

Sescom – kupuj

27 sierpnia 2018 r., godz. 08:00

Przecena akcji bez fundamentalnego uzasadnienia

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji Sescom S.A., w przypadku których 12-miesięczną cenę docelową ustaliliśmy na poziomie 55,97 zł. Przy bieżącym kursie giełdowym oznacza to potencjał wzrostu równy 135,2%.

W ostatnich miesiącach kurs notowań akcji Sescom spadł z poziomu około 45 zł do ponad 20 zł, a w konsekwencji rynkowa kapitalizacja Spółki obniżyła się z poziomu około 95 mln zł do ponad 42 mln zł. Naszym zdaniem rzeczona przecena nie miała fundamentalnego uzasadnienia. Rok obrotowy 2017/2018 jest dla Grupy Sescom rekordowy pod względem notowanych wyników finansowych. Po trzech kwartałach jej skonsolidowane przychody wyniosły 94,5 mln zł wobec 66,8 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej (+41,4% rdr), wynik EBITDA zwiększył się z poziomu 5,1 mln zł do 10 mln zł (+96,9% rdr), a wynik netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej z poziomu 2,7 mln zł do 6,7 mln zł (+150,9% rdr). Jednocześnie dzięki istotnemu zwiększeniu zysków znacząco poprawiły się marże Grupy Sescom, w tym marża brutto na sprzedaży wzrosła rdr o 3,2 p.p. do 21,7%, marża EBITDA o 3 p.p. do 10,6%, a marża zysku netto o 3,1 p.p. do 7,1%. Na cały bieżący rok obrotowy szacujemy 125,5 mln zł przychodów ze sprzedaży (+30,4% rdr), 13,6 mln zł wyniku EBITDA (+55,4% rdr) i 9,2 mln zł zysku netto (+75,7% rdr).

Perspektywy na kolejne lata również wydają się być obiecujące, choć z powodu wysokiej bazy w roku obrotowym 2017/2018, po części wynikającej z realizacji jednorazowego, wysokomarżowego zlecenia w segmencie IT Infrastructure, przewidujemy nieco słabszy pod względem notowanych dynamik rok obrotowy 2018/2019, dla którego prognozujemy wynik EBITDA równy 13,2 mln zł (-2,8% rdr) przy przychodach ze sprzedaży na poziomie 138,5 mln zł (+10,4% rdr). Według naszych szacunków w trzech następnych latach prognozy wynik EBITDA powróci jednak na ścieżkę wzrostu i wyniesie kolejno: 14,5 mln zł (+9,5% rdr), 16,3 mln zł (+12,7% rdr) i 18,3 mln zł (+12,3% rdr).

Naszym zdaniem motorem napędowym wyników Spółki w najbliższych latach będzie m.in. zakończenie integracji nowo powołanych jednostek i przejętej ZCP Cube.ITG, rozwój nowych segmentów działalności (Digital i Intelligence) oraz dalsza ekspansja zagraniczna. Ponadto Sescom nie wyklucza kolejnych przejęć, czego dowodem są plany akwizycji firmy Dozór Techniczny. Z drugiej strony, ze względu na utrzymującą się presję płacową na wynikach ciężać mogą rosnące koszty wynagrodzeń i usług obcych, a także koszty związane z potencjalnymi przejęciami, choć ogółem przewidujemy, że marża operacyjna Grupy od roku obrotowego 2019/2020 stopniowo będzie rosła, docelowo do poziomu 8%.

Wycena akcji:

Cena bieżąca (24.08.2018 r.)	23,80 zł
Cena docelowa (12-miesięczna)	55,97 zł
Potencjał wzrostu	135,2%

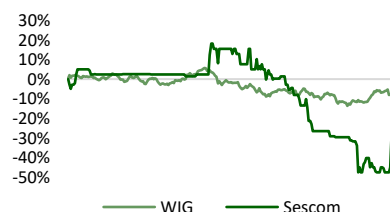
Informacje o spółce:

Grupa Kapitałowa Sescom specjalizuje się w świadczeniu usług Facility Management, tj. serwisu technicznego budynków oraz urządzeń. Jednocześnie Emitent rozwija inne usługi, komplementarne do podstawowej działalności, wspierając przy tym klientów w procesie transformacji cyfrowej.

Akcjonariat (udział w liczbie głosów):

Sławomir Halbryt	61,6%
Negril 3 sp. z o.o.	15,3%
Sławomir Kądziela	8,5%
Adam Kabat	7,4%
Pozostali	7,2%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

Brak

Analitycy:

Paweł Juszcak, CFA, MPW
Członek Zarządu, Analityk
pjuszcak@domanaliz.pl

Adrian Mackiewicz, DI
Członek Zarządu, Analityk
amackiewicz@domanaliz.pl

Prognozy i wskaźniki

(mln zł)	14/15	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody netto ze sprzedaży	44,6	70,4	96,2	125,5	138,5	157,9	176,9	194,6
EBITDA	4,4	6,6	8,8	13,6	13,2	14,5	16,3	18,3
EBIT	4,0	5,4	7,1	11,9	11,2	12,2	13,7	15,4
Zysk netto	3,1	4,4	5,2	9,2	8,7	9,5	10,7	12,1
EPS	1,48 zł	2,11 zł	2,49 zł	4,38 zł	4,13 zł	4,51 zł	5,09 zł	5,74 zł
DPS	-	-	-	-	-	-	-	-
P/E	13,4	10,4	15,6	5,4	5,8	5,3	4,7	4,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF.....	4
Założenia przyjęte w wycenie	4
Prognoza wyników finansowych.....	5
Wynik wyceny metodą DCF	6
Wycena metodą porównawczą.....	8
Opis spółki	9
Profil działalności i model biznesowy	9
Struktura Grupy Kapitałowej	13
Akcjonariat.....	14
Strategia działalności i plany rozwoju.....	15
Polityka dywidendy.....	16
Analiza otoczenia	17
Otoczenie makroekonomiczne	17
Rynek Facility Management.....	19
Rynek powierzchni handlowych	20
Analiza historycznych wyników finansowych	23
Przychody i koszty.....	23
Sytuacja majątkowa.....	27
Analiza wskaźnikowa	29
Wyniki finansowe za III kwartały roku obrotowego 2017/2018.....	30
Kluczowe czynniki ryzyka	33
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne.....	34

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Spółki Sescom wykorzystaliśmy 2 metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą. Dla metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wagę 90%, a dla metody porównawczej 10%.

Oszacowana przez nas wycena jednej akcji Sescom w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 55,97 zł.

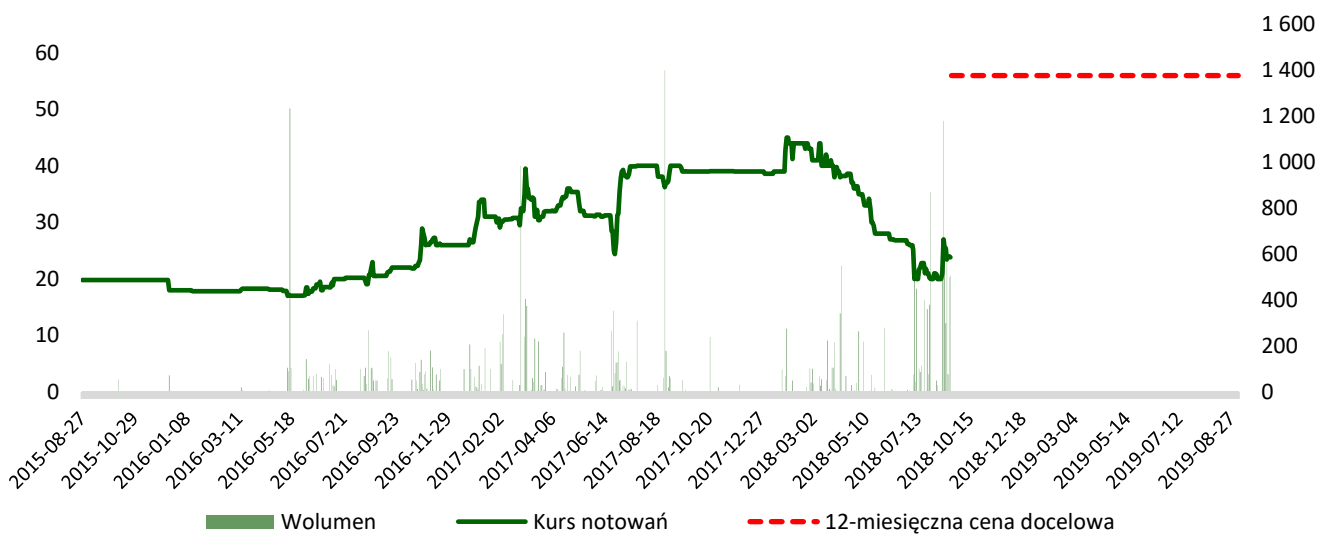
Wynik wyceny akcji Sescom	
Wynik wyceny metodą DCF	52,73 zł
Waga w końcowej wycenie	90%
Wynik wyceny metodą porównawczą	85,11 zł
Waga w końcowej wycenie	10%
Wycena końcowa 1 akcji	55,97 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Biorąc pod uwagę bieżącą cenę rynkową akcji Sescom (23,80 zł), potencjał wzrostu wynosi 135,2%.

Jednocześnie zwracamy uwagę na niską płynność notowań akcji Sescom. Wycena przedstawiona w niniejszej rekomendacji nie uwzględnia ewentualnego dodatkowego dyskonta z tytułu braku płynności.

Notowania Sescom i wycena końcowa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą DCF

Wycenę akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 5-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF).

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2018 roku)¹, tj. około 6,1%. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 3,5%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych. Przyjęto wartość długu netto Grupy według stanu z 30 czerwca 2018 roku.

Na podstawie powyższej metody docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego Sescom oszacowaliśmy na poziomie 110,7 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję Sescom daje wartość 52,73 zł.

Założenia przyjęte w wycenie

Nasze prognozy i wycenę oparliśmy o następujące założenia:

- na najbliższe lata przewidujemy dalszy dynamiczny wzrost przychodów netto ze sprzedaży Grupy, choć tempo tego wzrostu stopniowo będzie wyhamowywać (według naszych prognoz z około 30% w roku obrotowym 2017/2018 do 10% w roku obrotowym 2021/2022), na co wpłynie przede wszystkim efekt rosnącej bazy, w tym rekordowo wysokie (i częściowo jednorazowe) wyniki odnotowane w roku obrotowym 2017/2018. Naszym zdaniem poprawa przychodów wspierana będzie z jednej strony rozwojem organicznym, w tym m.in. rozwojem nowych segmentów (Digital i Intelligence) i wprowadzaniem nowych produktów w tych obszarach (np. technologia RFID, platforma BI) oraz dalszą ekspansją zagraniczną Sescom, a z drugiej strony dalszymi akwizycjami podmiotów oferujących usługi komplementarne do oferty Grupy (np. planowane przejęcie spółki Dozór Techniczny, która zajmuje się sprzedażą oraz serwisem wózków widłowych);
- od roku obrotowego 2013/2014 do 2016/2017 marża operacyjna systematycznie spadała, tj. z poziomu 12,2% do 7,4%. Przewidujemy, że dołek na generowanej marży został jednak już osiągnięty. Sprzyjać będzie temu zakończenie procesu integracji nowo powołanych jednostek zależnych oraz przejętej zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG, dalsza ekspansja Grupy Sescom za granicę, gdzie możliwe do uzyskania marże są wyższe niż w Polsce, a także szybszy wzrost przychodów z tytułu świadczonych usług niż z tytułu sprzedaży towarów i materiałów (dla tych pierwszych realizowane poziomy marży są istotnie wyższe). Z drugiej strony, na wyniku operacyjnym Grupy Sescom wciąż ciężać mogą rosnące koszty wynagrodzeń i usług obcych ze względu na utrzymującą się presję płacową, a ponadto potencjalne akwizycje nowych podmiotów (np. Dozór Techniczny) wiązać się mogą z dodatkowymi kosztami integracji z Grupą Kapitałową Sescom. Zakładamy, że od roku obrotowego 2019/2020 marża operacyjna będzie stopniowo rosła, tj. z poziomu około 7,7%, docelowo do poziomu 8%. Na rok obrotowy 2017/2018 i 2018/2019 przewidujemy natomiast wyższe jej poziomy, tj. odpowiednio 9,5% i 8,1%, ze względu na realizowane w tym okresie istotne wartościowo, aczkolwiek częściowo jednorazowe dostawy i instalacje sprzętu w ramach segmentu IT Infrastructure;
- zakładamy, że przejęcie spółki Dozór Techniczny dojdzie do skutku, a wydatki na ten cel będą ujęte w roku obrotowym 2018/2019. Kwota potencjalnej transakcji nie jest jeszcze znana – w naszych projekcjach założyliśmy kwotę 3 mln zł, która w połowie będzie finansowana kredytem;
- na najbliższe lata Grupa Sescom planuje liczne inwestycje, takie jak chociażby rozwój oferty segmentu Sescom Digital (szacunkowo 1-2 mln zł), rozwój funkcjonalności platformy SES Support (około 3 mln zł), rozwój Innovation Lab (około 2 mln zł) czy reorganizacja siedziby głównej (około 0,6 mln zł). Przewidujemy, że łączne wydatki inwestycyjne na rok obrotowy 2018/2019 wyniosą około 7,5 mln zł, a w dwóch następnych latach prognozy odpowiednio 4,4 mln zł oraz 2,6 mln zł. Zakładamy, że w kolejnych okresach nakłady inwestycyjne będą związane głównie z rozwojem narzędzi wykorzystujących technologię Business Intelligence;

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

- przyjęliśmy, że w najbliższych latach dalszy rozwój Grupy finansowany będzie z generowanych zysków oraz z kapitału dłużnego. W naszej projekcji nie założyliśmy emisji nowych akcji;
- zakładamy, że wskaźnik rotacji zobowiązań w kolejnych latach utrzyma się na poziomie podobnym jak w latach poprzednich. Jednocześnie w okresie prognozy założyliśmy stopniowy wzrost wartości wskaźnika rotacji należności z powodu planów wdrożenia przez Grupę Sescom nowej polityki w zakresie terminów płatności i monitoringu należności, a także nieznaczny spadek wartości wskaźnika rotacji zapasów;
- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) po okresie prognozy ustaliliśmy na poziomie 2%;
- przyjęliśmy założenie, że efektywna stopa podatkowa dla Grupy w kolejnych latach wynosić będzie 21%.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	14/15	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody ze sprzedaży	44,6	70,4	96,2	125,5	138,5	157,9	176,9	194,6
Koszt własny sprzedaży	33,6	54,1	77,4	97,9	109,4	126,0	141,0	154,8
Wynik brutto na sprzedaży	10,9	16,3	18,8	27,6	29,1	31,9	35,8	39,8
Koszty sprzedaży	1,4	2,8	3,9	4,4	4,8	5,5	6,2	6,8
Koszty ogólnego zarządu	5,6	8,0	8,1	11,3	13,0	14,2	15,9	17,5
EBITDA	4,4	6,6	8,8	13,6	13,2	14,5	16,3	18,3
EBIT	4,0	5,4	7,1	11,9	11,2	12,2	13,7	15,4
Działalność finansowa	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Wynik przed opodatkowaniem	4,0	5,2	6,7	11,6	11,0	12,0	13,5	15,3
Podatek dochodowy	0,8	0,8	1,5	2,4	2,3	2,5	2,8	3,2
Wynik netto	3,1	4,4	5,2	9,2	8,7	9,5	10,7	12,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy

(mln zł)	14/15	15/16	16/17	17/18P	18/19P	19/20P	20/21P	21/22P
Dynamika wyników rdr:								
<i>Przychody ze sprzedaży</i>	75,8%	58,0%	36,6%	30,4%	10,4%	14,0%	12,0%	10,0%
<i>Wynik brutto na sprzedaży</i>	39,0%	49,4%	15,0%	46,9%	5,4%	9,8%	12,2%	10,9%
<i>Wynik EBITDA</i>	17,1%	47,8%	33,8%	55,4%	-2,8%	9,5%	12,7%	12,3%
<i>Wynik EBIT</i>	29,7%	35,5%	31,0%	67,1%	-5,3%	8,5%	12,6%	12,4%
<i>Wynik netto</i>	26,8%	41,1%	17,8%	75,7%	-5,8%	9,3%	13,0%	12,7%
Marże:								
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	24,6%	23,2%	19,5%	22,0%	21,0%	20,2%	20,3%	20,4%
<i>Marża EBITDA</i>	10,0%	9,3%	9,1%	10,9%	9,6%	9,2%	9,2%	9,4%
<i>Marża EBIT</i>	9,0%	7,7%	7,4%	9,5%	8,1%	7,7%	7,8%	7,9%
<i>Marża netto</i>	7,0%	6,3%	5,4%	7,3%	6,3%	6,0%	6,1%	6,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Wynik wyceny metodą DCF

