

SARE SA

Wycena: 34,00 PLN

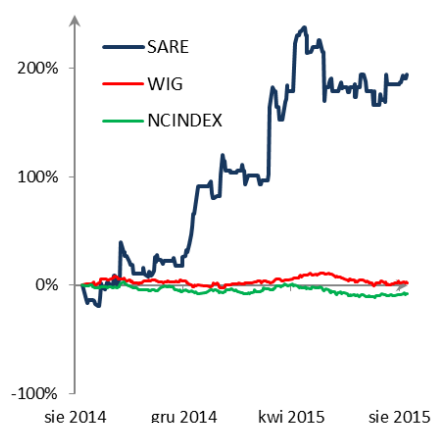
Profil spółki

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: 20,00 PLN (2015-08-14)

Sektor: Informatyka

SARE vs WIG, NCIndex (52-tyg)



Min (52-tyg)	5,51 PLN
Max (52-tyg)	23,00 PLN
Liczba akcji	2 215 500
Kapitalizacja	44,31 mln PLN
BV	7,19 mln PLN
Free float	14,82%

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%

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

Na ścieżce dynamicznego wzrostu

Rok 2015 może być dla SARE SA przełomowy. Spółka powinna z łatwością przekroczyć parametry celu menedżerskiego określonego na 30 mln zł przychodów oraz 3 mln zł zysku netto. Nasza wycena wskazuje na znaczny potencjał wzrostu akcji tego przedsiębiorstwa. Dyskonto w stosunku do aktualnego kursu akcji można szacować na ok. 40 proc.

Wyniki finansowe za II kwartał 2015 r.

Spółka opublikowała najlepsze wyniki finansowe w historii. W II kwartale skonsolidowany zysk netto wyniósł 1,5 mln zł. Przychody również nie rozczarowały osiągając wartość niemal 11,9 mln zł. Rentowność działalności operacyjnej EBITDA przekroczyła w tym kwartale 20 proc., co jest najlepszym wynikiem spółki od I kwartału 2014 r. Analizując półrocze Grupa SARE SA wypracowała już ponad 2,1 mln zł zysku netto, co jest rezultatem aż o 134 proc. lepszym w stosunku do analogicznego okresu ub. roku. Jedynym słabym elementem tych wyników są niskie przepływy operacyjne (133 tys. zł).

Wycena SARE SA

Wycena Spółki została oparta na dwóch metodach: zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz wskaźnikowej (porównawczej). Dla metody DCF waga wyniosła 80 proc. Zdecydowanie wyższa waga wyceny dochodowej jest spowodowana faktem, iż Emitent znajduje się w fazie bardzo szybkiego wzrostu. Wysoka waga wyceny porównawczej w takich warunkach prowadziłaby do zaniżenia wartości akcji. Znakomite rezultaty finansowe przedstawione przez SARE SA w II kwartale skłoniły nas do podniesienia prognoz na kolejne lata. W 2015 r. oczekujemy przychodów na poziomie 40 mln zł oraz 4 mln zł zysku netto. Wyniki przeprowadzonej analizy prowadzą do wniosku o znacznym potencjale Spółki.

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	4,86	3,03	2,03	1,47
P/E	14,98	21,38	11,08	8,06	6,15	5,37
EV/EBITDA	6,09	9,16	7,38	4,94	3,21	2,22
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 14 sierpnia 2015 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 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 ostatnio opublikowane wyniki za II kwartał. Uważamy, że drugie półrocze będzie co najmniej równie dobre dla Emitenta jak to pierwsze z punktu widzenia przychodów, ale nie uda się utrzymać aż tak dobrych poziomów rentowności jak w pierwszych dwóch kwartałach br. Działalność Spółki nie ma znacznej sezonowości, jednak w poprzednich latach można zaobserwować, że zdarzają się gorsze IV kwartały w kontekście rentowności prowadzonego biznesu. Zatem początkowo na 2015 r. założyliśmy rentowność EBITDA wynoszącą niespełna 14 proc. oraz rentowność netto 10 proc., która jest także zgodna z celem menedżerskim na ten rok.

