM, ERP, platformy sklepów internetowych.

**Kurs akcji:** 22,48 PLN (2016-05-20)

**Sektor:** Informatyka

**SARE vs WIG, NCIndex (52-tyg)**


Min (52-tyg)	18,10 PLN
Max (52-tyg)	30,05 PLN
Liczba akcji	2 247 241
Kapitalizacja	50,52 mln PLN
BV	18,60 mln PLN
Free float	15,91%

**Akcjonariat**

WS Investments Ltd	35,67%
Pruszczyński Tomasz	26,26%
Dębowski Krzysztof	10,71%
Rutkowski Damian	6,02%
Vasto Investment s.a.r.l.	5,44%

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

## Stabilny początek roku, poprawa płynności

Grupa SARE opublikowała wyniki finansowe lekko poniżej naszych oczekiwań. Pozytywnym aspektem przedstawionych rezultatów są wysokie dodatnie przepływy operacyjne, które potwierdzają zdrową i stabilną sytuację finansową Spółki.

**Wyniki finansowe za I kwartał 2016 r.**

Zysk netto podmiotu dominującego w I kw. wyniósł 0,52 mln zł, natomiast kwartalne przychody osiągnęły poziom 7,66 mln zł. Są to wartości zbliżone do analogicznego kwartału 2015 r. Spodziewaliśmy się, że początek roku nie będzie rewelacyjny z punktu widzenia zysku netto. Bardzo korzystnie z kolei wygląda rachunek przepływów pieniężnych (1,4 mln zł gotówki operacyjnej). SARE posiada aktualnie znaczącą wartość własnych środków na potencjalne akwizycje (ok. 5 mln zł). W tym momencie nie ma podstaw do korekty naszej prognozy zysku netto 4,8 mln zł w 2016 r.

**Wycena SARE SA**

Wycena Spółki opiera się na dwóch metodach: zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wskaźnikowej (porównawczej). Waga dla metody DCF wynosi 80 proc., ponieważ ta metoda lepiej sprawdza się dla przedsiębiorstw znajdujących się w fazie szybkiego rozwoju. W porównaniu do poprzedniego raportu nasza wycena została nieznacznie obniżona do poziomu 31 zł za akcję. Niewielka korekta wyceny ma związek z obniżeniem stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy do 2,5 proc. (z 3,0 proc.), co jest zgodne z celem inflacyjnym NBP. Zdecydowaliśmy się na taką zmianę ze względu na utrzymującą się w Polsce niewielką deflację. Uważamy, że w najbliższych latach przeciętna stopa inflacji nie powinna przekroczyć celu inflacyjnego NBP w długim okresie.

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

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
<b>Przychody</b>	25,02	38,26	48,00	57,60	63,36	69,70
<b>EBITDA</b>	3,00	5,84	6,63	8,37	9,70	11,20
<b>EBIT</b>	2,61	5,29	5,93	7,47	8,60	9,90
<b>Zysk netto</b>	1,07	3,79	4,80	6,05	6,97	8,02
<b>Marża EBITDA</b>	11,99%	15,26%	13,80%	14,53%	15,32%	16,06%
<b>Marża EBIT</b>	10,43%	13,83%	12,35%	12,97%	13,58%	14,20%
<b>Retowność netto</b>	4,28%	9,91%	10,00%	10,50%	11,00%	11,50%
<b>P/BV</b>	2,02	3,49	2,18	1,73	1,40	1,14
<b>P/E</b>	26,98	16,95	10,52	8,35	7,25	6,30
<b>EV/EBITDA</b>	8,81	10,38	6,66	4,78	3,59	2,55
<b>EPS</b>	0,48	1,71	2,14	2,69	3,10	3,57

Źródło: Opracowanie własne; wskaźniki P/BV, P/E, EV/EBITDA dla lat 2016-2019 zostały wyliczone na bazie kursu akcji z 20 maja 2016 r.

## 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 2015 r. zatrudniała 94 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 rozwój kompetencji grupy w obszarze Big Data oraz aplikacji mobilnych. Niewykluczone, że spółka **zainwestuje w przejęcie podmiotu**, posiadającego wiedzę w powyższym zakresie.

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 2015 r. Z kolei wyniki trzeciego kwartału utwierdzają w przekonaniu, że przeprowadzona wycena jest właściwa. Warto zwrócić uwagę, że od III kwartału 2015 r. Emitent zmienił system raportowania na MSR/MSSF. Ten czynnik nie ma jednak znacznego wpływu na wycenę. Wyniki I kwartału 2016 r. nie dają podstaw do zmiany naszej poprzedniej prognozy. Uzyskane rezultaty finansowe nie są wysokie, lecz taki scenariusz nie jest również żadnym zaskoczeniem. W 2016 r. oczekujemy 4,8 mln zł zysku netto oraz 48 mln zł przychodów. Zakładamy zdecydowanie wyższy poziom przychodów i zysku netto w kolejnych kwartałach 2016 r. Sprawozdanie za II kwartał będzie kluczowe z punktu widzenia ewentualnych korekt w naszym modelu.