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	17/18P	18/19P	19/20P	20/21P	21/22P	>21/22P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Beta	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5
Premia za ryzyko kapitału własnego	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Koszt kapitału własnego	14,4%	14,4%	13,8%	13,2%	13,2%	12,6%
Premia za ryzyko długu	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału własnego	90%	88%	90%	92%	94%	95%
Udział długu	10%	12%	10%	8%	6%	5%
WACC	13,4%	13,2%	12,9%	12,5%	12,7%	12,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	17/18P	18/19P	19/20P	20/21P	21/22P	>21/22P
EBIT	11,9	11,2	12,2	13,7	15,4	
Efektywna stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPLAT	9,4	8,9	9,6	10,9	12,2	
Amortyzacja	1,8	2,0	2,3	2,6	2,9	
CAPEX	0,6	7,5	4,4	2,6	2,6	
Zmiana KON	4,2	1,3	1,5	1,3	1,3	
FCFF	6,3	2,1	6,1	9,6	11,2	11,4
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	6,1	1,8	4,7	6,6	6,8	

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	25,9
Tempo wzrostu po okresie prognozy	2%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	112,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	69,0
Wartość firmy – EV (mln zł)	94,9
Dług netto (mln zł)	-1,0
Wartość kapitału własnego (mln zł)	95,9
Liczba akcji (mln)	2,1
Wartość 1 akcji na dzień 30.06.2018 r.	45,65
Wartość 1 akcji na dzień 27.08.2018 r.	46,57
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	52,73

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: tempo wzrostu po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Tempo wzrostu po okresie prognozy								
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,0%	59,00	61,73	64,79	68,24	72,16	76,65	81,85	87,95	95,19
	4,5%	55,00	57,31	59,89	62,77	66,00	69,66	73,85	78,67	84,29
	5,0%	51,53	53,52	55,71	58,14	60,85	63,89	67,32	71,22	75,70
	5,5%	48,49	50,22	52,11	54,18	56,48	59,04	61,89	65,11	68,75
	6,0%	45,82	47,32	48,96	50,76	52,73	54,91	57,32	60,01	63,03
	6,5%	43,44	44,77	46,20	47,77	49,47	51,34	53,40	55,68	58,22
	7,0%	41,32	42,49	43,76	45,13	46,62	48,24	50,02	51,97	54,13
	7,5%	39,41	40,46	41,58	42,79	44,10	45,52	47,07	48,76	50,61
	8,0%	37,69	38,62	39,63	40,70	41,86	43,12	44,47	45,94	47,55

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Beta po okresie prognozy								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,0%	98,54	91,81	85,95	80,79	76,23	72,16	68,51	65,22	62,25
	4,5%	90,89	84,49	78,95	74,09	69,80	66,00	62,60	59,55	56,79
	5,0%	84,37	78,29	73,03	68,45	64,42	60,85	57,67	54,83	52,26
	5,5%	78,76	72,97	67,98	63,64	59,84	56,48	53,50	50,84	48,45
	6,0%	73,87	68,35	63,60	59,49	55,89	52,73	49,93	47,43	45,19
	6,5%	69,58	64,30	59,78	55,87	52,46	49,47	46,83	44,48	42,37
	7,0%	65,78	60,72	56,41	52,69	49,46	46,62	44,12	41,90	39,92
	7,5%	62,39	57,54	53,42	49,87	46,79	44,10	41,73	39,63	37,76
	8,0%	59,34	54,69	50,74	47,36	44,42	41,86	39,61	37,62	35,85

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i tempo wzrostu po okresie prognozy

		Beta po okresie prognozy								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Tempo wzrostu po okresie prognozy	0,0%	60,17	56,58	53,41	50,59	48,08	45,82	43,78	41,93	40,25
	0,5%	63,01	59,05	55,57	52,50	49,77	47,32	45,13	43,15	41,35
	1,0%	66,20	61,80	57,97	54,60	51,62	48,96	46,59	44,46	42,53
	1,5%	69,79	64,88	60,63	56,91	53,65	50,76	48,18	45,88	43,80
	2,0%	73,87	68,35	63,60	59,49	55,89	52,73	49,93	47,43	45,19
	2,5%	78,56	72,28	66,95	62,36	58,39	54,91	51,84	49,12	46,69
	3,0%	83,99	76,79	70,75	65,60	61,17	57,32	53,95	50,97	48,33
	3,5%	90,36	82,01	75,09	69,26	64,29	60,01	56,28	53,01	50,13
	4,0%	97,92	88,12	80,11	73,45	67,83	63,03	58,88	55,28	52,11

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą porównawczą

Na rynkach publicznych brak jest podmiotów w dużym stopniu porównywalnych do Spółki Sescom. Do wyceny metodą porównawczą wybrano 15 emitentów mających w naszej opinii możliwie zbliżony profil działalności do Grupy Sescom, w tym jeden podmiot notowany na polskim rynku kapitałowym oraz 14 spółek zagranicznych. Wskaźniki rynkowe obliczono na podstawie historycznych wyników finansowych za ostatnie 4 raportowane kwartały.

Kapitalizacja, wartość EV i wskaźniki rynkowe spółek porównywalnych

	Kapitalizacja (mln EUR)	EV (mln EUR)	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Impel S.A.	46,6	102,6	5,02	12,09	17,79
ABM Industries Inc.	1 724,6	2 617,1	12,50	21,09	23,93
Aeon Delight Co. Ltd	1 588,5	1 045,4	6,53	7,78	19,64
Aramark	8 620,5	15 247,1	13,15	22,91	19,82
CBRE Group Inc.	13 584,4	16 363,6	12,62	17,71	21,26
Compass Group Plc	29 339,5	33 351,8	14,19	18,87	23,24
Coor Service Management Holding AB	658,3	794,4	15,58	26,85	58,21
Elior Group S.A.	2 546,0	4 314,0	8,87	16,05	27,23
EMCOR Group Inc.	4 013,5	4 008,3	9,74	11,83	19,04
Interserve Plc	97,8	775,3	-250,50	-11,69	-0,30
ISS A/S	5 605,2	7 298,6	10,66	13,95	22,59
Jones Lang LaSalle Inc.	6 036,6	7 391,3	10,43	15,16	22,42
Lassila & Tikanoja OYJ	619,1	750,9	7,98	14,41	18,70
Mitie Group PLC	599,9	820,6	7,01	9,33	-20,03
Sodexo S.A.	13 902,0	15 565,0	10,45	13,09	18,61
Mediana	2 546,0	4 008,3	10,54	15,60	21,84
Sescom S.A.	11,7	11,5	3,58	4,09	5,38
Premia/dyskonto			-66,1%	-73,8%	-75,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Wyceny częściowe, ich wagi oraz końcowa implikowana wycena 1 akcji Sescom S.A.

	Wyceny częściowe	Wagi
EV/EBITDA	69,24 zł	33%
EV/EBIT	89,53 zł	33%
P/E	96,55 zł	33%

Wycena 1 akcji
85,11 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych spółek.

Opis spółki

Profil działalności i model biznesowy

Grupa Sescom specjalizuje się w świadczeniu usług Facility Management, tj. serwisu technicznego budynków oraz urządzeń, rozwijając również inne usługi, komplementarne do podstawowej działalności. W jej ofercie znajdują się między innymi usługi serwisu klimatyzacji, ogrzewania i wentylacji (HVAC), utrzymania elementów infrastruktury IT, a także usługi montażowe i budowlane.

Model działalności Spółki polega na wspieraniu klientów przez cały cykl życia ich placówek, tj. od planowania i realizacji inwestycji, przez utrzymanie techniczne sklepu, po efektywność energetyczną, wdrożenia nowych technologii i analitykę biznesową (Business Intelligence).

W tym celu oferta Sescom oparta została na następujących rodzajach usług:

- **Sescom Facility Management (usługi zarządzania utrzymaniem technicznym)** – kompleksowe usługi z zakresu zarządzania techniczną obsługą obiektów sieciowych i wielkopowierzchniowych. Grupa zapewnia klientom dojazd do usterek zgłaszanych całą dobę przez 7 dni w tygodniu (m.in. serwis urządzeń chłodniczych, grzewczych, wentylacyjnych, klimatyzatorów, pomp ciepła, agregatów wody lodowej czy central klimatyzacyjnych). Emitent świadczy również jednorazowe zlecenia obejmujące specjalistyczne usługi inżynierskie oraz usługi remontowo-modernizacyjne.

Grupa Sescom identyfikuje następujące korzyści dla klientów z tytułu korzystania z usługi Facility Management:

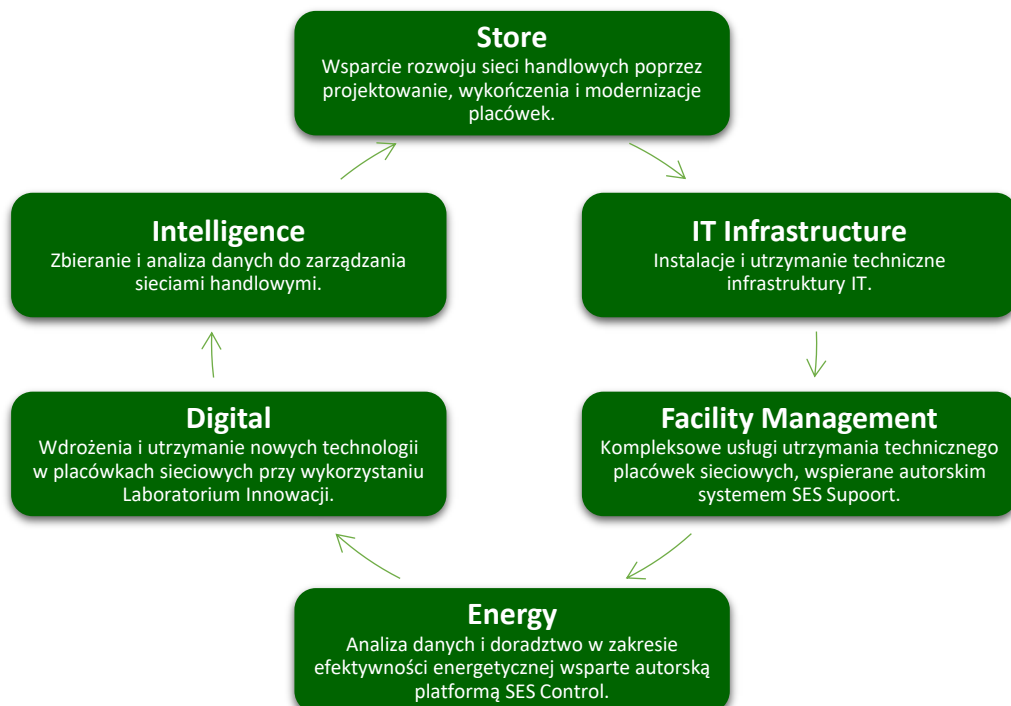
- 1) wzrost sprzedaży dzięki zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania wszystkich obiektów, komfortu pracy oraz zadowolenia klientów;
- 2) redukcję kosztów poprzez optymalizację procesu zarządzania serwisem;
- 3) ograniczenie liczby personelu pomocniczego, zajmującego się administracją nieruchomości oraz obsługą techniczną;
- 4) sprawną obsługę techniczną wszystkich budynków i urządzeń bez względu na ich liczbę i lokalizację.

Usługa Facility Management wspierana jest przez autorską Platformę SES Support®, która umożliwia między innymi zgłaszanie usterek, planowanie przeglądów, a także gromadzenie i przetwarzanie danych z obiektów.

- **Sescom IT Infrastructure (usługi utrzymania infrastruktury IT)** – usługi utrzymania pasywnych oraz aktywnych elementów infrastruktury informatycznej, a także urządzeń takich jak serwery, komputery, drukarki, urządzenia mobilne i inne peryferia komputerowe. Grupa Sescom między innymi wdraża i utrzymuje systemy magazynowe, POS, rozwiązania sieciowe oraz aplikacje, obsługuje instalacje teletechniczne i niskoprądowe, diagnozuje i naprawia urządzenia różnych producentów, a także zapewnia obsługę logistyczną i magazynową z utrzymaniem stocków podzespołów serwisowych oraz urządzeń zastępczych.
- **Sescom Store (usługi remontu i modelingu placówek)** – zindywidualizowane usługi projektowania, przekształcania i modernizacji salonów handlowych czy placówek bankowych. Oferta obejmuje prace instalacyjno-budowlane (np. malowanie, tynkowanie, prace stolarskie, montaż mebli, instalacje), generalne wykonawstwo (koordynacja wszystkich branż budowlanych oraz prac wykonawców nominowanych, kierowanie budową, kompleksowa budowa pod klucz), projekty budowlane i wykonawcze (przygotowanie projektów koncepcyjnych i budowlanych, dokumentacja powykonawcza, pomiary i testy), zarządzanie projektami (inwestor zastępczy, opiniowanie umów najmu, analizy stanu technicznego, harmonogramy projektów i dostaw, negocjacje techniczne, odbiory lokali) oraz wyposażenie sklepów sieciowych (produkcja mebli, dostawa i montaż wyposażenia i urządzeń).
- **Sescom Energy (usługi optymalizacji zużycia energii elektrycznej i innych mediów)** – usługi instalacji urządzeń monitorujących zużycie energii elektrycznej i innych mediów w placówkach klienta. Wyniki pomiarów są analizowane przez autorski system SES Control®, na który składa się umieszczany w placówce klienta mikroserwer, aplikacja webowa oraz moduł analityczny. Umożliwia on m.in. ustalanie harmonogramu pracy oświetlenia czy zdalne sterowanie i monitoring parametrów technicznych. W efekcie usługa pozwala na redukcję kosztów poprzez optymalizację użycia oświetlenia i innych odbiorników energii oraz innych mediów.

- **Sescom Digital (usługi doboru, wdrażania i utrzymania nowych technologii)** – rozwijany od niedawna obszar działalności, polegający na usłudze indywidualnego doradztwa przy doborze nowych technologii dostosowywanych do modeli biznesowych oraz strategii rozwoju marek klientów sieciowych. Sescom ma pełnić w tym procesie rolę integratora poszczególnych elementów: technologii, niezbędnego sprzętu oraz strategii wdrożenia i utrzymania. Do tego celu powołana została jednostka Innovation Lab, która ma być odpowiedzialna za monitorowanie rynku nowych technologii i nawiązywanie relacji ze start-upami w celu transferu technologii w modelu B2B, operując w trzech ośrodkach: w Gdańsku, Londynie i Berlinie. Jak tłumaczą przedstawiciele Emitenta, szczególne obszary eksploracji będą dotyczyć uczenia maszynowego (machine learning) oraz sztucznej inteligencji wspierających transformację digitalową.
- **Sescom Intelligence (usługi integracji oraz inteligentnej analizy danych)** – drugi obok Sescom Digital obszar działalności, który jest rozwijany od stosunkowo krótkiego czasu. Zamiarem Spółki jest stworzenie autorskiej platformy SES BI, pozwalającej na analizę danych z różnorodnych systemów celem dostarczania kompleksowej wiedzy do zarządzania placówkami sieciowymi. System ma współpracować z funkcjonującymi już platformami SES Support® oraz SES Control®, a także z systemami zewnętrznymi klientów. Nowością ma być wykorzystanie rozwiązań klasy Business Intelligence, umożliwiających automatyczne badanie zależności pomiędzy różnorodnymi czynnikami wpływającymi na placówki klienta, m.in. zużyciem energii, danymi technicznymi czy finansowymi, co w efekcie ma pozwolić na stworzenie rekomendacji przyszłych działań zarządczych, inwestycyjnych oraz serwisowych. Jak zapowiada Spółka, platforma BI, choć jeszcze w ograniczonej wersji, powinna się pojawić już na przełomie IV kw. 2017/2018 oraz I kw. 2018/2019, a od początku roku obrotowego 2018/2019 powinna zacząć generować pierwsze przychody (jako element usług Sescom Energy, który ma umożliwiać analizę i udzielanie rekomendacji na podstawie danych uzyskanych przez platformę SES Control®). Zakończenie prac nad platformą zaplanowano natomiast na II kw. roku obrotowego 2020/2021.

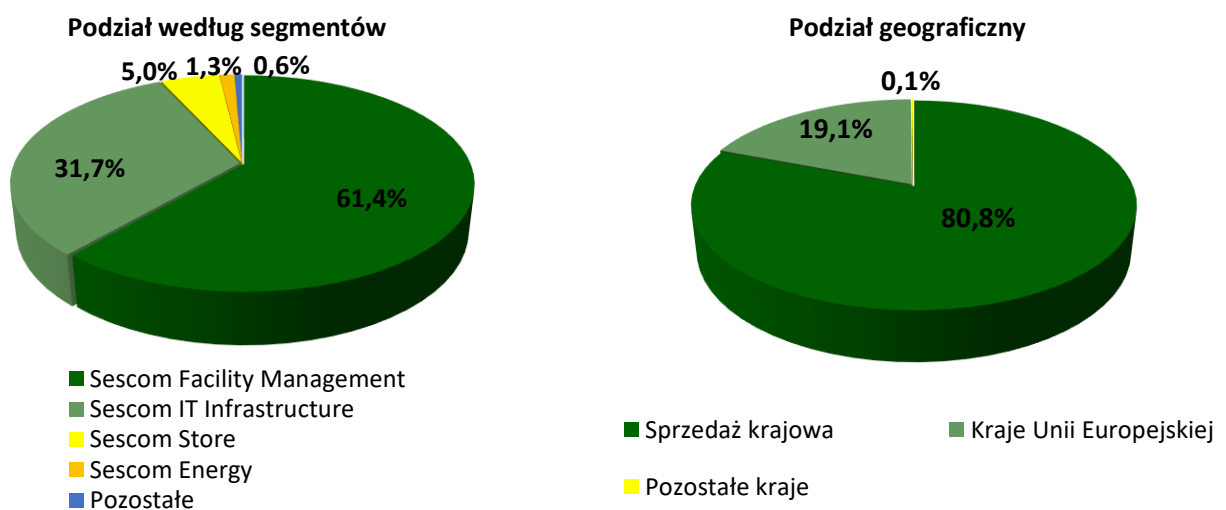
Rysunek 1.: Schemat modelu biznesowego Grupy Sescom S.A.



