

**W I kw. 2017 r. SARE wypracowało bardzo dobre wyniki na wszystkich poziomach.** Spółka wygenerowała obroty PLN 10,7 mln (+39,7% r/r), podczas gdy marże EBIT i netto wyniosły odpowiednio 13,1% (Q1/16: 9,2%) oraz 10,5% (Q1/16: 7,3%). Największą poprawę zysku netto (PLN 2,4 mln vs. PLN 1,4 mln w Q1/16) odnotował największy segment INIS/mr Target, natomiast najsłabiej radziła sobie spółka zależna Salelifter sp. z o.o., która pogłębiła stratę netto do PLN -829 tys. (Q1/16: PLN -433 tys.). Między styczniem a marcem 2017 przepływy operacyjne SARE S.A. wyniosły PLN 2,3 mln, a gotówka netto pod koniec marca 2017 osiągnęła PLN 5,9 mln.

**Według Zarządu poprawa wyników w I kw. 2017 r. jest skutkiem konsekwentnej realizacji strategii, która została opublikowana pod koniec stycznia tego roku.** Zakłada ona między innymi poprawę efektywności działania Grupy, koncentrację na rozwoju własnych rozwiązań w modelu omnichannel oraz poszerzenie oferty o komplementarne usługi np. web analityka, video, mobile. Ponadto naszym zdaniem na rozwój SARE wpływa pozytywnie dobra koniunktura w branży reklamy internetowej, która według domu mediowego Zenith ma wzrosnąć w Polsce w 2017 r. o 11,8% r/r. Oczekuje się, iż głównymi czynnikami wzrostu będą video online oraz programmatic, czyli usługi, które SARE posiada w swojej ofercie.

**Mimo bardzo dobrych wyników za I kw. 2017 r., pozostawiliśmy nasze prognozy niezmienione. Według Zarządu silna poprawa rezultatów w pierwszych trzech miesiącach 2017 r. jest częściowo efektem niskiej bazy w I kw. 2016, dlatego wzrosty w kolejnych kwartałach będą prawdopodobnie nieco słabsze. Ze względu na niższy WACC (12,6% vs. 12,8% wcześniej) oraz wyższą wycenę na bazie grupy porównawczej (PLN 36,12 vs. PLN 30,23) nasza 12-miesięczna cena docelowa (80% DCF, 20% peer group) wynosi obecnie jednak PLN 35,20 wobec PLN 33,40 poprzednio.** Na podstawie naszych prognoz spółka pozostaje mnożnikowo bardzo atrakcyjnie wyceniana. Dodatkowym impulsem dla wzrostu kursu akcji powinno być naszym zdaniem potencjalne wejście nowego inwestora oraz synergie z planowanego przejęcia aktywów znanego w Polsce komunikatora tekstowego Gadu-Gadu w H2/17. SARE, które planuje przeznaczyć na tą akwizycję maks. PLN 2,4 mln ze środków własnych, ogłosiło podjęcie negocjacji z właścicielem komunikatora na początku czerwca.

PLN mln	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Przychody netto	38,26	41,34	50,07	55,55	61,34	66,41
EBITDA	6,79	6,18	8,55	9,52	10,55	11,31
EBIT	6,25	5,34	7,53	8,39	9,29	9,96
Zysk netto	3,79	3,55	5,73	6,44	7,15	7,68
EPS	1,83	1,74	2,50	2,81	3,12	3,35
DPS	0,00	0,00	0,00	1,41	1,56	1,68
Stopa dywidendy	0,00%	0,00%	0,00%	6,26%	6,95%	7,46%
RoE	23,19%	17,80%	23,55%	22,36%	22,22%	21,39%
Net gearing	-19,02%	-19,08%	-12,28%	-13,91%	-16,05%	-20,76%
EV/Sales	1,10x	0,91x	0,82x	0,74x	0,69x	0,64x
EV/EBITDA	7,37x	5,32x	4,78x	4,32x	4,03x	3,74x
P/E	14,51x	8,98x	7,99x	7,19x	6,70x	6,21x

## Profil spółki

SARE S.A. jest spółką technologiczną, dostarczającą zaawansowane, autorskie rozwiązania w zakresie wsparcia sprzedaży, głównie za pośrednictwem marketingu internetowego. Spółka planuje w najbliższych latach ekspansję w obszarze big data, mobile oraz video. W ramach Grupy SARE rozwija się kilka start-upów, które świadczą komplementarne usługi do głównego biznesu SARE S.A.

Strona internetowa	www.saresa.pl
Sektor	Reklama internetowa
Kraj	Poland
ISIN	PLSARE000013
Reuters	SARP.WA
Bloomberg	SAR PW

## Informacje o walorach

Aktualna cena	22,45
Liczba akcji (mln)	2,29
Kapitalizacja (PLN mln)	51,45
Kapitalizacja (EUR mln)	12,25
52-tygodni max / min	PLN 25,50 / PLN 16,10
Średni wolumen	1.210

## Stopa zwrotu

4-tygodnie	-8,37%
13-tygodni	10,05%
26-tygodni	12,81%
52-tygodnie	16,99%
YTD	17,91%

## Struktura akcjonariatu

WS Investments Ltd.	34,98%
Tomasz Pruszczyński	25,99%
Petrovasco Ltd	10,50%
Damian Rutkowski	5,90%
Vasto Investments S.a.r.l	5,33%
Free float	17,30%

## Kalendarz finansowy

Wyniki Q2 2017 5 wrzesień 2017

## Analityk

Adrian Kowollik  
a.kowollik@eastvalueresearch.com

## Wyniki za I kwartał 2017 r.

### Przychody i rentowność

W I kw. 2017 r. Grupa SARE wypracowała bardzo dobre wyniki za wszystkich poziomach. Przychody od zewnętrznych klientów wzrosły o 39,7% r/r do PLN 10,7 mln, co częściowo wynikało z wyjątkowo słabego pierwszego kwartału 2016. Na poziomie spółek zależnych, spółka Salelifter pokazała najwyższy wzrost r/r (+88,7% do PLN 669 tys.). Natomiast najslabiej wypadła spółka Teletarget, która podobnie jak w ubiegłym roku odnotowała zerowe przychody od zewnętrznych klientów. W I kw. 2017 r. największymi segmentami operacyjnymi Grupy SARE były INIS/mr Target (+42,4% do PLN 8 mln) oraz SARE (+20,4% do PLN 2 mln). Przy zerowych przychodach niemiecka spółka zależna SARE GmbH wypracowała stratę netto na poziomie PLN 27 tys.