Model zakłada, iż rentowność będzie się sukcesywnie poprawiać aż do osiągnięcia 12 proc. na poziomie netto oraz 17 proc. na poziomie EBITDA w 2021 roku. Przychody ze sprzedaży (38 mln zł w 2015 r.) będą rosły w tempie 25 proc. w 2016 r., 20 proc. w 2017 r., 10 proc. w latach 2018-2019 oraz 5 proc. w latach 2020-2021. 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 **32,00 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.

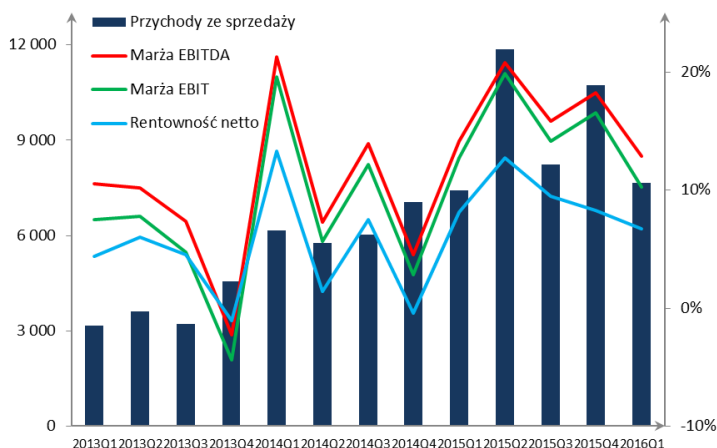
## Omówienie wyników za I kwartał 2016 r.

Wyniki finansowe Grupy SARE za I kwartał są lekko poniżej naszych oczekiwań. W ciągu pierwszych trzech miesięcy 2016 r. Spółka osiągnęła 0,52 mln zł zysku netto dla akcjonariuszy większościowych, co jest rezultatem niemal identycznym jak rok wcześniej. Oczywiście jest to wynik wyraźnie słabszy od ostatnich kwartałów ub. roku, jednak należy zauważyć, że w rekordowym 2015 r. I kwartał był zdecydowanie gorszy od kolejnych, zarówno z punktu widzenia przychodów, jak również zysku netto. Pomimo niewystępowania dużej sezonowości w wynikach, SARE informuje w ostatnim raporcie o tym, iż najtrudniejszym okresem dla przedsiębiorstwa jest z reguły początek roku. Przychody ze sprzedaży wyniosły w I kwartale 7,66 mln zł, co oznacza wzrost o 3,1 proc. r/r.

Bardzo dobrze należy ocenić rachunek przepływów pieniężnych. W I kwartale Spółka wygenerowała 1,39 mln zł gotówki z działalności operacyjnej, co przy bardzo małych, ujemnych przepływach z działalności inwestycyjnej (-0,14 mln zł) oraz z działalności finansowej (-0,05 mln zł) oznacza dalszy przyrost wolnych środków pieniężnych aż do 4,8 mln zł. Największy wpływ na rachunek przepływów miał wyraźny spadek należności handlowych. Przez trzy pierwsze miesiące 2016 r. do Spółki wpłynęło ok. 2,2 mln zł. Cykl rotacji należności liczony dla ostatnich czterech kwartałów spadł do 60 dni (80 dni w 2015 r.).

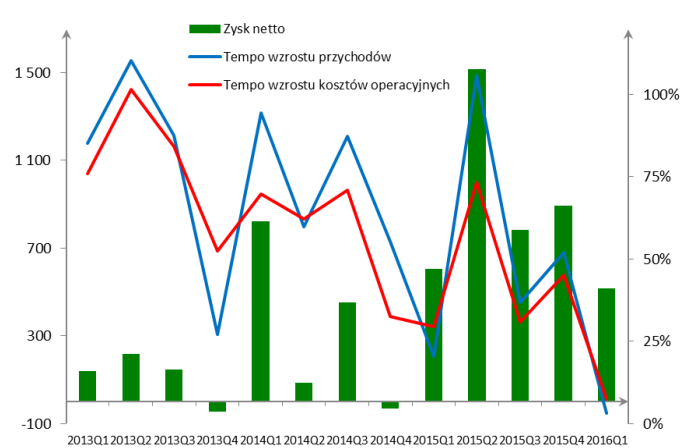
Nie mamy podstaw do zmiany naszych prognoz finansowych i modelu wyceny. Kluczowymi okresami powinny być dwa następne kwartały, w których historycznie Grupa SARE wypracowywała najlepsze rezultaty. Najważniejsze wartości kwartalnych wyników przedstawiają poniższe wykresy. Można zaobserwować niekorzystny trend spadkowy zarówno patrząc na poziom rentowności, jak również wielkość przychodów. Należy jednak zaznaczyć, iż wyniki II kwartału 2015 r. odbiegają mocno w górę od reszty ze względu na korzystne umowy z VISA Europe i Województwem Podlaskim. Długoterminowy trend przychodów i zysków Spółki pozostaje rosnący i powinien być potwierdzony w kolejnych sprawozdaniach.