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Emitenta.

Ponad połowa przychodów Grupy Sescom generowana jest z segmentu usług Facility Management (61,4% w roku obrotowym 2016/2017). Drugim segmentem pod względem uzyskiwanych przychodów jest Sescom IT Infrastructure (31,7% w roku obrotowym 2016/2017). Grupa Sescom rozwinęła ten kierunek działalności dzięki przejęciu zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG w kwietniu 2016 roku (kwota transakcji wyniosła 7,5 mln zł, przy czym po potrąceniu o wartość kapitału pracującego netto ZCP ostatecznie zapłacono około 6,2 mln zł). Łącznie te dwa segmenty odpowiadały za ponad 90% przychodów Emitenta w roku obrotowym 2016/2017. Segment Sescom Intelligence nie generuje jeszcze przychodów, a pierwsze przychody segmentu Sescom Digital odnotowano dopiero w roku obrotowym 2017/2018. Jeśli chodzi natomiast o geograficzny podział przychodów, to ponad 80% przychodów w roku obrotowym 2016/2017 została wygenerowana w kraju, a około 19% pochodziło z krajów Unii Europejskiej. Niewielki odsetek przychodów został wygenerowany również w krajach Europy, które nie należą do UE.

Rysunek 2.: Struktura przychodów Grupy Sescom w roku obrotowym 2016/2017*



*Rok obrotowy Grupy Sescom zaczyna się w październiku i kończy we wrześniu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu emisyjnego Emitenta.

Grupa Sescom informuje, że do tej pory obsłużyła ponad 36 tys. obiektów. Wśród jej odbiorców usług dominują klienci sieciowi, w tym przede wszystkim firmy z segmentu handlu detalicznego. Emitent współpracuje m.in. z takimi markami jak: CCC, LPP, MANGO, Auchan, Orsay, 4F, Rossmann, RTV EURO AGD, Piotr i Paweł. Ponadto Emitent znajduje klientów wśród sieci finansowo-bankowych (np. mBank, Eurobank), stacji paliw (PKN Orlen, Lotos) czy w telekomunikacji (P4, Networks!). W prospekcie emisyjnym przedstawiono, że czterdziestu największych klientów Grupy Sescom odpowiada za 93% przychodów. Największy odsetek stanowią przedstawiciele branży retail (handlu wielkopowierzchniowego) oraz sieci modowych (odpowiednio 60% oraz 21% przychodów Grupy).

Działalność Grupy Sescom prowadzona jest w Polsce oraz w większości krajów w Europie. Emitent posiada rozległą europejską sieć serwisową, utrzymując przy tym standaryzację techniczną, jakościową oraz organizacyjną w zakresie obsługi klientów międzynarodowych. Rozwiązania sprawdzone na rynku polskim są odtwarzane również na rynkach zagranicznych. Jak podaje Emitent, 41% klientów obsługiwanych przez Sescom dotychczas wyłącznie w Polsce ma również oddziały zagraniczne, co także sprzyja Grupie w wyjściu z oferowanymi usługami poza rynek lokalny. Ponadto około 16% klientów Sescom stanowią marki niefunkcjonujące dotychczas na rynku polskim, co pokazuje kolejne możliwości wzrostu w przypadku ich wejścia na rynek krajowy.

Rysunek 3.: Obszar działalności Grupy Sescom



Źródło: Emitent

Grupa Sescom posiada rozbudowaną sieć własnych i partnerskich zespołów serwisowych w Polsce oraz za granicą. Wśród dostawców Emitent wyróżnia następujące grupy: (1) dostawcy technicznych usług specjalistycznych (podmioty wyspecjalizowane w usługach koordynacji prac serwisowych, w wykonywaniu prac serwisowych, w wykonywaniu prac montażowych itp.); (2) dostawcy usług doradczych (w zakresie badań rynkowych, pozyskiwania klientów, marketingu); (3) dostawcy materiałów i urządzeń (w szczególności wykorzystywanych do prac serwisowych, montażowych, budowlanych).

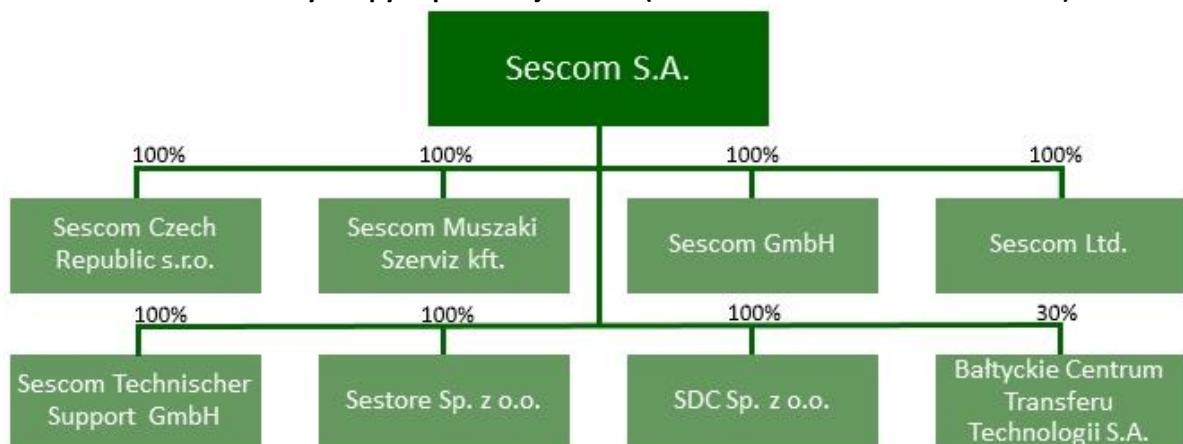
Umowy z klientami mają z reguły charakter długoterminowy – w większości przypadków są to kontrakty podpisywane na czas nieokreślony lub powyżej roku, choć Grupa pozyskuje również jednorazowe zlecenia. Bez względu na typ współpracy Grupa Sescom świadczy klientom kompleksowe usługi (m.in. w zakresie kontroli, konserwacji i przeglądów prewencyjnych urządzeń i infrastruktury IT, incydentalnych wyjazdów w odpowiedzi na zgłoszone awarie czy naprawy, remontów i modernizacji wyposażenia technicznego placówek). Jedynym wyjątkiem są usługi przeglądu, która nie są prowadzone w formie jednorazowych zleceń.

W przypadku segmentów Sescom Facility Management oraz Sescom IT Infrastructure możliwe są 3 następujące warianty współpracy: (1) umowy ryczałtowe, (2) umowy uwzględniające wynagrodzenie uzależnione od liczby wykonanych zleceń, (3) zlecenia jednorazowe (bez umowy terminowej). Zgodnie z wyjaśnieniami uzyskanymi od Zarządu Sescom, według stanu z 1 lipca 2018 r. Spółka związana była umowami stałymi ze 106 klientami na terenie Polski, z czego 21 było obsługiwanych na zasadach ryczałtowych. Udział ryczałtów w umowach z klientami zagranicznymi (łącznie 99 klientów) nie przekraczał natomiast 10%. W obszarze Sescom Energy umowy świadczone są na podstawie umów abonenckich – klient nabywa od Sescom mierniki oraz podpisuje umowę okresową na minimum 6 miesięcy, w ramach której udostępniona jest mu platforma SES Control®, pozwalająca na generowanie raportów o zużyciu energii (zakres i częstotliwość przekazywanych raportów wpływa na wysokość płaconego miesięcznego abonamentu). W przypadku segmentów Sescom Digital oraz Sescom Store klienci płacą natomiast za realizację prac.

Struktura Grupy Kapitałowej

Grupę Kapitałową Sescom tworzy łącznie 9 podmiotów. Spółką dominującą jest Sescom S.A., której zadaniem jest zarządzanie Grupą Kapitałową. Dodatkowo zajmuje się ona koordynowaniem serwisu technicznego, wsparciem technicznym, rozwojem produktów i usług, księgowością, controllingiem, marketingiem oraz PR. Działania na rynkach zagranicznych są prowadzone i koordynowane przez łącznie 5 spółek zależnych powołanych do tego celu. Ponadto w skład Grupy wchodzi SESTORE Sp. z o.o., która odpowiada za segment usług remontowych i remodelingu salonów handlowych i placówek handlowych, a także SDC Sp. z o.o., która prowadzi prace badawcze i rozwojowe nad systemami informatycznymi wspomagającymi zarządzanie efektywnością energetyczną. Sescom posiada również 30% udziału w kapitale zakładowym Bałtyckiego Centrum Transferu Technologii S.A., które zajmuje się procesem komercjalizacji badań naukowych oraz transferu technologii pomiędzy nauką i biznesem oraz pomiędzy przedsiębiorstwami.

Rysunek 4.: Schemat struktury Grupy Kapitałowej Sescom (stan na dzień 30 czerwca 2018 roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Akcjonariat

Kapitał zakładowy Sescom S.A. wynosi 2.100.000 zł i składa się łącznie z 2.100.000 akcji o wartości nominalnej 1,00 zł każda. Część akcji, tj. 750.000 akcji serii A1, jest uprzywilejowanych co do głosu (na każdą z nich przypadają dwa głosy na walnym zgromadzeniu Spółki).

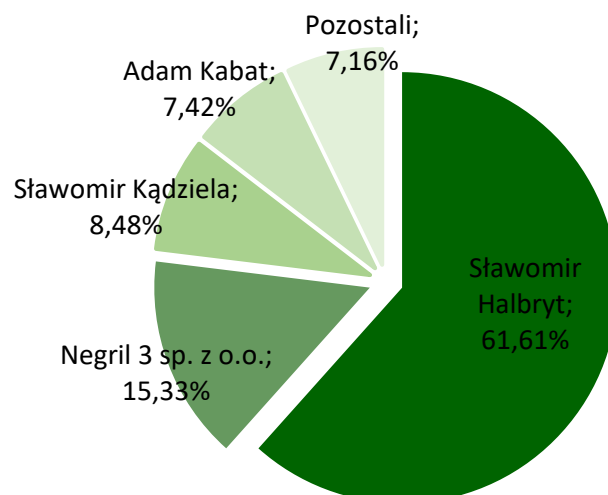
Największymi akcjonariuszami Sescom S.A. są:

- Sławomir Halbryt – posiadający 1.005.875 akcji, stanowiące 47,90% udziału w kapitale zakładowym oraz uprawniające do 61,61% głosów na walnym zgromadzeniu;
- Negril 3 sp. z o.o. – posiadająca 437.000 akcji, stanowiące 20,81% udziału w kapitale zakładowym oraz uprawniające do 15,33% głosów na walnym zgromadzeniu;
- Sławomir Kądziela – posiadający 241.588 akcji, stanowiące 11,50% udziału w kapitale zakładowym oraz uprawniające do 8,48% głosów na walnym zgromadzeniu;
- Adam Kabat – posiadający 211.588 akcji, stanowiące 10,08% udziału w kapitale zakładowym oraz uprawniające do 7,42% głosów na walnym zgromadzeniu.

Negril 3 sp. z o.o. jest podmiotem zależnym od Krzysztofa Pietkuna, który pełni funkcję Członka Rady Nadzorczej Sescom. Pozostałe wyżej wymienione osoby, tj. Sławomir Halbryt, Sławomir Kądziela i Adam Kabat, zasiadają w Zarządzie Spółki, przy czym Sławomir Halbryt jest jednocześnie jednym z założycieli Sescom S.A. oraz pełni funkcję Prezesa Zarządu. Łącznie osoby zasiadające w organach Emitenta posiadają 1.896.051 akcji, stanowiące 90,29% kapitału zakładowego oraz uprawniające do 92,84% głosów na walnym zgromadzeniu.

W marcu 2018 roku walne zgromadzenie Sescom podjęło uchwałę o zmianie statutu Spółki (zarejestrowanej przez sąd 19 czerwca 2018 roku), na mocy której Zarząd, po uzyskaniu zgody Rady Nadzorczej, jest upoważniony do podwyższenia kapitału zakładowego Sescom S.A. o kwotę 1 mln zł poprzez emisję do 1 mln akcji o wartości nominalnej 1 zł każda w terminie do 29 marca 2021 roku. Do ustalenia szczegółowych warunków poszczególnych emisji w ramach kapitału docelowego, w tym ceny emisyjnej, upoważniony jest Zarząd za zgodą Rady Nadzorczej.

Rysunek 5.: Struktura akcjonariatu Sescom S.A. – udział w ogólnej liczbie głosów



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i okresowych Emitenta.

Strategia działalności i plany rozwoju

Jak podaje Spółka, fundamentem działalności Grupy Sescom jest specjalistyczna wiedza z zakresu utrzymania technicznego placówek sieciowych oraz model biznesowy zapewniający z jednej strony elastyczność działania oraz indywidualne podejście do klienta, a z drugiej bezpieczeństwo. Emitent chce koncentrować się na jakości i innowacyjności swoich usług, stale poszerzając ofertę o kolejne, komplementarne usługi, poszerzające zakres świadczonych usług związanych z Facility Management. Poniekąd ma być to odpowiedź na dynamicznie zmieniający się rynek sprzedaży detalicznej (główny rynek, na którym skupia się Grupa Sescom), szczególnie w dobie postępującej informatyzacji, digitalizacji i rozwoju nowych technologii, które osiągają już niemal każdą działalność biznesową. Celem jest zaproponowanie klientowi pełnej gamy rozwiązań, która pozwoli na zwiększenie efektywności operacyjnej prowadzonych placówek, umożliwi optymalizację kosztów bądź lepsze wykorzystanie zasobów, a w konsekwencji pozwoli wyróżnić się na rynku i skuteczniej dotrzeć do klientów.

Grupa Sescom stawia na wykorzystanie i rozwój narzędzi IT, o czym świadczą chociażby posiadane autorskie platformy SES Support® oraz SES Control®. Warto przy tym zaznaczyć, że zgodnie z analizą Zarządu Sescom większość konkurencyjnych firm nadal nie wspomaga się platformami online albo ich systemy nie są wyposażone na takim poziomie funkcjonalności jak SES Support® i SES Control®, a co więcej, nawet jeżeli takową platformę posiadają, to często wykorzystują oprogramowanie zewnętrznego dostawcy, co rodzi ryzyko uzależnienia od partnera technologicznego. Aktualnie Grupa Sescom prowadzi także prace nad nową platformą – SES BI, która ma analizować dane pochodzące z wielu źródeł i na tej podstawie rekomendować działania optymalizujące efektywność zarządzania prowadzonej placówki. Prace nad wspomnianą wyżej platformą rozpoczęły się we wrześniu 2016 roku i mają potrwać do II kwartału roku obrotowego 2020/2021. Kwota pierwszej fazy projektu (weryfikacja możliwości wytworzenia Platformy SES-BI) wyniosła 71 tys. euro i była w 70% finansowana przez Komisję Europejską w projekcie Horyzont 2020, a w 30% przez środki własne Emitenta. Dalszy rozwój tej platformy również zaplanowano z wykorzystaniem środków unijnych – Spółka zamierza złożyć wniosek do NCBiR o przyznanie kwoty 2 mln zł. W przypadku pozyskania środków unijnych stworzenie platformy oraz odpowiednich algorytmów ma zostać zlecone firmie zewnętrznej, a wraz z dotychczas wydanymi środkami łączne nakłady na projekt wyniosłyby wówczas ok. 2,3 mln zł. W przypadku nieuzyskania środków unijnych Spółka zamierza natomiast rozwijać platformę BI własnymi zasobami (pracownicy Sescom, aplikacja BI oparta o dotychczas zrealizowane oprogramowanie Sescom), a według tego wariantu łączne nakłady na realizację projektu, wraz z dotychczas wydanymi środkami, wyniosłyby 350 tys. zł. Jednocześnie, jak informuje Zarząd Spółki, dalszy rozwój obszaru Business Intelligence ma być jednym z kluczowych elementów strategii Grupy Sescom po 2020 roku.

W obszarze Digital plany Grupy Sescom dotyczą między innymi rozwoju i wdrażania technologii RFID w zakresie asset tracking oraz w procesach omnichannel realizowanych przez klientów. Jak szacuje Zarząd Spółki, na ten cel może zostać przeznaczone w ciągu najbliższych 3 lat około 1-2 mln zł (przede wszystkim wynagrodzenia producenta oprogramowania, wynagrodzenie współpracowników projektu RFID w sieciach retail). Nie uwzględnia to jednak kosztów wdrożenia w placówkach klienta w ramach zewnętrznych testów komercyjnych. Spółka zakłada przy tym, że okres zwrotu takiej inwestycji to około 3 lata.