PLN mln	Q1/17	Q1/16
<b>SARE</b>	<b>2,02</b>	<b>1,67</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>18,8%</i>	<i>21,9%</i>
Marża netto	-24,7%	-18,4%
<b>INIS, mr Target</b>	<b>8,01</b>	<b>5,63</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>74,9%</i>	<i>73,5%</i>
Marża netto	30,5%	24,9%
<b>Salelifter</b>	<b>0,67</b>	<b>0,35</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,6%</i>
Marża netto	-123,8%	-122,0%
<b>Teletarget</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Marża netto	neg	neg
<b>Całkowite przychody</b>	<b>10,69</b>	<b>7,65</b>

Źródło: Informacje spółki, East Value Research GmbH

PLN mln	Q1/17	Q1/16	zmiana r/r
<b>Przychody netto</b>	<b>10,69</b>	<b>7,65</b>	39,7%
<b>EBITDA</b>	<b>1,72</b>	<b>0,91</b>	89,6%
<i>Marża EBITDA</i>	<i>16,1%</i>	<i>11,9%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>1,40</b>	<b>0,70</b>	99,6%
<i>Marża EBIT</i>	<i>13,1%</i>	<i>9,2%</i>	
<b>Zysk netto</b>	<b>1,12</b>	<b>0,56</b>	100,0%
<i>Marża netto</i>	<i>10,5%</i>	<i>7,3%</i>	

Źródło: Informacje spółki, East Value Research GmbH

Marża EBIT była znacznie powyżej I kw. 2016, na co wpłynął przede wszystkim niższy udział kosztów uzyskania przychodu (56,9% vs. 58,4% w I kw. 2016 r.) i pozostałych kosztów operacyjnych (3,5% vs. 5,8%).

Marża netto była również znacznie wyższa r/r ze względu na niższą efektywną stopę podatkową (23,3% wobec 26,1% w I kw. 2016 r.).

Na poziomie segmentów biznesowych Salelifter (PLN -829 tys. wobec PLN -433 tys. w I kw. 2016 r.), SARE S.A. (PLN -497 tys. vs. PLN -307 tys.) i Teletarget Sp. z.o.o (PLN -148 tys. vs. PLN -139 tys.) zanotowały gorszy wynik netto. Segment INIS/mr Target, który odpowiadał za 74,9% przychodów Spółki, poprawił rentowność netto r/r (30,5% vs. 24,9%).

### **Bilans i przepływy pieniężne**

Pod koniec marca 2017 r. wartość kapitałów własnych SARE wyniosła PLN 22,4 mln, co stanowiło 76,5% sumy bilansowej. Podczas gdy wartości niematerialne i prawne (czyli najważniejszy składnik aktywów w takich spółkach jak SARE) opiewały na PLN 12,1 mln, kapitał obrotowy wyniósł według naszych szacunków PLN 4,9 mln. Na koniec I kw. 2017 r. spółka SARE posiadała PLN 6 mln gotówki oraz PLN 116 tys. długu finansowego.

Ze względu na znaczną poprawę wyników między styczniem a marcem 2017 r. SARE wypracowało przepływy operacyjne na poziomie PLN 2,3 mln, wobec PLN 1,4 mln w roku poprzednim. Przepływy inwestycyjne wyniosły PLN -515 tys. wobec PLN -141 tys. w I kw. 2016 r. Przepływy finansowe osiągnęły poziom PLN -15 tys. (PLN -54 tys.). W pierwszym kwartale 2017 r. pozycja gotówkowa uległa zwiększeniu o PLN 1,8 mln.

## Prognozy

### Przychody i rentowność

Na początku czerwca SARE ogłosiło podjęcie negocjacji z właścicielem znanego w Polsce komunikatora Gadu-Gadu. Rada nadzorcza wyraziła zgodę na przejęcie aktywów komunikatora internetowego za maks. PLN 2,4 mln. Zarząd SARE widzi znaczące synergie związane z połączeniem Gadu-Gadu z już istniejącymi usługami SARE np. pocztą elektroniczną oraz web analityką. Naszym zdaniem Gadu-Gadu może być dla SARE dobrym uzupełnieniem, aczkolwiek zwracamy uwagę na dwa potencjalne ryzyka: (1) w ostatnich latach Gadu-Gadu mocno straciło na popularności w Polsce ze względu na pojawienie się takich usług jak Skype, WhatsApp czy Facebook Messenger. Komunikator nie znajduje się obecnie na liście 20 najpopularniejszych aplikacji mobilnych według PBI/Gemius (2) w odróżnieniu od konkurencji polski komunikator nie oferuje połączeń głosowych, tylko wyłącznie komunikację tekstową.

Mimo planowanej akwizycji, nasze prognozy na 2017 r. i kolejne lata pozostają niezmienione w porównaniu z ostatnią aktualizacją z kwietnia tego roku. Poniżej znajdują się nasze szacunki dla poszczególnych segmentów Grupy SARE.

*SARE:* Jeśli chodzi o oprogramowanie SARE, w 2017 r. prognozujemy średnią miesięczną opłatę od klienta na poziomie PLN 1 674 oraz średnią liczbę klientów na poziomie 500. Spodziewamy się, iż liczba klientów wzrośnie średnio o 5,5% do 2025 r., a miesięczna opłata o 3%. Naszym zdaniem marża netto w 2017 r. osiągnie poziom 0,2%, podczas gdy w długim terminie powinno to być 1,2%.

*INIS/mr Target:* spółka INIS, która jest siecią marketingu afiliacyjnego, powinna, naszym zdaniem, obsługiwać w 2017 r. średnio 121 klientów, którzy będą płacić PLN 13 668 miesięcznie. Spodziewamy się, iż te liczby wzrosną do 2025 roku średnio o 3,4% i 3%. Dla spółki mr Target, która generuje przychody w zależności od projektów w obszarze marketingu efektywnościowego, oczekujemy w 2017 r. przychodów na poziomie PLN 17,1 mln, które powinny wzrosnąć średnio o 13% do 2025 roku. Odnośnie marży netto, prognozujemy iż osiągnie ona 12,8% w 2017 roku i 13%-13,5% w długim terminie.