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 rosnać 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 znaczny potencjał wzrostu akcji Spółki, należy jednak pamiętać, że prognozy dotyczące przedsiębiorstw o wysokiej dynamice obarczone są znacznym ryzykiem.

Omówienie wyników za II kwartał 2015 r.

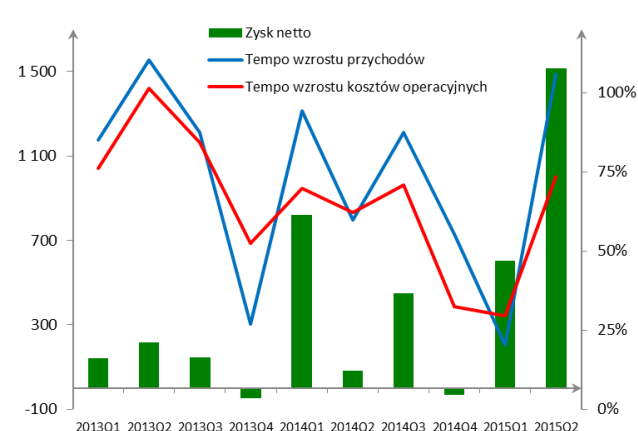
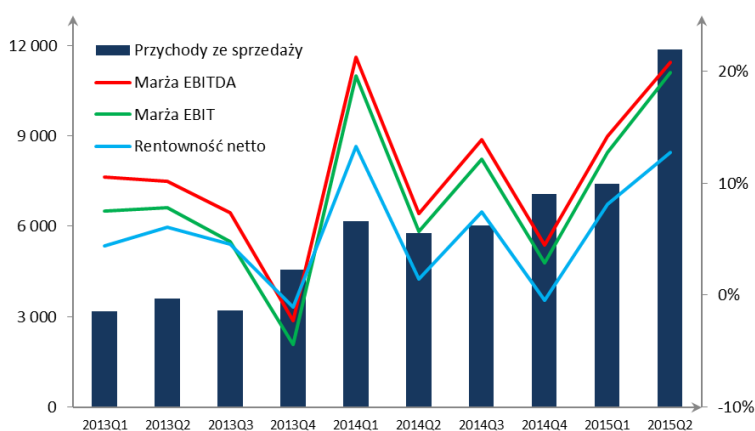
Spółka zaprezentowała znakomite wyniki finansowe. W II kwartale skonsolidowany wynik finansowy netto osiągnął 1,51 mln zł, co jest najlepszym rezultatem w historii Emitenta. Porównanie okresów półrocznych również wypada korzystnie. Zysk netto całej grupy w I półroczu 2015 r. wyniósł 2,12 mln zł, co jest wynikiem lepszym w stosunku do porównywalnego okresu 2014 r. o 134 proc. Przychody także były najwyższe w historii i osiągnęły w II kwartale poziom 11,9 mln zł oraz w I półroczu 2015 r. wartość 19,3 mln zł. Daje to dynamikę odpowiednio 106 proc. oraz 62 proc. w porównaniu do osiągnięć z ubiegłego roku. Bardzo dobre wyniki Spółki zostały osiągnięte pomimo jednorazowej straty 339,5 tys. zł., wynikającej ze sprzedaży udziałów Emagenio Sp. z o.o. Projekt ten nie przynosił zakładanych efektów, więc zarząd zdecydował o wycofaniu się z niego, aby zminimalizować straty.

Opublikowane rezultaty skłaniają do rewizji w górę prognoz na cały 2015 rok. Emitent informował we wcześniejszych raportach o celu menedżerskim na bieżący rok na poziomie 30 mln zł przychodów oraz 3 mln zł zysku netto (rentowność netto 10 proc.). Uważamy, iż osiągnięcie tego celu jest bardzo prawdopodobne. Ze względu na fakt, że wyniki finansowe SARE SE nie mają wyraźnej sezonowości, należałoby oczekiwać przychodów bliskich 40 mln zł oraz ponad 4 mln zł zysku netto w całym 2015 r., jeżeli marże utrzymają się na poziomach z pierwszego półrocza.

