

## IMPEL S.A.

Usługi - inne

Kurs bieżący (zł):	22,70
Liczba akcji (tys.):	15 151
Free float:	21,9% (75,2 mln zł)

Dane (tys. zł)	2007s	2008s*	1-3Q2009s	2009Ps
Sprzedaż	937 883	1 027 968	794 238	1 058 807
Zysk operacyjny	9 705	21 482	40 876	47 646
<b>Zysk netto**</b>	<b>6 284</b>	<b>41 655</b>	<b>27 411</b>	<b>31 764</b>
Wartość księgowa**	237 622	283 523	272 119	326 287
<b>Kapitalizacja</b>	<b>249 986</b>	<b>113 636</b>	<b>343 938</b>	<b>275 838</b>
Liczba akcji (tys.) ***	15 141	15 151	15 151	12 151
EPS (zł)	0,42	2,75	1,84	2,61
BVPS (zł)	15,69	18,71	17,96	26,85
P/E ****	39,8	2,7	9,9	8,7
P/BV *****	1,1	0,4	1,0	0,8
<b>Kurs (zł) *****</b>	<b>16,51</b>	<b>7,50</b>	<b>22,70</b>	<b>22,70</b>

\* Zysk netto w 2008 roku uwzględnia zdarzenie jednoraz. - sprzedaży udziałów w Promedis sp. z o.o. za 29,9 mln zł

\*\* zysk netto i kapitały własne przypadające jednostce dominującej

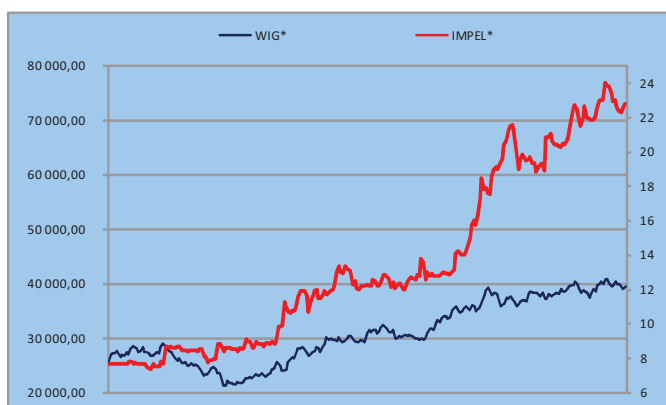
\*\*\* liczba akcji w 2009 roku uwzględnia umorzenie 3 mln akcji własnych posiadanych przez Spółkę

\*\*\*\* P/E i P/BV uwzględniają w 1-3Q09 i 2009 umorzenie 3 mln akcji własnych

\*\*\*\*\* za 2007 i 2008 - kurs na koniec roku, w 2009 roku - kurs bieżący

s - dane skonsolidowane, P - prognoza DM AmerBrokers

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Grzegorz Dzik	33,3%	39,2%
Józef Biegaj	25,1%	29,5%
Impel S.A.	19,8%	14,9%
Pozostali	21,9%	16,4%
<b>RAZEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>



\* dane za okres od 21.11.2008

Jedną akcję Impel S.A. wyceniamy na **28,04 zł**, czyli o 23,54% powyżej obecnego kursu giełdowego. W związku z tym wydajemy dla spółki rekomendację **KUPEJ**.

W latach 2006-2008 przychody ze sprzedaży Grupy wzrastały w średniorocznym tempie (CAGR) wynoszącym 8,8%. Pozytywna tendencja wzrostu wyników została podtrzymana po 3Q09, kiedy to **przychody wzrosły r/r o 3,8%, marża operacyjna osiągnęła poziom 5,1% (2,6% po 3Q08), a netto 3,5%** (1,6% po 3Q08, z wykluczeniem wpływu zdarzenia jednorazowego w postaci sprzedaży udziałów w Promedis sp. z o.o. za 29,9 mln zł). Poprawa efektywności działania na poziomie operacyjnym, wynika ze wzrostu efektywności operacyjnej oraz bardziej selektywnego dobierania kontrahentów, skutkującego wyższymi marżami uzyskiwanymi na nowo pozyskanych kontraktach.

Nawet przy założeniu powolnego wychodzenia z kryzysu, naszym zdaniem klienci nie odwrócą się od usług bezpieczeństwa, ochrony majątku czy zarządzania nieruchomościami. Wręcz przeciwnie – w przypadku przedsiębiorstw w czasie spowolnienia rośnie skłonność do szukania oszczędności np. poprzez korzystanie z outsourcingu. **W związku z powyższym na kolejne lata zakładamy powolny, kilkuprocentowy wzrost przychodów Grupy Impel.** W naszych prognozach nie uwzględniamy wpływu dokonywania ewentualnych dużych akwizycji **(na koniec 3Q Spółka posiadała 51 mln zł środków pieniężnych i możliwość zaciągania kredytów).**

Impel zakończył wdrażanie I etapu Zintegrowanego Systemu Informatycznego, którego koszt wyniósł około 60 mln zł. Inwestycja ma na celu zbudowanie wspólnej bazy informacyjnej oraz umożliwi sprawniejsze zarządzanie poprzez optymalizację procesów. Konsekwencją wdrożenia będzie **prześciowe obniżenie marż w 2010 roku (zakładamy obniżenie marży EBIT do 3%).** W kolejnych latach zakładamy ich wzrost m.in. dzięki optymalizacji procesów przy wykorzystaniu ZSI. **Ostrożnie przyjęliśmy powrót marży EBIT do poziomu około 4% dopiero w 2014 roku,** uwzględniamy bowiem specyfikę spółek działających w branży usług na dojrzałych rynkach europejskich, które notują rentowność EBIT w przedziale 4-5%. **Na obniżenie wskaźników w kolejnych latach istotny wpływ będzie miało umorzenie posiadanych przez Impel 3 mln akcji.**

## Sytuacja w branży

### Rynek usług porządkowych oraz utrzymania nieruchomości

Potencjał rynku usług porządkowo-czystościowych w Polsce wynosi około 4,5 mld zł rocznie. Nasycenie rynku kształtuje się na poziomie 66%, co potwierdza jego dojrzałość. Rynek technicznego utrzymania nieruchomości charakteryzuje się potencjałem na poziomie 3 mld zł i znacznie niższym nasyceniem nie przekraczającym 30% (wg danych Grupy Impel S.A.). Rynek usług porządkowo-czystościowych jest bardzo rozdrobniony, działa na nim kilka tysięcy firm. Około 80% rynku podzielone jest pomiędzy małe, lokalne firmy o znikomych udziałach w rynku. Dbalność o stan techniczny nieruchomości wpłynęła na połączenie oferty usług porządkowo-czystościowych z usługami technicznej obsługi nieruchomości, które mają zabezpieczyć i utrzymać zdolność użytkową nieruchomości oraz pozytywnie wpływać na wzrost jej wartości. Z outsourcingu w dziedzinie utrzymania czystości i technicznego utrzymania nieruchomości korzystają klienci reprezentujący różne branże tj. banki, jednostki budżetowe, zakłady przemysłowe, placówki służby zdrowia, sieci handlowe itp. Dodatkowo do końca 2012 roku szpitale i przychodnie muszą dostosować obiekty pod względem technicznym i sanitarnym do wymogów unijnych, dlatego wygenerują znaczny popyt na usługi obsługi technicznej. Według badań rynkowych, rynek dojrzały usług porządkowo-czystościowych wzrasta w tempie około 8% w skali roku.