*Salelifter:* spółka Salelifter specjalizuje się w tworzeniu, zarządzaniu i monetyzacji baz mailingowych oraz generowaniu leadów. Obecnie prognozujemy, iż spółka wypracuje w 2017 r. PLN 3 mln przychodów oraz marżę netto na poziomie 34,6%. Długoterminowo oczekujemy, iż średni wzrost przychodów osiągnie poziom 15,6%, a marża netto 17,6%.

*Teletarget:* Teletarget to spółka działająca w obszarze telesprzedaży. Prognozujemy, iż Teletarget wypracuje przychody w 2017 r. na poziomie PLN 82,4 tys. oraz stratę netto PLN 65,9 tys. W długim terminie firma, której usługi, naszym zdaniem, dobrze uzupełniają ofertę innych spółek zależnych SARE, powinna zwiększyć przychody średnio o 30,9% i wypracować marżę netto na poziomie 4,5%-5%. Możliwe jednak, iż SARE zrezygnuje ze spółki, jeśli jej restrukturyzacja nie przyniesie w 2017 r. oczekiwanych efektów.

PLN mln	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>SARE</b>	<b>10,05</b>	<b>11,09</b>	<b>12,10</b>	<b>13,05</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,7%</i>	<i>19,7%</i>
Marża netto	0,2%	0,4%	0,8%	1,0%
Średnia liczba klientów	500	536	568	594
Średnia miesięczna opłata (PLN)	1.674	1.725	1.776	1.830
<b>INIS, mr Target</b>	<b>36,93</b>	<b>40,76</b>	<b>44,87</b>	<b>48,19</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>73,8%</i>	<i>73,4%</i>	<i>73,1%</i>	<i>72,6%</i>
Marża netto	12,8%	13,0%	13,2%	13,3%
Średnia liczba klientów INIS	121	125	128	133
Średnia miesięczna opłata INIS (PLN)	13.668	14.078	14.500	14.935
Roczne obroty mr Target (PLN)	17.085	19.648	22.595	24.403
<b>Salelifter</b>	<b>3,01</b>	<b>3,57</b>	<b>4,23</b>	<b>5,01</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,5%</i>
Marża netto	34,6%	30,6%	26,6%	22,6%
Liczba kampanii	1.951	2.244	2.580	2.967
Średnie wynagrodzenie/kampanie (PLN)	1.545	1.591	1.639	1.688
<b>Teletarget</b>	<b>0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,16</b>
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,2%</i>
Marża netto	-80,0%	0,1%	3,0%	4,2%
Liczba kampanii	400	600	660	726
Średnie wynagrodzenie/kampanie (PLN)	206	212	219	225
<b>Całkowite przychody</b>	<b>50,07</b>	<b>55,55</b>	<b>61,34</b>	<b>66,41</b>
zmiana r/r	21,1%	10,9%	10,4%	8,3%

Źródło: East Value Research GmbH

PLN mln	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Przychody netto</b>	<b>50,07</b>	<b>55,55</b>	<b>61,34</b>	<b>66,41</b>
<b>EBITDA</b>	<b>8,55</b>	<b>9,52</b>	<b>10,55</b>	<b>11,31</b>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,1%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,0%</i>
<b>EBIT</b>	<b>7,53</b>	<b>8,39</b>	<b>9,29</b>	<b>9,96</b>
<i>Marża EBIT</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,0%</i>
<b>Zysk netto</b>	<b>5,73</b>	<b>6,44</b>	<b>7,15</b>	<b>7,68</b>
<i>Marża netto</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,7%</i>	<i>11,6%</i>

Źródło: East Value Research GmbH

PLN mln	Q1/15	Q2/15	Q3/15	Q4/15	2015	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16	2016	Q1/17
<b>Przychody netto</b>	<b>7,42</b>	<b>11,87</b>	<b>8,24</b>	<b>10,73</b>	<b>38,26</b>	<b>7,65</b>	<b>10,85</b>	<b>10,23</b>	<b>12,61</b>	<b>41,34</b>	<b>10,69</b>
<i>zmiana r/r</i>	<i>20,3%</i>	<i>105,9%</i>	<i>36,8%</i>	<i>51,8%</i>	<i>52,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>-8,6%</i>	<i>24,2%</i>	<i>17,5%</i>	<i>8,1%</i>	<i>39,7%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>1,05</b>	<b>2,41</b>	<b>1,30</b>	<b>2,03</b>	<b>6,79</b>	<b>0,91</b>	<b>2,49</b>	<b>1,09</b>	<b>1,69</b>	<b>6,18</b>	<b>1,72</b>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>14,2%</i>	<i>20,3%</i>	<i>15,8%</i>	<i>18,9%</i>	<i>17,8%</i>	<i>11,9%</i>	<i>23,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,1%</i>
<b>EBIT</b>	<b>0,95</b>	<b>2,29</b>	<b>1,17</b>	<b>1,85</b>	<b>6,25</b>	<b>0,70</b>	<b>2,31</b>	<b>0,88</b>	<b>1,44</b>	<b>5,34</b>	<b>1,40</b>
<i>Marża EBITDA</i>	<i>12,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>14,1%</i>	<i>17,2%</i>	<i>16,3%</i>	<i>9,2%</i>	<i>21,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,1%</i>
<b>Zysk netto</b>	<b>0,52</b>	<b>1,49</b>	<b>0,78</b>	<b>1,00</b>	<b>3,79</b>	<b>0,56</b>	<b>1,55</b>	<b>0,51</b>	<b>0,92</b>	<b>3,55</b>	<b>1,12</b>
<i>Marża netto</i>	<i>7,0%</i>	<i>12,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,3%</i>	<i>14,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,5%</i>

Źródło: Informacje spółki, East Value Research GmbH

## CAPEX and Working capital

Oczekujemy, iż CAPEX brutto osiągnie w 2017 r. poziom PLN 6,6 mln oraz PLN 3,2 mln w 2018 r. W długim terminie spodziewamy się, iż wyniesie on 2,6% rocznych przychodów. Odnośnie kapitału obrotowego, spodziewamy się, iż ze względu na rozwój biznesu osiągnie on 14,3% w przyszłości w porównaniu z 13,9% w 2016 r. Cykl konwersji gotówki powinien pozostać na poziomie 17 dni (2016 r.: 17 dni).