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



Źródło: Opracowanie własne

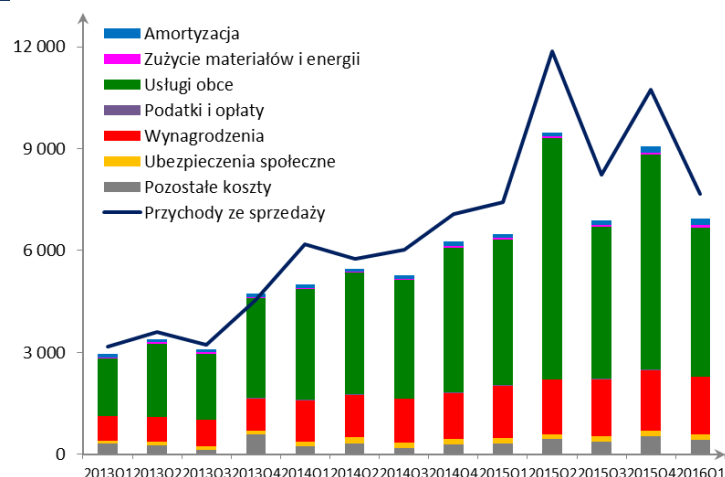
Wykres 2. Kwartalny zysk netto (w tys. PLN)



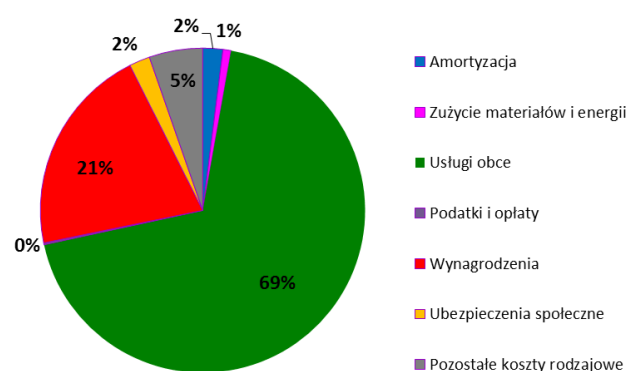
Źródło: Opracowanie własne

Marża EBITDA spadła w ostatnim kwartale do 12,91 proc., a rentowność netto do 6,75 proc. Kolejne kwartały powinny jednak przynieść poprawę tych wskaźników odpowiednio do ok. 20 oraz 10 proc. W przeciwnym wypadku konieczne będą korekty naszego modelu. Lekko niepokojący obraz można zauważyć na Wykresie 2. Dynamika przychodów i kosztów spadła niemal do zera. Powinna być to jedynie sytuacja przejściowa. Pozytywna jest bardzo wysoka korelacja dynamiki kosztów z przychodami, co wskazuje na dominację kosztów zmiennych. Struktura kosztów pozostaje stabilna. Największymi pozycjami pozostają usługi obce (69 proc.) oraz wynagrodzenia (21 proc.). Zatrudnienie w Spółce w przeliczeniu na jeden etat wyniosło na koniec roku 94 osoby.

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



Wykres 4. Koszty rodzajowe w I kwartale 2016 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	2015 Q4	2016 Q1
Przychody ze sprzedaży	3175	3605	3215	4549	6170	5764	6021	7066	7424	11867	8238	10731	7655
EBITDA	336	367	236	-104	1313	419	838	319	1053	2473	1305	1963	988
EBIT	239	282	153	-199	1211	328	732	203	948	2358	1165	1776	784
Zysk netto	140	218	146	-48	822	84	450	-31	604	1514	781	891	517
Koszty działalności operacyjnej	2948	3374	3086	4726	5001	5467	5273	6257	6473	9479	6893	9078	6952
Amortyzacja	97	85	83	95	102	91	106	116	105	115	139	188	204
Usługi obce	1691	2152	1949	2944	3250	3594	3500	4265	4273	7101	4485	6322	4385
Wynagrodzenia	714	751	785	952	1213	1247	1291	1338	1527	1604	1668	1788	1684
Marża EBITDA (%)	10,58	10,18	7,34	-2,29	21,28	7,27	13,92	4,51	14,18	20,84	15,84	18,29	12,91
Marża EBIT (%)	7,53	7,82	4,76	-4,37	19,63	5,69	12,16	2,87	12,77	19,87	14,14	16,55	10,24
Rentowność netto (%)	4,41	6,05	4,54	-1,06	13,32	1,46	7,47	-0,44	8,14	12,76	9,48	8,30	6,75
Środki pieniężne	850	1014	944	1770	2018	1834	2345	2445	729	1391	3235	3590	4790
CF operacyjny	254	154	-65	183	242	375	587	552	-578	712	2325	773	1395
CF inwestycyjny	-92	-111	-64	248	-10	-526	-125	-431	-1080	-33	-475	-405	-141
CF finansowy	0	117	59	399	16	-33	49	-21	-58	-17	-6	-12	-54