### Rynek ochrony osób i mienia

Rynek usług ochrony osób i mienia charakteryzuje się bardzo dużym rozdrobnieniem. Szacuje się, że w branży działa ponad 4 tys. firm, zatrudniających ponad 200 tysięcy ochroniarzy. Dominującą rolę odgrywają jednak dostawcy o zasięgu ogólnopolskim, czego dowodem jest skupienie ponad 36% rynku w rękach 8 firm – Solid Security sp. z o.o., Impel Security Sp. z o.o., G4S Sp. z o.o., Konsalnet Sp. z o.o., Securitas Sp. z o.o., Juventus Sp. z o.o., Ekotrade Sp. z o.o. i Dozorbud Sp. z o.o. Przychody czołowych firm stanowią w sumie 36% przychodów branży, podczas gdy na Zachodzie ten odsetek wynosi 50–80%. Firmy ochrony posiadają najczęściej kompleksową ofertę, tzn. oprócz fizycznej ochrony (tego typu usługi to w tej chwili trzy czwarte rynku ochrony, czyli ponad trzy miliardy złotych rocznie) oferują także konwojowanie, inkaso, montaż systemów technicznych i monitoring, ochronę imprez masowych, szkolenia pracowników ochrony. Oprócz usług ochrony, największe firmy branży świadczą także inne usługi outsourcingowe np. porządkowo-czystościowe, cateringowe. Potencjał rynku ochrony w wybranych segmentach w 2009 roku wynosi ok. 10 mld zł rocznie, a wartość rynku 5,3 mld zł, która wzrosła o ponad 8% w stosunku do 2008 roku (wg danych Grupy Impel S.A.). O dobrych perspektywach branży może świadczyć fakt, że fundusz private equity Societe Generale Asset Management w 2008 roku zakupił Skorpion Security, a w czerwcu br. dokupił Konsalnet i połączył obie firmy. Nowy podmiot – Konsalnet-Skorpion miał w 2008 roku około 460 mln zł przychodów. SGAM prognozuje, że polski rynek usług ochrony będzie się dalej konsolidował, a wzrost popytu na usługi ochroniarzy będzie rósł średnio 13% rocznie. Potencjału dalszego rozwoju rynku należy poszukiwać w możliwości zatrudniania ochroniarzy do patrolowania ulic, albo tak jak w Stanach Zjednoczonych - prowadzenia prywatnych więzień. Według obliczeń Polskiego Związku Pracodawców Ochrony, agencja ochrony może wypełnić obowiązki straży miejskiej za połowę kosztów, jakie pochłania obecnie ta służba.

#### Największe agencje ochrony w Polsce

Firma	Liczba zatrudnionych ochroniarzy (w tys.)	Szacunkowe przychody w 2008 roku (w mln zł)
Grupa Solid	19,3	1 067
Impel Security	16,0	450
Konsalnet i Skorpion	12,0	460
Group 4 Securicor	8,0	200
Securitas Group	3,4	b.d.
Pozostali	141,3	b.d.
<b>Razem</b>	<b>200</b>	<b>5 300</b>

Źródło: Newsweek, 10 sierpnia 2009

Ciekawie wygląda sytuacja agencji ochrony w konfrontacji z Policją. Łączne przychody ze sprzedaży agencji ochrony są szacowane na 5,3 mld zł, natomiast tegoroczne wydatki całej Policji wyniosą około 7,5 mld zł (po wprowadzeniu oszczędności, ale bez uwzględnienia skutków ustawy o unowocześnieniu policji). Zatrudnienie w policji znajduje 103 tys. funkcjonariuszy, natomiast agencje ochrony zatrudniają 200 tys. osób.

## Rynek usług cateringu<sup>1</sup> i rentalu

Rynek usług cateringu dzieli się na catering kontraktowy i koncesyjny. Catering kontraktowy to usługi dla instytucji, które zobowiązane są do zaspokojenia potrzeb w zakresie żywienia pracowników lub innych osób korzystających z usług tych instytucji, czyli m.in. szpitalnictwo, ośrodki pomocy społecznej oraz stołówki zakładowe przedsiębiorstw. Te części rynku mają największy możliwy do wykorzystania potencjał. Potencjał cateringu kontraktowego w 2009 roku (wg danych Impel S.A.) wynosił 4,5 mld zł. Catering koncesyjny to usługi świadczone klientom indywidualnym poprzez prowadzenie barów, bufetów czy restauracji w biurach, przedsiębiorstwach przemysłowych, centrach handlowych, na dworcach, a także na tzw. party serwis – przy obsłudze imprez okolicznościowych: bankietów, grilli, pikników, konferencji, koncertów. Rynek usług cateringu koncesyjnego charakteryzuje się znacznie większym (od cateringu kontraktowego) potencjałem, który wynosi ok. 20 mld zł oraz dużym rozproszeniem konkurencji. Organizacja imprez i bankietów stanowi podstawę działalności aż 80% firm cateringowych. Oprócz wielkich sieci o ogólnopolskim zasięgu, na rynku działa dużo mniejszych firm o miesięcznym obrocie poniżej 50 tys. zł – stanowią one ponad 50% rynku. Z najnowszego raportu „Rynek HoReCa w Polsce 2009” przygotowanego przez firmę PMR wynika, że w 2008 roku rynek cateringu wzrósł o 5,7%. Dane GUS pokazują jednak, że łączna liczba firm cateringowych maleje. Na koniec 2008 roku było w Polsce 8,8 tys. takich firm, podczas gdy na końcu 2007 roku – około 9,1 tys., a w 2004 roku – 10,2 tys. Jedną z przyczyn zmniejszającej się liczby przedsiębiorstw są bankructwa małych firm działających jako jednoosobowe działalności gospodarcze, które nie potrafią sprostać wzrostom cen produktów żywnościowych i płac. Malejąca liczba firm to także efekt konsolidacji i dojrzewania rynku. Wśród firm o największym znaczeniu na rynku cateringu w Polsce PMR wymienia Sodexho Polska – oddział wywodzącego się z Francji międzynarodowego koncernu Sodexho; Lot Catering – jedną z najdłużej obecnych firm na rynku; Eurest Poland należąca do Compass Group International; Impel Catering – część Grupy Impel; Gastropol Group – rodzimą firmę, która jako jedna z pierwszych związała się ze szpitalnictwem; Catermed – polską firmę obsługującą głównie szpitale oraz Aspen Res z grupy Zehnacker Group. W 2008 roku łączny udział wymienionych firm w rynku cateringu wyniósł 10,5%. Wiele wskazuje na to, że rynek cateringowy będzie się nadal rozwijał, bo ma on jeszcze znaczny potencjał. Na razie Polacy wydają na jedzenie poza domem tylko 5% budżetu przeznaczanego na żywność, podczas gdy np. Niemcy – 35%, a Amerykanie – nawet 50%.

Usługa rentalu polega na wynajmowaniu zakładom pracy i jednostkom służby zdrowia odzieży pracowniczej i roboczej, bielizny płaskiej oraz mat wejściowych wraz z usługą ich serwisowania. Potencjał usług rentalu (wraz z usługą prania bielizny płaskiej i fasonowej) w 2009 roku w Polsce wynosi (wg obliczeń Grupy Impel) 4,7 mld zł rocznie. Na rynku obserwuje się wzrost popytu na usługi rentalu i pralnictwa. Głównymi odbiorcami usług rentalu są klienci z takich sektorów jak: leczenie (publiczne i niepubliczne), klienci sieciowi (banki, markety, supermarkety), hotele oraz przemysł.

## Działalność Spółki

**Struktura Grupy** Grupa Impel jest największą w Polsce grupą spółek usługowych, specjalizującą się w outsourcingu usług dla przedsiębiorstw, instytucji finansowych, służby zdrowia i opieki społecznej oraz administracji publicznej. Dominującą rolę w Grupie odgrywa Impel S.A., który sprawuje formalny nadzór nad wszystkimi spółkami należącymi do Grupy, a także odpowiada za ich strategię i koordynację działań.