Na poniższych wykresach przedstawiono najważniejsze kwartalne wartości wyników finansowych. Tempo wzrostu przychodów w II kwartale 2015 r. znowu zaczęło znacznie przewyższać dynamikę kosztów działalności operacyjnej (106 do 73 proc.). Przełożyło się to na dalszy wzrost rentowności na wszystkich poziomach. Marża EBITDA wzrosła do ok. 21 proc. (z 14 proc.) natomiast rentowność netto osiągnęła wartość niemal 13 proc., co oznacza poprawę w stosunku do I kwartału o ponad 4,5 punktu proc. oraz o 11 punktów proc. w porównaniu do II kwartału 2014 r.

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

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



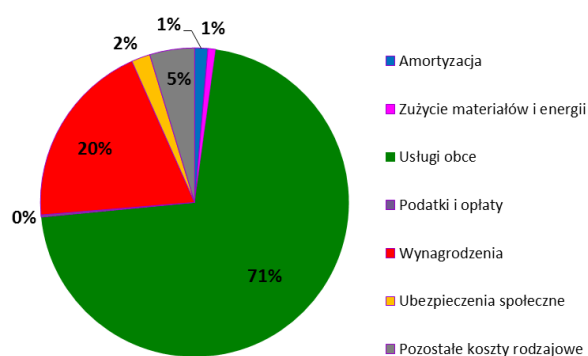
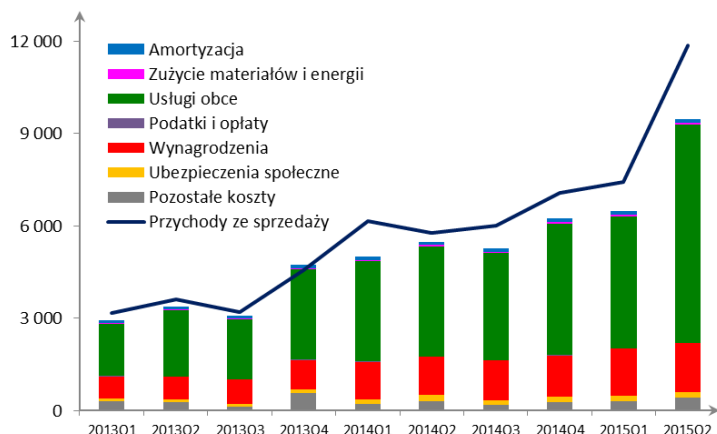
Źródło: Opracowanie własne

Źródło: Opracowanie własne

Emitent nadal prezentuje sprawozdania finansowe wg krajowych standardów sprawozdawczości finansowej, co oznacza układ rodzajowy kosztów działalności operacyjnej przedstawiony na następujących wykresach. W niedługim czasie Grupa SARE SA będzie musiała przejść na MSR/MSSF w związku z planowaną ofertą publiczną akcji i planami przejścia na główny parkiet GPW. Największą pozycją w kosztach rodzajowych są usługi obce i wynagrodzenia. W I półroczu 2015 r. usługi obce stanowiły 71 proc. (charakteryzują się także najwyższym tempem wzrostu), a wynagrodzenia 20 proc. wszystkich kosztów operacyjnych.

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

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

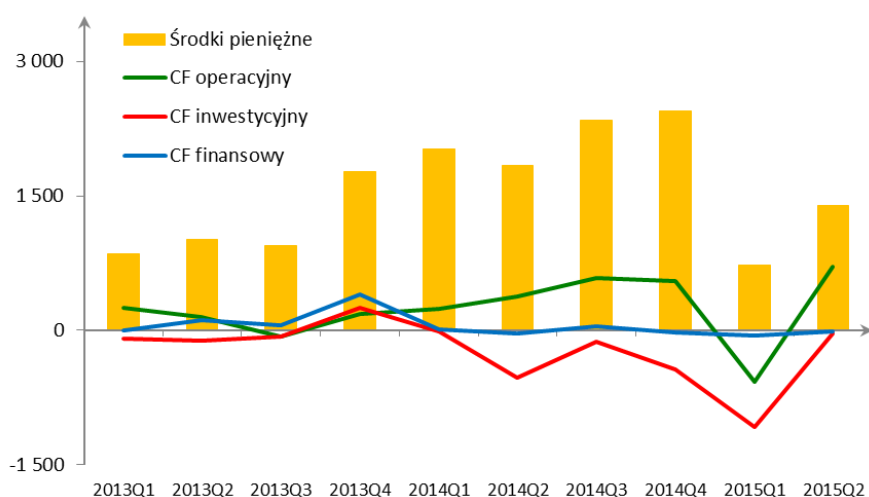
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Spółki