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Spółki

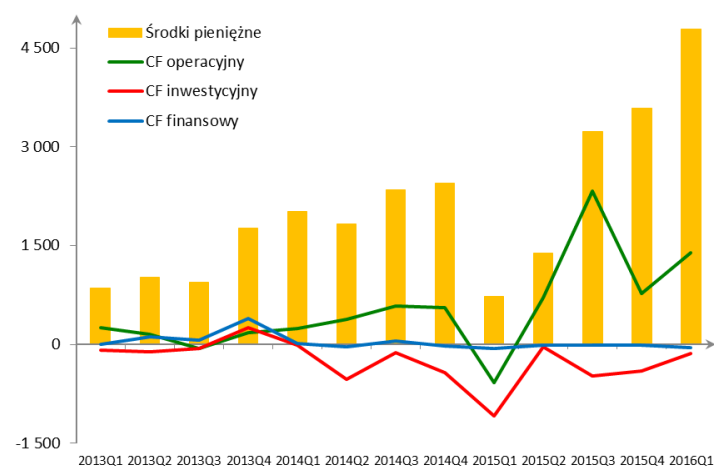
Spółka wyodrębnia cztery segmenty działalności:

- SARE – zaawansowane narzędzie do masowych wysyłek informacji reklamowych
- INIS, Mr Target – prowadzenie kampanii e-mailingowych
- Salelifter – przetwarzanie danych i zarządzanie stronami internetowymi
- Teletarget – centrum telefoniczne call center

Struktura rachunku segmentowego w I kwartale nie uległa istotnym zmianom. Nadal Grupa SARE wypracowuje pozytywne wyniki finansowe, głównie dzięki segmentowi INIS, Mr Target. Te dwie spółki zależne prowadzące kampanie e-mailingowe osiągnęły w I kwartale zysk na poziomie 1,4 mln zł, przy przychodach wynoszących 6,1 mln zł. Można także dostrzec, że większość z tych przychodów stanowi sprzedaż zewnętrzna (5,6 mln zł). Słabiej wygląda sytuacja segmentu SARE, który jest związany z jednostką dominującą i sprzedażą narzędzi do e-mail marketingu (strata 0,31 mln zł). Zastanawia też nieco sytuacja w Salelifter, gdzie odnotowano kwartalną stratę na poziomie 0,43 mln zł. Jest to o tyle niepokojące, iż w poprzednim roku ten segment wypracowywał już zyski wynoszące 0,68 mln zł w skali całego roku. Ostatni najmniejszy segment Teletarget jest niestety nadal nierentowny (strata 0,14 mln zł).

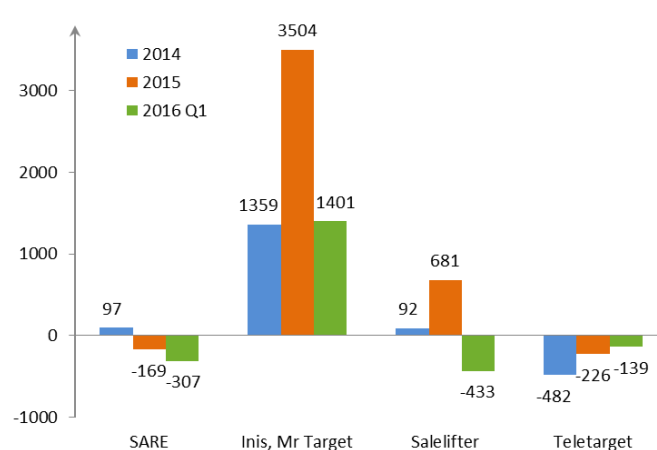
W I kwartale doszła do skutku emisja publiczna akcji serii C. Objętych i opłaconych zostało 31741 akcji. Spółka zadebiutowała na Rynku Głównym GPW 15 lutego 2016 r. Emitent spodziewa się pozytywnych efektów przejścia na główny parkiet takich jak zwiększenie rozpoznawalności marki SARE, łatwiejszego pozyskiwania klientów, a także źródeł finansowania z różnych źródeł. Ponadto w pierwszych trzech miesiącach br. zostały sprzedane udziały w spółce neronIT Sp. z o.o. za cenę 250 tys. zł. Cena sprzedaży jest równa wartości księgowej, więc ta transakcja nie miała wpływu na wyniki. Działalność tej spółki nie była zgodna ze strategią rozwoju grupy.

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



Źródło: Opracowanie własne

Wykres 6. Zysk netto w segmentach (w tys. PLN)



Źródło: Opracowanie własne

## Wycena: Szacunkowa wartość akcji 31,00 PLN

### Podsumowanie wyceny

Oszacowanie wartości kapitałów własnych SARE SA przypadających na jedną akcję wg modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyniosło 33,40 PLN. Natomiast wartość jednej akcji Spółki wyznaczona za pomocą metody porównawczej opartej na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA wyniosła 22,15 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 31,00 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
<b>31,15 PLN</b>	30,03 PLN	28,90 PLN	27,78 PLN	26,65 PLN	25,53 PLN	24,40 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%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,40%</b>
Stopa wolna od ryzyka na rynku pieniężnym	2,50%
Premia za ryzyko dla długu	3,50%
Stopa podatku	19,00%
<b>Koszt długu z tarczą podatkową</b>	<b>4,86%</b>
Dług netto/EV*	0,00%
<b>Średni ważony koszt kapitału WACC</b>	<b>11,40%</b>

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:

- Podtrzymujemy prognozę przychodów na poziomie 48 mln zł w 2016 r. Zysk netto powinien natomiast wynieść 4,8 mln zł.
- Średni ważony koszt kapitału WACC jest równy kosztowi kapitału własnego 11,40 proc.