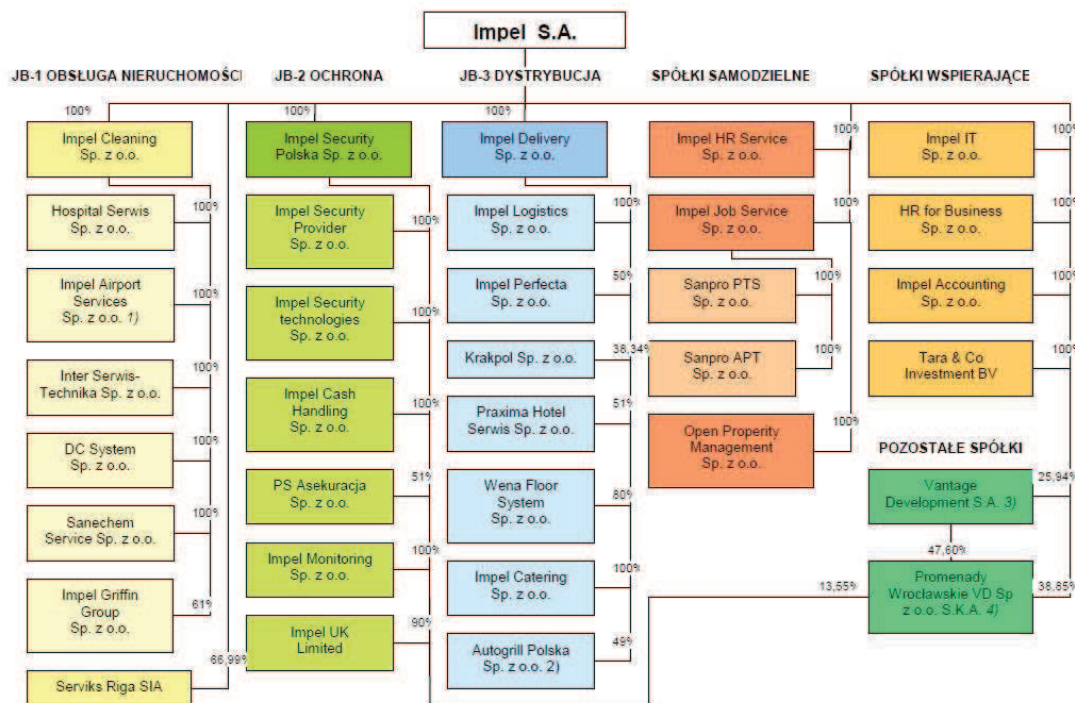
Strukturę Grupy Impel tworzą trzy jednostki biznesowe (JB) oraz spółki samodzielne i wspierające:

- Obsługa Nieruchomości - obejmuje usługi z zakresu wewnętrznego i zewnętrznego sprzętania budynków, specjalistycznych usług w zakresie zapewnienia czystości dla odbiorców instytucjonalnych oraz usługi technicznego utrzymania nieruchomości,
- Ochrona - obejmuje usługi z zakresu fizycznej i technicznej ochrony mienia, systemów alarmowych, telewizji przemysłowej, ochrony przeciwpożarowej oraz CIT (konwojowanie i obsługa gotówki),
- Dystrybucja - obejmuje usługi z zakresu przygotowywania i dostarczania żywności, usługi rentalu, pralnictwa dla odbiorców instytucjonalnych, organizacji dostaw materiałów i towarów,

<sup>1</sup> Na podstawie: [www.fcmarket.pl/sezam/182527.pdf](http://www.fcmarket.pl/sezam/182527.pdf)

- Spółki samodzielne i spółki wspierające, w skład których wchodzi pozostałe podmioty świadczące m.in. usługi z zakresu obsługi kadrowo-płacowej (Impel HR Service Sp. z o.o.), pracy czasowej (Impel Job Service Sp. z o.o.) oraz zarządzania łańcuchem dostaw (Open Property Management Sp. z o.o.).

## Struktura Grupy Kapitałowej



Źródło: Spółka

Grupa Impel składa się 34 Spółek, działających w trzech jednostkach operacyjnych oraz poprzez spółki samodzielne i wspierające. Grupa zatrudnia łącznie około 40 tys. pracowników. Analiza wyników finansowych w podziale na jednostki biznesowe pokazuje, że zarówno pod względem osiągniętych przychodów, jak i rentowności, dominujące po trzech kwartałach 2009 roku są Obsługa Nieruchomości (usługi sprzątnięcia i zarządzania nieruchomościami) oraz Ochrona. Pierwsza z nich uzyskała przychody ze sprzedaży w wysokości 336 669 mln zł. Natomiast w przypadku Ochrony przychody wyniosły 305 852 mln zł. Szczegółowe dane w rozbięciu na poszczególne usługi Spółka prezentuje w sprawozdaniach rocznych i półrocznych, które zostały przedstawione poniżej.

## Struktura przychodów

### Przychody realizowane przez Grupę w podziale na rodzaje świadczonych usług

	2006	%	2007	%	2008	%	IH 2009	%
<b>Obsługa nieruchomości</b>	<b>275,48</b>	<b>38%</b>	<b>367,74</b>	<b>41%</b>	<b>426,76</b>	<b>43%</b>	<b>226,11</b>	<b>45%</b>
Usługi Porządkowo-Czystościowe Standard	b.d.	b.d.	337,46	92%	315,27	74%	173,33	77%
Usługi Porządkowo-Czystościowe Professional	b.d.	b.d.			78,33	18%	40,74	18%
Techniczne Utrzymanie Nieruchomości	b.d.	b.d.	30,20	8%	33,15	8%	12,04	5%
<b>Ochrona</b>	<b>264,98</b>	<b>36%</b>	<b>323,11</b>	<b>36%</b>	<b>386,01</b>	<b>39%</b>	<b>201,43</b>	<b>40%</b>
Fizyczna Ochrona Mienia	189,18	91%	219,47	68%	287,46	75%	142,26	71%
Cash Handling	-	-	66,38	21%	84,70	22%	45,62	23%
Monitoring	14,35	7%	20,09	6%	b.d.	b.d.	9,71	5%
Techniczna Ochrona Mienia	4,76	2%	11,12	3%	13,86	4%	3,84	2%
<b>Dystrybucja</b>	<b>b.d.</b>	<b>b.d.</b>	<b>97,31</b>	<b>11%</b>	<b>102,61</b>	<b>10%</b>	<b>47,72</b>	<b>9%</b>
Catering	50,95	7%	54,32	56%	52,51	51%	20,83	44%
Logistyka i pralnictwo, w tym usługi rentalu	b.d.	b.d.	35,85	37%	40,29	39%	22,01	46%
Wyposażenie obiektów	b.d.	b.d.	7,06	7%	9,81	10%	4,88	10%
<b>Spółki samodzielne</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>81,54</b>	<b>8%</b>	<b>28,56</b>	<b>6%</b>
<b>Spółki wspierające</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,20</b>	<b>1%</b>	<b>0,58</b>	<b>0%</b>
<b>SUMA</b>	<b>731,65</b>	<b>100%</b>	<b>890,05</b>	<b>100%</b>	<b>1 002,13</b>	<b>100%</b>	<b>506,14</b>	<b>100%</b>

Źródło: dane ze Spółki

Również historycznie największe przychody były generowane przez segment obsługi nieruchomości. Od 2006 roku udział tego segmentu systematycznie rośnie i na koniec I półrocza br. stanowił 45% łącznych przychodów. Istotną rolę w przychodach stanowi również jednostka biznesowa „Ochrona” generująca aktualnie około 40% przychodów Grupy. Największy udział w segmencie „Dystrybucja” stanowiącym około 10% przychodów Grupy, mają usługi logistyki i pralnictwa (46% przychodów segmentu).