## Wycena

Wyceniliśmy SARE S.A. wykorzystując średnią ważoną metody DCF (80%) oraz analizy porównawczej (20%). Nasza 12-miesięczna cena docelowa dla akcji spółki wynosi PLN 35,20 wobec PLN 33,40 poprzednio. Implikuje ona 56,8% potencjał wzrostu kursu.

## Model DCF

Poniżej znajdują się główne założenia naszej wyceny DCF:

- (1) *Risk-free rate*: Aktualne oprocentowanie długoterminowych obligacji skarbowych Polski wynosi 3,7% (Źródło: boerse-stuttgart.de)
- (2) *Docelowy udział kapitału własnego*: 100%
- (3) *Beta*: Średnia nielewarowana beta dla spółek z sektora Advertising, które mają swoją siedzibę w tzw. Emerging Markets, wynosi 1,29x (Źródło: damodaran.com)
- (4) *Premia za ryzyko (Polska)*: 6,90% (Źródło: damodaran.com)
- (5) *Stopa podatkowa*: 19%
- (6) *Koszt kapitału własnego = WACC*: 12,6%
- (7) *Wzrost przychodów w okresie końcowym*: 2%
- (8) Wolne przepływy pieniężne są dyskontowane do 19 czerwca 2017

PLN mln	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Przychody netto</b>	<b>50,07</b>	<b>55,55</b>	<b>61,34</b>	<b>66,41</b>	<b>71,38</b>	<b>76,67</b>	<b>81,85</b>	<b>86,63</b>	<b>91,19</b>
zmiana r/r	21,1%	10,9%	10,4%	8,3%	7,5%	7,4%	6,8%	5,8%	5,3%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>7,53</b>	<b>8,39</b>	<b>9,29</b>	<b>9,96</b>	<b>10,72</b>	<b>11,50</b>	<b>11,95</b>	<b>12,47</b>	<b>12,78</b>
(Marża operacyjna)	15,0%	15,1%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	14,6%	14,4%	14,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>6,10</b>	<b>6,80</b>	<b>7,52</b>	<b>8,06</b>	<b>8,69</b>	<b>9,40</b>	<b>9,91</b>	<b>10,33</b>	<b>10,69</b>
+ Amortyzacja	1,02	1,14	1,25	1,36	1,46	1,57	1,67	1,77	1,86
= Przepływy operacyjne netto	7,12	7,93	8,78	9,42	10,14	10,97	11,58	12,10	12,55
= Inwestycje (CAPEX & Working capital)	-7,92	-3,98	-4,15	-3,35	-3,44	-2,85	-2,91	-2,98	-3,01
CAPEX	-6,58	-3,20	-3,31	-2,62	-2,72	-2,08	-2,18	-2,28	-2,37
Working capital	-1,34	-0,79	-0,83	-0,73	-0,72	-0,77	-0,72	-0,70	-0,63
= Free cash flow	-0,80	3,95	4,63	6,07	6,70	8,12	8,67	9,12	9,55
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>-0,75</b>	<b>3,29</b>	<b>3,43</b>	<b>3,99</b>	<b>3,91</b>	<b>4,21</b>	<b>3,99</b>	<b>3,73</b>	<b>3,47</b>
<b>Wartość bieżąca wolnych przepływów</b>									
Wartość bieżąca wolnych przepływów	29,27								
Wartość bieżąca wartości końcowej	33,68								
<b>Wartość firmy (EV)</b>	<b>62,95</b>								
+ Gotówka netto / - dług netto (31 marzec 2017)	5,90								
<b>Wartość kapitału własnego</b>	<b>68,84</b>								
<b>Liczba akcji (mln)</b>	<b>2,29</b>								
<b>Terminal EBIT margin</b>									
<b>WACC</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>17,0%</b>	
Koszt kapitału własnego	12,6%	8,6%	48,17	50,95	53,72	56,49	59,26	62,03	64,80
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	9,6%	41,86	44,08	46,31	48,53	50,76	52,98	55,21
Stopa podatkowa	19,0%	10,6%	37,00	38,82	40,64	42,46	44,28	46,10	47,92
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	11,6%	33,15	34,66	36,17	37,68	39,19	40,70	42,21
Udział kapitału własnego	100,0%	12,6%	30,03	31,29	32,56	33,83	35,10	36,36	37,63
Udział długu	0,0%	13,6%	27,44	28,51	29,59	30,66	31,73	32,81	33,88
<b>Wartość godziwa na akcję w PLN (dzisiaj)</b>	<b>30,04</b>	<b>14,6%</b>	25,26	26,18	27,09	28,01	28,93	29,85	30,76
<b>Wartość godziwa na akcję w PLN (za 12 miesięcy)</b>	<b>33,83</b>								

Źródło: East Value Research GmbH

## Analiza Peer Group

Porównaliśmy SARE zarówno do międzynarodowych spółek z sektora reklamy jak i lokalnych konkurentów.

### Międzynarodowi konkurenci (50% waga):

- (1) *WPP PLC*: WPP, które ma swoją siedzibę w Londynie/Wielka Brytania, oferuje usługi w obszarze komunikacji. Grupa działa w ponad 110 krajach (w tym w Polsce) poprzez cztery segment: Advertising and Media Investment Management, Data Investment Management, Public Relations & Public Affairs, Branding & Identity, Healthcare oraz Specialist Communications. Do jej marek należą Bates CHI&Partners, Grey, JWT, Ogilvy & Mather Advertising, Y&R and GroupM. W 2016 r. WPP wypracowało przychody na poziomie GBP 14,4 mld.
- (2) *Dentsu Inc.*: Dentsu, którego siedziba mieści się w Tokio/Japonia, oferuje usługi związane z marketingiem. Jego segment Advertising oferuje usługi marketingowe, natomiast obszar IT zajmuje się rozwojem i obsługą systemów informatycznych, sprzedażą oprogramowania, i oferuje usługi sieciowe i konsultingowe. Segment Inne zajmuje się między innymi zarządzaniem nieruchomościami. W 2016 r. Dentsu, które również działa w Polsce, wypracowało przychody na poziomie JPY 838,4 mld.