Emitent nie publikuje rachunku segmentowego, ale podawane są informacje dotyczące podstawowych danych finansowych poszczególnych podmiotów Grupy Kapitałowej. W I półroczu 2015 r. najwyższe przychody o wartości 8,1 mln zł wygenerowała spółka Mr Target Sp. z o.o., co oznacza poprawę o 31 proc. w stosunku do odpowiedniego okresu ub. roku. Na drugim miejscu znalazł się INIS Sp. z o.o. z 7,5 mln zł przychodów ze sprzedaży (wzrost aż o 151 proc.). Z kolei przychody jednostki dominującej zwiększyły się o 26 proc., osiągając prawie 4,8 mln zł. Najwyższą dynamiką wzrostu przychodów wykazała się spółka Salelifter Sp. z o.o., której przychody wzrosły aż o 192 proc. w stosunku do analogicznego okresu 2014 r. do prawie 1 mln zł.

W odniesieniu do wyników netto najwyższy wynik finansowy uzyskała spółka INIS Sp. z o.o. Jej zysk netto w I półroczu wyniósł 1,1 mln zł i był aż o 221 proc. wyższy niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednostka dominująca SARE SA odnotowała w tym okresie ponad 1 mln zysku netto (wzrost o 182 proc.), ale w dużej mierze pochodzący z dywidendy otrzymanej ze spółki Mr Target Sp. z o.o. (0,66 mln zł). Z kolei zysk netto Mr Target Sp. z o.o. powiększył się o 45 proc. osiągając 0,9 mln zł. Spółka neronIT Sp. z o.o. odnotowała natomiast w I półroczu stratę w wysokości 60 tys. zł.

Aktywa ogółem na poziomie skonsolidowanym wyniosły na koniec czerwca 2015 r. niemal 12,5 mln zł. Po lewej stronie bilansu dominują aktywa obrotowe (10,2 mln zł), które stanowią 82 proc. sumy bilansowej. Najistotniejszą pozycją aktywów obrotowych są należności krótkoterminowe. Z kolei po prawej stronie bilansu przeważają kapitały własne Grupy SARE SA, które wzrosły do poziomu 7,2 mln zł i stanowią 58 proc. sumy bilansowej. Kapitał obrotowy netto jest dodatni. Na koniec II kwartału 2015 r. wynosił 6,4 mln zł.

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



Źródło: Opracowanie własne

Na powyższym wykresie pokazano graficznie przepływy pieniężne na przestrzeni ostatnich dziesięciu kwartałów. Pomimo fantastycznych rezultatów finansowych w pierwszych sześciu miesiącach br. widać tutaj pewne problemy. Najbardziej wyglądają przepływy w I kwartale 2015 r.

Pomimo dużej poprawy w II kwartale br. cashflow za półrocze pozostawia sporo do życzenia. Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły w omawianym okresie jedynie 133 tys. zł. Problemem są ciągle rosnące należności, co przy dość stabilnym poziomie zobowiązań krótkoterminowych obniża cashflow z działalności operacyjnej. Spółka chce w najbliższej przyszłości poprawić ich ściągalność za pomocą spółki Teletarget Sp. z o.o., która zajmie się także windykacją.