Do grupy spółek samodzielnych należą spółki z obszaru zarządzania personelem: praca tymczasowa, kadry i płace, doradztwo oraz zarządzanie nieruchomościami. Potencjał rynku pracy tymczasowej w Polsce jest szacowany w 2009 roku (wg obliczeń Spółki) na 7,7 mld zł rocznie. Usługami wspierającymi ofertę obszaru tzw. obsługi pracowników - ostatnio zdecydowanie zyskujące na znaczeniu – są specjalistyczne usługi outsourcingu kadrowo-płacowego. Potencjał tego rynku w Polsce wynosi w 2009 roku 1,9 mld zł rocznie. Przychody powyższych Spółek stanowią aktualnie poniżej 10% przychodów Spółki jednakże ich znaczenie w Grupie Impel ma rosnąć.

## Działalność deweloperska

Vantage Development to spółka zajmująca się budową mieszkań i biur, w której Grupa Impel ma bezpośrednio 26% udziałów. W związku z sytuacją na rynku nieruchomości, realizacja części projektów spółki została zamrożona. Prace prowadzone są na powstającym osiedlu domów jednorodzinnych Słoneczne Sady w Sadkowie koło Wrocławia. Na osiedlu rozpoczęto już budowę infrastruktury oraz pierwszych domów (budowane będą etapami w momencie spływania nowych zamówień). Docelowo inwestycja przewiduje wybudowanie 129 domów w zabudowie wolno stojącej i szeregowej. Nie zostały rozpoczęte prace budowlane w dwóch inwestycjach, które mają być usytuowane w samym Wrocławiu – na osiedlu Centauris i Promenadach Wrocławskich przy ulicy Rychtańskiej. W przypadku osiedla Centauris uzyskano pozwolenie na budowę pierwszego etapu. Spółka planuje rozpoczęcie realizacji prac w tym roku, ale pod warunkiem, że uzyska satysfakcjonujący poziom przedsprzedaży. Projekt Promenady Wrocławskie na razie jest na etapie przygotowań. Trwa poszukiwanie inwestorów lub współinwestorów. Wartość ziemi, która docelowo ma być w posiadaniu Vantage Development, została oszacowana przez firmę Cushman&Wakefield na 528 mln zł, a wartość ziemi należącej obecnie do Impela na 270 mln zł. Na razie tylko część gruntów Impela została przeniesiona do Vantage Development w zamian za udziały, docelowo całość działalności deweloperskiej Grupy będzie się odbywać poprzez Vantage Development. Pozostałe udziały, również obejmowane za grunty, należą pośrednio i bezpośrednio do Grzegorza Dzika i Józefa Biegają, prezesa i wiceprezesa Impela. Po realizacji trzeciego etapu umowy zawartej między Impelem a Vantage Development, który dotyczy nieruchomości przy ulicy Rychtańskiej, Impel będzie miał ponad 40% udziałów w deweloperskiej firmie.

Inwestycje deweloperskie Grupy Impel S.A.

Inwestycja	Lokalizacja	Powierzchnia	Stan inwestycji	Własność
Słoneczne Sady - osiedle domków jednorodzinnych	Sadków k/Wrocławia	11,9 ha	Docelowo 129 domów, w trakcie realizacji	100% Vantage Development S.A.
Centauris - kompleks apartamentów	ul. Ślężna - centrum Wrocławia	2,4 ha	Uzyskano pozwolenie na budowę I etapu, trwa sprzedaż mieszkań	100% Vantage Development S.A.
Alfa i Beta - inwestycja biurowa	ul. Ślężna - centrum Wrocławia	1,8 ha	Oczekiwanie na uchwalenie MPZP	100% Vantage Development S.A.
Gamma inwestycja biurowa	ul. Fabryczna - w pobliżu centrum Wrocławia	0,5 ha	Uchwalony MPZP, oczekiwanie na pozwolenie na budowę	100% Vantage Development S.A.
Działka	Serock pod Warszawą (działki pod zabudowę mieszkaniową jednorodziną i rekreacyjną)	5,6 ha	Uchwalony MPZP	100% Vantage Development S.A.
Działka	Wrocław, ul. Długosza	1,9 ha	Oczekiwanie na uchwalenie MPZP	100% Vantage Development S.A.
Działka	Wrocław, ul. Dąbrowskiego	0,4 ha	Uchwalony MPZP, przygotowana koncepcja zabudowy	100% Vantage Development S.A.
Promenady Wrocławskie - wielofunkcyjny projekt	ul. Rychtańska/Zakładowa - w pobliżu centrum Wrocławia	15 ha	Uchwalony MPZP, opracowana koncepcja architektoniczna, projekt podzielony na etapy i przygotowany do realizacji	100% Promenday Wrocławskie VD Sp. z o.o. S.K.A.

Źródło: dane Grupy Impel

## Akwizycje

Grupa kontynuuje strategię ekspansji poprzez akwizycje mniejszych, często silnie wyspecjalizowanych podmiotów. 10 listopada br. Impel Security Polska kupił 49% udziałów Asekuracja Sp. z o.o. Jest to efekt realizacji umowy inwestycyjnej, która przyznawała ISP prawo pierwokupu pozostałych udziałów w związku z nabyciem 51% udziałów w 2006 roku. Najważniejszymi klientami Spółki w tym specjalistycznym segmencie są banki, dla których optymalizowane są procesy konfekcjonowania i zarządzania obiegiem wartości pieniężnych. Po objęciu wszystkich udziałów w Asekuracji, pod jej marką Impel stworzy grupę z 20% udziałem w rynku i stanie się drugim największym graczem po Konsalencie.

Impel Cleaning Sp. z o.o. w listopadzie br. nabył od ArcelorMittal Poland 100% udziałów w spółce HK Zakład Usługowo-Handlowy Partner. Jej szacowane roczne przychody wynoszą 40 mln zł. Impel Cleaning stał się też właścicielem spółki cateringowej Consensus (56% udziałów) oraz porządkowej Eko-Partner (100% udziałów), zależnych od ZUH Partner. Dzięki transakcji Impel uzyskał dostęp m.in. do hut należących do ArcelorMittal Poland i poszerzył obszar działalności o kolejny sektor rynku. Otworzył sobie także drogę rozwoju spółek poza Polską, głównie na rynku ukraińskim, gdzie ArcelorMittal ma wiodącą pozycję w produkcji stali.

Impel Delivery Sp. z o.o. oraz z włoski potentat żywienia podróży Autogrill S.p.A., zawiązały spółkę Autogrill Polska Sp. z o.o. Przedmiotem działalności Autogrill Polska Sp. z o.o. będzie organizacja i zarządzanie punktami gastronomicznymi przy autostradach, głównych drogach oraz stacjach kolejowych i autobusowych itp. Dzięki połączeniu funkcji obsługi paliwowej z żywieniowej i handlowej w jednym obiekcie, wzrasta bowiem nie tylko dochód z baru czy sklepu, ale też sprzedaż paliwa. Spółka realizuje już swoje cele - pierwsze trzy restauracje przy autostradzie A2 już działają, przy czterech kolejnych lokalizacjach na szlaku A4 negocjowane są umowy z Shellem, trwają także rozmowy z PKN Orlen na temat budowy kolejnych trzech restauracji.