- (3) *Publicis Groupe*: Publicis, który ma swoją siedzibę w Paryżu/Francja, oferuje lokalnym i międzynarodowym klientom usługi związane z marketingiem, komunikacją i transformacją cyfrową. Do jego marek należą Leo Burnett, Saatchi & Saatchi, Bartle Bogle Hegarty (BBH), Prodigious i MSLGROUP (agencje komunikacji), Starcom MediaVest Group, ZenithOptimedia i VivaKi (domy mediowe), Razorfish, DigitasLBI, SapientNitro i Sapient Consulting (agencje interaktywne), Digitas Health i Publicis Health Media (komunikacja w obszarze Healthcare). W 2016 r. Publicis Groupe miało obroty na poziomie EUR 9,7 mld.
- (4) *Havas SA*: Havas, którego siedziba mieści się w Puteaux/Francja, posiada dwa segmenty biznesowe: Havas Worldwide i Havas Media, poprzez które spółka oferuje np. zintegrowaną komunikację, marketing tradycyjny, marketing bezpośredni, planowanie i zakup mediów, marketing i komunikację dla sektora Healthcare, komunikację korporacyjną, design, social media, sponsoring TV, komunikację interaktywną oraz PR. Jej marki to między innymi Planning Group SA, BETC Euro RSCG, Euro RSCG C&O, Havas Media France, Havas Arnold Worldwide, LLC, Euro RSCG Healthview Inc., Euro RSCG New York Inc., Havas Worldwide, Work Club, Bizkit Wisely AB, Bird & Schulte, EGC & Associates, Beebop Media AG and TP1. W 2016 r. Havas, które jest również obecne w Polsce, miało przychody na poziomie EUR 2,3 mld.
- (5) *Omnicom Group Inc.*: Omnicom Group, które ma swoją siedzibę w Nowym Jorku/USA, oferuje usługi związane z reklamą, marketingiem i komunikacją korporacyjną np. Doradztwo związane z markami, content marketing, doradztwo w zakresie odpowiedzialności społecznej spółek, komunikacja kryzysowa, publikacje, analiza danych, zarządzanie bazami danych, grafika i cyfrowy design, komunikacja dla spółek z sektora ochrony zdrowia, marketing interaktywny i mobilny, IR, marketing research, planowanie i zakup mediów, marketing międzykulturowy i non-profit, komunikacja organizacji i wzornictwo opakowań. W 2016 r. Omnicom, które jest również aktywne w Polsce, wypracowało przychody na poziomie USD 15,4 mld.
- (6) *Interpublic Group of Companies Inc.*: Interpublic, którego siedziba mieści się w Nowym Jorku/USA, jest dostawcą usług reklamowych i marketingowych. Spółki Grupy IPG oferują np. marketing konsumencki, marketing cyfrowy, planowanie komunikacji i zakup mediów oraz PR. Do jego marek należą McCann Worldgroup, Foote, Cone & Belding (FCB), MullenLowe Group, IPG Mediabrands, Weber Shandwick, Cassidy, DeVries, Golin, FutureBrand, Jack Morton oraz Octagon Worldwide. W 2016 r. Interpublic Group wypracowało przychody na poziomie USD 7,8 mld. Spółka jest również obecna w Polsce.



- (7) *Syzygy AG*: Syzygy, którego siedziba mieści się w Bad Homburg/Niemcy, jest holdingiem, który działa w obszarze komunikacji cyfrowej i marketingu. Syzygy działa w Niemczech, Wielkiej Brytanii, USA i Polsce. Do Grupy należą marki Syzygy (agencja digital), Unique (marketing efektywnościowy i zarządzanie mediami), Hi-Res! (design studio), Ars Thanea (design studio z siedzibą w Warszawie) oraz USEEDS (doradztwo związane z usługami i produktami cyfrowymi). W 2016 r. Syzygy wypracowało przychody na poziomie EUR 64,3 mln.

Spółka	EV/Sales			P/E			P/BVPS	Marża EBITDA	Net gearing
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	Aktualny	Ostatni rok	Aktualny
WPP PLC (GBP)	1,83x	1,95x	1,83x	15,24x	13,30x	12,42x	2,29x	16,60%	53,71%
Dentsu Inc. (JPY)	2,35x	2,13x	2,01x	18,71x	17,62x	16,02x	1,69x	21,90%	41,34%
Publicis Groupe (EUR)	1,81x	1,75x	1,68x	n.a	14,17x	13,07x	2,53x	17,30%	38,63%
Havas SA (EUR)	1,72x	1,65x	1,59x	21,86x	18,73x	17,65x	2,22x	15,20%	1,66%
Omnicom Group Inc. (USD)	1,42x	1,44x	1,39x	17,42x	16,66x	15,49x	9,12x	14,90%	115,12%
Interpublic Group Inc. (USD)	1,41x	1,38x	1,33x	16,23x	16,78x	15,14x	5,00x	14,00%	63,67%
Syzygy AG (EUR)	2,03x	1,87x	1,71x	29,97x	28,51x	25,41x	2,94x	11,50%	-38,41%
<b>Mediana</b>	<b>1,81x</b>	<b>1,75x</b>	<b>1,68x</b>	<b>18,07x</b>	<b>16,78x</b>	<b>15,49x</b>	<b>2,53x</b>	<b>15,20%</b>	<b>41,34%</b>
SARE S.A. (PLN)	1,10x	0,91x	0,82x	12,90x	8,98x	7,99x	2,29x	14,96%	-26,28%
<b>Premia/dyskonto</b>	<b>-39,2%</b>	<b>-47,9%</b>	<b>-51,3%</b>	<b>-28,6%</b>	<b>-46,5%</b>	<b>-48,4%</b>			
<b>Wartość godziwa SARE (PLN)</b>	<b>39,38</b>								

Źródło: Thomson Reuters, East Value Research GmbH

#### Porównywalne spółki z Polski (50% waga):

- (8) *Mediacap S.A.*: Mediacap z siedzibą w Warszawie jest wiodącym dostawcą usług związanych z marketingiem i analizą rynkową. Spółka działa pod markami Scholz & Friends Warszawa (tradycyjne usługi marketingowe), EM LAB (event marketing), IQS (market research & surveys), The Digitals (digital advertising), EDGE Technology (własne oprogramowanie dla różnych sektorów) i MCP Publica (zintegrowane rozwiązania w zakresie analiz, IT i marketing dla klientów publicznych i prywatnych). W 2016 roku Mediacap wypracowało przychody na poziomie PLN 67,3 mln.
- (9) *K2 Internet S.A.*: K2 Internet z siedzibą w Warszawie oferuje marketing interaktywny, SEM/SEO, zakup i planowanie mediów, hosting, social media marketing oraz animacje wideo. Spółka oferuje również usługi w chmurze pod marką OctaWave. W 2016 r. K2 Internet wypracowało przychody na poziomie PLN 94,4 mln.