Mocno ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej w I kwartale br. są związane z dokupieniem udziałów przez jednostkę dominującą w spółce zależnej Mr Target Sp. z o.o. (30 proc. udziałów za 0,9 mln zł), co jest ruchem właściwym oraz zgodnym ze strategią Grupy Kapitałowej. Pomimo nieco gorszej sytuacji płynnościowej, związanej z należnościami należy stwierdzić, iż Emitent nie ma żadnych problemów z płynnością finansową. Warto zwrócić uwagę, że Spółka nie posiada długu odsetkowego, co znajduje potwierdzenie w niemal zerowych przepływach z działalności finansowej. Ponadto zdecydowana większość przeterminowanych należności znajduje się w grupie do 1 miesiąca.

Wycena: Szacunkowa wartość akcji 34,50 PLN

Podsumowanie wyceny

Oszacowanie wartości kapitałów własnych SARE SA przypadających na jedną akcję wg modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyniosło 36,90 PLN. Natomiast wartość jednej akcji Spółki wyznaczona za pomocą metody porównawczej opartej na wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA wyniosła 21,88 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
33,90 PLN	32,94 PLN	30,89 PLN	29,39 PLN	27,89 PLN	26,39 PLN	24,88 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 bardzo dobre wyniki Spółki w II kwartale 2015 r. podnosimy prognozy przychodów w 2015 r. do 40 mln zł oraz zysku netto do 4 mln zł.
- 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 rosła aż osiągnie wartość 13 proc. w latach 2019-2020.
- Cykl rotacji należności spadnie do 78 dni w 2015 r. i ustabilizuje się na tym poziomie 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	22,40					
		Wartość rezydualna	99,44					
		Zdyskontowana wartość rezydualna	55,91					
		Stopa wzrostu po prognozie	3,00%					
		Wartość EV	78,32					
		Dług netto	-3,44					
		Wartość kapitału własnego	81,76					
		Liczba akcji	2 215 500					
		Wartość jednej akcji	36,90 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 36,90 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%	31,99	33,68	35,37	37,06	38,75	39,99	37,54	35,37	33,43	31,69
3,0%	33,37	35,13	36,90	38,67	40,44	42,03	39,30	36,90	34,77	32,87
3,5%	34,92	36,78	38,63	40,48	42,34	44,37	41,30	38,63	36,28	34,19

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 14 sierpnia 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 21,88 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	10,90	7,36	12,93	11,83	3,52	5,31	4,97
IMS	2,40	13,74	13,08	14,53	5,40	6,60	7,27
INDATA	2,69	15,14	13,31	8,61	13,37	10,34	6,90
MEDIACAP	2,26	12,26	11,54	20,03	6,25	4,76	6,39
OPTTEAM	4,90	27,73	12,10	18,83	11,42	5,75	8,32
PWRMEDIA	1,13	11,64	8,38	11,84	6,29	4,42	4,63
SMT	17,00	15,61	5,76	10,82	16,61	7,58	8,39
Średnia	-	14,78	11,01	13,78	8,98	6,39	6,70
Mediana	-	13,74	12,10	11,84	6,29	5,75	6,90
Wycena akcji SARE SA na podstawie średniej	-	26,68 PLN	19,88 PLN	24,88 PLN	24,01 PLN	17,53 PLN	18,31 PLN
Waga	-	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Wycena porównawcza	21,88 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

<ul style="list-style-type: none"> • Kampanie e-mailingowe • Newslettery • Budowa i zarządzanie bazami adresowymi • Udostępnianie narzędzi do e-mail marketingu • Szkolenia z e-mail marketingu 	<ul style="list-style-type: none"> • Wysyłki SMS • Akcje specjalne i konkursy • Wysyłki biuletynów wewnętrznych • Badania internetowe – ankieta internetowa • Wspieranie programów lojalnościowych
<ul style="list-style-type: none"> • Doradztwo strategiczne • Doradztwo prawne • Realizacja działań z zakresu public relations i media relations • Targetowanie kampanii mailingowych • Integracja z social media 	<ul style="list-style-type: none"> • 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.