## Sprawozdania finansowe

### Bilans

Skonsolidowany bilans (w tys. zł)	Struktura							
	31.12.06	31.12.07	31.12.08	30.09.09	31.12.06	31.12.07	31.12.08	30.09.09
<b>AKTYWA TRWAŁE</b>	<b>139 118</b>	<b>177 428</b>	<b>187 147</b>	<b>198 412</b>	<b>35,5%</b>	<b>37,3%</b>	<b>36,4%</b>	<b>39,4%</b>
Wartość firmy	16 312	17 983	19 458	19 458	11,7%	10,1%	10,4%	9,8%
Wartości niematerialne i prawne	9 942	22 528	36 057	47 660	7,1%	12,7%	19,3%	24,0%
Rzeczowe aktywa trwałe	78 381	79 722	64 787	62 029	56,3%	44,9%	34,6%	31,3%
Nieruchomości inwestycyjne	4 963	4 874	6 458	5 748	3,6%	2,7%	3,5%	2,9%
Wartości niematerialne inwestycyjne	11 388	31 413	419	13 417	6,4%	17,7%	0,2%	6,8%
Aktywa finansowe	2 438	2 109	44 785	38 837	1,8%	1,2%	23,9%	19,6%
Aktywa na podatek odroczony	15 694	18 799	15 183	11 263	11,3%	10,6%	8,1%	5,7%
<b>AKTYWA OBROTOWE</b>	<b>250 872</b>	<b>298 103</b>	<b>314 412</b>	<b>305 332</b>	<b>64,0%</b>	<b>62,6%</b>	<b>61,2%</b>	<b>60,6%</b>
Zapasy	12 312	44 992	10 337	10 259	4,9%	15,1%	3,3%	3,4%
Pożyczki	30	341	25 697	35 421	0,0%	0,1%	8,2%	11,6%
Należności krótkoterminowe	190 974	215 110	207 414	203 213	76,1%	72,2%	66,0%	66,6%
- Należności z tytułu dostaw i usług	157 194	170 083	187 851	188 425	62,7%	57,1%	59,7%	61,7%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	40 617	34 950	68 203	51 326	16,2%	11,7%	21,7%	16,8%
Rozliczenia międzyokresowe	2 228	2 710	2 761	5 113	0,9%	0,9%	0,9%	1,7%
<b>AKTYWA PRZEZNACZONE DO SPRZEDAŻY</b>	<b>2 070</b>	<b>600</b>	<b>12 208</b>	<b>0</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>0,0%</b>
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>392 060</b>	<b>476 131</b>	<b>513 767</b>	<b>503 744</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>235 157</b>	<b>237 622</b>	<b>283 523</b>	<b>272 119</b>	<b>60,0%</b>	<b>49,9%</b>	<b>55,2%</b>	<b>54,0%</b>
Kapitał akcyjny	75 192	75 707	75 757	75 757	32,0%	31,9%	26,7%	27,8%
Akcje własne	-	-	-	-27 420	-	-	-	-
Kapitał zapasowy	110 688	116 230	128 689	133 305	47,1%	48,9%	45,4%	49,0%
Kapitał rezerwowy	44 138	47 202	62 832	84 134	18,8%	19,9%	22,2%	30,9%
Zysk (strata) z lat ubiegłych	-17 474	-13 438	-35 227	-30 800	-7,4%	-5,7%	-12,4%	-11,3%
Zysk (strata) netto	16 329	6 284	41 655	27 411	6,9%	2,6%	14,7%	10,1%
Udział kapitału mniejszościowego	5 002	4 616	8 417	10 226	2,1%	1,9%	3,0%	3,8%
<b>ZOBOWIĄZANIA I REZERWY</b>	<b>145 708</b>	<b>226 791</b>	<b>230 244</b>	<b>231 625</b>	<b>37,2%</b>	<b>47,6%</b>	<b>44,8%</b>	<b>46,0%</b>
Zobowiązania długoterminowe	4 966	30 533	21 392	22 508	3,4%	13,5%	9,3%	9,7%
- Kredyty i papiery dłużne	0	22 598	4 106	4 064	0,0%	10,0%	1,8%	1,8%
- Leasing	2 471	6 622	9 627	11 137	1,7%	2,9%	4,2%	4,8%
Zobowiązania krótkoterminowe	140 742	196 258	208 852	209 117	96,6%	86,5%	90,7%	90,3%
- Kredyty i pożyczki	3 252	48 782	67 301	60 484	2,2%	21,5%	29,2%	26,1%
- Leasing	2 929	2 282	4 524	5 127	2,0%	1,0%	2,0%	2,2%
- Zobowiązania handlowe	41 767	49 529	53 705	53 774	18,4%	21,8%	23,3%	23,2%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>392 060</b>	<b>476 131</b>	<b>513 767</b>	<b>503 744</b>	<b>97,1%</b>	<b>97,5%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: Spółka

Od 2006 roku skonsolidowany bilans przedstawia stopniowy rozwój Grupy. Suma bilansowa na 31 grudnia 2008 roku zamyka się kwotą 513,76 mln zł i jest wyższa w stosunku do stanu na koniec 2007 roku o 7,9%. Na koniec września br. suma bilansowa wynosi 503,74 mln zł, co oznacza spadek o 1,9% w stosunku do końca 2008 roku. Aktywa trwałe stanowią aktualnie 39,4% aktywów wobec 36,4% na koniec 31 grudnia 2008 roku, a aktywa obrotowe odpowiednio 60,6% i 61,2%. W aktywach trwałych największą rolę odgrywają rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne, które na koniec 3Q09 stanowią łącznie 55,3%. Istotny wzrost wartości niematerialnych i prawnych wynika z realizacji

wdrożenia Zintegrowanego Systemu Informatycznego. Zgodnie ze specyfiką działalności Grupy w aktywach obrotowych największy udział stanowią należności krótkoterminowe, które jednak zmniejszają swój udział z 76,1% na koniec 2006 roku do 66,6% na koniec września br.

Grupa finansuje swoją działalność w dużej mierze za pomocą kapitałów własnych – na koniec 3Q09 stanowią one 54% pasywów, podobnie jak na koniec 2008 roku. Największy udział w kapitale własnym stanowią na koniec 3Q09 kapitał zapasowy (49%) i kapitał rezerwowy (30,9%), udział kapitału rezerwowego systematycznie rośnie. Spółka posiada 3 mln akcji własnych zakupionych średnio po 9,14 zł za łączną kwotę 27,42 mln zł, co stanowi 19,8% w kapitale zakładowym Spółki i daje prawo do 14,89% w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu Spółki. Limit skupu określony Uchwałą nr 3 NWZ z dnia 16 października 2008 roku został już wyczerpany. Udział zobowiązań i rezerw w pasywach od 2007 roku utrzymuje się na stabilnym poziomie. Kredyty długoterminowe stanowią zaledwie 1,8% wszystkich zobowiązań (wraz z kredytami krótkoterminowymi - 27,9%), Grupa posiada także około 16 mln zł zobowiązań z tytułu leasingu. Zobowiązania handlowe w okresie 2007-3Q09 nie wykazują znacznych fluktuacji i oscylują wokół 50 mln zł.