Ponadto w roku obrotowym 2018/2019 ma zostać wdrożony przygotowywany od 2016 roku projekt Sescom Innovation Lab, który ma operować na trzech ośrodkach: w Gdańsku, Londynie i Berlinie. Planowane nakłady w tym obszarze na 2 kolejne lata mają wynieść około 2 mln zł. Celem rzeczoności projektu jest zbudowanie kultury open innovation, pozwalającej na wdrażanie nowych technologii w obszarze optymalizacji i automatyzacji procesów w firmie oraz tworzenie nowych produktów i usług dla klientów Sescom, także poprzez współpracę z uczelniami oraz sojusze handlowe z dostawcami.

Zaplanowane na najbliższe lata działania dotyczą także dalszego rozwoju platformy SES Support®. Grupa Sescom chce zniwelować dług technologiczny tego systemu, dostosować do potrzeb cyfrowej transformacji procesów, w tym zaktualizować i rozszerzyć o nowe funkcje aplikację mobilną. Zamiarem jest także przystosowanie tej platformy do wykorzystania systemu Business Intelligence oraz rozpoczęcie prac koncepcyjnych nad wdrożeniem technologii blockchain w perspektywie do 2020 roku.

Rysunek 6.: Główne cele i działania strategiczne w perspektywie do 2020 roku



Źródło: Emitent

Spółka postawiła przed sobą ambitny cel strategiczny osiągnięcia pozycji jednej z głównych firm europejskich dostarczających kompleksowe rozwiązania IT i Facility Management dla klientów retail do 2020 roku. W najbliższym czasie Emitent chce umacniać swoją pozycję na poszczególnych rynkach Europy Zachodniej i Wschodniej, a także planuje rozwój na nowych rynkach europejskich: holenderskim (Grupa już rozpoczęła realizację stałego kontraktu w Holandii), hiszpańskim i portugalskim (Grupa wykonała już pierwsze prace na tych rynkach). W perspektywie do 2020 roku Grupa Sescom chce być również gotowa do wyjścia z ofertą poza Europę, na kolejne kontynenty – w pierwszej kolejności do Ameryki i Azji. Strategia Emitenta ma być dopasowana do klientów – firm międzynarodowych oczekujących wsparcia na dużym obszarze geograficznym. Celem Zarządu Sescom jest uzyskanie gotowości do obsługi placówek klienta niezależnie od ich lokalizacji.

W ramach realizowania strategii Emitent zakłada dalszy rozwój organiczny, choć nie wyklucza również kolejnych akwizycji perspektywicznych podmiotów z branży, które świadczą usługi komplementarne do oferty Spółki. W 2016 roku Grupa Sescom przejęła zorganizowaną część przedsiębiorstwa Cube.ITG, co pozwoliło poszerzyć zakres działalności o segment Sescom IT Infrastructure. Obecnie Emitent jest w trakcie negocjacji przejęcia firmy Dozór Techniczny Spółka jawna R. Rzeźniak & K. Pietrulewicz, która zajmuje się sprzedażą oraz serwisem wózków widłowych na terenie Polski. W opinii Zarządu Sescom potencjalna transakcja umożliwi poszerzenie aktualnego portfolio usług Grupy oraz zwiększy możliwości ekspansji, otwierając się na nowe branże, takie jak logistyka lub gospodarka magazynowa. Po podpisaniu warunków umowy inwestycyjnej w maju bieżącego roku, dotyczących procedury, warunków oraz struktury inwestycji w spółkę powstałą w wyniku przekształcenia Dozoru Technicznego Sp. J. w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, Sescom oczekuje na zakończenie kolejnego etapu inwestycyjnego – wyceny przedsiębiorstwa przez niezależnego biegłego oraz dokonania rejestracji przekształconego podmiotu w KRS.

Polityka dywidendy

Sescom posiada spisana politykę dywidendy, choć dotychczas Emitent nie wypłacił jeszcze żadnej. Zgodnie z jej zapisami Zarząd Spółki będzie rekomendował wypłatę dywidendy na poziomie do 30% jednostkowego zysku netto, z uwzględnieniem następujących warunków:

- sytuacja finansowa i płynnościowa Spółki oraz jej grupy kapitałowej umożliwia przeznaczenie zysku na poczet dywidendy;
- Spółka nie znajduje się w fazie realizacji projektów inwestycyjnych, których finansowanie oparte jest o kapitały własne Emitenta, a które sprawiają szanse osiągnięcia wyższej stopy zwrotu dla akcjonariuszy Spółki;
- Spółka nie planuje w ciągu najbliższego roku obrotowego rozpoczęcia projektów inwestycyjnych, w które zaangażowany zostanie kapitał własny Emitenta.

Brak wypłaty dywidendy w poprzednich okresach wynikał przede wszystkim z potrzeb inwestycyjnych Spółki. Mając na uwadze plany kolejnych akwizycji, rozwoju nowych aplikacji czy ekspansji zagranicznej, przypuszczać można, że w najbliższych latach dywidenda nadal nie będzie wypłacana wcale lub jej kwota nie będzie znacząca.

Analiza otoczenia

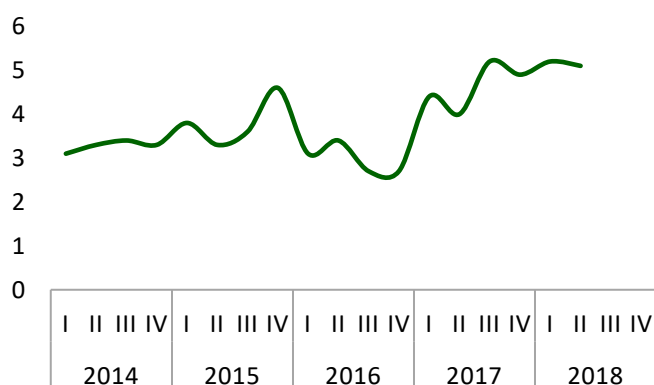
Otoczenie makroekonomiczne

Sytuacja gospodarcza Polski pozostaje bardzo dobra, choć zgodnie z prognozami rynkowymi osiągnięty został właśnie szczyt obecnego cyklu koniunkturalnego. Według szybkiego szacunku GUS w II kw. 2018 roku produkt krajowy brutto naszego kraju był realnie wyższy rdr o 5,1% wobec wzrostu o 4% w analogicznym okresie 2017 roku oraz wobec wzrostu o 5,2% w poprzednim kwartale. Motorem napędowym polskiej gospodarki pozostaje popyt konsumpcyjny, wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i niski poziom bezrobocia, rosnące płace, bardzo dobre nastroje konsumentów, a także umiarkowaną dynamikę cen konsumpcyjnych czy wypłaty z programu Rodzina 500 plus.

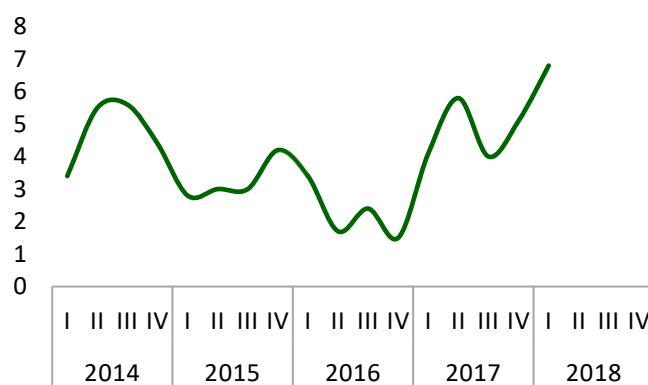
W I kw. 2018 roku popyt krajowy wzrósł rdr o 6,8%, podczas gdy eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB, do czego przyczyniło się większe spowolnienie eksportu (spadek dynamiki do 1,1% wobec 8,2% w IV kw. i 11,2% w I kw. 2017 roku) niż importu (spadek do 3,5% wobec odpowiednio 8,9% i 11,1%). Spożycie prywatne wzrosło przy tym o 4,8% rdr wobec 5% rdr w IV kw. i 4,5% rdr w I kw. poprzedniego roku. Jednocześnie zauważalne jest przyspieszenie wzrostu inwestycji, których dynamika w I kw. 2018 roku wyniosła 8,1% rdr, choć po słabszych poprzednich okresach oczekiwać można było jeszcze większej poprawy, a podkreślić też trzeba, że głównym źródłem tego wzrostu nadal pozostają inwestycje publiczne współfinansowane ze środków unijnych.

W lipcu br. wzrost wynagrodzeń nieco spowolnił i wyniósł 7,2% w ujęciu rok do roku wobec wzrostu o 7,5% w czerwcu. Dynamika przyrostu zatrudnienia wyniosła natomiast 3,5% rdr wobec 3,7% rdr miesiąc wcześniej. Wartości bieżącego wskaźnika ufności konsumentckiej (BWUK) i wyprzedzającego wskaźnika ufności konsumentckiej (WWUK) wciąż kształtują się na poziomach bliskich historycznych maksimów – w lipcu br. wynosiły one odpowiednio 5,2 i 2,4 – choć w porównaniu do poprzedniego miesiąca odnotowano pogorszenie obecnych i przyszłych nastrojów konsumentckich, tj. odpowiednio o 0,9 p.p. i 1,6 p.p. Jak pokazują dane GUS, ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w lipcu 2018 r. o 2% rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny spadły o 0,2%.

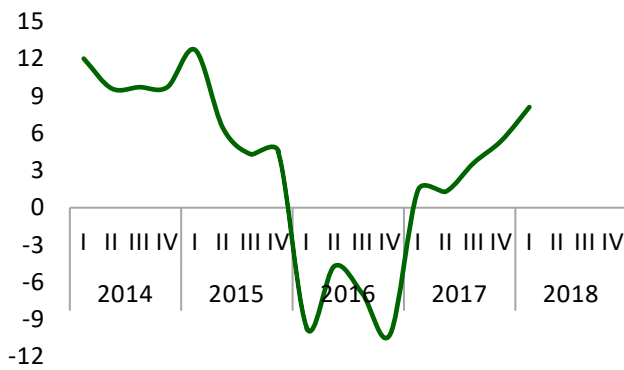
PKB rdr (%)



Popyt wewnętrzny rdr (%)



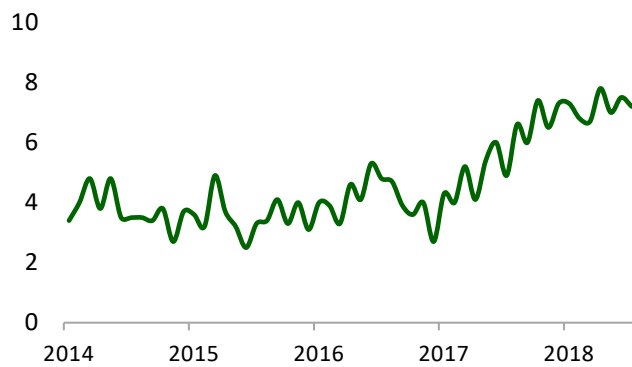
Inwestycje rdr (%)



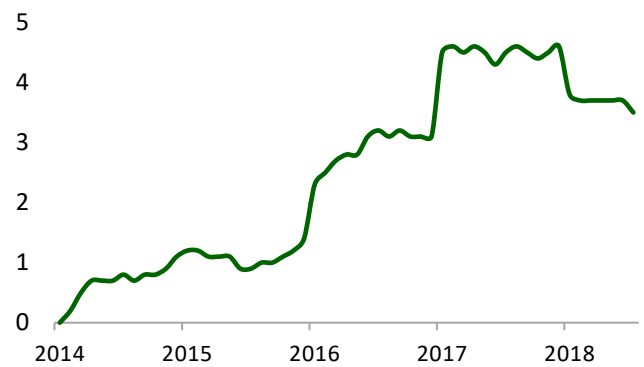
Inflacja CPI rdr (%)



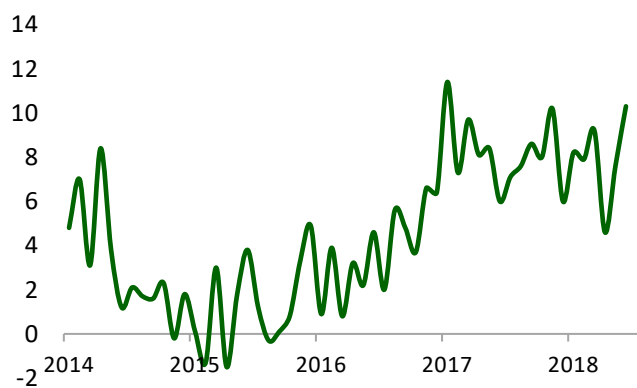
Dynamika wynagrodzeń rdr (%)



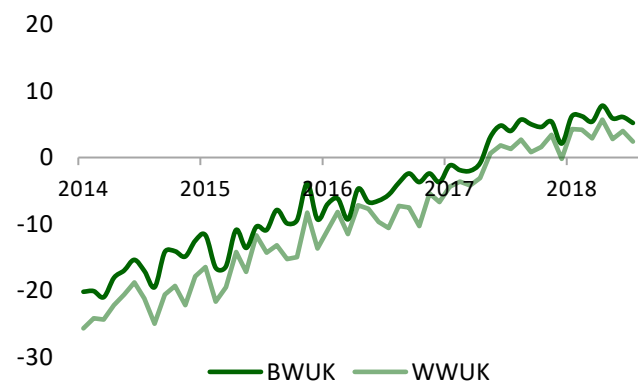
Zatrudnienie rdr (%)



Sprzedaż detaliczna rdr (%)



Wskaźniki ufności konsumenckiej



Według najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie *Raport o inflacji – lipiec 2018 r.*, prognoza wzrostu PKB na 2018 rok została podniesiona z 4,2% rdr do 4,6% rdr, do czego przyczynił się wyższy od oczekiwań odczyt tej kategorii za I kw. 2018 roku. W 2019 roku dynamika ma natomiast wyhamować i wynieść 3,8% rdr, a w 2020 roku 3,5% rdr.

Jednocześnie centralna ścieżka projekcji na lata 2018-2020 dla pozostałych wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne przy wzroście rdr o 4,4% w 2018 roku, 4% w 2019 roku i 3,6% w 2020 roku;
- w kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe obniży się, tj. z 8,4% w 2018 roku do 6,7% w 2019 roku i 4,7% w 2020 roku;
- wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji wzrośnie i w latach 2019-2020 będzie na poziomie powyżej 2,5% (odpowiednio 2,7% i 2,9%) wobec 1,8% w 2018 roku;
- wynagrodzenia wzrosną o odpowiednio 6,9%, 7,0% i 6,8% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) spadnie do odpowiednio 3,6%, 3,4% i 3,3%.

Rynek Facility Management

Termin Facility Management jest rozumiany i definiowany na wiele różnych sposobów. Dla przykładu, jak podaje na swojej stronie internetowej Polska Rada Facility Management², jest to „profesja obejmująca wiele dyscyplin dla zapewnienia funkcjonalności środowiska zbudowanego, poprzez integrację ludzi, miejsca, procesów i technologii”. Według międzynarodowego stowarzyszenia IFMA³ Facility Management to „profesja obejmująca wiele dyscyplin w celu zapewnienia funkcjonalności obiektu poprzez integrację ludzi, miejsc, procesów i technologii”. W opublikowanej w kwietniu 2017 roku normie ISO 41011:2017 dodatkowo znalazło się natomiast sformułowanie wskazujące, że celem takiego procesu jest poprawa jakości życia ludzi i efektywności podstawowej działalności organizacji.

W praktyce do kategorii usług Facility Management bywają zaliczane takie działania jak np.: utrzymanie techniczne budynków i urządzeń, ochrona, sprzątanie i zarządzanie odpadami, catering, serwis IT, zarządzanie zużyciem mediów, logistyka, rebranding, organizacja i ergonomia miejsc pracy, usługi „corporate wellness”, bezpieczeństwo i higiena pracy, obsługa recepcji czy wsparcie zarządzania i administracja budynkiem.

Rynek usług Facility Management podzielić można przy tym na dwa segmenty: Infrastrukturalny i Ekonomiczny Facility Management (inaczej „miękki”), w zakres którego wchodzi np. takie usługi jak sprzątanie czy ochrona, a także na Techniczny Facility Management (inaczej „twardy”), tożsamy z usługami zarządzania nieruchomościami – tzw. Property Management. To właśnie w tym drugim segmencie specjalizuje się Grupa Sescom.

Szacunki dotyczące wielkości globalnego rynku Facility Management również dość znacznie różnią się między sobą. Wspólną ich cechą jest jednak fakt, że na najbliższe lata spodziewany jest jego szybki wzrost, przekraczający 10%. Według danych podawanych na stronie internetowej organizacji Global FM⁴ do 2023 roku wartość rynku Facility Management ma sięgnąć 79 mld dolarów przy średniorocznym tempie wzrostu równym 15%. Prognozy firmy MarketsandMarkets⁵ wskazują, że w 2018 roku będzie to 34,65 mld dolarów, a do 2023 rynek urośnie do 59,33 mld dolarów przy średniorocznym tempie wzrostu równym 11,4%. Market Research Future⁶ szacuje, że do 2022 roku wartość rynku

² www.prfm.pl/facility-management.

³ www.ifma.org/about/what-is-facility-management.

⁴ www.globalfm.org/facility-management-market-industry-analysis-forecast-2017-2023.

⁵ www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/facilities-management-market-1030.html.