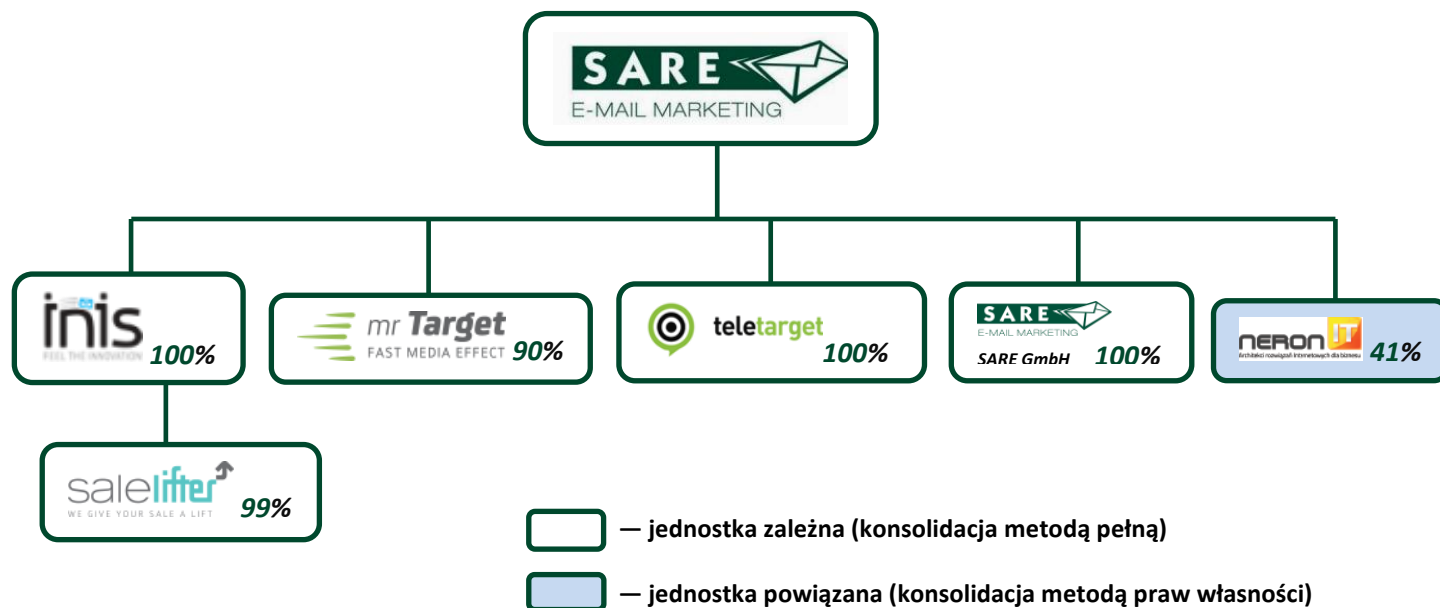
Rok 2010 był okresem dalszego dynamicznego rozwoju. W maju tego roku został zaprezentowany autorski język programowania SAREScript, zaimplementowany następnie w narzędziach e-mail marketingowych. W tym samym czasie **powołana została do życia spółka zależna Inis Sp. z o.o.**, udostępniająca darmowe narzędzia 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 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 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	3,00	3,30	3,60	3,90	4,30	4,70
WNIP i rzeczowe aktywa trwałe	0,77	1,20	2,10	2,20	2,30	2,40	2,60	2,70
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	15,22	21,52	29,57	37,52	47,01	56,42
Kapitał własny	3,75	5,11	9,11	14,61	21,81	30,06	39,50	49,41
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	15,22	21,52	29,57	37,52	47,01	56,42
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