## Rachunek zysków i strat

Skonsolidowany rachunek zysków i strat (w tys. zł)	zmiana %						
	2006	2007	2008	1-3Q 09	2007/ 2006	2008/2007	1-3Q09/1-3Q08
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>798 641</b>	<b>937 883</b>	<b>1 027 968</b>	<b>794 238</b>	<b>17,4%</b>	<b>9,6%</b>	<b>3,8%</b>
Koszty działalności operacyjnej	790 651	927 199	1 001 899	749 305	17,3%	8,1%	0,8%
<i>amortyzacja</i>	18 084	20 530	21 953	15 771	13,5%	6,9%	-5,1%
<i>zużycie materiałów i energii</i>	94 137	108 180	115 303	77 949	14,9%	6,6%	-3,8%
<i>usługi obce</i>	113 771	153 032	318 505	287 767	34,5%	108,1%	23,9%
<i>wynagrodzenia, ubezpieczenia społeczne</i>	538 420	614 964	516 526	350 830	14,2%	-16,0%	-10,3%
<i>pozostałe koszty rodzajowe</i>	16 883	17 462	16 358	11 205	3,4%	-6,3%	-13,3%
<i>koszty sprzedaży materiałów i towarów</i>	11 306	15 546	14 883	5 435	37,5%	-4,3%	-46,9%
<i>zmiana stanu produktów</i>	-45	-2 515	-1 629	348	5488,9%	-35,2%	-164,6%
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>7 990</b>	<b>10 684</b>	<b>26 069</b>	<b>44 933</b>	<b>33,7%</b>	<b>144,0%</b>	<b>103,9%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	27 191	15 460	12 739	10 913	-43,1%	-17,6%	27,0%
Pozostałe koszty operacyjne	19 070	16 439	17 326	14 970	-13,8%	5,4%	37,4%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>16 111</b>	<b>9 705</b>	<b>21 482</b>	<b>40 876</b>	<b>-39,8%</b>	<b>121,3%</b>	<b>107,1%</b>
Przychody finansowe	5 528	10 665	49 794	6 772	92,9%	366,9%	-82,6%
Koszty finansowe	3 448	11 275	15 172	5 678	227,0%	34,6%	2,7%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>18 191</b>	<b>9 095</b>	<b>56 104</b>	<b>41 970</b>	<b>-50,0%</b>	<b>516,9%</b>	<b>-20,9%</b>
Podatek dochodowy	1 669	1 563	10 168	10 534	-6,4%	550,5%	21,4%
Udział w zysku jedn. wycenianej metodą praw własn.	-	-	1 346	423	-	-	-45,6%
<b>Zysk netto przypadający na udziałowców mniejszościowych</b>	<b>193</b>	<b>1 248</b>	<b>2 935</b>	<b>3 602</b>	<b>546,6%</b>	<b>135,2%</b>	<b>87,7%</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>16 329</b>	<b>6 284</b>	<b>41 655</b>	<b>27 411</b>	<b>-61,5%</b>	<b>562,9%</b>	<b>132,2%</b>

Źródło: sprawozdania finansowe Spółki, obliczenia własne

W latach 2006-2008 przychody ze sprzedaży Grupy wzrastały w średniorocznym tempie (CAGR) wynoszącym 8,8%. Pozytywna tendencja wzrostu przychodów została podtrzymana po trzech kwartałach 2009 roku, kiedy zwiększyły się r/r o 3,8%. Obszar biznesowy, w którym porusza się Grupa opiera się na dużej skali działania, ale generuje stosunkowo niskie marże. Największy udział w kosztach działalności operacyjnej posiadają wynagrodzenia i świadczenia społeczne, jednakże ich udział systematycznie spada – w 2006 roku stanowiły one 68,1% wszystkich kosztów operacyjnych, w 2008 roku po istotnym spadku r/r udział ten wyniósł 51,6%. Odwrotna tendencja zachodzi w przypadku usług obcych – w 2006 roku stanowiły 14,4% wszystkich kosztów, natomiast w 2008 roku już 31,8% (efekt częściowego samozatrudnienia pracowników). Podobne tendencje zostały zachowane w wynikach za trzy kwartały 2009 roku, z tym że wzrost przychodów był w tym okresie częściowo spowodowany wzrostem otrzymywanych dotacji, co było konsekwencją zmiany przepisów dotacyjnych powiększających podstawę naliczania dotacji (wzrost płacy minimalnej). Pod względem rentowności najlepsze wyniki Spółka w badanym okresie w wynikach całorocznych zanotowała w 2008 roku, kiedy to rentowność brutto na sprzedaży sięgnęła 2,5%, rentowności operacyjna 2,1%, a rentowność netto 4,1%. Rentowność netto w 2008 roku jest istotnie wyższa, ponieważ zawiera 29,90 mln zł zysku ze sprzedaży udziałów Promedis Sp. z o.o. Bez uwzględniania ww. transakcji wynik netto Grupy Impel uzyskany w 2008 roku wyniósł 11,75 mln zł.

## Analiza wskaznikowa

Wskaźniki finansowe	2006	2007	2008	1-3Q 09
<b>Rentowność</b>				
Wskaźnik rentowności brutto na sprzedaży	1,0%	1,1%	2,5%	5,7%
Wskaźnik rentowności EBITDA	2,4%	1,7%	2,9%	6,1%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	2,0%	1,0%	2,1%	5,1%
Wskaźnik rentowności brutto	2,3%	1,0%	5,5%	5,3%
Wskaźnik rentowności netto	2,0%	0,7%	4,1%	3,5%
ROA	7,7%	1,4%	8,4%	11,3%
ROE	13,9%	2,7%	16,0%	20,6%
<b>Płynność</b>				
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	110 130	101 845	105 560	96 215
Wskaźnik bieżący	1,78	1,52	1,51	1,46
Wskaźnik płynności szybkiej	1,70	1,29	1,46	1,41
<b>Zadłużenie</b>				
Wskaźnik zadłużenia	37,2%	47,6%	44,8%	46,0%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	62,0%	95,4%	81,2%	85,1%
Dług netto (w tys. zł)	-31 965	45 334	17 355	29 486
<b>Rotacja</b>				
Rotacja zapasów (w dniach)	5	11	10	4
Rotacja należności (w dniach)	43	78	74	70
Rotacja zobowiązań handlowych (w dniach)**	16	18	18	18

*Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki*

Wskaźniki rentowności w latach 2006-2007 wykazywały niską zyskowność działalności Spółki na każdym z badanych poziomów. W 2008 roku nastąpiła poprawa zyskowności już od poziomu rentowności brutto ze sprzedaży. Na poziom rentowności netto wpływ miała transakcja jednorazowa – sprzedaży udziałów w Promedis Sp. z o.o. – po wyłączeniu tego jednorazowego zdarzenia rentowność netto wyniosłaby 1,1%. Po trzech kwartałach br. zauważalna jest wyraźna poprawa rentowności już na poziomie brutto ze sprzedaży, jak również operacyjnej i netto. Poprawa efektywności działania na poziomie operacyjnym, wynika ze wzrostu efektywności operacyjnej oraz selektywnego podejścia do sprzedaży, skutkującego wyższymi marżami, uzyskiwanymi na nowo pozyskanych kontraktach. Kapitał obrotowy w kolejnych latach zachowuje stały zbliżony do 100 mln zł poziom. Stabilny i optymalny poziom wykazują także wskaźnik bieżący i płynności szybkiej. Zadłużenie Grupy rośnie, ale znikoma wielkość długu netto w nieznaczny sposób oddziałuje na bieżącą płynność Impela. Na poziomie rotacji należy zauważyć istotną rozbieżność pomiędzy rotacją należności a rotacją zobowiązań handlowych – Spółka przez ponad 50 dni musi finansować swoją działalność kredytami obrotowymi.

## Wycena

### Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki. Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto wyliczonego na koniec 3Q09.