Spółka	EV / Sales			P/E			P/BVPS	Marża EBITDA	Net gearing
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	Aktualny	Ostatni rok	Aktualny
Mediacap S.A. (PLN)	0,73x	n.a	n.a	14,16x	n.a	n.a	2,49x	10,92%	-3,05%
K2 Internet S.A. (PLN)	0,39x	0,39x	0,37x	91,18x	17,22x	9,69x	1,52x	7,05%	-5,03%
<b>Mediana</b>	<b>0,56x</b>	<b>0,39x</b>	<b>0,37x</b>	<b>52,67x</b>	<b>17,22x</b>	<b>9,69x</b>	<b>2,00x</b>	<b>8,99%</b>	<b>-4,04%</b>
SARE S.A. (PLN)	1,10x	0,91x	0,82x	12,90x	8,98x	7,99x	2,29x	14,96%	-26,28%
<b>Premia/dyskonto</b>	<b>96,4%</b>	<b>133,3%</b>	<b>123,7%</b>	<b>-75,5%</b>	<b>-47,8%</b>	<b>-17,5%</b>			
<b>Wartość godziwa SARE (PLN)</b>	<b>32,86</b>								

Źródło: Thomson Reuters, East Value Research GmbH

### Kalkulacja ceny docelowej

Metoda wyceny	Fair value	Waga
Model DCF	30,04	80%
Wartość godziwa na podstawie peer group	36,12	20%
<b>Średnia ważona (wartość bieżąca)</b>	<b>31,26</b>	
<b>Za 12 miesięcy (PV * (1+WACC))</b>	<b>35,20</b>	

Źródło: East Value Research GmbH

### Konkurenci z Polski, którzy nie są notowani na giełdzie:

Polski rynek związany z marketingiem internetowym jest nadal bardzo rozproszony. Poniżej znajduje się lista najważniejszych lokalnych konkurentów SARE:

(10) *optivo GmbH*: optivo, które od 2013 r. jest częścią niemieckiego giganta z obszaru usług pocztowych i logistyki Deutsche Post DHL, jest jednym z największych dostawców usług związanych z email i omnichannel marketingiem w Europie. Jego modułowe oprogramowanie w chmurze o nazwie optivo broadmail oferuje rozwiązania i usługi omnichannel dla marketingu online, emailowego, print, push, SMS, mobile, Fax i social media. Portfolio usług uzupełniają usługi doradcze. Optivo posiada ponad 1 300 klientów i biura w Berlinie, Amsterdamie, Warszawie oraz Stambule.

(11) *LeadR Sp. z o.o.*: LeadR z siedzibą w Warszawie jest spółką portfelową polskiego funduszu Venture Capital Dirlango. Spółka posiada sieć mailingową pod nazwą Email Network Sp. z.o.o, która obejmuje wydawców baz danych z całego świata i obecnie ponad 300 mln adresów mailowych. LeadR wspiera swoich klientów w kampaniach mailingowych, newsletterowych oraz SMS, targetowaniu użytkowników, kreacji, usługach copywriting oraz analizach.

(12) *zjednoczenie.com sp. z o.o.*: zjednoczenie.com z siedzibą w Gdańsku oferuje usługi IT i marketingu internetowego związane np. z web site usability, social media consulting i marketingiem, email marketingiem z własnymi narzędziami, kreacją stron internetowych, hostingiem, własnymi systemami CMS oraz usługami outsourcingu IT. Wśród jej klientów są takie znane firmy jak LPP S.A., MTV Networks Polska, Vistula & Wólczanka i TUI.

- (13) *FreshMail Sp. z o.o.*: Freshmail, które posiada biura w Krakowie/Polska, Londynie oraz Reading/Wielka Brytania, jest agencją specjalizującą się w e-mail marketingu. FreshMail oferuje własne rozwiązanie dla kampanii mailingowych, newsletterowych i SMS (aczkolwiek bez analityki) oraz consulting. Spółka działa na rynku od 2008 r. i posiada wśród swoich klientów między innymi Neckermann, Burda International i InPost.
- (14) *GetResponse Sp. z o.o.*: Getresponse jest międzynarodowym dostawcą usług email marketingowych z biurami w Gdańsku oraz Warszawie/Polska, Moskwie/Rosja, Halifax/Kanada, Wilmington/USA, Kuala Lumpur/Malezja i Bengaluru/Indie. Według strony internetowej spółki, w 2015 r. miała ona 350 tys. klientów w 183 krajach. Platforma SaaS pod nazwą GetResponse, która jest dostępna w 21 językach, jest narzędziem do email marketingu i zarządzania kampaniami online marketingowymi. Pozwala targetować abonentów, wysłać zdefiniowane newslettery/emaile oraz maile wideo. Oferuje również możliwość analizy efektywności kampanii.
- (15) *ExpertSender Inc.*: ExpertSender jest spółką technologiczną i doradcą, której siedziba mieści się w USA. Spółka oferuje usługi dostarczania marketingu emailowego, analizy oraz automatyzacje kampanii, usługi związane z kreacją i segmentacją abonentów. Spółka posiada biura w Nowym Jorku oraz Los Angeles/USA, Rio de Janeiro/Brazylia, Moskwie/Rosja, Pekin/Chiny, Singapurze i Gdyni/Polska. Wśród jej klientów są TUI, National Geographics Learning, DaWanda, Michelin, ING oraz Ergo/Hestia.