⁶ www.marketresearchfuture.com/reports/facility-management-market-2274.

wyniesie około 60 mld dolarów przy średniorocznym tempie wzrostu przekraczającym 13%, natomiast według raportu Data Bridge⁷ w 2018 roku ma to być 34,61 mld dolarów, a średnioroczne tempo wzrostu do 2025 roku sięgnie 11,1%.

Wśród czynników, które mają wpływać na szybki wzrost całego rynku Facility Management w najbliższych latach wymienia się między innymi przyjmowanie rozwiązań opartych na chmurze, zmiany w kulturze pracy oraz strukturze organizacyjnej i zarządzaniu, a także wprowadzanie nowych, innowacyjnych rozwiązań, rozwój internetu rzeczy (IoT) i większą automatyzację budynków. Ponadto wpływ na to mogą mieć rosnące potrzeby zaspokajania wymogów środowiskowych i regulacyjnych, jak również zwiększająca się liczba nieruchomości komercyjnych i rosnący trend outsourcingu usług utrzymania obiektów.

Sama Grupa Sescom także zwraca uwagę na korzystny dla Spółki trend rosnącego stopnia zaawansowania technicznego instalacji budynkowych (nowoczesne systemy oświetlenia, ogrzewania i klimatyzacji, wspierane zaawansowanymi technologicznie systemami sterowania wymagają prac serwisowych o większej wartości), a także na postępującą digitalizację obiektów, co oznacza montowanie w nich urządzeń audio-video oraz innego wyposażenia technicznego, jak np. ekrany, stoły multimedialne czy wirtualne lustra i przymierzalnie w salonach odzieżowych (Grupa Sescom oferuje dobór, konfigurację, integrację, montaż, serwis, dbałość o efektywność energetyczną oraz utylizację po okresie użytkowania takich systemów).

Dodatkowo firmy działające na rynku Facility Management, w tym Sescom, przewidują dalszy proces umiędzynarodowienia kontraktów, czemu sprzyjać ma między innymi presja na obniżenie kosztów czy potrzeba uproszczenia i standaryzacji usług. Dla Grupy Sescom taki trend wydaje się być korzystny ze względu na fakt obsługiwania głównie dużych sieci handlowych, działających w wielu krajach, przez co sprawdzone rozwiązania na rynku polskim łatwiej przenieść za granicę.

Szukając podmiotów konkurencyjnych dla Grupy Sescom, należy zwrócić uwagę na dosyć duże rozdrobnienie polskiego rynku usług Facility Management. Działają na nim zarówno firmy będące częścią globalnych grup kapitałowych (np. ISS Facility Services, Sodexo Polska, Vinci Facilities Polska, Johnson Controls, Jones Lang LaSalle, ENGIE Services, STRABAG Property and Facility Services, Leadece, Atalian Poland, Apleona HSG, Ventana, BK Group, Emalec), duże spółki ogólnopolskie (np. Impel Facility Services, FBSerwis), a także wiele drobnych firm lokalnych.

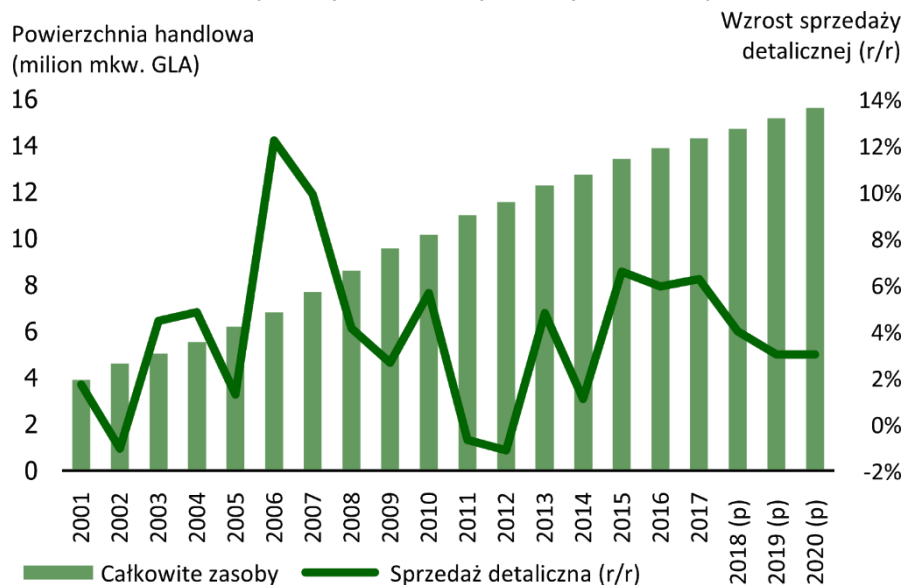
Rynek powierzchni handlowych

Bardzo dobra sytuacja w krajowej gospodarce, w tym m.in. systematycznie zwiększająca się sprzedaż detaliczna i rosnąca siła nabywcza konsumentów, w dalszym ciągu sprzyja rynkowi nieruchomości komercyjnych, choć zmiany prawne wprowadzone w 2018 roku (zakaz handlu w niedziele, minimalny podatek dochodowy od nieruchomości komercyjnych) mogą powodować większą niepewność wśród inwestorów i najemców, wpływając negatywnie na jego atrakcyjność. Jak oszacowała firma Cresa⁸, na koniec ubiegłego roku całkowite zasoby nowoczesnych powierzchni handlowych w Polsce wynosiły 14,3 mln m² (analiza dotyczy obiektów powyżej 5.000 m² powierzchni najmu, wybudowanych lub zmodernizowanych po 1990 roku), na co składało się 771 obiektów handlowych, w tym: 424 centra handlowe o łącznej powierzchni sięgającej blisko 10,5 mln m², 69 parków handlowych o łącznej powierzchni powyżej 1 mln m², 14 centrów wyprzedażowych o łącznej powierzchni 0,24 mln m² oraz 264 magazyny wolnostojące o sumarycznej powierzchni przekraczającej 2,5 mln m². Całkowita podaż nowej powierzchni handlowej dostarczonej na rynek wyniosła w 2017 roku 426 tys. m². Składało się na to 19 nowych obiektów handlowych o łącznej powierzchni 381 tys. m², w tym 9 centrów handlowych, 7 wolnostojących magazynów handlowych oraz 3 parki handlowe, a także zakończone rozbudowy 9 istniejących obiektów, co stanowiło dodatkowe 45 tys. m².

⁷ <https://databridgemarketresearch.com/reports/global-facility-management-market>.

⁸ Cresa Polska, *Retail Space Tracker. Podsumowanie rynku handlowego w 2017 r.*, styczeń 2018.

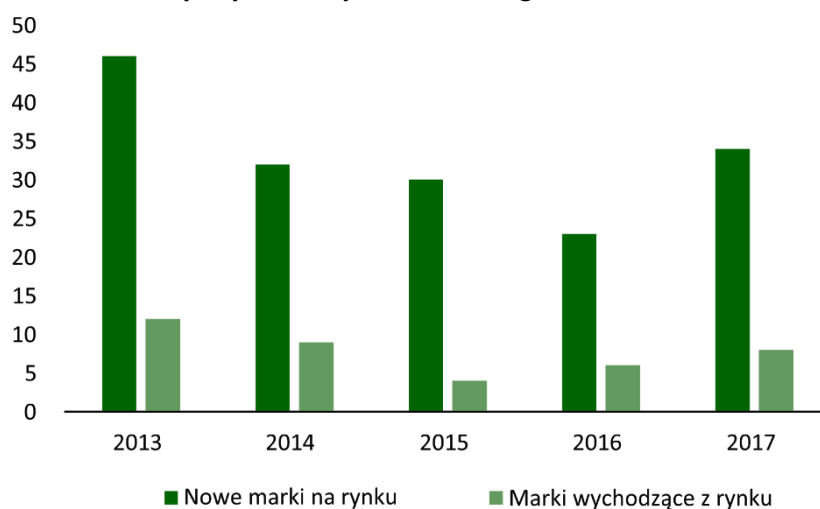
Rysunek 7.: Podaż powierzchni handlowej i tempo wzrostu sprzedaży detalicznej



Źródło: Cresa Polska, Retail Space Tracker. Podsumowanie rynku handlowego w 2017 r.

W 2017 roku popyt na nowoczesne powierzchnie handlowe utrzymywał się na wysokim poziomie i był generowany głównie przez sieci modowe i restauracyjne. Jak podaje Cushman & Wakefield⁹, na rynku pojawiły się 34 nowe marki, w tym między innymi: Newbie, Hamleys, BeFree, Zarina, Love Republic, Sfera, WrapMe!, Blue Frog, a także działające do tej pory jedynie w kanale internetowym e-obuwie i iPerfumy. Jednocześnie z rynku zniknęło kilka dużych marek, takich jak np.: Praktiker, Marks & Spencer, Stenders czy Springfield.

Rysunek 8.: Nowe marki oraz marki wycofywane z rynku handlowego



Źródło: Cushman & Wakefield, Marketbeat: Rynek handlowy w Polsce. Podsumowanie 2017 roku.

⁹ Cushman & Wakefield, Marketbeat: Rynek handlowy w Polsce. Podsumowanie 2017 roku.

Wychodząc poza Polskę, zauważyć można spowolnienie tempa rozwoju powierzchni centrów handlowych. Jak wynika z danych firmy Cushman & Wakefield¹⁰, w 2017 roku w całej Europie oddano do użytku 3,8 mln m² nowej powierzchni, tj. o 23% mniej w porównaniu z rokiem poprzednim. Rozpatrując poszczególne kraje, zmniejszenie aktywności deweloperskiej jest dużo bardziej widoczne w Europie Zachodniej niż w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – we Francji, Wielkiej Brytanii i Niemczech w porównaniu do 2016 roku spadki wyniosły odpowiednio 28%, 23% i 82%. Na początku 2018 roku łączne zasoby powierzchni w centrach handlowych w Europie wynosiły 166,5 mln m², z czego 109,7 mln m² przypadało na Europę Zachodnią, a 56,8 mln m² na Europę Środkowo-Wschodnią. Pod względem nowej podaży w 2017 roku na pierwszym miejscu znalazła się Turcja, gdzie oddano do użytku 1,1 mln m² powierzchni, a na kolejnym Rosja z 0,6 mln m² nowej powierzchni.

Wśród przyczyn spowolnienia europejskiego rynku firma Cushman & Wakefield wymienia między innymi ekspansję sektora e-commerce, zmieniające się zachowania i oczekiwania konsumentów, postęp technologiczny oraz rosnącą podaż. Jednocześnie jej eksperci wskazują, że dominującym trendem na rynku w kolejnych latach będzie poprawa jakości powierzchni oraz placemaking – łączenie funkcji handlowych, rekreacyjnych i rozrywkowych, co pozwoli na zwiększenie odwiedzalności i przyciąganie klientów oraz wydłużenie ich czasu pobytu w galeriach handlowych. Ponadto prognozy na najbliższe lata wskazują, że w dalszym ciągu więcej nowej powierzchni handlowej powstawać będzie w Europie Środkowo-Wschodniej niż w Europie Zachodniej.

¹⁰ Cushman & Wakefield, *European Shopping Centres: The Development Story*, maj 2018.

Analiza historycznych wyników finansowych

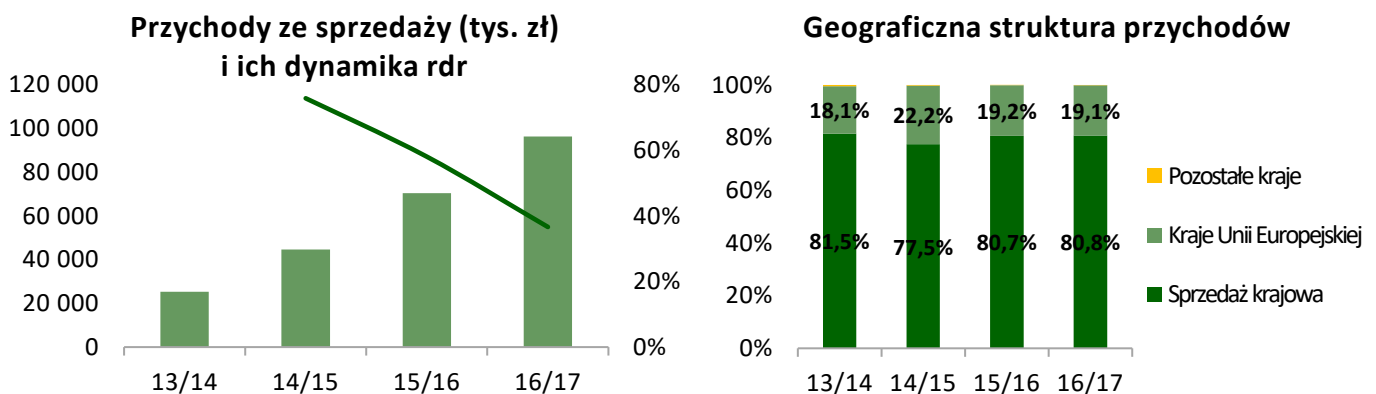
Przychody i koszty

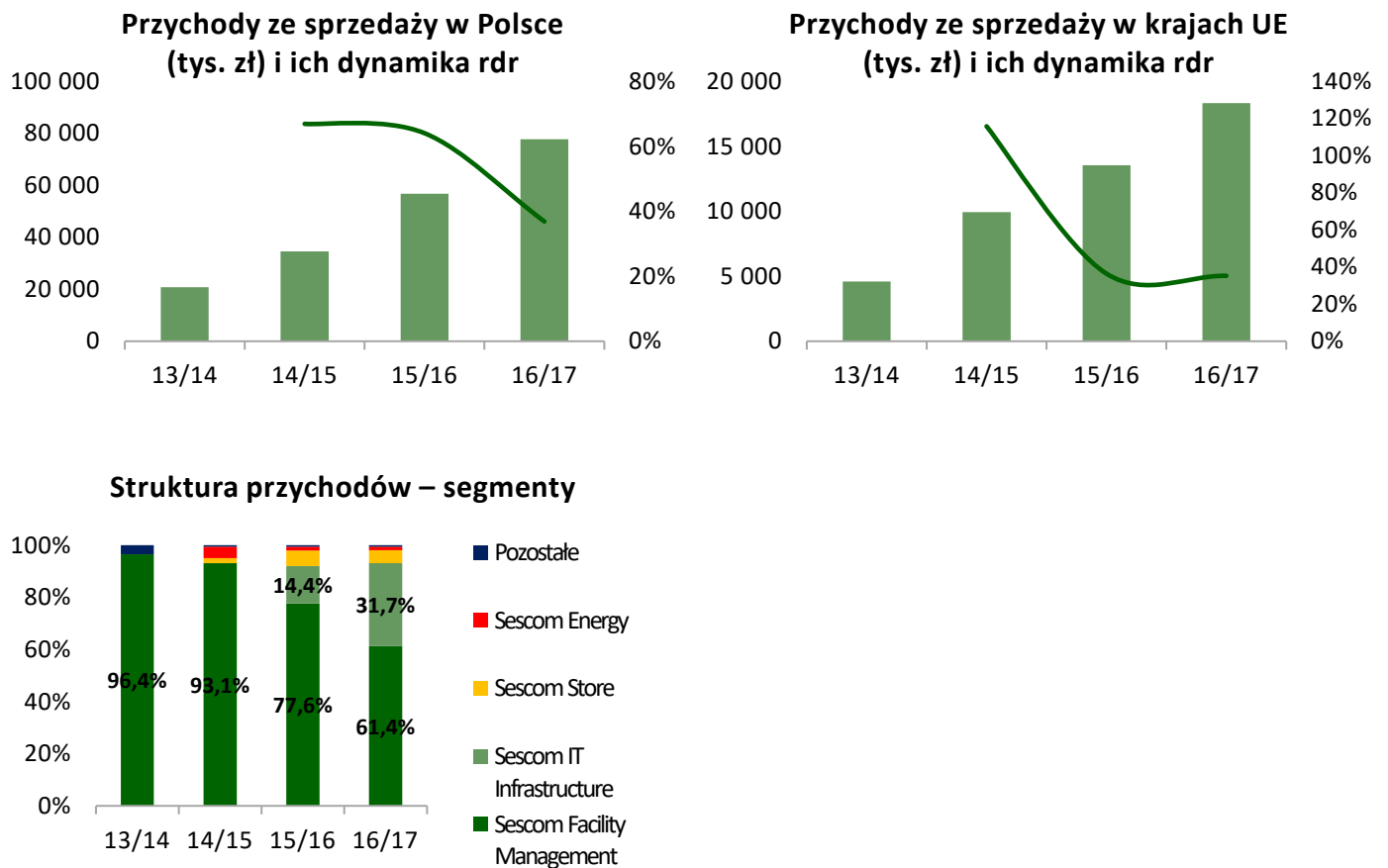
Grupa Sescom może pochwalić się dynamicznym rozwojem na przestrzeni ostatnich lat. Przychody ze sprzedaży Emitenta zwiększyły się z 25,3 mln zł w roku obrotowym 2013/2014 do 96,2 mln zł w roku obrotowym 2016/2017. Oznacza to, że na przestrzeni 3 lat Grupie udało się niemal czterokrotnie zwiększyć obroty, a średni roczny wzrost przychodów (CAGR) wyniósł 56%. Taki wynik z jednej strony był efektem rozwoju organicznego i poszerzania oferty, a z drugiej przeprowadzanych akwizycji.