- Ze względu na utrzymującą się niewielką deflację w Polsce obniżamy stopę wzrostu przepływów FCFF po prognozie z 3 do 2,5 proc., czyli do poziomu celu inflacyjnego NBP.
- 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 latach 2020-2021.
- Rentowność netto utrzyma się w 2016 r. na poziomie 10 proc. i będzie sukcesywnie rosła aż osiągnie wartość 12 proc. w latach 2020-2021.
- Cykl rotacji należności ustabilizuje się w długim terminie na poziomie 79 dni.

Tabela 5. SARE SA – Wycena DCF

<i>mln PLN</i>	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	25,02	38,26	48,00	57,60	63,36	69,70	73,18	76,84
EBITDA	3,00	5,84	6,63	8,37	9,70	11,20	12,34	13,08
Zysk netto	1,07	3,79	4,80	6,05	6,97	8,02	8,78	9,22
Amortyzacja	0,39	0,55	0,70	0,90	1,10	1,30	1,50	1,70
EBIT	2,61	5,29	5,93	7,47	8,60	9,90	10,84	11,38
Stopa podatku	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Podatek kalkulacyjny NOPAT	0,47	1,01	1,13	1,42	1,63	1,88	2,06	2,16
NOPAT	2,00	4,28	4,80	6,05	6,97	8,02	8,78	9,22
Nakłady inwestycyjne CAPEX	0,71	1,18	0,80	1,00	1,20	1,50	1,60	1,60
Zmiana kapitału pracującego	-	1,50	1,90	1,80	1,70	1,60	1,60	1,60
FCFF	-	2,15	2,80	4,15	5,17	6,22	7,08	7,72
Wartość bieżąca FCFF	-	-	2,58	3,44	3,84	4,15	4,24	4,15
WACC	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%
<b>Suma DCF</b>			22,80					
<b>Wartość rezydualna</b>			88,91					
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>			48,66					
<b>Stopa wzrostu po prognozie</b>			2,50%					
<b>Wartość EV</b>			71,46					
<b>Dług netto</b>			-3,59					
<b>Wartość kapitału własnego</b>			75,05					
<b>Liczba akcji</b>			2 247 241					
<b>Wartość jednej akcji</b>			33,40 PLN					
<b>Zmiana przychodów</b>	-	52,92%	25,46%	20,00%	10,00%	10,01%	4,99%	5,00%
<b>Zmiana EBITDA</b>	-	94,67%	13,46%	26,31%	15,96%	15,35%	10,22%	6,02%
<b>Zmiana EBIT</b>	-	102,68%	12,02%	26,04%	15,21%	14,99%	9,54%	5,01%
<b>Zmiana NOPAT</b>	-	114,25%	12,02%	26,04%	15,21%	14,99%	9,54%	5,01%
<b>Zmiana FCFF</b>	-	-	29,94%	48,21%	24,58%	20,21%	13,92%	9,04%
<b>Marża EBITDA</b>	11,99%	15,26%	13,80%	14,53%	15,32%	16,06%	16,86%	17,03%
<b>Marża EBIT</b>	10,43%	13,83%	12,35%	12,97%	13,58%	14,20%	14,81%	14,81%
<b>Rentowność netto</b>	4,28%	9,91%	10,00%	10,50%	11,00%	11,50%	12,00%	12,00%

Źródło: Opracowanie własne

Przeprowadzona na podstawie powyższych założeń wycena DCF implikuje cenę jednej akcji spółki SARE SA na 33,40 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%
2,0%	29,09	30,62	32,15	33,67	35,20	36,06	33,99	32,15	30,49	28,99
2,5%	30,22	31,81	<b>33,40</b>	34,99	36,58	37,71	35,42	<b>33,40</b>	31,59	29,97
3,0%	31,48	33,14	34,80	36,46	38,12	39,57	37,03	34,80	32,82	31,05

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 2013-2015 zostały wyliczone dla kursu akcji tych walorów z końca tych lat. Przy wycenie mnożnikowej EV/EBITDA akcji SARE SA założono ujemny dług netto 3,59 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 22,15 PLN.