### Założenia do prognozy

Grupa Impel została zbudowana w oparciu o przejmowanie kolejnych podmiotów i znajdowanie nisz na rynku outsourcingu usług. Aktualnie trzy jednostki biznesowe, działające na rynku usług porządkowych i utrzymania nieruchomości, ochrony osób i mienia oraz usług cateringu i rentalu, tworzą szeroką ofertę skierowaną do klienta biznesowego oraz indywidualnego. W kolejnych latach Grupa planuje kontynuowanie strategii ekspansji poprzez akwizycje. Konsolidacja w branży ochrony jest nieunikniona, ponieważ w porównaniu z większością krajów Europy sektor jest nadal bardzo rozdrobniony (ponad 4 tys. podmiotów w branży), a to właśnie duże podmioty są w stanie zagwarantować wyższą jakość usług. Mają one bowiem szerszy dostęp do bazy kapitałowej, co jest ważne dla poważnych, sieciowych klientów, którzy nawykli do określonych standardów i rzadko decydują się na współpracę z małymi podmiotami. Część firm, które zdecydowały się na koniunkturalną zmianę firm ochroniarskich na tańsze,

często po fakcie stwierdza, że bardziej opłacalne byłoby dopracowanie modelu współpracy i wyeliminowanie błędów, niż rozpoczynanie całego procesu od nowa.

**Prognozowane główne pozycje rachunku zysków i strat IMPEL S.A. (tys. zł)**

	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014
Przychody	1 027 968	1 058 807	1 090 148	1 133 318	1 178 197	1 224 854	1 261 109
EBITDA	29 552	55 493	45 848	49 712	53 819	58 182	64 786
Amortyzacja	8 070	7 847	13 579	13 899	14 232	14 578	14 846
EBIT	21 482	47 646	32 268	35 813	39 587	43 605	49 940
Zysk brutto	56 104	37 799	25 946	28 322	32 247	37 897	40 519
Zysk netto	41 655	31 764	21 803	23 800	27 099	31 846	34 050

Źródło: Prognoza Amerbrokers

Nawet przy założeniu powolnego wychodzenia z kryzysu, klienci nie odwrócą się od usług bezpieczeństwa, ochrony majątku czy zarządzania nieruchomościami, ponieważ potrzeba bezpieczeństwa zgodnie z modelem Abrahama Masłowa jest drugą najbardziej podstawową potrzebą po potrzebach fizjologicznych. Wręcz przeciwnie – w przypadku przedsiębiorstw w czasie spowolnienia rośnie skłonność do szukania oszczędności np. poprzez korzystanie z outsourcingu. W związku z powyższym kryzys może się okazać szansą dla Impela, chociażby dzięki wzrostowi bezrobocia, który przełoży się na łatwiejszy nabór ludzi chętnych do pracy. W związku z powyższym na kolejne lata zakładamy powolny, kilkuprocentowy wzrost przychodów Grupy Impel. Zdaniem Zarządu branża usługowa rośnie bez nadzwyczajnych przyspieszeń w czasie prosperity, oraz w miarę stabilnie, bez nadzwyczajnych strat powinna pokonać okres kryzysu. Prawdopodobne jest, że kryzysu nie uda się przetrwać mniejszym, słabo zorganizowanym firmom, co otwiera drogę do przejść dużym graczom, takim jak Solid Security, Impel czy Konsalnet. Otwarta droga pozostaje także do zwiększania przychodów poprzez ekspansję zagraniczną. Z polskich graczy największe doświadczenie w tym temacie ma właśnie Impel. Ciekawie rozwijają się jego spółki w Niemczech i Rydze. Przedsięwzięcie na Łotwie nie poddawane jest takim wstrząsom jak inne firmy działające w krajach bałtyckich, także ze względu na małą skalę jej działania. W Niemczech natomiast systematycznie rozwijane są usługi pralnicze z niemieckimi parterami w spółce Impel Perfecta. Impel UK w Londynie, czyli spółka, która miała wykorzystywać obecność naszych rodaków na Wyspach, musi radzić sobie ze skutkami głębokiego kryzysu, dlatego Impel rozważa połączenie jej z miejscowym partnerem zajmującym się zarządzaniem nieruchomościami. W Kijowie joint venture z ukraińskim partnerem rozwija się, zatrudnia już 1000 pracowników, ale rynek ten jest obecnie istotnie dotknięty przez kłopoty gospodarcze Ukrainy. Ekspansja na kolejne rynki została wstrzymana, Grupa skupia się bardziej na wyspecjalizowanych usługach – stąd m.in. podpisanie umowy z włoskim Autogrillem, jednym z największych na świecie dostawców usług gastronomicznych przy autostradach, na dworcach kolejowych i lotniskach. Perspektywiczny jest także segment przemysłu ciężkiego (przejęty niedawno HK Zakład Usługowo-Handlowy Partner) i sektor usług finansowych.

**Prognozowane wskaźniki IMPEL S.A.**

	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Zmiana przychodów	9,6%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
Marża EBITDA	2,9%	5,2%	4,2%	4,4%	4,6%	4,8%	5,1%
Marża operacyjna	2,1%	4,5%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	4,0%
Marża zysku brutto	5,5%	3,6%	2,4%	2,5%	2,7%	3,1%	3,2%
Marża zysku netto	4,1%	3,0%	2,0%	2,1%	2,3%	2,6%	2,7%
P/Sales*	0,34	0,26	0,25	0,24	0,23	0,23	0,22
EV/EBITDA*	12,66	5,51	6,67	6,15	5,68	5,26	4,72
P/E*	8,28	8,70	12,68	11,62	10,20	8,68	8,12

\* prognozowane wskaźniki wyliczone na podstawie aktualnego kursu giełdowego, po uwzględnieniu umorzenia 3 mln akcji własnych posiadanych przez Spółkę

Źródło: Prognoza Amerbrokers

W I półroczu 2009 roku Impel zakończył I etap wdrażania Zintegrowanego Systemu Informatycznego (ZSI), którego koszt wyniósł około 60 mln zł. Wdrożenie ZSI ma na celu zbudowanie wspólnej bazy informacyjnej oraz ma umożliwić zarządzanie poprzez optymalizację procesów. Korzyściami jego wdrożenia będzie m.in.: pełna wiedza o klientach firmy i dotychczasowych kontaktach z nimi oraz prowadzonych negocjacjach handlowych. Konsekwencją wdrożenia będzie przejściowe obniżenie marż w 2010 roku (marża EBIT 3%), w kolejnych latach zakładamy ich wzrost m.in. dzięki optymalizacji procesów poprzez wykorzystanie ZSI. **Na obniżenie wskaźników w kolejnych latach istotny wpływ będzie miało umorzenie posiadanych przez Spółkę 3 mln akcji własnych.**

**Wycena IMPEL S.A. metodą DCF**

(tys. zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P+
Zysk operacyjny	32 268	35 813	39 587	43 605	49 940	43 605
- opodatkowanie EBIT	-6 131	-6 804	-7 522	-8 285	-9 489	-8 285
<b>NOPLAT</b>	<b>26 137</b>	<b>29 008</b>	<b>32 066</b>	<b>35 320</b>	<b>40 451</b>	<b>35 320</b>
+ Amortyzacja	13 579	13 899	14 232	14 578	14 846	14 578
- Zmiana kapitału pracującego	-4 405	-6 068	-6 308	-6 558	-5 096	-1 639
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>35 312</b>	<b>36 840</b>	<b>39 990</b>	<b>43 340</b>	<b>50 202</b>	<b>48 258</b>
- Wydatki inwestycyjne netto	-14 258	-14 594	-14 943	-15 306	-15 589	-15 306
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>21 053</b>	<b>22 246</b>	<b>25 046</b>	<b>28 033</b>	<b>34 613</b>	<b>32 952</b>
współczynnik dyskonta	91,0%	82,8%	75,4%	68,6%	62,4%	68,6%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>19 161</b>	<b>18 425</b>	<b>18 880</b>	<b>19 232</b>	<b>21 611</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,3%</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,7%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,9%</b>
Suma DCF 2009-2013	97 308					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,0%					
Wartość rezydualna 2013+ (RV)	374 829					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	257 143					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>354 451</b>					
Dług netto	29 486					
<b>Wartość 100% akcji</b>	<b>324 965</b>					
Liczba akcji (mln)*	12,151					
<b>Wartość 1 akcji</b>	<b>26,74 zł</b>					