Jeszcze w roku obrotowym 2013/2014 Sescom funkcjonował jako pojedyncza firma Sescom S.A., zajmując się głównie Technicznym Facility Management. Dynamiczny wzrost przychodów w roku obrotowym 2014/2015, tj. o 75,8% rdr, z jednej strony wynikał z pozyskania klientów w postaci sieci hipermarketów, a z drugiej powołania spółek zależnych i poszerzenia zakresu świadczonych usług (wtedy też powstała Grupa Kapitałowa Sescom). W kwietniu 2014 roku powołano Sescom GmbH (obecnie obsługuje rynki Niemiec, Szwajcarii i Holandii), a w październiku i listopadzie 2014 roku SESTORE Sp. z o.o. (działalność remontowa) i SDC Sp. z o.o. (segment Sescom Energy). W kolejnych latach kontynuowano działania mające na celu dalszą ekspansję zagraniczną oraz rozwój oferty, a także dokonano przejęcia zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG (w III kw. roku obrotowego 2015/2016), co pozwoliło na rozwinięcie segmentu Sescom IT Infrastructure, choć dynamika wzrostu przychodów malała, w dużej mierze ze względu na efekt rosnącej bazy. Pomimo tego, w roku obrotowym 2016/2017 Emitentowi udało się zwiększyć przychody o 36,6% rdr.

Na przestrzeni ostatnich lat struktura geograficzna przychodów Grupy Sescom pozostaje stabilna. Około 80% obrotów stanowi sprzedaż krajowa, a za około 19% przychodów odpowiadają kraje Unii Europejskiej. Mały ułamek, poniżej 1%, generuje również sprzedaż do innych krajów Europy. W perspektywie kolejnych lat struktura ta może ulec większej zmianie, ponieważ strategia Grupy zakłada dalszą ekspansję zagraniczną, w tym wyjście poza Europę.

Analizując strukturę przychodów pod względem segmentów operacyjnych widać, że wciąż za ponad połowę obrotów odpowiadają usługi Facility Management – 61,4% przychodów na koniec roku obrotowego 2016/2017. Emitent szybko rozwinął segment IT Infrastructure dzięki dokonanej akwizycji zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG, przez co udział tego segmentu w obrotach sięgnął w tym samym okresie 31,7%. Jednocześnie należy oczekiwać, że w kolejnych latach ta struktura będzie w dalszym ciągu ulegać zmianie wraz z wprowadzaniem do oferty kolejnych usług. Segment Sescom Intelligence nie generuje jeszcze przychodów, a segment Sescom Digital pierwsze przychody odnotował dopiero w roku obrotowym 2017/2018. Dodatkowo Emitent jest w trakcie negocjacji kolejnej akwizycji – Dozór Techniczny Spółka jawna R. Rzeźniak & K. Pietrulewicz, co pozwoli poszerzyć zakres usług o serwis wózków widłowych i podnośników.





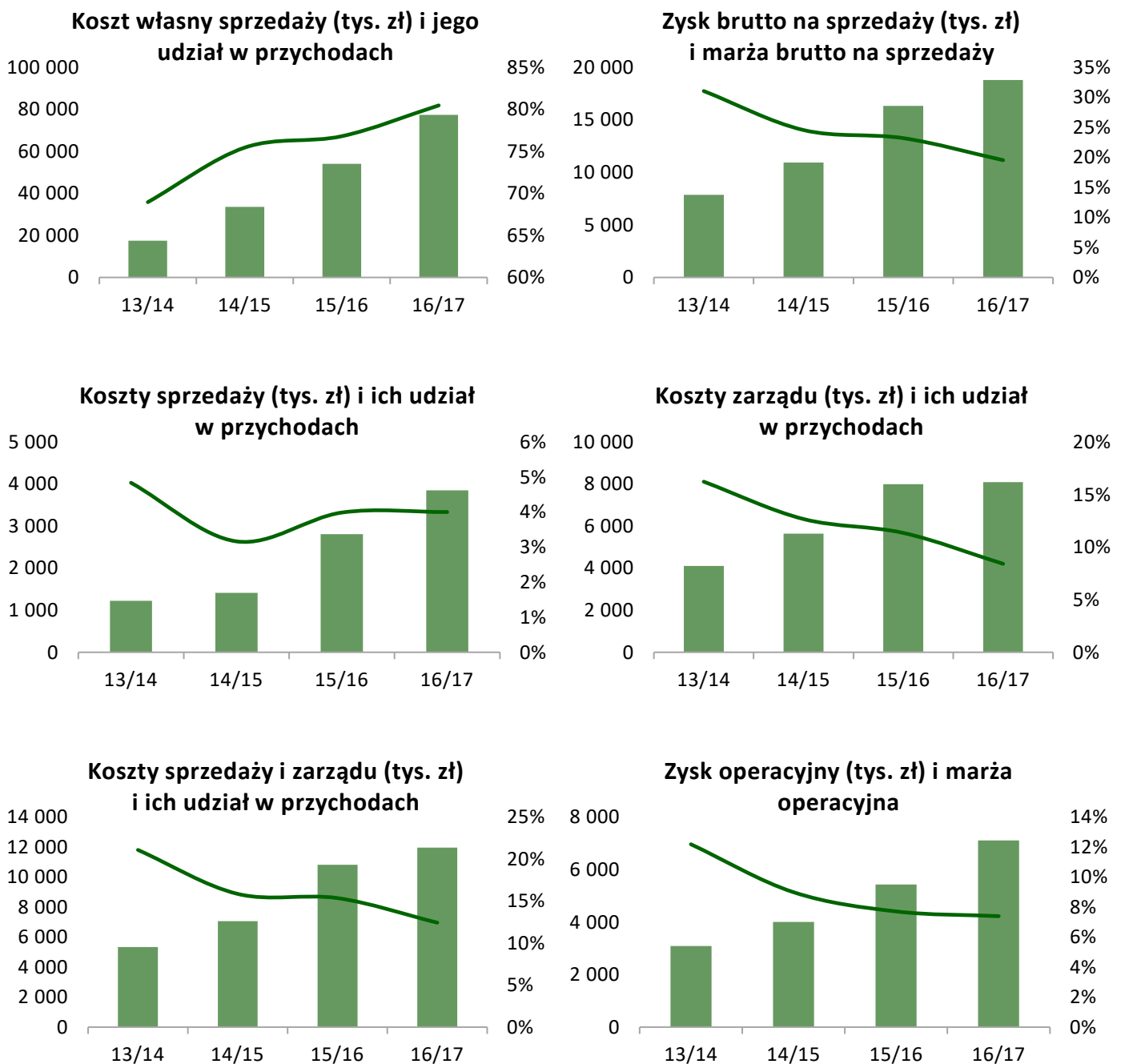
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Rozwój oferty produktowej i zmiana struktury sprzedaży spowodowała spadek rentowności Grupy Sescom. Główny wpływ na niższy poziom marży miało zwiększenie sprzedaży towarów i materiałów po przejęciu zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG. Jak poinformował Emitent w prospekcie emisyjnym, średni poziom marży brutto na sprzedaży dla świadczonych usług to 22%, podczas gdy realizowana marża na sprzedaży towarów i materiałów to około 12%. Dane te mają potwierdzenie w sprawozdaniach Grupy Sescom – w latach obrotowych 2014/2015 i 2015/2016 poziom pierwszej marży wyniósł odpowiednio 24,5% i 23,2%, podczas gdy w okresie 2016/2017 spadł do 19,5%. Pomimo spadku marży Grupa systematycznie zwiększa zysk brutto na sprzedaży w ujęciu nominalnym. Ten w roku obrotowym 2016/2017 sięgnął 18,8 mln zł wobec 16,3 mln zł rok wcześniej (+15%) oraz wobec 10,9 mln zł dwa lata wcześniej (+71,8%). W kolejnych okresach można oczekiwać, że poziom marży będzie dalej ulegał zmianom w zależności od struktury sprzedaży oraz rentowności nowych usług w ofercie Grupy.

Ponadto Emitent odczuwa presję na wzrost płac na rynku, co z jednej strony powoduje rosnące koszty wynagrodzeń, a z drugiej strony wpływa na rozliczenia z partnerskimi punktami serwisowymi (umowy B2B), stanowiące koszt usług obcych dla Grupy Sescom – wzrost kosztów wynagrodzeń u podwykonawców powoduje presję na podwyższenie cen świadczonych przez nich usług. Jednocześnie warto jednak odnotować stabilny udział kosztów sprzedaży w relacji do przychodów – około 4% w ostatnich latach, a także malejący udział kosztów zarządu – z poziomu 16,2% w roku obrotowym 2013/2014 do 8,4% w roku obrotowym 2016/2017. Łącznie udział kosztów SG&A w przychodach spadł w analogicznym okresie z 21,1% do 12,4%.

Marża zysku operacyjnego również notowała spadek w ostatnich latach. Jeszcze w roku obrotowym 2013/2014 wynosiła 12,2%, podczas gdy w roku obrotowym 2016/2017 było to 7,4%. Nominalnie jednak zysk operacyjny regularnie rośnie, a na koniec roku obrotowego 2016/2017 wyniósł 7,1 mln zł wobec 5,4 mln zł przed rokiem (+31%) oraz wobec 4 mln zł dwa lata wcześniej (+77,6%).

Poza opisywanymi powyżej zdarzeniami i czynnikami, które oddziaływały na poziom zysków i uzyskiwanych rentowności, Emitent tłumaczył, że istotny wpływ na wyniki w ostatnich latach miały koszty związane z powiększaniem Grupy Kapitałowej – zarówno koszty związane z integracją nowo powołanych jednostek zależnych, jak i dostosowanie oraz integracja przejętej zorganizowanej części przedsiębiorstwa. Zdaniem Zarządu Emitenta podjęte działania miały na celu zwiększenie efektywności oraz rentowności działalności, co powinno mieć odzwierciedlenie w kolejnych okresach.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

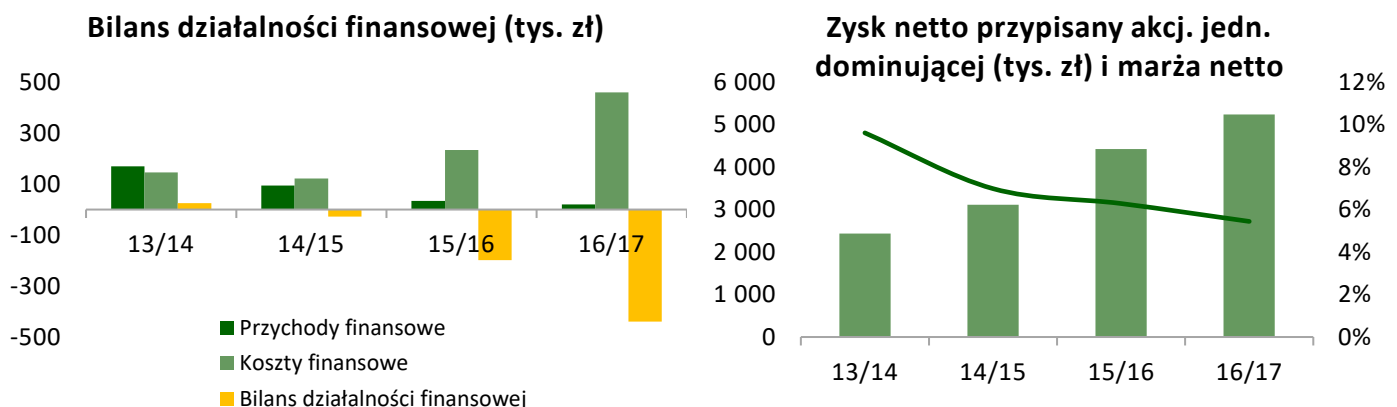
W latach 2013/2014 oraz 2014/2015 działalność finansowa nie wpływała istotnie na wyniki finansowe, a przychody i koszty finansowe bilansowały się wzajemnie. Istotny wzrost kosztów finansowych pojawił się w kolejnych latach, co miało związek z przeprowadzoną akwizycją, która była finansowana kapitałem zewnętrznym. W efekcie koszty finansowe w roku obrotowym 2015/2016 wyniosły 233 tys. zł, a rok później zwiększyły się do 460 tys. zł, podczas gdy w tym samym okresie przychody finansowe były bliskie zeru. Grupa nie wyklucza następnych akwizycji (w tym w najbliższym czasie ma zostać przejęta firma Dozór Techniczny Spółka jawna R. Rzeźniak & K. Pietrulewicz), więc w kolejnych okresach koszty finansowe dodatkowo mogą wzrosnąć, choć warto także pamiętać o upoważnieniu do emisji do 1 mln akcji, z którego skorzystać może Zarząd do końca marca 2021 roku.

W roku obrotowym 2016/2017 Grupa Sescom osiągnęła 5,2 mln zł zysku netto przypadającego akcjonariuszom jednostki dominującej. W ostatnich 4 latach obrotowych zysk systematycznie rósł w ujęciu nominalnym, a średnioroczna dynamika wzrostu (CAGR) sięgnęła 29,1%. Rentowność netto natomiast malała, z 9,6% w roku obrotowym 2013/2014 do 5,4% w roku obrotowym 2016/2017. Główne powody spadku rentowności zostały przedstawione powyżej w tym rozdziale. Jednocześnie zwracamy uwagę na fakt, że efektywna stopa podatkowa Grupy Sescom w poprzednich okresach była zazwyczaj wyższa niż standardowa stawka podatkowa w Polsce, czyli 19% – wyjątkiem był jedynie rok obrotowy 2015/2016, co związane było z przejęciem ZCP Cube.ITG (w wyniku transakcji powstały koszty podatkowe, które nie zostały sklasyfikowane jako koszty księgowe).

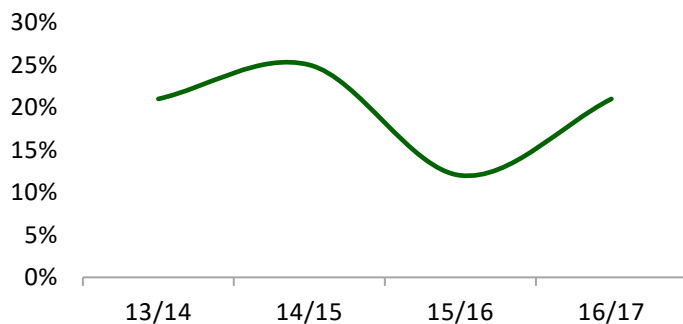
W wynikach finansowych Grupy Sescom uwagę zwracają relatywnie niskie przepływy z działalności operacyjnej, a przy tym niska konwersja zysków na gotówkę. Pomimo że Emitent pokazywał zyski liczone w milionach, to przepływy operacyjne liczone były raczej w setkach tysięcy złotych. Dopiero w roku obrotowym 2016/2017 przepływy operacyjne sięgnęły blisko 2 mln zł, jednak było to niewiele w porównaniu do zysku EBITDA, który w tym samym okresie wyniósł 8,8 mln zł (konwersja na poziomie 22,6%). Za niskim stanem przepływów pieniężnych stały głównie zmiany w kapitale obrotowym netto, w tym przede wszystkim dość mocno rosnące należności, które rokrocznie zwiększały się o około 6 mln zł, przy rosnących w wyrażeniu wolniejszym tempie zobowiązaniach z tytułu dostaw i usług, tj. o około 3-4 mln zł rocznie. Dodatkowo w roku obrotowym 2015/2016, przede wszystkim ze względu na przejęcie w tym okresie zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG, istotnie zwiększył się stan zapasów Grupy, tj. z poziomu 0,8 mln zł do 3 mln zł.

Jak informuje Zarząd Sescom, Spółka podejmuje działania, mające na celu zahamowanie skali wzrostu należności (m.in. powołanie 1-2 osobowego działu monitoringu należności). Skuteczne działania na tym polu powinny przełożyć się na mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto, skrócenie cyklu rotacji należności, a w końcu na poprawę konwersji zysków na gotówkę.

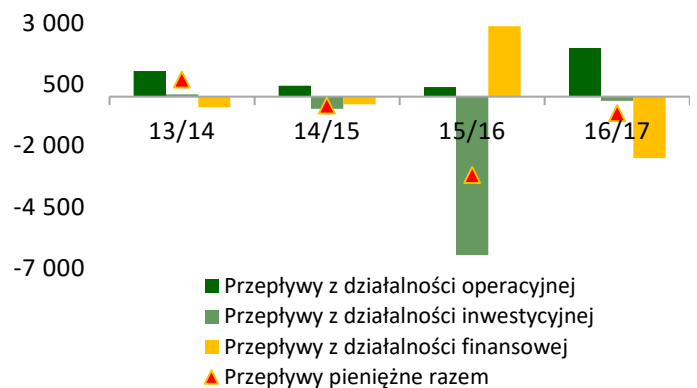
Niskie przepływy operacyjne w połączeniu z przeprowadzoną w 2016 roku akwizycją spowodowały, że w ostatnich trzech latach suma przepływów pieniężnych Grupy Sescom pozostawała ujemna i wyniosła odpowiednio 679 tys. zł w roku obrotowym 2016/2017, 3,2 mln zł w okresie 2015/2016 oraz 371 tys. zł w okresie 2014/2015.