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

Spółka	Kurs akcji (PLN)	P/E			EV/EBITDA		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
BETACOM	8,50	7,36	12,93	11,68	3,52	5,31	ujemny
IMS	2,05	13,74	13,08	10,09	5,40	6,60	6,61
INDATA	0,94	15,14	13,31	8,77	13,37	10,34	5,47
MEDIACAP	2,90	12,26	11,54	9,19	6,25	4,76	5,50
OPTTEAM	11,55	27,73	12,10	34,56	11,42	5,75	12,35
PWRMEDIA	1,17	11,64	8,38	24,96	6,29	4,42	7,00
SMT	14,45	15,61	5,76	3,21	16,61	7,58	4,93
Średnia	-	14,78	11,01	14,64	8,98	6,39	6,98
Mediana	-	13,74	12,10	10,09	6,29	5,75	6,06
Wycena akcji SARE SA na podstawie średniej	-	25,28 PLN	18,83 PLN	25,04 PLN	25,29 PLN	18,46 PLN	20,02 PLN
Waga	-	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Wycena porównawcza	<b>22,15 PLN</b>						

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**

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kampanie e-mailingowe</li> <li>• Newslettery</li> <li>• Budowa i zarządzanie bazami adresowymi</li> <li>• Udostępnianie narzędzi do e-mail marketingu</li> <li>• Szkolenia z e-mail marketingu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wysyłki SMS</li> <li>• Akcje specjalne i konkursy</li> <li>• Wysyłki biuletynów wewnętrznych</li> <li>• Badania internetowe – ankieta internetowa</li> <li>• Wspieranie programów lojalnościowych</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Doradztwo strategiczne</li> <li>• Doradztwo prawne</li> <li>• Realizacja działań z zakresu public relations i media relations</li> <li>• Targetowanie kampanii mailingowych</li> <li>• Integracja z social media</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Projekt layoutów strony www</li> <li>• Projekt szablonów newsletterów, mailingów ankiet</li> <li>• Usługi z zakresu web analityki</li> <li>• Marketing automation</li> <li>• Integracje z systemami zewnętrznymi</li> </ul>

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 prognozy 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.

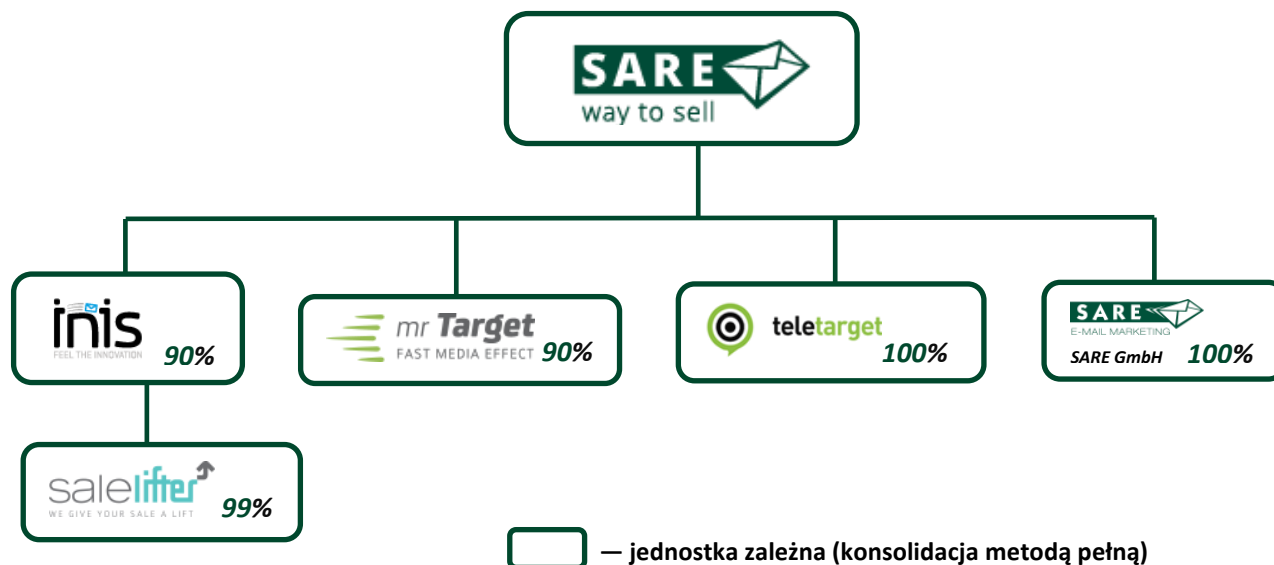
**Rok 2010** był okresem dalszego dynamicznego rozwoju. W maju tego roku został zaprezentowany autorski język programowania SAREScript, zaimplementowany następnie w narzędziach e-mail marketingowych. W tym samym czasie **powołana została do życia spółka zależna Inis Sp. z o.o.**, udostępniająca darmowe 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 7. 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 pocztę 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 dniu 14 lutego 2016 r. jednostka dominująca sprzedała posiadane udziały w spółce neron IT Sp. z o.o. Cena sprzedaży 250 tys. zł jest równa wartości księgowej, co oznacza brak wpływu na wynik finansowy.

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 może nastąpić nie tylko poprzez organiczne poszerzenie kompetencji. Spółka nie wyklucza również przejęć przedsiębiorstw, które mogłyby, dzięki posiadanemu know-how, poszerzyć jej działania o obszar mobile lub Big Data.