\* liczba akcji uwzględnia umorzenie 3 mln akcji własnych posiadanych przez Spółkę

Źródło: Amerbrokers

Na podstawie powyższych założeń **wartość 1 akcji spółki Impel S.A. wyliczona metodą dochodową wynosi 26,74 zł.**

**Metoda porównawcza**

Wycena porównawcza na dzień 01.12.2009, wyniki narastająco za ostatnie 4 kwartały

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Garda World Security Corp	9,32 CAD	0,27	-	-	4,60
Central Security Patrols	¥900,00	0,33	2,10	17,66	0,81
SOHGO Security Services	¥1 026,00	0,37	1,74	22,27	0,74
Taiwan Shin Kong Security	\$21,25	1,34	4,84	8,90	1,38
Securitas AB	67,00 SEK	0,38	5,15	10,87	2,93
Rentokil	102,80 GBP	0,75	2,05	81,61	-
Healthcare Services Group	\$19,68	1,29	16,67	27,60	4,09
ABM Industries	\$18,63	0,27	9,09	18,85	1,42
Mediana	x	0,37	4,84	18,85	1,42
<b>IMPEL*</b>	<b>22,70 zł</b>	<b>0,35</b>	<b>4,67</b>	<b>9,90</b>	<b>1,01</b>
<b>Wycena porównawcza IMPEL S.A.</b>		<b>24,42</b>	<b>23,61</b>	<b>43,23</b>	<b>31,84</b>
Wagi		0,20	0,40	0,20	0,20
<b>Wycena 1 akcji IMPEL S.A. - średnia ważona</b>					<b>29,34 zł</b>

\* P/E bez uwzględnienia zdarzenia jednorazowego w postaci sprzedaży udziałów w Promedis Sp. zo.o. (29,9 mln zł)

Źródło: Reuters

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Impela w stosunku do

notowanych na giełdach światowych spółek z branży ochrony mienia oraz szeroko pojętego outsourcingu usług dla branży medycznej. Porównanie wskaźników wskazuje na niedowartościowanie Impel S.A., zwłaszcza biorąc pod uwagę wskaźnik P/E. Uwzględniający zadłużenie Spółki wskaźnik EV/EBITDA skazuje na nieznaczne przewartościowanie waloru. Naszym zdaniem wskaźnik ten najbardziej odzwierciedla sytuację Spółki, dlatego nadano mu wagę 0,4, a pozostałym wskaźnikom 0,2.

W oparciu o przedstawione w powyższej tabeli wskaźniki rynkowe, **wartość 1 akcji Impel S.A. wynosi 29,34 zł.**

#### Podsumowanie wyceny

W celu uzyskania końcowej wyceny Impel S.A. obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą dla wybranych spółek. Metodzie dochodowej nadano wagę 0,5, metodzie porównawczej nadano wagę 0,5.

#### Końcowa wycena IMPEL S.A.

Metoda	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,50	26,74
Metoda porównawcza	0,50	29,34
<b>Końcowa wycena IMPEL S.A. (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>28,04</b>

Źródło: obliczenia własne

Wyznaczona w ten sposób **wartość jednej akcji Impel S.A. wynosi 28,04 zł.** W związku z tym, że jest ona wyższa o 26,54% od bieżącej wyceny rynkowej, **wydajemy dla Spółki rekomendację Kupuj.**

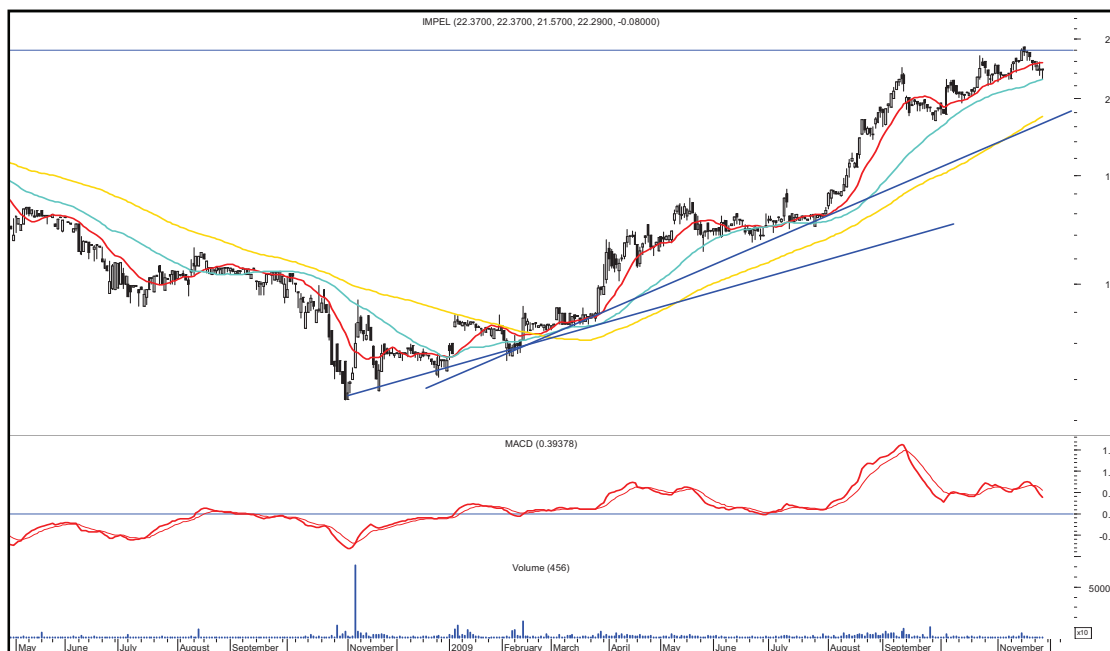
#### Analiza techniczna

##### Komentarz

Kurs Impela od października 2008 porusza się w trendzie wzrostowym. W ostatnim czasie trend uległ przyspieszeniu, co w konsekwencji doprowadziło do ustanowienia lokalnego maksimum na poziomie 24,00 zł. Aktualnie wspomniany poziom 24,00 zł jest oporem dla waloru, kolejny silny opór to przedział 26-27,50 zł (dołki z sierpnia i września 2007 roku). Wsparciem jest lokalny szczyt z 10.09.2009 na poziomie 21,59 zł, kolejne to przedział 18,48-18,82 zł w postaci dołków z września-października br. Na tym poziomie znajduje się aktualnie linia trendu wzrostowego oraz średnia krocząca 100-dniowa.

MACD wygenerował niedawno sygnał sprzedaży. RSI znajduje się w strefie neutralnej – powyżej poziomu równowagi.

##### Wykres



Źródło: Metastock Equis International

## Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dołożył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

### Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję  
EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu na jedną akcję  
P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję  
P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję  
EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję  
BVPS - wartość księgowa przypadająca na jedną akcję  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne  
FCF - wolne przepływy pieniężne  
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)  
WACC - średni ważony koszt kapitału  
PV - wartość bieżąca  
RV - wartość rezydualna  
EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

### Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

**Metoda dochodowa** (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

**Metoda porównawcza** bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskultuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

### Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

### Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

**KUPIJ** - uważamy, że dana Spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość Spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

**SPRZEDAJ** - sądymy, że dana Spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje Spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

**TRZYMAJ** - uważamy, że akcje Spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPIJ. Sądymy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

**NEUTRALNIE** - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

### Powiązania

**Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers a Spółką:** powiązania nie występują.

### Rekomendacje

**Wykaz rekomendacji wydanych dla Spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy:** DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji w tym okresie.

### Nadzór

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.