Tabela 10. Rachunek przepływów pieniężnych oraz wskaźniki finansowe

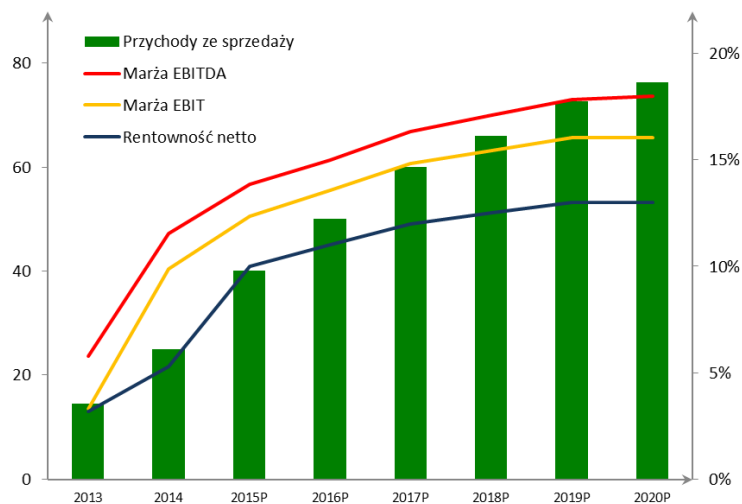
RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH								
<i>mIn PLN</i>	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	0,53	1,75	2,50	4,70	6,50	7,65	9,04	9,71
Zysk netto	0,46	1,32	4,00	5,50	7,20	8,25	9,44	9,91
Korekty	0,07	0,43	-1,50	-0,80	-0,70	-0,60	-0,40	-0,20
Przepływy 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%	26,28%	25,56%	24,35%	21,99%	20,08%	17,56%
ROE	12,27%	25,83%	43,91%	37,65%	33,01%	27,45%	23,90%	20,06%
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	0,90	0,63	0,79	1,47	2,30	3,80	5,50	8,56
Cykl rotacji należności	87	87	78	78	78	78	78	79
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	37,72%	43,56%	34,23%	27,70%	22,86%	16,95%	13,42%	10,12%
Dług netto/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Sprawozdania SARE SA; prognozy StockWatch.pl

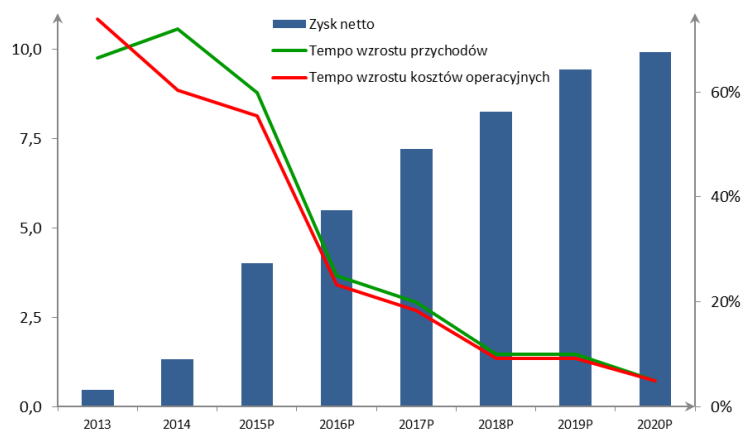
Prognozy przedstawione w tabelach i na wykresach dotyczą wzrostu organicznego Spółki. Z tego powodu rachunek przepływów pieniężnych będzie pokazywać coraz więcej gotówki, która nie będzie wykorzystana efektywnie. Te środki pieniężne mogłyby zostać wydane na akwizycje lub zostać wypłacone ze Spółki. Ten 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 78 dni.

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



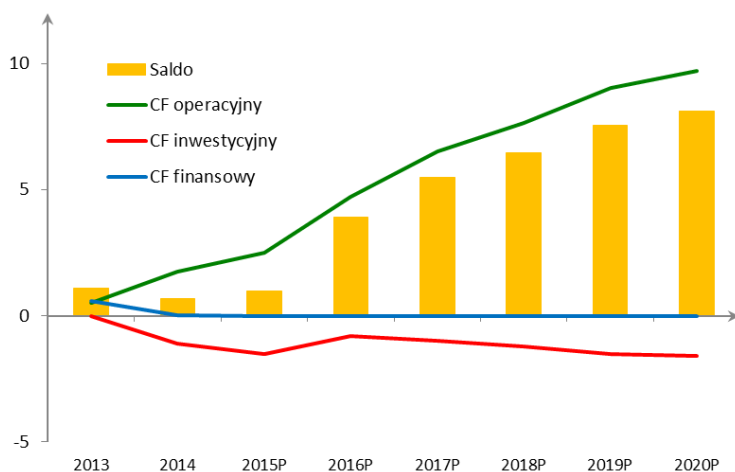
Źródło: Opracowanie własne

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