## Prognozy i wskaźniki finansowe

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

<b>BILANS</b>								
<i>mln PLN</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
Aktywa trwałe	10,85	11,96	12,24	12,54	12,84	13,24	13,54	13,54
WNIP i rzeczowe aktywa trwałe	10,04	11,04	11,14	11,24	11,34	11,54	11,64	11,54
Pozostałe	0,81	0,92	1,10	1,30	1,50	1,70	1,90	2,00
Aktywa obrotowe	8,94	13,46	18,28	24,53	31,00	38,42	46,30	54,82
Zapasy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Należności krótkoterminowe	5,30	8,51	10,51	12,61	13,91	15,11	15,91	16,71
Pozostałe, w tym	3,64	4,95	7,77	11,92	17,09	23,31	30,39	38,11
Środki pieniężne	2,44	3,59	6,39	10,54	15,71	21,93	29,01	36,73
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>19,79</b>	<b>25,42</b>	<b>30,52</b>	<b>37,07</b>	<b>43,84</b>	<b>51,66</b>	<b>59,84</b>	<b>68,36</b>
Kapitał własny	14,30	18,39	23,19	29,24	36,21	44,23	53,01	62,23
Zyski zatrzymane	1,07	4,86	9,66	15,71	22,68	30,70	39,48	48,70
Kapitały mniejszości	0,86	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52
Zobowiązania długoterminowe	0,36	0,30	0,50	0,70	0,90	1,10	1,30	1,40
Zobowiązania krótkoterminowe	4,27	6,21	6,31	6,61	6,21	5,81	5,01	4,21
Dług odsetkowy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>19,79</b>	<b>25,42</b>	<b>30,52</b>	<b>37,07</b>	<b>43,84</b>	<b>51,66</b>	<b>59,84</b>	<b>68,36</b>
<b>RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT</b>								
<i>mln PLN</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>25,02</b>	<b>38,26</b>	<b>48,00</b>	<b>57,60</b>	<b>63,36</b>	<b>69,70</b>	<b>73,18</b>	<b>76,84</b>
Koszty działalności operacyjnej, w tym	21,97	31,92	42,07	50,13	54,76	59,80	62,34	65,46
Amortyzacja	0,39	0,55	0,70	0,90	1,10	1,30	1,50	1,70
Usługi obce	14,61	22,18	29,24	34,84	38,05	41,56	43,33	45,49
Wynagrodzenia	5,09	6,59	8,67	10,33	11,28	12,32	12,84	13,48
Pozostałe przychody operacyjne	0,21	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pozostałe koszty operacyjne	0,65	0,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>2,61</b>	<b>5,29</b>	<b>5,93</b>	<b>7,47</b>	<b>8,60</b>	<b>9,90</b>	<b>10,84</b>	<b>11,38</b>
<b>EBITDA</b>	<b>3,00</b>	<b>5,84</b>	<b>6,63</b>	<b>8,37</b>	<b>9,70</b>	<b>11,20</b>	<b>12,34</b>	<b>13,08</b>
Saldo działalności finansowej	0,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zysk brutto	2,01	5,29	5,93	7,47	8,60	9,90	10,84	11,38
Podatek	0,94	1,50	1,13	1,42	1,63	1,88	2,06	2,16
<b>Zysk netto</b>	<b>1,07</b>	<b>3,79</b>	<b>4,80</b>	<b>6,05</b>	<b>6,97</b>	<b>8,015</b>	<b>8,78</b>	<b>9,22</b>

Źródło: Sprawozdania SARE SA; prognozy StockWatch.pl

Tabela 10. Rachunek przepływów pieniężnych oraz wskaźniki finansowe

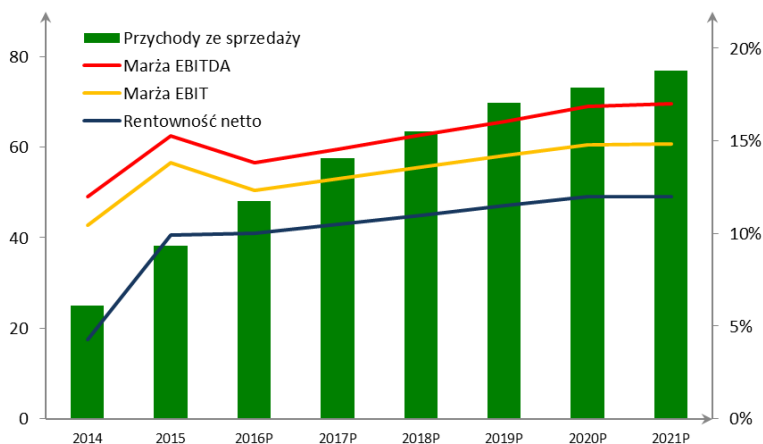
RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH								
<i>mIn PLN</i>	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej</b>	<b>1,76</b>	<b>3,23</b>	<b>3,60</b>	<b>5,15</b>	<b>6,37</b>	<b>7,72</b>	<b>8,68</b>	<b>9,32</b>
Zysk netto	1,07	3,79	4,80	6,05	6,97	8,02	8,78	9,22
Korekty	0,69	-0,56	-1,20	-0,90	-0,60	-0,30	-0,10	0,10
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1,09</b>	<b>-1,99</b>	<b>-0,80</b>	<b>-1,00</b>	<b>-1,20</b>	<b>-1,50</b>	<b>-1,60</b>	<b>-1,60</b>
<b>Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Przepływy pieniężne łącznie	0,68	1,15	2,80	4,15	5,17	6,22	7,08	7,72
Środki pieniężne na początek okresu	1,77	2,44	3,59	6,39	10,54	15,71	21,93	29,01
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>2,44</b>	<b>3,59</b>	<b>6,39</b>	<b>10,54</b>	<b>15,71</b>	<b>21,93</b>	<b>29,01</b>	<b>36,73</b>