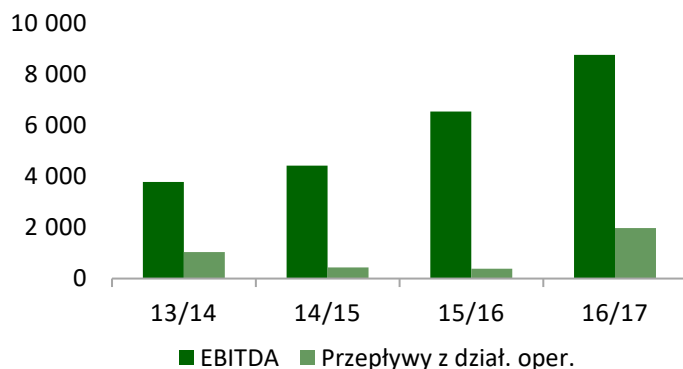
Efektywna stopa podatkowa



Przepływy pieniężne (tys. zł)



Konwersja zysków na gotówkę (tys. zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Przeważającą część majątku Grupy stanowią aktywa obrotowe – 33,9 mln zł, 73,4% wszystkich aktywów na koniec roku obrotowego 2016/2017, w tym należności z tytułu dostaw i usług – odpowiednio 18,6 mln zł i 40,3%. Wzrost należności jest powiązany ze wzrostem generowanych przychodów przez Grupę. W ostatnich latach można również zauważyć wzrost zapasów – w roku obrotowym 2015/2016 i 2016/2017 odpowiednio do 3,1 mln zł, 7,7% majątku oraz 2,7 mln zł, 5,7%, co ma związek z dokonaną akwizycją i zwiększeniem udziału towarów i materiałów w strukturze sprzedaży. Można również zauważyć istotny spadek gotówki, zarówno nominalnie, jak i w udziale w strukturze, co jest efektem z jednej strony dokonywanych inwestycji, a z drugiej relatywnie niskich przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Na koniec roku obrotowego 2016/2017 Grupa posiadała 3,4 mln zł, co odpowiadało za 7,4% sumy bilansowej.

W aktywach trwałych dominuje wartość firmy, która istotnie wzrosła po przejęciu zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG, tj. z kwoty 1,7 mln zł do 8,5 mln zł (wartość firmy wynikająca z nabycia ZCP Cube.ITG wyniosła blisko 6,8 mln zł). Na koniec roku obrotowego 2016/2017 odpowiadała ona za 18,4% całego majątku Grupy. Łącznie aktywa trwałe na koniec powyższego okresu wyniosły 12,3 mln zł i stanowiły 26,6% sumy bilansowej.

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

(tys. zł)	30.09.14	30.09.15	30.09.16	30.09.17
Aktywa trwałe	2 538	4 967	13 325	12 304
	14,1%	18,6%	33,3%	26,6%
Rzeczowe aktywa trwałe	578	1 058	2 215	1 860
	3,2%	4,0%	5,5%	4,0%
Wartość firmy	1 743	1 743	8 508	8 508
	9,6%	6,5%	21,3%	18,4%
Pozostałe aktywa niematerialne	12	1 245	996	521
	0,1%	4,7%	2,5%	1,1%
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	30	208	535	565
	0,2%	0,8%	1,3%	1,2%
Aktywa obrotowe	15 525	21 719	26 659	33 905
	85,9%	81,4%	66,7%	73,4%
Zapasy	284	848	3 076	2 651
	1,6%	3,2%	7,7%	5,7%
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	6 297	12 843	18 215	24 285
	34,9%	48,1%	45,6%	52,6%
- w tym należności z tytułu dostaw i usług	5 668	12 103	14 470	18 611
	31,4%	45,4%	36,2%	40,3%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7 654	7 283	4 094	3 414
	42,4%	27,3%	10,2%	7,4%
Kapitały przypisane akcjonariuszom podm. dom.	14 030	17 181	21 631	26 868
	77,7%	64,4%	54,1%	58,1%
Kapitał akcyjny	2 100	2 100	2 100	2 100
	11,6%	7,9%	5,3%	4,5%
Pozostałe kapitały i zyski zatrzymane	11 930	15 081	19 531	24 768
	66,0%	56,5%	48,8%	53,6%
Zobowiązania długoterminowe	179	527	1 289	2 221
	1,0%	2,0%	3,2%	4,8%
Kredyty i pożyczki	88	77	0	963
	0,5%	0,3%	0,0%	2,1%
Pozostałe zobowiązania finansowe	55	395	1 022	895
	0,3%	1,5%	2,6%	1,9%
Rezerwa na podatek odroczonego	35	55	267	363
	0,2%	0,2%	0,7%	0,8%
Zobowiązania krótkoterminowe	3 678	8 051	16 003	16 013
	20,4%	30,2%	40,0%	34,7%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	3 132	7 355	11 847	14 380
	17,3%	27,6%	29,6%	31,1%
- w tym zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2 539	6 324	9 478	11 770
	14,1%	23,7%	23,7%	25,5%
Kredyty i pożyczki	38	0	3 327	642
	0,2%	0,0%	8,3%	1,4%
Pozostałe zobowiązania finansowe	202	189	496	663
	1,1%	0,7%	1,2%	1,4%
Bieżące zobowiązania podatkowe	175	505	5	227
	1,0%	1,9%	0,0%	0,5%
Rozliczenia międzyokresowe bierne	176	926	1 061	1 107
	1,0%	3,5%	2,7%	2,4%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	18 063	26 686	39 985	46 209

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Grupa Sescom finansuje swoją działalność w większości kapitałem własnym. Można jednak zauważyć spadek jego udziału w strukturze finansowania na przełomie ostatnich lat. Na koniec roku obrotowego 2013/2014 udział kapitału własnego w sumie bilansowej wynosił 77,7%, a na koniec roku obrotowego 2016/2017 spadł do 58,1%. Pomimo tego nominalnie wartość kapitału własnego zwiększyła się w tym okresie z 14 mln zł do 26,9 mln zł.

Spadek kapitałów własnych w strukturze finansowania wynikał ze zwiększenia zobowiązań handlowych, większego wykorzystania leasingu finansowego, a także z zaciągniętych kredytów – głównie na przeprowadzoną akwizycję. Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zwiększyły się w analizowanym okresie z 3,1 mln zł, 17,3% sumy bilansowej, do 14,4 mln zł, 31,1% sumy bilansowej. Z kolei kredyty i pożyczki miały największy udział na koniec roku obrotowego 2015/2016 – 8,3% sumy bilansowej, jednak spłata części długu spowodowała ich spadek do 3,5% na koniec roku obrotowego 2016/2017. Łącznie oprocentowane zadłużenie na koniec badanego okresu, razem z pozostałymi zobowiązaniami finansowymi, na które w większości składają się leasingi przejęte wraz z nabyciem zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG, wyniosło 3,2 mln zł i stanowiło 6,8% sumy bilansowej. Z kolei dług netto był na koniec roku obrotowego 2015/2016 ujemny - środki pieniężne przewyższały stan oprocentowanego długu o około 0,3 mln zł.

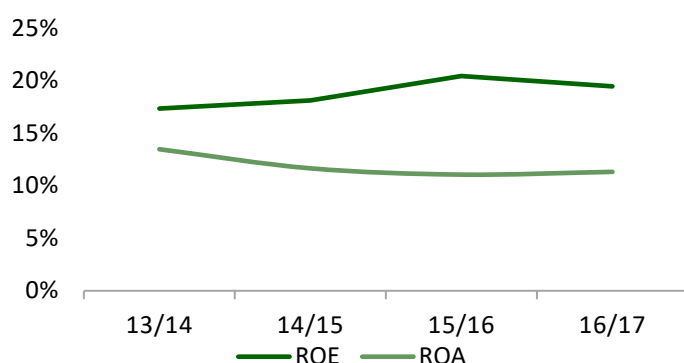
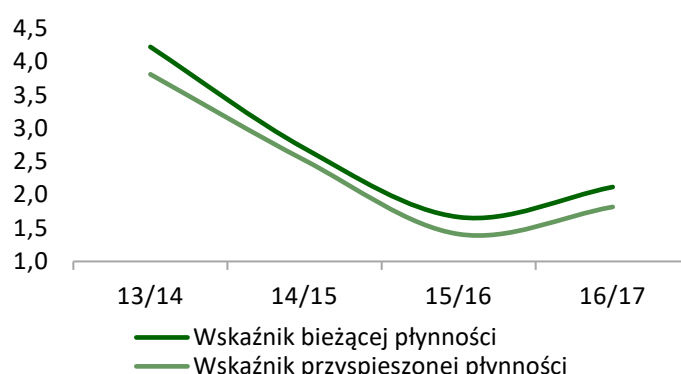
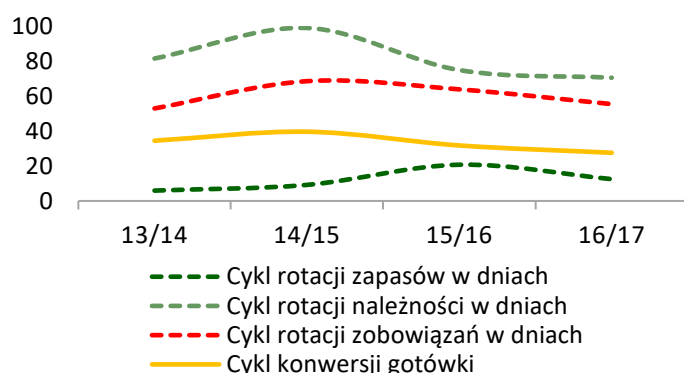
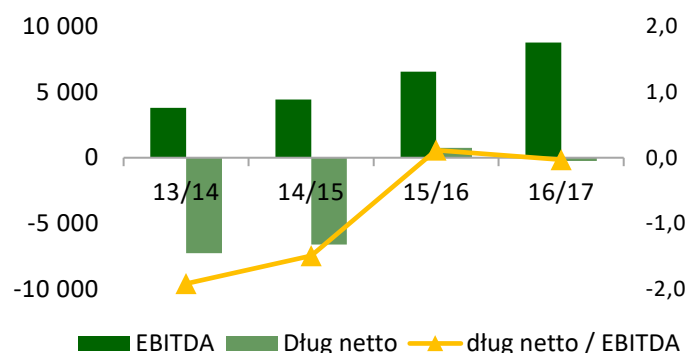
Analiza wskaźnikowa

Grupa Sescom w ostatnich latach wykazywała poprawę rentowności kapitałów własnych. Ta zwiększyła się z 17,4% w roku obrotowym 2013/2014 do 20,5% w roku obrotowym 2015/2016. Z kolei w ostatnim pełnym roku obrotowym wskaźnik ROE spadł do 19,5%. Odwrotną tendencję wykazuje rentowność aktywów, która w badanym okresie spadła z 13,5% do 11,3%. Warto jednak odnotować, że na przestrzeni ostatnich trzech lat obrotowych Emitentowi udawało się utrzymać wskaźnik ROA powyżej 11%.

Przed dokonaniem przejęcia zorganizowanej części przedsiębiorstwa Cube.ITG Grupa Sescom praktycznie nie posiadała oprocentowanego zadłużenia, przez co jej dług netto, a w konsekwencji także wskaźnik długu netto do zysku EBITDA, przyjmował wartości ujemne. W ostatnich latach Emitent aktywniej korzystał z finansowania zewnętrznego, jednak po uwzględnieniu posiadanego stanu gotówki dług netto i tak oscylował wokół zera. Jedynie w roku obrotowym 2015/2016 dług netto Grupy Sescom był dodatni, wynosząc blisko 0,7 mln zł.

Podstawowe wskaźniki płynności wykazują relatywnie wysokie wartości. Na koniec roku obrotowego 2016/2017 wskaźnik bieżącej płynności wyniósł 2,12, a wskaźnik przyspieszonej płynności 1,82.

Od roku obrotowego 2014/2015 w Grupie Sescom widoczny jest trend poprawy cyklu konwersji gotówki. Ten zmniejszył się z 40 dni do 28 dni na koniec roku obrotowego 2016/2017 roku. Przyczynił się do tego mocny spadek cyklu rotacji należności, odpowiednio z 99 dni do 71 dni. Jednocześnie zmniejszył się cykl rotacji zobowiązań, odpowiednio z 69 dni do 56 dni, a cykl rotacji zapasów zwiększył się, odpowiednio z 9 do blisko 13 dni.

ROE, ROA

Wskaźniki płynności

Wskaźniki obrotowości (dni)

Dług netto i EBITDA (tys. zł)


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wyniki finansowe za III kwartały roku obrotowego 2017/2018

Po trzech kwartałach roku obrotowego 2017/2018 Grupa Sescom wypracowała 94,5 mln zł przychodów ze sprzedaży, co jest wynikiem o 41,4% wyższym niż przed rokiem. Jeszcze szybciej rosły zyski – wynik brutto na sprzedaży sięgnął 20,5 mln zł (+65,5% rdr), EBITDA 10 mln zł (+96,9% rdr), wynik operacyjny 8,7 mln zł (+127,4%), a wynik netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej 6,7 mln zł (+150,9% rdr).

Jak dotąd w każdym kwartale bieżącego roku obrotowego Emitent notował dynamiczny wzrost wyników finansowych w relacji rok do roku, jednak na szczególne wyróżnienie zasługuje III kw., który jednocześnie okazał się najlepszy w dotychczasowej historii Grupy. Przychody sięgnęły 37,4 mln zł i były o 63,8% wyższe rdr. Z kolei zyski rosły w tempie trzykrotnym. Wynik brutto na sprzedaży wyniósł 8,6 mln zł (+171% rdr), EBITDA 5,2 mln zł (+209% rdr), wynik operacyjny 4,8 mln zł (+277% rdr), a wynik netto 3,7 mln zł (+304% rdr).

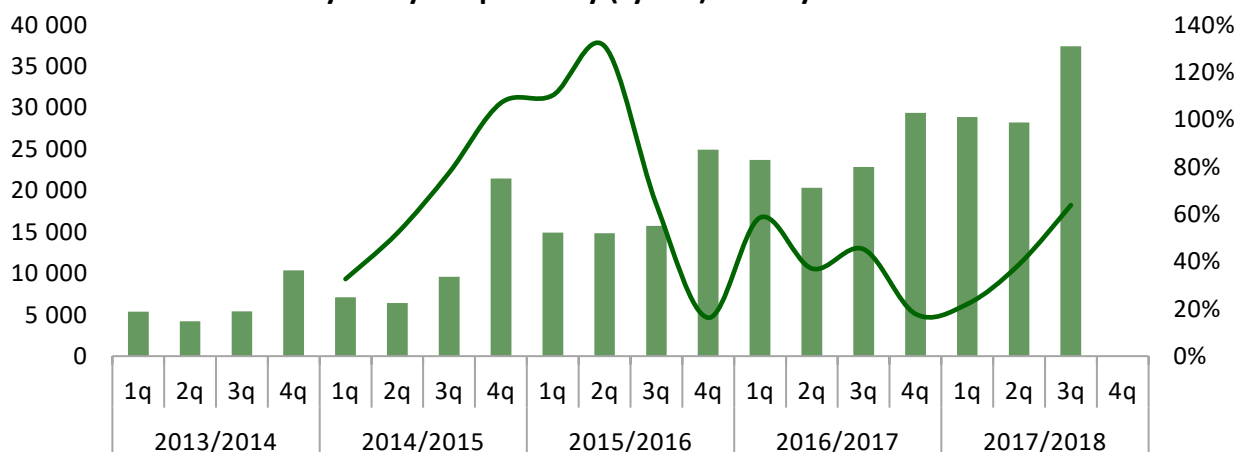
Na taką skalę poprawy wyników finansowych złożyło się wiele czynników. Po pierwsze, jest to efekt wzrostu organicznego, w tym zakończonej integracji podmiotów w Grupie (zarówno przejętego Cube.ITG, jak i założonych spółek zależnych). Po drugie, baza wynikowa z lat poprzednich wciąż pozostaje niska. Jak tłumaczy Zarząd Emitenta, najważniejszym powodem było jednak przyspieszenie prac i zakończenie wielu kontraktów (m.in. dostawa i instalacja znaczącej liczby urządzeń IT dla dotychczasowych klientów w ramach segmentu IT Infrastructure czy kontrakty związane z likwidacją nierentownych sklepów zagranicznych klientów), a w efekcie rozliczenie ich w III kw. roku obrotowego 2017/2018. Dlatego w pewnym sensie można mówić, że na wyniki Grupy w dość istotnym stopniu wpłynęły zdarzenia

jednorazowe, niepowtarzalne. Jednocześnie wynikały one jednak z działalności podstawowej, a jak pokazuje analiza branżowa i wnioski z niej płynące, firmy są wciąż zainteresowane powiększaniem swoich sieci detalicznych, zatem wraz z zamykaniem jednych placówek, w lokalizacjach gorszych, otwierane są następne, w lepszych lokalizacjach. Grupa Sescom także dostrzega taki trend na rynku i nie jest wykluczone, że w kolejnych okresach Emitent w dalszym ciągu będzie uzyskiwał zwiększone przychody z tytułu udziału w procesie relokacji sklepów należących do klientów.

