

Wyniki SARE za 2016 na poziomie przychodów były wyższe od naszych prognoz, ale niższe jeśli chodzi o rentowność. Podczas gdy spółka wypracowała obroty PLN 41,3 mln (+8,1% r/r) wobec naszej prognozy PLN 39,6 mln, marże EBIT i netto wyniosły odpowiednio 12,9% (2015: 16,3%; EVRe: 13,7%) oraz 8,6% (2015: 9,9%; EVRe: 9,6%). Największą poprawę przychodów (+137,7% r/r do PLN 2,1 mln) i zysku netto (PLN 807 tys. vs. PLN 681 tys. w 2015) odnotowała spółka zależna Salelifter sp. z o.o., natomiast najslabiej radził sobie segment Teletarget sp. z o.o., który wypracował obroty na poziomie PLN 25 tys. (2015: PLN 83 tys.) oraz stratę netto PLN 107 tys. (PLN 226 tys.). Między styczniem a grudniem 2016 SARE wypracowało przepływy operacyjne na poziomie PLN 2,8 mln, a gotówka netto pod koniec grudnia 2016 osiągnęła PLN 4,1 mln.

W styczniu 2017 Zarząd SARE opublikował nową strategię na lata 2017-2019 z perspektywą do roku 2021. Według niej kluczowe cele spółki to (1) znaczne zwiększenie kapitalizacji do 2019 oraz (2) średnioroczny wzrost EBITDA powyżej 20% w każdym roku realizacji strategii. W najbliższych latach SARE planuje koncentrować się bardziej na komplementarnych usługach w różnych kanałach sprzedaży oraz na rozwoju w obszarach video online i mobile, które np. według ZenithOptimedia będą motorem wzrostu sektora reklamy internetowej w kolejnych latach. Ponadto, spółce zależy na geograficznej dywersyfikacji przychodów, w szczególności na rynkach Unii Europejskiej.

Rentowność SARE w 2016 r. była niższa od naszych oczekiwań, na co wpłynęła przede wszystkim marża brutto (35,7% vs. 36,9% w 2015). Uwzględniliśmy to odpowiednio w naszych prognozach, które implikują CAGR 16-19E na poziomie EBITDA w wysokości 19,5%. Ze względu na niższy WACC (12,8% vs. 13,7% wcześniej) oraz wyższą wycenę na bazie grupy porównawczej (PLN 30,23 vs. PLN 26,78) nasza 12-miesięczna cena docelowa (80% DCF, 20% peer group) jest obecnie jednak wyższa (PLN 33,40 vs. PLN 28,10). Uważamy, że nowa strategia SARE jasno pokazuje, iż Zarząd jest świadomy wyzwań i trendów na rynku reklamy online. Grupa SARE ma bardzo ambitne cele finansowe, które będzie mogła, naszym zdaniem, tylko wtedy osiągnąć, jeśli zgodnie z zapowiedziami przeprowadzi akwizycje np. w obszarze mobile. W tym celu, Spółka może jednak potrzebować dodatkowego finansowania.

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	1,25	1,41	1,56	1,68
Stopa dywidendy	0,00%	0,00%	6,56%	7,38%	8,19%	8,79%
RoE	23,19%	17,80%	25,02%	24,83%	24,39%	23,24%
Net gearing	-19,02%	-19,08%	-11,16%	-13,09%	-15,52%	-20,68%
EV/Sales	0,96x	0,79x	0,71x	0,64x	0,60x	0,55x
EV/EBITDA	6,40x	4,62x	4,15x	3,75x	3,50x	3,25x
P/E	12,31x	7,62x	6,78x	6,10x	5,69x	5,27x

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	19,05
Liczba akcji (mln)	2,29
Kapitalizacja (PLN mln)	43,65
Kapitalizacja (EUR mln)	10,29
52-tygodni max / min	PLN 27,93 / PLN 16,10
Średni wolumen	1.100

Stopa zwrotu

4-tygodni	-2,26%
13-tygodni	1,33%
26-tygodni	-20,63%
52-tygodni	-21,80%
YTD	0,05%

Struktura akcjonariatu

WS Investments Ltd.	34,98%
Tomasz Pruszczyński	26,23%
Petrovasko Ltd	10,50%
Damian Rutkowski	5,90%
Vasto Investments S.a.r.l	5,33%
Free float	17,06%