WSKAŹNIKI FINANSOWE								
	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Marża EBITDA	11,99%	15,26%	13,80%	14,53%	15,32%	16,06%	16,86%	17,03%
Rentowność działalności operacyjnej	10,43%	13,83%	12,35%	12,97%	13,58%	14,20%	14,81%	14,81%
Rentowność netto	4,28%	9,91%	10,00%	10,50%	11,00%	11,50%	12,00%	12,00%
ROA	5,41%	14,91%	15,73%	16,32%	15,90%	15,52%	14,67%	13,49%
ROE	7,48%	20,61%	20,70%	20,69%	19,25%	18,12%	16,56%	14,82%
Wskaźnik płynności bieżącej	2,09	2,17	2,90	3,71	4,99	6,61	9,24	13,02
Wskaźnik płynności szybkiej	2,09	2,17	2,90	3,71	4,99	6,61	9,24	13,02
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,57	0,58	1,01	1,59	2,53	3,77	5,79	8,72
Cykl rotacji należności	77	81	80	80	80	79	79	79
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	23,40%	25,61%	22,31%	19,72%	16,22%	13,38%	10,55%	8,21%
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Sprawozdania SARE SA; prognozy StockWatch.pl

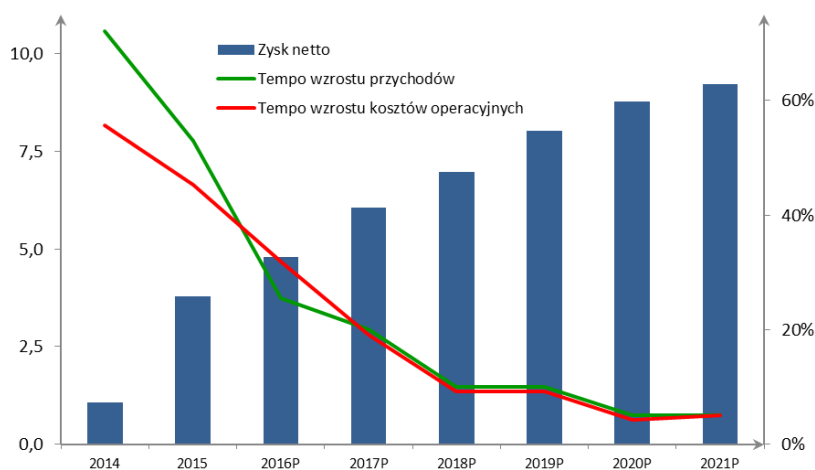
Nasze prognozy przedstawione w tabelach i na wykresach dotyczą wzrostu organicznego Spółki. Z tego powodu rachunek przepływów pieniężnych będzie pokazywać coraz więcej gotówki, która nie będzie wykorzystana efektywnie. Te środki pieniężne mogłyby zostać wydane na akwizycje lub zostać wypłacone ze Spółki. 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. Cykl rotacji należności wzrósł w 2015 r. do 81 dni (plus 4 dni). Zakładamy, że w najbliższej przyszłości ten wskaźnik ulegnie niewielkiej poprawie i długoterminowo ustabilizuje się na poziomie 79 dni.

**Wykres 8. Prognozowane przychody ze sprzedaży (w mln PLN), marże i rentowność netto**



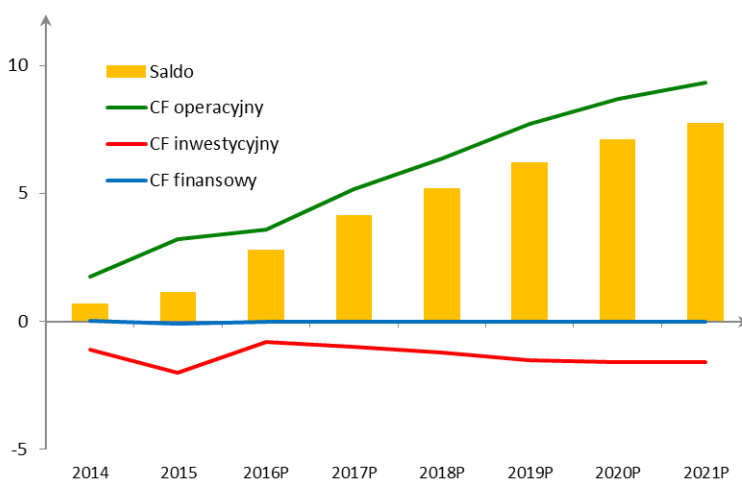
Źródło: Opracowanie własne

**Wykres 9. Prognozowany zysk netto (w mln PLN) oraz dynamika przychodów i kosztów operacyjnych**



Źródło: Opracowanie własne

**Wykres 10. 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](mailto:biuro@stockwatch.pl)