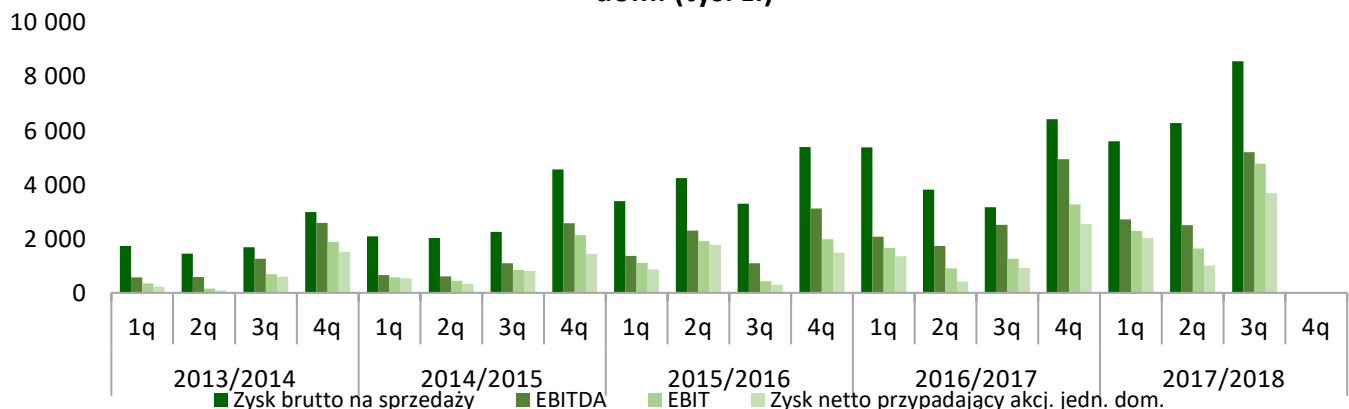
Dzięki dynamicznemu wzrostowi zysków w okresie I-III kw. roku obrotowego 2017/2018 Emitentowi udało się istotnie poprawić generowane marże. Marża zysku brutto na sprzedaży wyniosła 21,7% i była o 3,2 p.p. wyższa rdr. Natomiast marża EBITDA wyniosła 10,6% (+3 p.p. rdr), marża zysku operacyjnego 9,2% (+3,5 p.p. rdr), a marża zysku netto 7,1% (+3,1 p.p. rdr). Analogicznie poprawie uległy zarówno rentowność kapitału własnego (ROE), jak i rentowność aktywów (ROA), liczone dla zysku netto za ostatnie cztery zaraportowane kwartały. Wyniosły one odpowiednio 50,6% i 29,6% i były odpowiednio o 8,5 p.p. i 5,1 p.p. wyższe niż przed rokiem. Zwracamy jednak uwagę, że uzyskiwane przez Emitenta rentowności lepiej analizować z perspektywy całego roku obrotowego.

Po trzech kwartałach bieżącego roku obrotowego wartość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej sięgnęła 2,2 mln zł wobec 3 mln zł rok temu, co oznacza spadek o 28,4% rdr. Powodem niższych przepływów, pomimo wzrostu zysków, było głównie zwiększenie należności (8 mln zł), choć istotny wpływ miało również zwiększenie stanu zapasów (2,8 mln zł). Jednak na przepływy pieniężne również radzimy patrzeć z perspektywy całego roku obrotowego. Przepływy z działalności inwestycyjnej oraz finansowej były ujemne i wyniosły odpowiednio 0,3 mln zł i 1,2 mln zł.

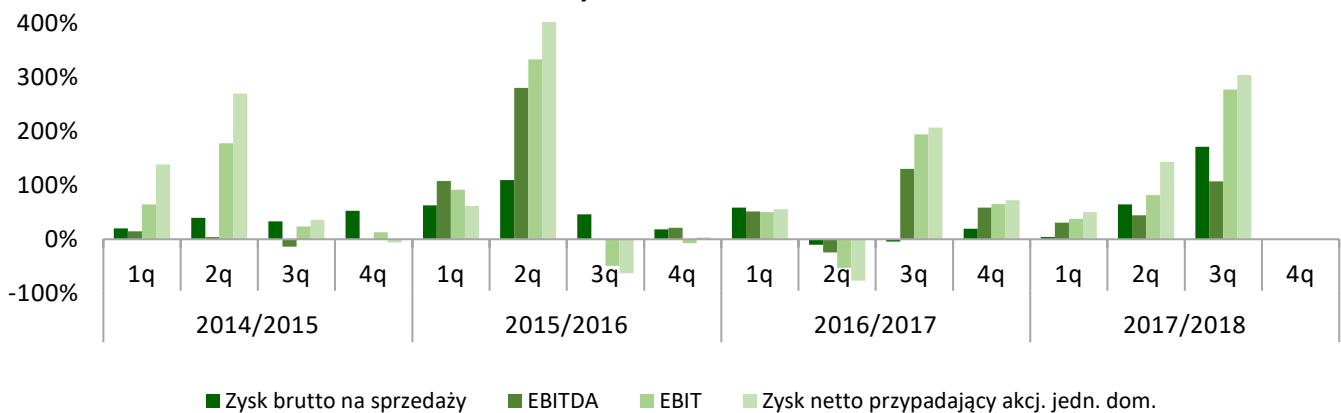
Przychody ze sprzedaży (tys. zł) i ich dynamika rdr



Zysk brutto na sprzedaży, EBITDA, EBIT i zysk netto przypadający akcj. jedn. dom. (tys. zł)



**Zysk brutto na sprzedaży, EBITDA, EBIT i zysk netto przypadający akcj. jedn. dom.
– dynamika zmian rdr**



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W bilansie największe zmiany miały miejsce po stronie aktywów obrotowych. W porównaniu do końca roku obrotowego 2016/2017 najmocniej zwiększył się stan należności, który na koniec III kw. roku obrotowego 2017/2018 wyniósł 32,6 mln zł, czyli o 34,2% więcej. Zwiększeniu uległ również stan zapasów, który wyniósł 5,5 mln zł wobec 2,7 mln zł. Zarząd Spółki tłumaczy zwiększenie zapasów przygotowaniem do realizacji kontraktów w segmencie IT Infrastructure – wcześniejsze zakupy miały na celu zapewnienie realizacji kontraktów zgodnie z harmonogramem.

Po stronie pasywów wciąż przeważa kapitał własny, którego wartość na koniec III kw. roku obrotowego 2017/2018 wyniosła 33,7 mln zł. Z kolei jego udział w strukturze finansowania nieznacznie wzrósł i wyniósł 58,6% wobec 58,1% na koniec roku obrotowego 2016/2017. Wśród zobowiązań długoterminowych widać spadek wartości kredytów z 963 tys. zł do 468 tys. zł, a także istotny wzrost rezerwy na podatek odroczony – z 364 tys. zł do 1,5 mln zł. Po stronie zobowiązań krótkoterminowych najmocniej zwiększyły się zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe, które wyniosły 17,7 mln zł wobec 14,4 mln zł.

Kluczowe czynniki ryzyka

Zidentyfikowaliśmy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla prognoz przedstawionych w niniejszej rekomendacji:

- **ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej** – działalność i wyniki finansowe Grupy Sescom uzależnione są od ogólnej sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, która warunkuje między innymi tempo wzrostu powierzchni handlowych i biurowych na rynkach, liczbę placówek poszczególnych sieci handlowych, skłonność klientów do outsourcingu usług Facility Management, a także ich wrażliwość na ceny oferowanych usług i zdolność do bieżącego regulowania zobowiązań;
- **ryzyko wzrostu konkurencji na rynku** – jak ocenia Zarząd Spółki, koncentracja dostawców w zakresie kompleksowego zarządzania techniczną obsługą obiektów sieciowych nadal jest stosunkowo niewielka. Nie można jednak wykluczyć pojawienia się w najbliższym czasie większej liczby konkurentów na rynku Facility Management lub wzmożonej koncentracji firm obecnych już na rynku na obszarze, w którym specjalizuje się Grupa Sescom, co mogłoby wpłynąć m.in. na presję cenową i odpływ klientów, a przez to odbić się negatywnie na przychodach i rentowności Spółki;
- **ryzyko walutowe** – obecnie około 20% przychodów Sescom uzyskiwana jest poza Polską, a wraz z planowaną ekspansją zagraniczną Grupy udział ten w kolejnych okresach może dodatkowo wzrosnąć. Ze względu na fakt, że płatności w takich przypadkach dokonywane są zazwyczaj w walutach lokalnych, wyniki Grupy Sescom w pewnym stopniu uzależnione są od wahań kursów walutowych, które są jednocześnie trudne do przewidzenia;
- **ryzyko szybszego rozwoju technologicznego konkurentów** – na rynku Facility Management coraz większą rolę odgrywają nowoczesne rozwiązania technologiczne, które mogą zostać zaimplementowane u klientów. Choć Grupa Sescom dostrzega ten trend, stale poszerzając ofertę i rozwijając własne nowe innowacyjne systemy, nie jest wykluczone, że w przyszłości inne firmy na rynku uzyskają dużą przewagę technologiczną, przez co konkurencja z nimi będzie trudniejsza, a wyniki finansowe Grupy Sescom ulegną pogorszeniu. Jednocześnie wdrożenie najnowszych technologii stosowanych na rynku może okazać się dla Grupy Sescom zbyt kosztowne lub może istotnie zaburzyć inne plany inwestycyjne Grupy Sescom;
- **ryzyko trudności z pozyskaniem i utrzymaniem wykwalifikowanych pracowników** – niska stopa bezrobocia w Polsce, a w konsekwencji także rosnąca presja płacowa, przyczynia się do problemów z pozyskaniem i zatrzymaniem u siebie wykwalifikowanych pracowników przez firmy działające na rynku. Może to odbijać się negatywnie na rentowności operacyjnej, prowadzić do opóźnień w realizacji zleceń, a także spowodować konieczność spowolnienia tempa dalszego rozwoju Grupy Sescom;
- **ryzyko trudności z pozyskaniem odpowiednich podwykonawców** – Grupa Sescom w znacznej mierze opiera swoją działalność na wykorzystaniu usług podwykonawców – współpracujących z nią lokalnych zespołów serwisowych. Istnieje przy tym ryzyko wystąpienia problemów ze znalezieniem takich podmiotów oferujących usługi na odpowiednim poziomie jakościowym i cenowym, co może przyczynić się do spowolnienia tempa rozwoju Grupy lub wpłynąć na wyższy poziom ponoszonych kosztów operacyjnych;
- **ryzyko reputacyjne** – zbyt niska jakość wykonywanych usług, w tym potencjalne opóźnienia w realizacji zleceń, może powodować utratę klientów i trudności z pozyskaniem nowych. Jednocześnie ze względu na fakt korzystania przez Grupę Sescom z usług wielu lokalnych podwykonawców kontrola i utrzymanie odpowiedniego standardu jakości realizacji zleceń może być utrudniona;
- **ryzyko niewłaściwej oceny celów akwizycyjnych** – dalszy rozwój Grupy Sescom oparty ma być zarówno na rozwoju organicznym jednostek, jak również na przejęciach perspektywicznych podmiotów z branży Facility Management i pokrewnych. Istnieje przy tym ryzyko, że ewentualna transakcja przejęcia nie będzie korzystna dla Spółki i jej długoterminowej wartości. W szczególności nietrafiona transakcja przejęcia może wpłynąć negatywnie na przyszłe wyniki i sytuację majątkowo-finansową Grupy, a także na możliwości dalszego jej rozwoju i zdolność do wypłaty dywidendy;
- **ryzyko rozwodnienia kapitałowego dotychczasowych akcjonariuszy** – Zarząd Sescom jest upoważniony w terminie do 29 marca 2021 r. do wyemitowania do 1 mln nowych akcji. Jednocześnie, za zgodą Rady Nadzorczej, Zarząd może ograniczyć lub wyłączyć prawo poboru w stosunku do akcji emitowanych w ramach kapitału docelowego, co w takim przypadku może spowodować istotne rozwodnienie kapitałowe dotychczasowych akcjonariuszy.

Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne

OBJAŚNIENIA TERMINOLOGII UŻYTEJ W REKOMENDACJI

EBIT – wynik operacyjny
EBITDA – wynik operacyjny powiększony o amortyzację
Marża EBIT – relacja wyniku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
Marża EBITDA – relacja wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację do przychodów netto ze sprzedaży
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EPS – wynik netto przypadający na jedną akcję
DPS – dywidenda przypadająca na jedną akcję
P/E – relacja kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/S – relacja kapitalizacji rynkowej do przychodów netto ze sprzedaży
P/EBIT – relacja kapitalizacji rynkowej do wyniku operacyjnego
EV/EBITDA – relacja EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
EV/S – relacja EV do przychodów netto ze sprzedaży
PEG – relacja wskaźnika P/E do średniorocznego tempa wzrostu zysków
WACC – średnioważony koszt kapitału
ROE – rentowność kapitału własnego, relacja wyniku netto do kapitału własnego
ROA – rentowność aktywów, relacja wyniku netto do aktywów
FCFE – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego
FCFF – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego i wierzycielom
NOPAT – wynik operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek
CAGR – średnioroczne tempo wzrostu

SYSTEM REKOMENDACYJNY

System rekomendacyjny Domu Analiz SII oparty jest na wyznaczaniu cen docelowych i ocenie ich relacji do aktualnych cen rynkowych analizowanych instrumentów finansowych. Rekomendacje wydawane przez Dom Analiz SII obowiązują przez 12 miesięcy od momentu ich wydania lub do momentu, kiedy cena rynkowa danego instrumentu finansowego osiągnie wyznaczoną cenę docelową – chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Moment i częstotliwość ewentualnej aktualizacji rekomendacji nie jest określony i zależy między innymi od aktualnej sytuacji rynkowej i oceny analityka. Dom Analiz SII zastrzega, że jest to wyłącznie jego decyzja, czy i kiedy dokona potencjalnej aktualizacji raportu oraz że nie musi o tej decyzji z odpowiednim wyprzedzeniem komunikować.

Zawarte w rekomendacjach sformułowanie „cena docelowa” oraz zalecenia „kupuj”/„trzymaj”/„sprzedaj” należy interpretować zgodnie z poniższym opisem.

Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka zdaniem analityków Domu Analiz SII powinna zostać osiągnięta w okresie obowiązywania rekomendacji, aby cena rynkowa danego instrumentu finansowego odpowiadała jego teoretycznej wartości fundamentalnej.

Kupuj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie niedowartościowany (potencjał wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

Trzymaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie odbiega w sposób znaczący od jego ceny rynkowej (potencjał spadku/wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie w przedziale od -10% do 10%).

Sprzedaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie przewartościowany (potencjał spadku ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

WYKORZYSTYWANE METODY WYCENY ORAZ ICH SILNE I SŁABE STRONY

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczą (mnożnikową), zdyskontowanych zysków rezydualnych, księgową (aktywów netto).

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.

Więcej informacji na temat wykorzystywanych w rekomendacjach przez Dom Analiz SII metodach wyceny przeczytać można na stronie internetowej Domu Analiz SII pod adresem: www.domanaliz.pl/metody-wyceny.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Dom Analiz SII Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Dom Analiz SII”) z siedzibą we Wrocławiu, ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2018-08-27, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2018-08-27, godz. 08:00.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy są klientami Domu Analiz SII lub będą za takowych uznawani.

Ileokroć w tym dokumencie jest mowa o „Emitencie”, należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio odnosi się rekomendacja.

Żadna informacja zawarta w niniejszym raporcie, w tym opinie sporządzających raport oraz wszelkie rekomendacje w nim zawarte, nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Analiz SII nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym raporcie nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Dom Analiz SII informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Dom Analiz SII zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w rekomendacji, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia raportu i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Analiz SII nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Analiz SII. Dom Analiz SII może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej rekomendacji. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Dom Analiz SII, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego raportu i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego raportu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Dom Analiz SII nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż Dom Analiz SII lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego raportu. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Dom Analiz SII do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszy raport i Dom Analiz SII, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego raportu lub jego poszczególnych treści.

Niniejszy raport został sporządzony przez Dom Analiz SII na zlecenie Emitenta na podstawie zawartej umowy o przygotowanie niezależnej rekomendacji inwestycyjnej. Dom Analiz SII za przygotowanie niniejszego raportu otrzymał wynagrodzenie od Emitenta. Niniejszy raport został przekazany do Emitenta przed jego publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Analiz SII ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych innych usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń nie otrzymywali od Emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia.

Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Domem Analiz SII a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;

- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem.

Dom Analiz SII nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Domem Analiz SII oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Dom Analiz SII nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Za wyjątkiem wynagrodzenia od Domu Analiz SII analitycy Domu Analiz SII nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane nie są stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń, pomiędzy Domem Analiz SII, podmiotami z nim powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszy raport a Emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Dom Analiz SII w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rozpowszechnienia	Analitycy	Cena docelowa	Cena rynkowa w momencie rozpowszechnienia	Zalecenie inwestycyjne	Ważność rekomendacji
CDRL S.A.	2018-04-23	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	42,62 zł	32,00 zł	kupuj	2019-04-23
Mex Polska S.A.	2018-05-23	Paweł Juszcak	6,97 zł	4,37 zł	kupuj	2019-05-23

Dom Analiz SII jest autorem niniejszego raportu. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Domu Analiz SII. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Analiz SII.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logotypy użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi, oznaczeniami lub logotypami Domu Analiz SII.

Copyright © 2018 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.