Kalendarz finansowy

Wyniki Q1 2017	23 maj 2017
----------------	-------------

Analitik

Adrian Kowollik
a.kowollik@eastvalueresearch.com

Wyniki za 2016 rok

Przychody i rentowność

W 2016 r. Grupa SARE wypracowała wyniki, które na poziomie przychodów przekroczyły nasze oczekiwania. Obroty wzrosły o 8,1% r/r do PLN 41,3 mln wobec naszej prognozy PLN 39,6 mln. Na poziomie spółek zależnych, spółka Salelifter pokazała najwyższy wzrost r/r (+137,7% do PLN 2,1 mln). Natomiast najslabiej wypadła spółka Teletarget, która odnotowała 70,5% spadek przychodów r/r do PLN 25 tys. W ubiegłym roku największymi segmentami operacyjnymi Grupy SARE były INIS/mr Target (+5,2% do PLN 30,7 mln) oraz SARE (+5,2% do PLN 8,5 mln). Chcielibyśmy zwrócić uwagę na fakt, iż opieramy naszą analizę na przychodach od zewnętrznych klientów bez uwzględnienia przychodów wewnątrzgrupowych. Przykładowo, spółka zależna Salelifter generuje większą część przychodów, tj. ok. 72% w ramach Grupy SARE.

PLN mln	2016	2015
SARE	8,49	8,07
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,1%</i>
Marża netto	-1,1%	-2,1%
INIS, mr Target	30,74	29,23
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>74,4%</i>	<i>76,4%</i>
Marża netto	9,7%	12,0%
Salelifter	2,09	0,88
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>5,1%</i>	<i>2,3%</i>
Marża netto	38,6%	77,5%
Teletarget	0,02	0,08
<i>(Udział w przychodach)</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>
Marża netto	-434,0%	-272,0%
Całkowite przychody	41,34	38,26

Źródło: Informacje spółki, East Value Research GmbH

PLN mln	2016	2016E	2015	2016 vs. 2016E	2016 vs. 2015
Przychody netto	41,34	39,57	38,26	4,5%	8,1%
EBITDA	6,18	6,23	6,79	-0,8%	-9,0%
<i>Marża EBITDA</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,7%</i>	<i>17,8%</i>		
EBIT	5,34	5,42	6,25	-1,5%	-14,6%
<i>Marża EBIT</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,7%</i>	<i>16,3%</i>		
Zysk netto	3,55	3,78	3,79	-6,2%	-6,4%
<i>Marża netto</i>	<i>8,6%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,9%</i>		

Źródło: Informacje spółki, East Value Research GmbH

Marża EBIT była poniżej, zarówno 2015 r., jak i naszej prognozy, na co wpłynął głównie wyższy udział kosztów uzyskania przychodu (64,3% vs. 63,1% w 2015 r.) i pozostałych kosztów operacyjnych (2,3% vs. 0,9%) oraz odpisy aktualizujące, w tym od należności od niemieckiej spółki C&A (PLN 475 tys.).

Marża netto była również niższa od naszych oczekiwań ze względu na wyższą efektywną stopę podatkową (24% wobec 23,4% w 2015 r. i naszej prognozy 19%).

Na poziomie segmentów biznesowych jedynie SARE S.A. zanotowało poprawę marży netto (-1,1% vs. -2,1% w 2015 r.). Segment INIS/mr Target, który odpowiada za 74,4% rocznych przychodów Spółki, miał niższą rentowność r/r (9,7% vs. 12%).

Bilans i przepływy pieniężne

Pod koniec grudnia 2016 r. wartość kapitałów własnych SARE wyniosła PLN 21,5 mln, co stanowiło 72,4% sumy bilansowej. Podczas gdy wartości niematerialne i prawne (czyli najważniejszy składnik aktywów w takich spółkach jak SARE) opiewały na PLN 11,9 mln, kapitał obrotowy wyniósł według naszych szacunków PLN 5,8 mln. Na koniec 2016 r. spółka SARE posiadała PLN 4,2 mln gotówki oraz PLN 130 tys. długu finansowego.

Między styczniem a grudniem 2016 r. SARE wypracowało przepływy operacyjne na poziomie PLN 2,8 mln, wobec PLN 3,2 mln w roku poprzednim. Przepływy inwestycyjne wyniosły PLN -2,5 mln wobec PLN -2 mln w 2015 r. Przepływy finansowe, które odzwierciedlały podwyższenie kapitału w styczniu 2016 r. o 31,7 tys. akcji po PLN 24,50, osiągnęły poziom PLN 0,4 mln (PLN -0,1 mln). W całym 2016 r. pozycja gotówkowa uległa zwiększeniu o PLN 0,6 mln.

Aktualizacja prognoz

Przychody i rentowność

Wyniki SARE za 2016 r. nie osiągnęły naszych prognoz na poziomie rentowności, mimo iż obniżyliśmy je po publikacji raportu za 9M/16. Powodem była przede wszystkim słabsza marża brutto, która wyniosła 37% wobec naszej prognozy 41%. W styczniu 2017 r. spółka opublikowała swoją strategię na okres 2017-2019, która definiuje cele i kierunki rozwoju Grupy w kolejnych latach. Głównym celem strategicznym jest znaczne zwiększenie wartości spółki poprzez nacisk na oferowanie kompleksowych narzędzi w modelu abonamentowym, które umożliwiają klientom zwiększenie sprzedaży w modelu omnichannel (zarówno w kanałach online, jak i offline). Naszym zdaniem, powinno to wpłynąć pozytywnie na marżę brutto Spółki w przyszłości. Aby zrealizować swoje strategiczne cele, Grupa SARE planuje następujące działania: (1) Budowę w pełni zintegrowanej technologicznie i organizacyjnie Grupy (2) Zyskowy wzrost w głównych obszarach działalności w oparciu o synergie (3) Aktywne poszukiwanie nowych możliwości rozwoju poprzez akwizycje oraz inwestycje w badania i rozwój, przede wszystkim w obszarach mobile marketing, video online, big data.

W naszych nowych prognozach dla poszczególnych linii biznesowych, uwzględniliśmy zarówno wyniki Grupy SARE w 2016 r. jak i nową strategię Grupy:

SARE: Jeśli chodzi o oprogramowanie SARE, w 2017 r. prognozujemy średnią miesięczną opłatę od klienta na poziomie PLN 1 674 (poprzednio: PLN 1 606) oraz średnią liczbę klientów na poziomie 500 (481). Spodziewamy się, iż liczba klientów wzrośnie średnio o 5,5% (5,8%) do 2025 r., a miesięczna opłata o 3% (3%). Naszym zdaniem marża netto w 2017 r. osiągnie poziom 0,2% (-1,8%), podczas gdy w długim terminie powinno to być 1,2% (1%).

INIS/mr Target: spółka INIS, która jest siecią marketingu afiliacyjnego, powinna, naszym zdaniem, obsługiwać w 2017 r. średnio 121 klientów (wcześniej: 121), którzy będą płacić PLN 13 668 (PLN 13 688) miesięcznie. Spodziewamy się, iż te liczby wzrosną do 2025 roku średnio o 3,4% (3,4) i 3% (3%). Dla spółki mr Target, które generuje przychody w zależności od projektów w obszarze marketingu efektywnościowego, oczekujemy w 2017 r. przychodów na poziomie PLN 17,1 mln (PLN 12,3 mln), które powinny wzrosnąć średnio o 13% (7,5%) do 2025 roku. Odnośnie marży netto, prognozujemy iż osiągnie ona 12,8% (19,6%) w 2017 roku i 13%-13,5% (13%-14%) 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 (wcześniej: PLN 2 mln) oraz marżę netto na poziomie 34,6% (1%). Długoterminowo oczekujemy, iż średni wzrost przychodów osiągnie poziom 15,6% (7,5%), a marża netto 17,6% (11,5%-12%).

Teletarget: Teletarget to spółka działająca w obszarze telesprzedazy. 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% (47,8%) 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
SARE	10,05	11,09	12,10	13,05
<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
INIS, mr Target	36,93	40,76	44,87	48,19
<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
Salelifter	3,01	3,57	4,23	5,01
<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
Teletarget	0,08	0,13	0,14	0,16
<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
Całkowite przychody	50,07	55,55	61,34	66,41
zmiana r/r	21,1%	10,9%	10,4%	8,3%

Źródło: East Value Research GmbH

PLN mln	2017E		2018E		2019E		2020E	
	nowe	stare	nowe	stare	nowe	stare	nowe	stare
Przychody netto	50,07	43,44	55,55	47,07	61,34	51,08	66,41	54,62
EBITDA	8,55	8,88	9,52	9,39	10,55	9,84	11,31	10,22
<i>Marża EBITDA</i>	<i>17,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>17,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>17,2%</i>	<i>19,3%</i>	<i>17,0%</i>	<i>18,7%</i>
EBIT	7,53	7,91	8,39	8,43	9,29	8,80	9,96	9,13
<i>Marża EBIT</i>	<i>15,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>17,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,7%</i>
Zysk netto	5,73	6,07	6,44	6,48	7,15	6,78	7,68	7,04
<i>Marża netto</i>	<i>11,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,3%</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,9%</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
Przychody netto	7,42	11,87	8,24	10,73	38,26	7,65	10,85	10,23	12,61	41,34
<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>
EBITDA	1,05	2,41	1,30	2,03	6,79	0,99	2,49	1,09	1,61	6,18
<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>12,9%</i>	<i>23,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>12,8%</i>	<i>15,0%</i>
EBIT	0,95	2,29	1,17	1,85	6,25	0,78	2,31	0,88	1,36	5,34
<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>10,2%</i>	<i>21,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>10,8%</i>	<i>12,9%</i>
Zysk netto	0,52	1,49	0,78	1,00	3,79	0,52	1,55	0,51	0,96	3,55
<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>6,8%</i>	<i>14,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,6%</i>

Źródło: Informacje spółki, East Value Research GmbH

CAPEX and Working capital

Oczekujemy, iż CAPEX brutto osiągnie w 2017 r. poziom PLN 4,3 mln (wcześniej: PLN 1,6 mln) oraz PLN 3,2 mln (PLN 1,6 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% (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 33,40 wobec PLN 28,10 poprzednio. Implikuje ona 75,3% potencjał wzrostu kursu.

Model DCF

Poniżej znajdują się główne założenia naszej wyceny DCF:

- (1) *Risk-free rate*: Aktualne oprocentowanie długoterminowych obligacji skarbowych Polski wynosi 3,91% (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*: 12,8%
- (7) *Wzrost przychodów w okresie końcowym*: 2%
- (8) Wolne przepływy pieniężne są dyskontowane do 13 kwietnia 2017

PLN mln	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody netto	50,07	55,55	61,34	66,41	71,38	76,67	81,85	86,63	91,19
zmiana r/r	21,1%	10,9%	10,4%	8,3%	7,5%	7,4%	6,8%	5,8%	5,3%
Zysk operacyjny	7,53	8,39	9,29	9,96	10,72	11,61	12,23	12,75	13,20
(Marża operacyjna)	15,0%	15,1%	15,2%	15,0%	15,0%	15,1%	14,9%	14,7%	14,5%
NOPLAT	6,10	6,80	7,52	8,06	8,69	9,40	9,91	10,33	10,70
+ 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	12,56
= Inwestycje (CAPEX & Working capital)	-5,68	-3,98	-4,15	-3,35	-3,44	-2,85	-2,91	-2,98	-3,01
CAPEX	-4,34	-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	1,44	3,95	4,63	6,07	6,70	8,12	8,68	9,12	9,55
Wartość bieżąca FCF	1,32	3,21	3,34	3,88	3,80	4,08	3,86	3,60	3,34
Wartość bieżąca wolnych przepływów	30,42								
Wartość bieżąca wartości końcowej	32,96								
Wartość firmy (EV)	63,38								
+ Gotówka netto / - dług netto (31 grudzień 2016)	4,09								
Wartość kapitału własnego	67,47								
Liczba akcji (mln)	2,29								
WACC	12,8%	Terminal EBIT margin							
Koszt kapitału własnego	12,8%	11,5%	12,5%	13,5%	14,5%	15,5%	16,5%	17,5%	
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	8,8%	47,52	50,12	52,73	55,34	57,95	60,56	63,16
Stopa podatkowa	19,0%	9,8%	41,32	43,42	45,52	47,62	49,72	51,82	53,92
Koszt długu po opodatkowaniu	4,9%	10,8%	36,53	38,25	39,97	41,69	43,41	45,13	46,85
Udział kapitału własnego	100,0%	11,8%	32,72	34,15	35,58	37,01	38,44	39,86	41,29
Udział długu	0,0%	12,8%	29,62	30,82	32,02	33,22	34,42	35,62	36,81
Wartość godziwa na akcję w PLN (dzisiaj)	29,44	13,8%	27,04	28,06	29,07	30,09	31,11	32,12	33,14
Wartość godziwa na akcję w PLN (za 12 miesięcy)	33,22	14,8%	24,87	25,74	26,61	27,48	28,34	29,21	30,08

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			EV/EBITDA			P/E			P/BVPS		Marża EBITDA		Net gearing
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	Aktualny	Ostatni rok	Aktualny		
WPP PLC (GBP)	1,86x	1,96x	1,88x	11,23x	10,31x	9,74x	15,81x	14,80x	13,84x	2,38x	16,60%	49,05%		
Dentsu Inc. (JPY)	2,55x	2,30x	2,16x	11,64x	10,90x	10,41x	20,73x	19,26x	17,57x	1,88x	21,90%	41,34%		
Publicis Groupe (EUR)	1,62x	1,56x	1,50x	9,36x	8,67x	8,09x	n.a	14,21x	13,01x	2,42x	17,30%	18,05%		
Havas SA (EUR)	1,51x	1,43x	1,39x	9,93x	8,68x	8,34x	20,29x	17,39x	16,38x	2,04x	15,20%	-8,05%		
Omnicom Group Inc. (USD)	1,46x	1,44x	1,38x	9,77x	9,46x	9,14x	17,65x	16,65x	15,35x	9,19x	14,90%	121,46%		
Interpublic Group Inc. (USD)	1,35x	1,32x	1,27x	9,62x	7,95x	8,00x	16,11x	16,88x	15,12x	4,80x	14,00%	43,73%		
Syzygy AG (EUR)	1,85x	1,70x	1,47x	15,87x	15,04x	13,50x	28,18x	27,48x	25,56x	2,85x	11,50%	-44,71%		
Mediana	1,62x	1,56x	1,47x	9,93x	9,46x	9,14x	18,97x	16,88x	15,35x	2,42x	15,20%	41,34%		
SARE S.A. (PLN)	0,96x	0,79x	0,71x	6,40x	4,62x	4,15x	10,95x	7,62x	6,78x	2,03x	14,96%	-19,08%		
Premia/dyskonto	-40,9%	-49,2%	-51,7%	-35,5%	-51,1%	-54,5%	-42,3%	-54,9%	-55,8%					
Wartość godziwa SARE (PLN)	36,45													

Źródło: Thomson Reuters Eikon, 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 71,5 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 87,6 mln.

Spółka	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E			P/BVPS	Marża EBITDA	Net gearing
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	Aktualny	Ostatni rok	Aktualny
Mediacap S.A. (PLN)	0,76x	n.a	n.a	6,55x	n.a	n.a	15,28x	n.a	n.a	2,66x	11,60%	6,79%
K2 Internet S.A. (PLN)	0,33x	0,32x	0,30x	5,65x	3,78x	2,95x	76,12x	14,38x	8,09x	1,26x	7,05%	-4,68%
Mediana	0,54x	0,32x	0,30x	6,10x	3,78x	2,95x	45,70x	14,38x	8,09x	1,96x	9,33%	1,06%
SARE S.A. (PLN)	0,96x	0,79x	0,71x	6,40x	4,62x	4,15x	10,95x	7,62x	6,78x	2,03x	14,96%	-19,08%
Premia/dyskonto	75,9%	143,6%	133,7%	4,9%	22,5%	40,8%	-76,0%	-47,0%	-16,2%			
Wartość godziwa SARE (PLN)	24,00											

Źródło: Thomson Reuters Eikon, East Value Research GmbH

Kalkulacja ceny docelowej

Metoda wyceny	Fair value	Waga
Model DCF	29,45	80%
Wartość godziwa na podstawie peer group	30,23	20%
Średnia ważona (wartość bieżąca)	29,60	
Za 12 miesięcy (PV * (1+WACC))	33,40	

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, wysyłać 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
Przychody	38,26	41,34	50,07	55,55	61,34	66,41
Koszty uzyskania przychodu	-24,14	-26,60	-31,55	-34,94	-38,52	-41,64
Zysk brutto	14,12	14,75	18,53	20,61	22,82	24,77
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
EBITDA	6,79	6,18	8,55	9,52	10,55	11,31
Amortyzacja	-0,55	-0,85	-1,02	-1,14	-1,25	-1,36
Zysk operacyjny	6,25	5,34	7,53	8,39	9,29	9,96
Wynik finansowy netto	-0,96	-0,10	0,10	0,15	0,15	0,16
EBT	5,29	5,24	7,63	8,53	9,44	10,12
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
Zysk / strata 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	1,25	1,41	1,56	1,68
Udział w przychodach						
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	2,75	3,64	4,86	7,23
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
Aktywa obrotowe	13,46	16,09	17,12	19,58	22,45	26,28
Środki trwałe	0,79	0,85	0,91	0,97	1,03	1,09
Pozostałe wartości niematerialne i prawne	10,25	11,88	15,14	17,14	19,14	20,34
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
Aktywa trwałe	11,97	13,53	16,47	18,54	20,61	21,88
Aktywa	25,42	29,62	33,59	38,11	43,06	48,16
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
Zobowiązania krótkoterminowe	6,21	6,59	7,75	8,59	9,48	10,25
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
Zobowiązania długoterminowe	0,30	0,55	0,04	0,03	0,03	0,00
Zobowiązania	6,51	7,15	7,79	8,63	9,51	10,25
Kapitał własny	18,39	21,46	24,32	27,54	31,12	34,96
Udział mniejszości	0,52	1,02	1,47	1,95	2,44	2,95
Pasywa	25,42	29,62	33,59	38,11	43,06	48,16

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
Przepływy operacyjne netto	3,23	2,82	5,43	6,73	7,51	8,25
Przepływy inwestycyjne	-1,99	-2,54	-4,34	-3,20	-3,31	-2,62
Free cash flow	1,24	0,28	1,09	3,53	4,20	5,63
Przepływy finansowe	-0,09	0,35	-2,56	-2,65	-2,98	-3,26
Zmiana pozycji gotówkowej	1,15	0,63	-1,47	0,89	1,22	2,37
Gotówka na początek okresu	2,44	3,59	4,22	2,75	3,64	4,86
Gotówka na koniec okresu	3,59	4,22	2,75	3,64	4,86	7,23

Wskaźniki finansowe

Rok obrotowy	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Rentowność i jakość bilansu							
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%	25,02%	24,83%	24,39%	23,24%	22,39%
Return on assets (ROA)	18,69%	12,31%	16,75%	16,52%	16,26%	15,61%	15,15%
Return on capital employed (ROCE)	24,92%	17,61%	23,61%	23,02%	22,40%	21,27%	20,39%
Economic Value Added (PLN mln)	2,33	1,11	2,79	3,01	3,22	3,20	3,23
Dług netto (PLN mln)	-3,50	-4,09	-2,71	-3,61	-4,83	-7,23	-9,97
Net gearing	-19,02%	-19,08%	-11,16%	-13,09%	-15,52%	-20,68%	-25,48%
Udział kapitału własnego	72,33%	72,44%	72,41%	72,26%	72,26%	72,59%	72,97%
Current ratio	2,17	2,44	2,21	2,28	2,37	2,56	2,77
Quick ratio	1,95	2,12	1,88	1,95	2,04	2,24	2,44
Net interest cover	6,50	52,24	-75,31	-57,85	-61,95	-62,22	-63,06
Net debt/EBITDA	-0,51	-0,66	-0,32	-0,38	-0,46	-0,64	-0,82
Tangible BVPS	8,68	10,43	10,52	11,93	13,49	15,16	16,97
CAPEX/Sales	3,96%	5,68%	8,67%	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
Mnożniki rynkowe							
EV/Sales	0,96	0,79	0,71	0,64	0,60	0,55	0,52
EV/EBITDA	6,40	4,62	4,15	3,75	3,50	3,25	3,00
EV/EBIT	7,41	5,25	4,72	4,26	3,97	3,69	3,41
P/Tangible BVPS	2,19	1,83	1,81	1,60	1,41	1,26	1,12
P/E	12,31	7,62	6,78	6,10	5,69	5,27	4,85
P/FCF	156,42	40,13	12,35	10,40	7,75	6,87	6,22

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