## Rachunek zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Przychody</b>	<b>38,26</b>	<b>41,34</b>	<b>50,07</b>	<b>55,55</b>	<b>61,34</b>	<b>66,41</b>
Koszty uzyskania przychodu	-24,14	-26,60	-31,55	-34,94	-38,52	-41,64
<b>Zysk brutto</b>	<b>14,12</b>	<b>14,75</b>	<b>18,53</b>	<b>20,61</b>	<b>22,82</b>	<b>24,77</b>
Pozostałe przychody operacyjne	0,25	0,55	0,56	0,58	0,59	0,60
Koszty personelu	-7,23	-8,17	-9,90	-10,98	-12,12	-13,13
Pozostałe przychody operacyjne	-0,34	-0,95	-0,64	-0,68	-0,74	-0,93
<b>EBITDA</b>	<b>6,79</b>	<b>6,18</b>	<b>8,55</b>	<b>9,52</b>	<b>10,55</b>	<b>11,31</b>
Amortyzacja	-0,55	-0,85	-1,02	-1,14	-1,25	-1,36
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>6,25</b>	<b>5,34</b>	<b>7,53</b>	<b>8,39</b>	<b>9,29</b>	<b>9,96</b>
Wynik finansowy netto	-0,96	-0,10	0,10	0,15	0,15	0,16
<b>EBT</b>	<b>5,29</b>	<b>5,24</b>	<b>7,63</b>	<b>8,53</b>	<b>9,44</b>	<b>10,12</b>
Podatek dochodowy	-1,24	-1,26	-1,45	-1,62	-1,80	-1,92
Udział mniejszości	-0,26	-0,43	-0,45	-0,47	-0,49	-0,51
<b>Zysk / strata netto</b>	<b>3,79</b>	<b>3,55</b>	<b>5,73</b>	<b>6,44</b>	<b>7,15</b>	<b>7,68</b>
EPS	1,83	1,74	2,50	2,81	3,12	3,35
DPS	0,00	0,00	0,00	1,41	1,56	1,68
<b>Udział w przychodach</b>						
Przychody	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Koszty uzyskania przychodu	-63,10 %	-64,33 %	-63,00 %	-62,90 %	-62,80 %	-62,70 %
Zysk brutto	36,90 %	35,67 %	37,00 %	37,10 %	37,20 %	37,30 %
Pozostałe przychody operacyjne	0,66 %	1,34 %	1,13 %	1,04 %	0,96 %	0,90 %
Koszty personelu	-18,91 %	-19,76 %	-19,76 %	-19,76 %	-19,76 %	-19,76 %
Pozostałe przychody operacyjne	-0,89 %	-2,29 %	-1,28 %	-1,23 %	-1,20 %	-1,40 %
EBITDA	17,76 %	14,96 %	17,08 %	17,14 %	17,19 %	17,03 %
Amortyzacja	-1,43 %	-2,04 %	-2,04 %	-2,04 %	-2,04 %	-2,04 %
Zysk operacyjny	16,33 %	12,91 %	15,04 %	15,10 %	15,15 %	14,99 %
Wynik finansowy netto	-2,51 %	-0,25 %	0,20 %	0,26 %	0,24 %	0,24 %
EBT	13,81 %	12,66 %	15,24 %	15,36 %	15,39 %	15,23 %
Podatek dochodowy	-3,23 %	-3,04 %	-2,90 %	-2,92 %	-2,93 %	-2,90 %
Udział mniejszości	-0,68 %	-1,05 %	-0,91 %	-0,85 %	-0,80 %	-0,77 %
Zysk / strata netto	9,90 %	8,58 %	11,44 %	11,59 %	11,66 %	11,56 %

## Bilans

PLN mln	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Gotówka	3,59	4,22	3,38	4,26	5,48	7,85
Aktywa finansowe	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05
Zapasy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Należności handlowe	8,51	9,73	11,78	13,07	14,43	15,62
Pozostałe aktywa obrotowe	1,31	2,10	2,54	2,82	3,11	3,37
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>13,46</b>	<b>16,09</b>	<b>17,74</b>	<b>20,20</b>	<b>23,08</b>	<b>26,90</b>
Środki trwałe	0,79	0,85	1,35	1,41	1,47	1,53
Pozostałe wartości niematerialne i prawne	10,25	11,88	16,94	18,94	20,94	22,14
Wartość firmy	0,41	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Inwestycje at-equity	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12
Pozostałe aktywa długoterminowe	0,07	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11
Podatek odroczoney	0,34	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>11,97</b>	<b>13,53</b>	<b>18,71</b>	<b>20,78</b>	<b>22,85</b>	<b>24,12</b>
<b>Aktywa</b>	<b>25,42</b>	<b>29,62</b>	<b>36,45</b>	<b>40,98</b>	<b>45,93</b>	<b>51,02</b>
Zobowiązania handlowe	5,09	4,99	5,92	6,55	7,23	7,81
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,89	1,08	1,30	1,44	1,60	1,73
Dług krótkoterminowy	0,05	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezerwy emerytalne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezerwy	0,18	0,44	0,54	0,59	0,66	0,71
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>6,21</b>	<b>6,59</b>	<b>7,75</b>	<b>8,59</b>	<b>9,48</b>	<b>10,25</b>
Dług długoterminowy	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,00
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Podatek odroczoney	0,11	0,51	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,30</b>	<b>0,55</b>	<b>0,04</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>6,51</b>	<b>7,15</b>	<b>7,79</b>	<b>8,63</b>	<b>9,51</b>	<b>10,25</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>18,39</b>	<b>21,46</b>	<b>27,19</b>	<b>30,41</b>	<b>33,98</b>	<b>37,82</b>
Udział mniejszości	0,52	1,02	1,47	1,95	2,44	2,95
<b>Pasywa</b>	<b>25,42</b>	<b>29,62</b>	<b>36,45</b>	<b>40,98</b>	<b>45,93</b>	<b>51,02</b>

## Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Zysk / strata netto	3,79	3,55	5,73	6,44	7,15	7,68
Amortyzacja	0,55	0,85	1,02	1,14	1,25	1,36
Zmiana kapitału obrotowego	-2,17	-2,12	-1,34	-0,79	-0,83	-0,73
Inne	1,07	0,55	0,02	-0,06	-0,06	-0,05
<b>Przepływy operacyjne netto</b>	<b>3,23</b>	<b>2,82</b>	<b>5,43</b>	<b>6,73</b>	<b>7,51</b>	<b>8,25</b>
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-1,99</b>	<b>-2,54</b>	<b>-6,58</b>	<b>-3,20</b>	<b>-3,31</b>	<b>-2,62</b>
Free cash flow	1,24	0,28	-1,15	3,53	4,20	5,63
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-0,09</b>	<b>0,35</b>	<b>0,31</b>	<b>-2,65</b>	<b>-2,98</b>	<b>-3,26</b>
Zmiana pozycji gotówkowej	1,15	0,63	-0,85	0,89	1,22	2,37
Gotówka na początek okresu	2,44	3,59	4,22	3,38	4,26	5,48
Gotówka na koniec okresu	3,59	4,22	3,38	4,26	5,48	7,85

## Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>Rentowność i jakość bilansu</b>							
Marża brutto	36,90%	35,67%	37,00%	37,10%	37,20%	37,30%	37,40%
Marża EBITDA	17,76%	14,96%	17,08%	17,14%	17,19%	17,03%	17,06%
Marża EBIT	16,33%	12,91%	15,04%	15,10%	15,15%	14,99%	15,02%
Marża netto	9,90%	8,58%	11,44%	11,59%	11,66%	11,56%	11,61%
Return on equity (ROE)	23,19%	17,80%	23,55%	22,36%	22,22%	21,39%	20,78%
Return on assets (ROA)	18,69%	12,31%	15,44%	15,36%	15,25%	14,73%	14,38%
Return on capital employed (ROCE)	24,92%	17,61%	21,26%	20,98%	20,64%	19,77%	19,11%
Economic Value Added (PLN mln)	2,37	1,15	2,48	2,71	2,93	2,92	2,96
Dług netto (PLN mln)	-3,50	-4,09	-3,34	-4,23	-5,45	-7,85	-10,59
Net gearing	-19,02%	-19,08%	-12,28%	-13,91%	-16,05%	-20,76%	-25,23%
Udział kapitału własnego	72,33%	72,44%	74,58%	74,20%	73,99%	74,13%	74,34%
Current ratio	2,17	2,44	2,29	2,35	2,44	2,62	2,82
Quick ratio	1,95	2,12	1,96	2,02	2,11	2,30	2,49
Net interest cover	6,50	52,24	-75,31	-57,85	-61,95	-62,22	-63,06
Net debt/EBITDA	-0,51	-0,66	-0,39	-0,44	-0,52	-0,69	-0,87
Tangible BVPS	8,68	10,43	11,77	13,17	14,74	16,41	18,22
CAPEX/Sales	3,96%	5,68%	13,14%	5,75%	5,40%	3,94%	3,81%
Working capital/Sales	9,66%	13,93%	14,18%	14,20%	14,22%	14,24%	14,26%
Cykl konwersji gotówki (dni)	4	17	17	17	17	17	17
<b>Mnożniki rynkowe</b>							
EV/Sales	1,10	0,91	0,82	0,74	0,69	0,64	0,59
EV/EBITDA	7,37	5,32	4,78	4,32	4,03	3,74	3,49
EV/EBIT	8,53	6,05	5,43	4,90	4,58	4,25	3,96
P/Tangible BVPS	2,59	2,15	1,91	1,70	1,52	1,37	1,23
P/E	14,51	8,98	7,99	7,19	6,70	6,21	5,72
P/FCF	184,34	-44,65	14,55	12,26	9,14	8,09	7,33

## Disclaimer

This document does neither constitute an offer nor a request to buy or sell any securities. It only serves informational purposes. This document only contains a non-binding opinion on the mentioned securities and market conditions at the time of its publication. Due to the general character of its content this document does not replace investment advice. Moreover, in contrast to especially approved prospectuses, it does not provide information, which is necessary for taking investment decisions.

All information, which has been used in this document, and the statements that have been made, are based on sources, which we think are reliable. However, we do not guarantee their correctness or completeness. The expressions of opinion, which it contains, show the author's personal view at a given moment. These opinions can be changed at any time and without further notice.

A liability of the analyst or of the institution, which has mandated him, should be excluded from both direct and indirect damages.

This confidential study has only been made available to a limited number of recipients. A disclosure or distribution to third-parties is only allowed with East Value Research' approval. All valid capital market rules, which relate to the preparation, content as well as distribution of research in different countries, should be applied and respected by both the supplier and recipient.

Distribution in the United Kingdom: In the UK this document shall only be distributed to persons who are described in Section 11 (3) of the Financial Services Act 1986 (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (as amended). This research may not be distributed and forwarded directly or indirectly to any other group of individuals. The distribution of this document in other international jurisdictions may be restricted by law and individuals who possess this study should inform themselves about any existing restrictions and comply with them.

Neither this document nor any copy of it may be taken or sent to the United States of America, Canada, Japan or Australia or distributed, directly or indirectly, in the United States of America, Canada, Japan or Australia or to any resident thereof. Any failure to comply with these restrictions may constitute a violation of United States, Canadian, Japanese or Australian securities laws or the law of any other jurisdiction.

Declaration according to § 34b WpHG and FinAnV on potential conflicts of interest (As of July 24, 2013): East Value Research has been commissioned to prepare this report by SARE S.A.

Declaration according to § 34b WpHG and FinAnV on additional disclosures (As of July 24, 2013):

It is in the sole decision of East Value Research GmbH whether and when a potential update of this research will be made.

Relevant basis and measures of the valuations, which are included in this document:

The valuations, which are the basis for East Value Research' investment recommendations, are based on generally-accepted and widely-used methods of fundamental analysis such as the Discounted-Cash-Flow method, peer group comparison, or Sum-of-the-Parts models.

The meaning of investment ratings:

Buy: Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and generate a total return of at least 10% over the next twelve months

Add: Based on our analysis, we expect the stock to appreciate and generate a total return between 0%- 10% over the next twelve months

Reduce: Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return between 0% and -10% over the next twelve months

Sell: Based on our analysis, we expect the stock to cause a negative return exceeding -10% over the next twelve months

The respective supervisory authority is:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt