

Integer.pl S.A.

Publiczna Oferta Akcji Raport analityczny



Kraków, Mały Rynek 7

Adrian Kyrzcz - analityk DM IDMSA

Październik 2007

Pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA a Integer.pl S.A. występują następujące umowy i powiązania:

- umowa z dnia 1 października 2007 r. o prowadzenie funkcji sponsora emisji;
- umowa z InPost Sp. z o.o. o świadczenie usług pocztowych;
- umowa z dnia 3 listopada 2006 r. o prowadzenie depozytu akcji;
- umowa z dnia 3 listopada 2006 r. o przeprowadzenie publicznej oferty akcji;
- umowa z dnia 3 listopada 2006 r. pomiędzy IDMSA.PL Doradztwo Finansowe a Integer.pl S.A. o doradztwo w procesie IPO;
- Wiceprezes DM IDMSA Pan Rafał Abratański jest członkiem Rady Nadzorczej Spółki Integer.pl S.A.;
- DM IDMSA jest akcjonariuszem Integer.pl S.A., jego udział w kapitale i głosach na WZ Integer.pl S.A. wynosi poniżej 5%.

DM IDMSA jest oferującym i koordynatorem publicznej emisji akcji Spółki Integer.pl S.A. DM IDMSA jest powiązany z Emitentem w rozumieniu rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców w zakresie wynikającym z umowy o przeprowadzenie publicznej oferty akcji i wprowadzenie Akcji Emitenta do obrotu na rynku regulowanym oraz posiadania Akcji Emitenta. Inwestorzy powinni zakładać, iż pełniąc funkcję Oferującego oraz posiadając akcje, DM IDMSA może być zainteresowany uzyskaniem jak największej liczby objętych Akcji Oferowanych. Inwestorzy powinni zakładać, iż pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA i Integer.pl S.A. mogą w przyszłości wystąpić umowy i porozumienia w zakresie dalszej współpracy.

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Dom Maklerski IDMSA przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest Prospekt Emisyjny. Raport analityczny został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak DM IDMSA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść przedstawioną w niniejszym opracowaniu.

Raport analityczny Integer.pl S.A.

Integer.pl S.A.

10 października 2007

Publiczna Oferta Akcji

Charakterystyka Spółki

Integer.pl jest czołową polską grupą kolportażową. Spółka zajmuje się kolportażem przesyłek adresowych i bezadresowych na terenie całego kraju. Na rzecz Spółki pracuje łącznie 7300 osób, dzięki czemu Spółka dostarcza przesyłki w ponad 500 miastach w Polsce. Klientami są największe sieci handlowe, takie jak Auchan, Lidl, Plus Discount. Od listopada 2006 Grupa Integer.pl świadczy także usługi pocztowe w zakresie przesyłek o masie powyżej 50 g. Spółka dysponuje własnym zapleczem techniczno-logistycznym umożliwiającym prowadzenie działalności o ogólnopolskim zasięgu. Obecnie Spółka posiada swoje przedstawicielstwa w 153 miastach. W IV kwartale 2007 Grupa Integer.pl wprowadzi także do oferty usługi pośrednictwa finansowego.



Dom Maklerski IDMSA

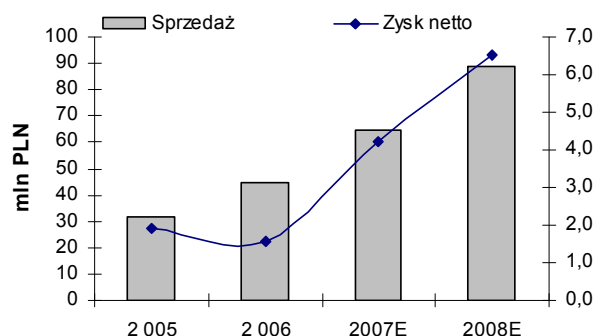
Adrian Kyrzcz,
a.kyrzcz@idmsa.pl

Podstawowe skonsolidowane dane finansowe

Wyszczególnienie		2 006	2007E	2008E
Sprzedaż	mln PLN	44,8	64,6	89,1
EBIT	mln PLN	1,8	5,0	8,3
rentowność EBIT	%	4,1%	7,8%	9,3%
Zysk netto	mln PLN	1,6	3,5	6,5
zmiana (r/r)	%	-17,5%	123,1%	84,9%
rentowność netto	%	3,5%	5,5%	7,3%

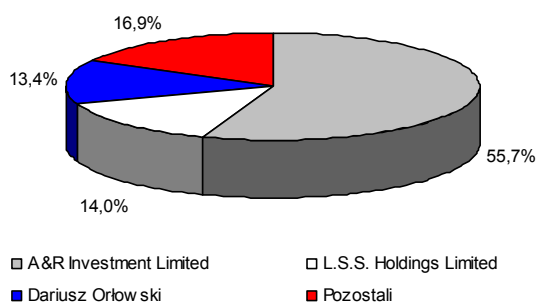
Źródło: Spółka, szacunki DM IDMSA.

Dynamika wzrostu



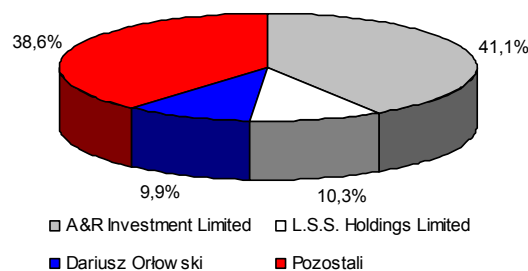
Źródło: Spółka, szacunki DM IDMSA

Struktura akcjonariatu przed emisją



Źródło: Spółka

Struktura akcjonariatu po emisji*



* przy objęciu maksymalnej liczby akcji

Źródło: Spółka

Analiza SWOT

Silne strony:

- ugruntowana i silna pozycja na rynku materiałów reklamowych
- posiadany kapitał ludzki, know-how
- ogólnopolska sieć dystrybucji
- stabilny portfel klientów
- wysokie kompetencje
- wysoka jakość świadczonych usług

Słabe strony:

- nierentowne usługi pocztowe (miesięczny punkt rentowności spółki InPost ma zostać osiągnięty w IV kwartale 2008 r.)
- powodzenie Spółki na rynku w znacznym stopniu uzależnione jest od słabnącej pozycji rynkowej Poczty Polskiej
- ograniczeniem działalności Spółki jest brak euroszynek (wszystkie skrzynki pocztowe w Polsce mają zostać wymienione na euroszynek do sierpnia 2008 r.)

Szanse:

- rozwój działalności w zakresie świadczenia usług pocztowych
- wprowadzenie usług pośrednictwa finansowego
- rozwój rynku dystrybucji materiałów reklamowych na rynku ukraińskim
- przejęcia przedsiębiorstw z branży pokrewnej spółkom z grupy Emitenta
- wydłużony termin pełnej liberalizacji rynku usług pocztowych

Zagrożenia:

- wzrost i natężenie konkurencji

Lista punktów obsługi klienta DM IDMSA

DM IDMSA: Kraków; Mały Rynek 7; (12) 397-06-20; Olkusz; ul. Króla Kazimierza Wielkiego 29; (32) (32) 625-73-75; Tarnów; ul. Wałowa 16; (14) 632-60-15; Warszawa; ul. Nowogrodzka 62 b; (22) 489-94-50; 696-44-20, 696-44-12; Racibórz; ul. Batorego 5; (32) 459-44-65; Nysa; Rynek 36B II piętro; (77) 409-11-25; Lubliniec; ul. Zwycięstwa 2; (34) 351-38-05; Gliwice; ul. Zwycięstwa 14; (32) 333-15-85; Pszczyna; ul. Bednarska 5; (32) 449-35-15; Katowice; ul. Kościuszki 30; (32) 609-04-85; Lublin; ul. 3 maja 18/2; (81) 528-61-85; Świdnica Spółdzielcza 14, (74) 858-39-55; Częstochowa; ul. Dąbrowskiego 7 (34) 321-45-45; Poznań; ul. Bukowa 12 (61) 622-18-10; Łódź; ul. Piłsudskiego 5 (42) 631-09-86; Płock; Stary Rynek 7, (024) 262-20-47; Szczecin; ul. Jagiellońska 85/3, (091) 434-51-78, Wrocław; ul. Ruska 51b, (071) 341-82-37

Opinia inwestycyjna

Integer.pl S.A.

Wycena 1 akcji: **18,2 zł.**

- Spółka Integer.pl S.A. została wyceniona metodą porównawczą (na poziomie **19,3 zł**) oraz metodą DCF (**17,1 zł**). Szacowana wartość 1 akcji Spółki (wagi 50% dla obu wycen) wynosi **18,2 zł**.

- Spółka posiada silną pozycję na rynku dystrybucji materiałów reklamowych. Dzięki ogólnopolskiej sieci dystrybucji i wysokiej jakości usług, Integer.pl świadczy usługi dla największych sieci handlowych w Polsce, utrzymując drugą po Poczcie Polskiej pozycję w branży.

- Sukcesywna liberalizacja rynku usług pocztowych pozwoliła Spółce na rozszerzenie oferty produktowej. Integer.pl wprowadził usługi pocztowe (InPost), a wkrótce wprowadzi do oferty usługi pośrednictwa finansowego. Środki pochodzące z emisji pozwolą na dynamiczny rozwój infrastruktury i wzmacnianie pozycji w tych segmentach rynku.

- W naszej opinii Grupa Integer.pl, będąc drugim po Poczcie Polskiej podmiotem świadczącym usługi pocztowe, ma szansę sukcesywnie zdobywać rynek - w związku z liberalizacją rynku usług pocztowych - należący dotychczas do państwowego monopolisty. Jednocześnie wydłużony do roku 2013 roku okres „chroniący” rynek pocztowy przed konkurencją z zagranicy, pozwoli na rozwinięcie infrastruktury i ugruntowanie pozycji na rynku usług pocztowych przed momentem potencjalnego pojawienia się na polskim rynku zagranicznych graczy.

- Uważamy, że dzięki sprzyjającemu otoczeniu rynkowemu Integer.pl będzie sukcesywnie zdobywał rynek usług pocztowych i rozwijał skalę działalności. W naszej opinii pozwoli to na dynamiczny wzrost przychodów i zysków w horyzoncie najbliższych kilku lat.

Sporządził:
Adrian Kyrzcz

STRESZCZENIE INWESTYCYJNE

Integer.pl działa na rynku dystrybucji bezadresowej, rynku usług pocztowych, a wkrótce rozpocznie działalność na rynku pośrednictwa finansowego. Do listopada 2006 roku podstawą działalności Spółki była dystrybucja bezadresowa, która polega na docieraniu z materiałami reklamowymi (ulotki i gazetki reklamowe) do gospodarstw domowych znajdujących się na terenie całego kraju. W listopadzie ubiegłego roku Grupa Spółka rozpoczęła ekspansję na rynku usług pocztowych. Po koniec 2007 r. Grupa zamierza uzupełnić ofertę o produkty pośrednictwa finansowego i ubezpieczeniowego.

Od początku działalności, Integer.pl należy do czołówki firm dystrybuujących materiały reklamowe w Polsce. Dzięki rozbudowanej, ogólnopolskiej sieci dystrybucji, wysokiej jakości świadczonych usług (marginalna liczba reklamacji jest efektem stałego monitoringu dystrybuowanych materiałów, a także kontroli jakości wykonanego zlecenia), a także połączeniu z największym konkurentem w tym segmencie w grudniu 2006 r. – ze spółką Fibra-Hallo, Integer.pl jest drugim po Poczcie Polskiej podmiotem w branży. Od początku działalności Spółka nie straciła żadnego kluczowego klienta.

Od listopada ubiegłego roku, Integer.pl rozpoczął ekspansję na rynku usług pocztowych, który podlega procesowi stopniowej liberalizacji, zmierzającej do całkowitego uwolnienia i ograniczenia monopolu podmiotów państwowych. Całkowita liberalizacja polskiego rynku pocztowego nastąpi w roku 2013, co w pełni otworzy rynek tak dla polskich jak i zagranicznych podmiotów świadczących usługi pocztowe (obecnie polskie podmioty mogą dostarczać jedynie przesyłki o wadze powyżej 50 g). Dzięki środkom pozyskanym z emisji, Spółka znacząco rozbuduje infrastrukturę, co pozwoli jej na dostarczanie przesyłek do ok. 85% gospodarstw domowych na terytorium kraju. Jedynym utrudnieniem w dostępie do rynku wciąż jest brak euroszynek pocztowych (zamiast tradycyjnych skrzynek pocztowych), do których dostęp miałyby także podmioty prywatne świadczące usługi pocztowe (obecnie dostęp do tradycyjnych skrzynek ma jedynie Poczta Polska). Tradycyjne skrzynki pocztowe mają jednak zostać wycofane i zamienione na euroszyneki już do sierpnia przyszłego roku, co całkowicie otworzy Spółce dostęp do klientów. Integer.pl obsługuje głównie klientów biznesowych. Wykorzystując stale rozbudowywaną infrastrukturę związaną z oferowaniem usług pocztowych Integer.pl zamierza uzupełnić ofertę o usługi pośrednictwa finansowego i ubezpieczeniowego (w IV kwartale 2007).

W naszej opinii Integer.pl powinien okazać się dobrą inwestycją.

- Szacujemy, że środki pochodzące z emisji pozwolą na dynamiczny rozwój infrastruktury i wzmocnienie pozycji w segmencie usług pocztowych i segmencie pośrednictwa finansowego. W naszej opinii to właśnie Integer.pl, będąc drugim po Poczcie Polskiej podmiotem na rynku usług pocztowych, ma szansę zdobywać rynek dotychczas należący do państwowego monopolisty – Poczty Polskiej (między innymi dzięki konkurencji cenowej). Jednocześnie wydłużony do roku 2013 roku okres „chroniący” polski rynek pocztowy przed konkurencją z zagranicy, pozwoli na rozwinięcie infrastruktury i ugruntowanie pozycji na rynku usług pocztowych przed momentem potencjalnego pojawienia się na rynku zagranicznych graczy. W naszym przekonaniu konsekwentnie realizowana strategia pozwoli na dynamiczny wzrost przychodów i zysków Spółki w perspektywie najbliższych kilku lat.

- Spółka będzie aktywna także na rynku dystrybucji materiałów reklamowych, który w opinii Zarządu powinien rosnąć w tempie ok. 10% rocznie. W naszej opinii ogólnopolska sieć dystrybucji, wysoka jakości świadczonych usług (marginalna liczba reklamacji), a także silna pozycja na rynku (Integer.pl jest drugim po Poczcie Polskiej podmiotem w branży, a w grudniu 2006 dodatkowo wzmocnił pozycję dzięki połączeniu ze swoim największym konkurentem – spółką Fibra-Hallo) pozwolą zachować Spółce stabilny portfel klientów i dynamicznie zwiększać z roku na rok przychody i zyski także z tego segmentu.

W naszej ostatecznej wycenie uwzględniliśmy wycenę metodą DCF oraz wycenę metodą porównawczą (do polskich odpowiedników), obie z wagą 50%. Nasza ostateczna wycena spółki Integer.pl zawiera się w przedziale od 101,8 mln zł (wycena metodą DCF) do 114,5 mln zł (wycena metodą porównawczą), w związku powyższym, wartość Spółki na jedną akcję kształtuje się w przedziale 17,1 – 19,3 zł. Na podstawie średnich wartości obu wycen, wyceniamy wartość 1 akcji spółki Integer.pl na 18,2 zł.

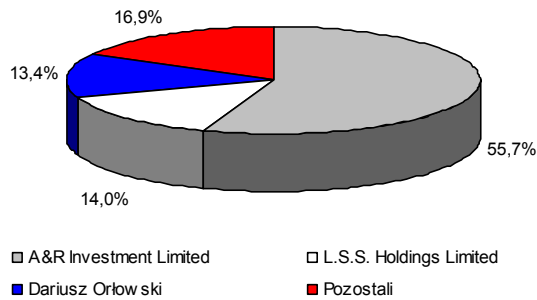
SZCZEGÓŁY OFERTY I CELE EMISJI

Wprowadzenie Spółki na GPW odbędzie się poprzez podwyższenie kapitału. Oferta publiczna (IPO) zakłada podwyższenie kapitału o nie mniej niż 1 000 000 i nie więcej niż 1 550 000 akcji Serii E, co stanowi odpowiednio 18,6% i 26,1% kapitału Spółki po IPO.

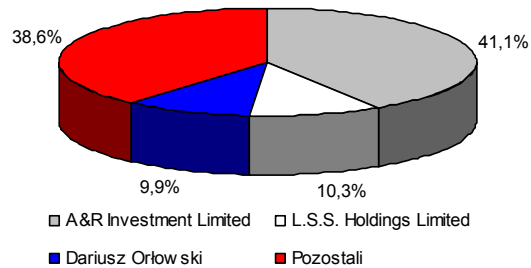
Większościowym akcjonariuszem Integer.pl jest spółka A&R Investment Limited, posiadająca 2 441 073 akcji (55,6%). A&R Investment Limited jest spółką pośrednio kontrolowaną przez Pana Rafała Brzoskę, Prezesa Zarządu Integer.pl. Pan Rafał Brzoska posiada 100% udział w spółce Fenix Investment Limited, która z kolei jest właścicielem 100% akcji spółki A&R Investment Limited. Właścicielem spółki L.S.S. Holdings Limited, drugiego znaczącego akcjonariusza Spółki (14%), jest Pan Krzysztof Kołpa, członek Zarządu Integer.pl.

Akcje spółek A&R Investmet Limited oraz L.S.S. Holdings Limited objęte są umową zakazu sprzedaży. „Lock-up” obejmuje 100% akcji posiadanych przez obie spółki i obowiązuje przez 12 miesięcy od dnia pierwszego notowania akcji spółki Integer.pl na GPW.

Rysunek 1. Struktura akcjonariatu przed IPO



Rysunek 2. Struktura akcjonariatu po IPO*



Źródło: Spółka

* przy objęciu 1 550 000 akcji
Źródło: Spółka

Cena emisyjna została ustalona w przedziale 13-16 zł za akcję. Wpływy z emisji, w zależności od ceny emisyjnej i liczby objętych akcji mogą kształtować się w przedziale 13,0 – 24,8 mln zł. Zarząd Spółki szacuje koszty emisji na poziomie 2,15 mln zł.

Wyszczególnienie	Cena emisyjna		Liczba nowych akcji objętych w IPO
	13	16	
Wartość środków pozyskanych z emisji	13 000 000	16 000 000	1 000 000
	20 150 000	24 800 000	1 550 000

Środki uzyskane ze sprzedaży akcji (przy założeniu uzyskania wpływów netto z emisji na poziomie 22,65 mln zł), Integer.pl zamierza przeznaczyć na

- 1) inwestycje realizowane przez spółkę zależną InPost – 6,55 mln zł,
 - uruchomienie 300 punktów obsługi klienta w najlepszych lokalizacjach miast i w centrach handlowych do czerwca 2008 (Obecnie spośród 565 punktów obsługi klienta tylko 6 jest własnością Spółki, pozostałe punkty to punkty partnerskie świadczące usługi w sieci franczyzowej InPost. Docelowo, spośród planowanych 800 punktów obsługi klienta, 300 będzie własnością InPost, a 500 należeć będzie do sieci franczyzowej);
 - uruchomienie własnych oddziałów w 15 największych miastach polskich miastach;
 - otwarcie 50 nowych oddziałów agencyjnych InPost w mniejszych miejscowościach
 - zakupienie licencji oraz wdrożenie systemu IT
 - uruchomienie 2 nowych sortowni w Katowicach i w Bydgoszczy
- 2) inwestycje realizowane przez spółkę InPost Finanse Sp. z o.o. – 3 mln zł
 - dostosowanie wyposażenia obecnych punktów obsługi klienta InPost do świadczenia podstawowych usług finansowych powiązanych z usługami pocztowymi, a także wyposażenia listonoszy w przenośne urządzenia do dokonywania płatności kartami debetowymi i kredytowymi oraz mobilne drukarki;
- 3) inwestycje w kapitał obrotowy – 600 tys. zł,
- 4) uruchomienie własnego centrum obsługi klienta i call-center – 500 tys. zł,
- 5) inwestycje związane z rozwojem działalności na Ukrainie – 2 mln zł,
- 6) przeprowadzenie 2 ogólnopolskich kampanii promocyjnych dotyczących usług świadczonych przez Grupę – 3 mln zł,
- 7) przejęcia podmiotów z branży pokrewnej spółkom z Grupy, które posiadają własną sieć punktów obsługi klienta – ok. 7 mln zł

RYNEK I KONKURENCJA

Rynek dystrybucji bezadresowej

Dystrybucja bezadresowa jest narzędziem marketingu bezpośredniego, polegającym na docieraniu z materiałami reklamowymi do gospodarstw domowych, a najczęściej spotykaną formą dystrybucji bezadresowej jest kolportaż ulotek i gazetek reklamowych. Liderem krajowego rynku kolportażu bezadresowego (obok Poczty Polskiej) jest spółka Integer.pl. Według przewidywań Spółki, na rynku kolportażu materiałów reklamowych w ciągu najbliższych 2 lat pozostaną maksymalnie 2-3 ogólnopolskie firmy kolporterskie.

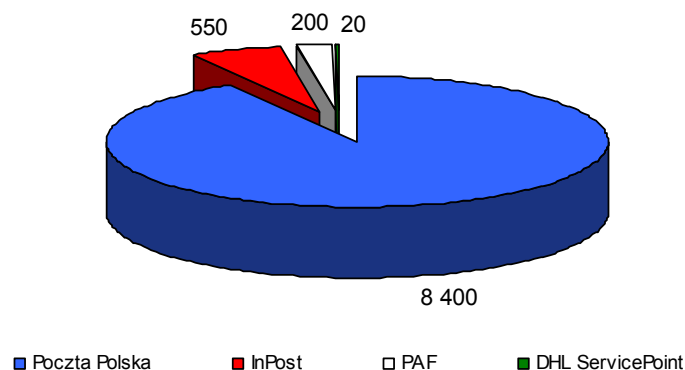
W branży handlu detalicznego dystrybucja bezadresowa wydaje się być najważniejszą formą bezpośredniego kontaktu z klientem. Wyniki badań przeprowadzonych przez TNS OBOP na zlecenie Stowarzyszenia Marketingu Bezpośredniego wykazują, że gazetki i ulotki reklamowe są najpopularniejszą formą marketingu bezpośredniego wśród klientów w Polsce. Wykazują również, iż 71% firm korzysta z narzędzi marketingu bezpośredniego. Kolportaż ulotek pod drzwi klientów stosowany jest zarówno jako indywidualne medium reklamowe lub jako uzupełnienie kampanii reklamowej prowadzonej w mediach. Warto zwrócić uwagę, że ulotki i gazetki reklamowe są najszerszą i najdokładniejszą formą promocji aktualnej oferty sklepu. Jednocześnie koszt skorzystania z tej formy reklamy jest zdecydowanie niższy od kosztów reklamy w mediach tradycyjnych.

Przy wyborze firmy dystrybuującej, zleceniodawcy kierują się najczęściej następującymi czynnikami: skutecznością dotarcia, zasięgiem dystrybucji, systemem kontroli, doświadczeniem firmy, ceną. Na skuteczność dystrybucji z pewnością ma wpływ zasięg dystrybucji firmy zajmującej się kolportażem oraz jej sieć kolporterów, czyli liczba kolporterów, którą taka agencja zatrudnia. Dzięki rozbudowanej sieci kolporterów agencja będzie w stanie w krótkim czasie dotrzeć z ulotką do większej ilości adresatów. Nie mniej ważną kwestią jest system kontroli procesu dystrybucji stosowany przez agencje kolportujące materiał reklamowy. W agencjach zajmujących się dystrybucją bezadresową standardem powinno być stosowanie rzetelnej kontroli wewnętrznej kolportażu. Często praktykuje się kontrole wspólne, w których udział biorą przedstawiciele firmy dystrybuującej oraz zleceniodawcy. Kontrole przeprowadzane wspólnie mają na celu obiektywne zweryfikowanie skuteczności przeprowadzonej dystrybucji.

Rynek usług pocztowych

Wyrastający z monopolu państwowych rynek usług pocztowych podlega procesowi stopniowej liberalizacji. W roku 2004 nastąpiło uwolnienie rynku przesyłek powyżej 350 g, w 2005 r. uwolniono rynek przesyłek powyżej 100 g, a od początku roku 2006 we wszystkich krajach Unii Europejskiej został otwarty rynek listów o wadze ponad 50 g. Wyłączne prawo do dostarczania przesyłek do 50 gramów wciąż mają państwowe urzędy pocztowe, jednak już wkrótce państwowe monopole zostaną całkowicie ograniczone. Zgodnie z dyrektywą przyjętą przez Radę Unii Europejskiej, państwowi monopolisci stracą wyłączność na dostarczanie przesyłek poniżej 50 g w roku 2011 (od 1 stycznia). Możliwość przedłużenia wprowadzania nowych przepisów o kolejne 2 lata – do 2013 roku – wywalczyły nowe państwa członkowskie, w tym Polska, a także kraje o rozproszonej liczbie ludności. Po roku 2013 Poczta Polska straci monopol rynkowy. Wartość rynku usług pocztowych w Polsce szacuje się na ok. 6 mld zł.

Rysunek 3. Operatorzy usług pocztowych i liczba placówek w Polsce na koniec 2006 roku



Źródło: Manager Magazine

Doświadczenia europejskich krajów o wysoko rozwiniętej gospodarce przekonują, że powstanie alternatywy dla Poczty Polskiej jest kierunkiem nieuniknionym, a przełamanie monopolu państwowego na usługi pocztowe może w efekcie zwiększyć jakość świadczonych usług oraz ograniczyć ceny. Przesunięcie terminu pełnej

liberalizacji rynku odsuwa także potencjalne wejście na polski rynek usług pocztowych podmiotów zagranicznych, co pozwoli podmiotom już działającym na terenie Polski lepiej przygotować się na spodziewaną zwiększoną presję konkurencyjną.

Od roku 2013, gdy Poczta Polska ostatecznie straci monopol na usługi pocztowe, świadczone deficytowe „usługi publiczne” - jak np. gwarancja dostarczania przesyłek także na obszarach wiejskich przez 5 dni w tygodniu - będą mogły być dofinansowywane ze środków publicznych. Dodatkowo, powołane zostaną „fundusze kompensacyjne” – prawdopodobnie finansowane przez wszystkich operatorów działających na rynku, także tych, którzy usług na wsi nie oferują.

W Polsce zaledwie kilkanaście procent skrzynek to tzw. euroskrzynki umożliwiające dostęp wszystkim działającym na rynku operatorom pocztowym, co częściowo ogranicza dostęp do klientów spółce Integer.pl. Dotychczasowe skrzynki są własnością Poczty Polskiej i wyłącznie ona może z nich korzystać, natomiast według norm unijnych do opróżniania euroskrzynki będzie uprawniony tylko lokator. Oprócz listonoszy Poczty Polskiej inni doręczyciele również będą wrzucać przesyłki do euroskrzynek. Zgodnie z ustawodawstwem Unii Europejskiej, a także Prawem Pocztowym, Polska do 24 sierpnia 2008 r. zobowiązana jest do wymiany skrzynek pocztowych na euroskrzynki spełniające standardy unijne. Łącznie jest to ponad 5 mln skrzynek w całym kraju. Za wymianę odpowiedzialni są właściciele, współwłaściciele, lub administratorzy nieruchomości

Rynek pośrednictwa finansowego

Rynek pośrednictwa finansowego w Polsce wzrasta zarówno ze względu na wzrost ogólnego popytu na usługi i produkty finansowe, jak i z uwagi na coraz większy udział pośredników w sprzedaży produktów i usług finansowych. Zakres usług pośrednictwa finansowego obejmuje w szczególności następujące produkty: (i) bankowe, jak np. kredyty, karty kredytowe i płatnicze, lokaty, itp., (ii) ubezpieczeniowe, oraz (iii) fundusze inwestycyjne.

Na fali dobrej koniunktury powstają nowe firmy pośrednictwa finansowego, a banki chętnie podejmują z nimi współpracę. Czołowymi firmami pośrednictwa finansowego w Polsce są: (i) Expander, (ii) Open Finance, (iii) DK Notus.

PROFIL DZIAŁALNOŚCI

Integer.pl działa na rynku od 1999 roku świadcząc usługi w zakresie (i) kolportażu materiałów reklamowych oraz (ii) usług pocztowych. Od IV kwartału 2007 roku Spółka wprowadzi także do oferty usługi pośrednictwa finansowego.

Działalności Integer.pl obejmuje przede wszystkim realizację usług w zakresie dystrybucji materiałów reklamowych (przychody ze sprzedaży usług kolportażu druków bezadresowych w roku 2006 stanowiły ok. 98% przychodów ogółem). W roku 2001 działalność obejmowała swoim zasięgiem 49 miast w Polsce, a od 2002 roku obszar całego kraju. Zakres usług dystrybucji materiałów reklamowych został poszerzony o dystrybucję adresową katalogów branżowych oraz innych materiałów reklamowych. Od początku działalności, Spółka należy do czołówki firm dystrybuujących materiały reklamowe w Polsce, a obecnie jest największym podmiotem po Poczcie Polskiej w branży.

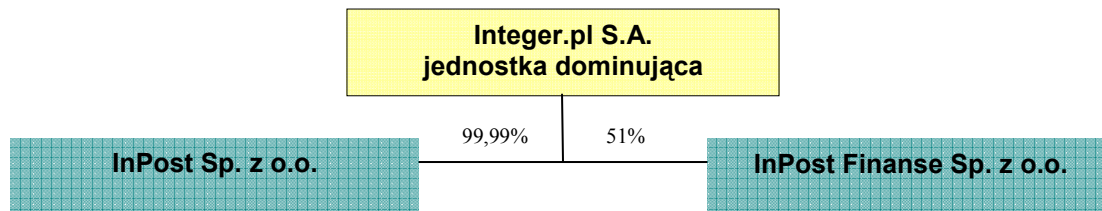
Integer.pl sukcesywnie wprowadza do oferty nowe usługi. W listopadzie 2006 roku Spółka rozszerzyła działalność o usługi pocztowe (InPost) w zakresie przesyłek o masie powyżej 50 g, dzięki czemu Spółka stała się pierwszym ogólnokrajowym niezależnym operatorem pocztowym. InPost posiada zaplecze techniczno logistyczne umożliwiające prowadzenie działalności o ogólnopolskim zasięgu. Obecnie Spółka oferuje 9 usług w przedstawicielstwach znajdujących się w 153 miastach Polski. W roku 2008 Spółka powinna być obecna w 200 miastach Polski poprzez sieć 800 punktów obsługi klienta, a zakres oferowanych usług powinien zwiększyć się do 15.

Wykorzystując obecną infrastrukturę, począwszy od 4 kwartału 2007 roku Spółka planuje wdrożenie kolejnych usług (poprzez spółkę InPost Finanse Sp. z o.o), które będą obejmowały: (i) możliwość uiszczenia opłat za rachunki w punktach obsługi klienta, (ii) wybrane produkty pośrednictwa finansowego (zawieranie umów kredytowych na zasadach agencyjnych z bankami), (iii) produkty ubezpieczeniowe (zawieranie umów ubezpieczeniowych na zasadach agencyjnych z ubezpieczycielami), (iv) krajowe i zagraniczne przekazy pocztowe (współpraca z Western Union), oraz (v) doładowania kart „pre-paid” operatorów komórkowych.

Struktura Grupy Kapitałowej Emitenta jest prosta. W spółce Integer.pl S.A. – jednostce dominującej Grupy – koncentruje się działalność kolportażu materiałów reklamowych. Działalność InPost Sp. z o.o. obejmuje

świadczenie usług pocztowych, natomiast InPost Finanse Sp. z o.o. będzie świadczył usługi pośrednictwa finansowego.

Rysunek 4. Grupa Kapitałowa Spółki Integer.pl S.A.



Źródło: Spółka

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Przedmiotem działalności spółki Integer.pl jest (i) kolportaż materiałów reklamowych, (ii) usługi pocztowe, a wkrótce będą to także (iii) usługi pośrednictwa finansowego.

Kolportaż materiałów reklamowych

Kolportaż materiałów reklamowych obejmuje dystrybucję bezadresową oraz badania ankietowe. Spółka kolportuje średnio 50-70 mln ulotek reklamowych miesięcznie, a codziennie jego kurierzy dostarczają przesyłki w ponad 500 miastach w Polsce. Obecnie Spółka posiada 15 magazynów centralnych, 42 magazyny regionalne i 91 punktów przeładunkowych. Integer.pl jest w stanie w ciągu 48 godzin zapewnić wsparcie logistyczne na transport 150 ton materiałów do każdego miejsca w Polsce. Ze Spółką współpracuje łącznie 7 300 osób. Znacząca część zatrudniona jest przez agentów i przedstawicieli bezpośrednio współpracujących z Emitentem.

Integer.pl zajmuje się także dostarczaniem przesyłek adresowych, przede wszystkim do firm: książki branżowe, biuletyny i korespondencję seryjną. Kolportaż bezadresowych materiałów reklamowych jest ofertą kierowaną przede wszystkim do klientów instytucjonalnych.

W ramach kolportażu – jako jedyna firma w branży – raz na kwartał przeprowadza dla stałych klientów badania ankietowe na klientach przychodzących do placówek handlowych Emitenta. Następnie przygotowywany jest raport, dzięki któremu skuteczniej i efektywniej można planować nakład i rejony dystrybucji. Spółka przeprowadza także badania ankietowe na zlecenie firm nie związanych z kolportażem.

Po zakończeniu każdego badania pracownik Spółki w obecności przedstawiciela klienta przeprowadza weryfikację jakości wykonanej usługi. Weryfikacja polega na sprawdzeniu od 30 do 50 losowo wybranych przez klienta lokalizacji. Po zakończeniu komisyjnej kontroli kolportażu obliczany jest wskaźnik, który określa, ile jest odpowiedzi pozytywnych (potwierdzających fakt otrzymania reklamy) wśród ogółu zapytanych. W umowie z klientem Spółka gwarantuje wielkość wskaźnika skuteczności na poziomie 90-95%. Za każdy 1% mniejszej skuteczności Spółka ponosi karę w wysokości 3% wartości faktury za daną lokalizację. W roku 2006 poziom reklamacji utrzymywał się na stałym poziomie i nie przekroczył 1 promila, przy stałym wzroście ilości kolportowanych materiałów.

Spółka wprowadziła system kontroli jakości - System HERMES - który umożliwia klientom stały monitoring wykonywanych zleceń oraz kontrolę kolportowanych przesyłek. W każdej chwili Klient może sprawdzić, na jakim etapie jest jego zamówienie i w jakim regionie aktualnie dystrybuowane są jego materiały reklamowe. System HERMES to program autorski w pełni przystosowany do wymagań działalności Emitenta. Moduł zarządcy pozwala na planowanie zleceń, budżetowanie oraz ich rozliczanie.

System HERMES pozwala na koordynację procesu kolportażu. HERMES to specjalistyczne oprogramowanie wraz z systemem elektronicznych map 100 największych miast Polski. Mapy przygotowywane są wyłącznie na indywidualne zamówienie i potrzeby firmy Integer.pl S.A. Klienci Emitenta za pośrednictwem Internetu na mają dostęp do serwera, na którym są umieszczone mapy. Posługiwanie się systemem umożliwia indywidualny login i hasło nadawane każdemu klientowi. Każde nowe zlecenie jest rejestrowane w systemie HERMES (nadawany jest indywidualny numer zlecenia) i przydzielany jest jego opiekun. Następnie opiekun zlecenia wprowadza wytyczne zlecenia do systemu, tworzy instrukcje dla przedstawicieli, w których podaje wszelkie niezbędne wymagane dla danego zlecenia informacje (termin kolportażu, formę, rejony dystrybucji, kontakt do klienta itp.)

oraz tworzy rozdzielniki, wprowadzając miasta, w których ma odbyć się kolportaż i nakłady. Po przygotowaniu takiego zlecenia jest ono wysyłane do przedstawicielstw. System HERMES automatycznie wysyła do przedstawiciela informacje na adres e-mail, iż otrzymał nowe zlecenie do realizacji. Każdy oddział Emitenta posługuje się oprogramowaniem HERMES. Logując się na swoje konto, przedstawiciel odbiera zlecenie, odczytując instrukcje sporządzone przez Dział Operacyjny, widzi, w jakich miastach, w jakim nakładzie i terminie ma zostać przeprowadzony kolportaż. Po odczytaniu założeń zlecenia, przedstawiciel tworzy w systemie plan kolportażu, podając sektory i termin dystrybucji, a na koniec, po przeprowadzonej akcji, wprowadza w system wynik kontroli oraz dołącza kopię raportu z kontroli. Dzięki temu systemowi szybciej i sprawniej przebiega proces obsługi zlecenia, Dział Operacyjny na bieżąco monitoruje przebieg kolportażu. Po zakończonej akcji Dział Operacyjny w ciągu 5 dni zamyka zlecenie i po jego zamknięciu z systemu automatycznie wychodzi wiadomość do przedstawicieli, na jaką kwotę powinni wystawić fakturę.

Spółka obsługuje zarówno duże ogólnopolskie sieci handlowe, jak i małe lokalne firmy. Integer.pl obsługuje między innymi: hipermarkety Auchan, sieć Ahold, salony meblowe Abra, Vobis Microcomputer, Rossman, Alsen, Leclerc, Domar AGD, Norauto, Conforama, markety budowlane Nomi, sieć marketów Elea, sieć Polo Market, sieć Intermarche, sieć salonów obuwniczych Deichmann, sieć sklepów AGD&RTV Awans, Leroy Merlin, Grupa PSB, sieć sklepów AGD&RTV Mix Electronics, Media MArk, Drogerie Natura, Plus Discount, salony meblowe Black Red White, hipermarkety Alma, Mediaexpert AGD RTV, Tesco, Provident, Deutsche Bank, AIG, Karen Notebook, Exisport, sieć Saturn i wiele innych.

Usługi pocztowe

Podstawowym celem strategicznym spółki Integer.pl jest dynamiczny wzrost udziału przychodów z segmentu usług pocztowych w przychodach ogółem. Rozwój tego segmentu usług ma być efektem zdobywania rynku dotychczas należącego do państwowego monopolisty – Poczty Polskiej. Obecnie Integer.pl posiada 94 przedstawicielstwa obsługujące 153 miast Polski oraz 565 punktów obsługi klienta. Do końca roku 2007 Spółka będzie obecna na terenie 80% kraju, w 200 miastach Polski poprzez sieć 120 przedstawicielstw i 800 punktów obsługi klienta.

Działalność w zakresie usług pocztowych prowadzona jest przez spółkę zależną (w 100%) - InPost. InPost, jest pierwszym ogólnokrajowym niezależnym operatorem pocztowym, jaki powstał w Polsce po częściowej liberalizacji rynku usług pocztowych. Podstawowymi usługami Spółki są: (i) przesyłka reklamowa (termin doręczenia do 3 dni), (ii) list zwykły (termin doręczenia do 3 dni), (iii) list ekspresowy polecony (termin doręczenia 2 dni), (iv) paczka pocztowa (termin doręczenia 2 dni), (v) usługi pełnej obsługi korespondencji (kopertowanie, adresowanie, nadawanie itp.).

Obecnie Spółka obsługuje przede wszystkim klientów biznesowych. Nadawca instytucjonalny otrzymuje specjalne gwarancje umowne poparte karami finansowymi dla InPost za niewywiązanie się z umowy. InPost w ramach swoich usług oferuje również pewną gamę usług dodanych, takich jak: (i) kontrola adresów i przekazywanie zmienionych danych, ew. przesłanie zwrotne nie doręczonej przesyłki nadawcy, (ii) informacja zwrotna do nadawcy, (iii) stworzenie bazy danych z nieskutecznymi adresami, (iv) śledzenie przesyłek poprzez system GPS.

Spółka wprowadziła własne koperty InPost, wykorzystywane przy obsłudze korespondencji. InPost wprowadził również do obiegu własne znaki opłaty pocztowej. Integer.pl kieruje ofertę także do klientów biznesowych, których nie ma Poczta Polska. Upusty dla klientów wysyłających powyżej 20 tys. listów miesięcznie wynoszą od 10 do 70%.

Pośrednictwo finansowe

Działalność Spółki w zakresie świadczenia usług pośrednictwa finansowego uruchomiona zostanie jeszcze w 2007 r. Działalność spółki InPost Finance Sp. z o.o. (spółka w 51 % zależna od Integer.pl) będzie ściśle powiązana z działalnością pocztową, wykorzystując m.in. zasoby ludzkie spółki InPost. Planowane jest utworzenie ogólnopolskiej sieci punktów obsługi klienta świadczących kompleksowe usługi pocztowe wzbogacone o szeroki wachlarz usług pośrednictwa finansowego. Budowa sieci odbywać się będzie w oparciu o dotychczasowe punkty obsługi klienta oraz poprzez przejęcie istniejących punktów w małych sieciach franczyzowych, a także poprzez wkorzystanie istniejących punktów kasowych np. spółdzielni mieszkaniowych, zakładów wodociągowych, gazowniczych, energetycznych itp. W punktach InPost Finance Sp. z o.o. każdy klient indywidualny będzie mógł: (i) dokonać opłat za rachunki, (ii) nadawać przekazy pieniężne krajowe i zagraniczne, (iii) zakupić produkty niematerialne – doładowanie kart pre-paidowych, (iv) skorzystać z możliwości zakupu prostych produktów pośrednictwa finansowego (ubezpieczenie, pożyczka, karta kredytowa).

W założeniach działalności Spółki InPost Finanse Sp. z o.o. leży również świadczenie przekazów pieniężnych dla dużych instytucji na rzecz odbiorców indywidualnych: Urząd Skarbowy, operatorów telekomunikacyjnych i dostawców mediów i energii. Docelowo, dzięki połączeniu zakresu usług pocztowych i pośrednictwa finansowego, klient indywidualny będzie miał możliwość dokonania wpłat pieniężnych, opłat za rachunki itp. również w miejscu zamieszkania korzystając z usług listonosza.

Zasięg działalności spółki InPost Finanse Sp. z o.o. będzie w ok. 60% pokrywał się z obszarem świadczenia usług przez InPost Sp. z o.o. Spośród 800 POK spółki InPost, około 500 będzie świadczyło również usługi pośrednictwa finansowego i ubezpieczeniowego. Warunki i zasady, na jakich wybrane POK spółki InPost będą świadczyły usługi pośrednictwa finansowego i ubezpieczeniowego, określone zostaną w umowie o współpracy pomiędzy InPost Sp. z o.o. a InPost Finanse Sp. z o.o. Do dnia zatwierdzenia Prospektu Grupa Kapitałowa nie dokonała wyboru punktów obsługi klienta, które świadczyć będą usługi finansowo-ubezpieczeniowe.

Obecnie udziałowcami spółki InPost Finanse Sp. z o.o. są: Emitent (51%) oraz Zakład Mechaniki Precyzyjnej Aqmet Nowiński Sp.j. (49%). W dniu 3 sierpnia 2007 roku Nadzwyczajne Zgromadzenie Wspólników Spółki InPost Finanse Sp. z o.o. podjęło uchwałę o zmianie umowy spółki, obejmującą m.in. zmianę firmy spółki na InPost Finanse Sp. z o.o. oraz dostosowujące przedmiot działalności spółki do planowanych działań w szczególności w zakresie pośrednictwa finansowego i ubezpieczeniowego.

PROGNOZY FINANSOWE

Prognoza wyników finansowych

Nasza prognoza wyników finansowych Integer.pl w latach 2007-2008 oparta została na prognozach Zarządu Spółki. W związku z powyższym, w roku 2007 i 2008 zakładamy wzrost przychodów Integer.pl o odpowiednio 44,3%, oraz 37,9%, wzrost zysku operacyjnego o odpowiednio 176,2%, oraz o 63,6%, oraz wzrost zysku netto o odpowiednio 123,2% i 84,9%. Wynik roku 2007 zdeterminowany będzie połączeniem spółki Integer.pl i spółki FIBRA-HALLO Sp. z o.o., które miało miejsce w grudniu 2006 r. Spółka FIBRA-HALLO (przychody ze sprzedaży spółki w roku 2006 wyniosły 5,2 mln zł) była największym konkurentem Spółki w segmencie dystrybucji materiałów reklamowych, a połączenie pozwoliło na zwiększenie wolumenu sprzedaży i ugruntowanie dominującej pozycji Integer.pl na rynku dystrybucji bezadresowej.

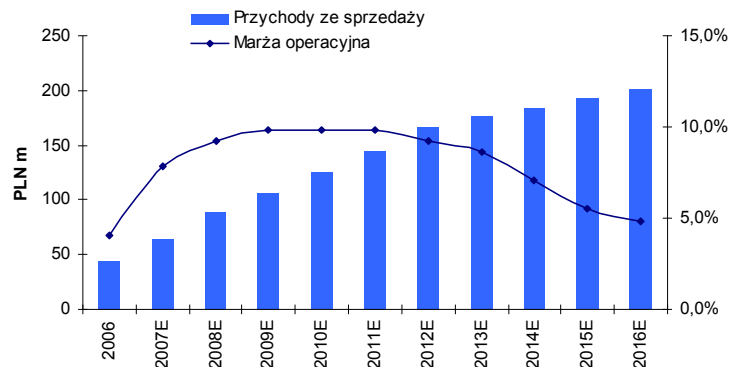
W naszej opinii wzrost przychodów w horyzoncie najbliższych kilku lat podyktowany będzie przede wszystkim dynamicznym wzrostem przychodów Spółki z działalności pocztowej. Spółka szacuje wzrost przychodów z segmentu usług pocztowych w latach 2007 i 2008 na poziomie 100% (w porównaniu do zakładanego ok. 15% wzrostu przychodów z segmentu dystrybucji materiałów bezadresowych).

W roku 2008 dynamiczny wzrost przychodów spółki InPost (świadczącej usługi pocztowe w Grupie) i jednoczesne osiągnięcie miesięcznego progu rentowności przez tą spółkę w IV kwartale 2008, związane będą z działalnością związaną z montażem euroskrzynek. Chcielibyśmy zwrócić uwagę na fakt, że w związku z obowiązkiem montażu przez administratorów budynków euroskrzynek do sierpnia 2008, całkowicie zniknie ograniczenie Spółki w dostępie do klientów. W latach kolejnych wzrost przychodów Spółki związany będzie z realizacją usług pocztowych. Wzrost podyktowany będzie nie tyle wzrostem rynku pocztowego, a wzrostem konkurencyjności na rynku, związanej ze stopniowo słabnącą pozycją państwowego monopolisty – Poczty Polskiej.

Mimo że jednym z celów emisyjnych jest rozbudowa sieci dystrybucyjnej na Ukrainie i przejęcia podmiotów z pokrewnych branż w Polsce, jako że nie posiadamy jakichkolwiek informacji na temat potencjalnych korzyści związanych z ww. inwestycjami, nie uwzględniamy wpływu wspomnianych inwestycji na wyniki Spółki.

W roku 2006 rentowność Spółki znacząco spadła co związane było z rozszerzeniem oferty o usługi pocztowe oraz kapitałochłonnym startem spółki InPost (skonsolidowany wynik został obciążony stratą spółki InPost). W roku 2007 r. powinny pojawić się pierwsze efekty poczynionych inwestycji i wzrost rentowności sprzedaży. Dalszy wzrost rentowności w roku 2008 będzie efektem rosnącej skali działalności Spółki, wzrostem wydajności związanej z wprowadzonym promocyjnym systemem wynagradzania oraz spadającymi jednostkowymi kosztami oferowanych usług. Zakładamy stabilizację marży na poziomie zbliżonym do roku 2008 począwszy od roku 2009, natomiast począwszy od roku 2012 zakładamy spadek rentowności. Mimo, że w roku 2013 rynek usług pocztowych zostanie całkowicie uwolniony i Grupa zyska na zredukowaniu kosztów stałych z tytułu doręczenia 1 listu (ok. 20 gr na 1 doręczonym liście), z uwagi na potencjalne nasilenie działalności konkurencyjnej, a także zasadę ostrożnej wyceny zakładamy spadek marży EBIT w roku 2016 do poziomu 4,8%.

Rysunek 5. Przychody i marża EBIT spółki Integer.pl S.A.



Źródło: prognozy DM IDMSA

WYCENA

Spółkę Integer.pl wyceniliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF FCFF), a następnie wynik wyceny skonfrontowaliśmy z rezultatami zestawienia mnożników krajowych i zagranicznych spółek porównywalnych. W wycenie porównawczej uwzględniliśmy następujące mnożniki: P/E, EV/EBIT, oraz EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

Odpowiedniki krajowe

Wśród spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie brak jest spółek o porównywalnym profilu działalności do Integer.pl. W naszym przekonaniu wycenianą Spółkę możemy jednak porównać ze spółkami zajmującymi się dystrybucją, które są reprezentowane na GPW w Warszawie. Istotną różnicę stanowi otoczenie konkurencyjne, które w odróżnieniu od porównywalnych spółek dystrybucyjnych, w przypadku usług pocztowych zdominowane jest przez jednego gracza. W naszej opinii ekspansja Spółki na lukratywny rynek pocztowy (a w związku z tym znaczna dynamika zysków) może uzasadniać ewentualną premię jaką inwestorzy mogą być skłonni zapłacić za akcje Integer.pl, w porównaniu do spółek uwzględnionych w porównaniu. Spośród polskich dystrybutorów do wyceny porównawczej wybraliśmy spółki związane z sektorem motoryzacyjnym, takie jak Inter Cars, a także dystrybutorów leków, jak Farmacol, czy też PGF. W latach 2006 – 2008 Integer.pl osiągnie średnioroczną dynamikę wzrostu zysku (EBIT) na poziomie 113% (z 1,8 do 8,3 mln zł), natomiast prognozowany wzrost zysków spółek porównywalnych w latach 2006-2008 kształtuje się na poziomie: Inter Cars – 109,7%, Farmacol – 15,2%, a PGF – 6,5%. Dodatkowo w wycenie uwzględniliśmy spółkę Ruch (największy dystrybutor prasy w Polsce i jeden z głównych dystrybutorów artykułów codziennego użytku).

Tabela 1. Wycena porównawcza – odpowiedniki krajowe

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
	2007E			2008E		
InterCars	13,5	16,4	13,5	10,2	11,9	10,2
Farmacol	11,9	13,4	16,4	11,3	12,6	15,2
PGF	14,6	17,0	18,7	13,5	15,9	16,6
Ruch	20,6	34,7	26,3			
Średnia:	15,2	20,4	18,7	11,7	13,5	14,0
EBITDA, EBIT, Zysk netto spółki Integer.pl (mln PLN)	5,3	5,0	3,5	9,2	8,3	6,5
Implikowana wartość (mln PLN)	80,5	102,8		107,9	111,0	
Dług netto Integer.pl (mln PLN)	-31,6	-31,6		-32,0	-32,0	
Implikowana wartość spółki Integer.pl (mln PLN)	112,1	134,4	66,2	140,0	143,0	91,6
Średnia wartość spółki Integer.pl				114,5		
Liczba akcji (w milionach)				5,9		
Średnia wartość spółki Integer.pl na akcję				19,3		

Źródło: Reuters, szacunki DM IDMSA

W wyniku wyceny porównawczej uzyskaliśmy wartość spółki Integer.pl na poziomie 114,5 mln zł, a wartość Spółki przypadającą na 1 akcję na poziomie 19,3 zł.

Odpowiedniki zagraniczne

Spośród spółek zagranicznych, do wyceny porównawczej wybraliśmy spółki związane z działalnością pocztową i dystrybucyjną, takie jak:

Deutsche Post AG - dostawca usług takich jak usługi pocztowe, przesyłki ekspresowe, przesyłki kurierskie (DHL), czy też usługi finansowe (Deutsche Postbank);

Oesterreichische Post AG – usługi pocztowe, usługi finansowe;

Business Post Group plc – dostawa paczek, listów;

TNT N.V. – usługi pocztowe, transport i dystrybucja listów, paczek oraz korespondencji bezadresowej.

Tabela 2. Wycena porównawcza – odpowiedniki zagraniczne

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
	2007E			2008E		
Deutsche Post AG	6,5	9,6	12,4	5,8	8,5	11,1
Oesterreichische Post AG	7,6	12,5	16,7	7,1	11,3	14,9
Business Post Group plc	9,7	13,1	19,6	7,8	9,8	15,9
TNT N.V.	7,3	9,1	12,7	7,0	8,7	11,7
Średnia:	7,8	11,1	15,3	6,9	9,6	13,4
EBITDA, EBIT, Zysk netto spółki Integer.pl (mln PLN)	5,3	5,0	3,5	9,2	8,3	6,5
Implikowana wartość (mln PLN)	41,4	55,8		64,0	78,8	
Dług netto Integer.pl (mln PLN)	-31,6	-31,6		-32,0	-32,0	
Implikowana wartość spółki Integer.pl (mln PLN)	73,0	87,4	54,2	96,0	110,9	87,6
Średnia wartość spółki Integer.pl				84,9		
Liczba akcji (w milionach)				5,9		
Średnia wartość spółki Integer.pl na akcję				14,3		

Źródło: Reuters, szacunki DM IDMSA

W wyniku wyceny porównawczej z zagranicznymi odpowiednikami uzyskaliśmy wycenę Integer.pl na poziomie 87,9 mln zł, co daje 14,3 zł na akcję. Podobnie jak w przypadku polskich odpowiedników chcielibyśmy jednak zwrócić uwagę na fakt istotnej różnicy między prognozowaną dynamiką zysków jaką Integer.pl osiągnie w horyzoncie najbliższych lat w porównaniu do prognozowanej dynamiki zysków zagranicznych spółek porównywalnych (średnioroczny wzrost EBIT-u Integera.pl w latach 2006-2008 kształtuje się na poziomie 113%, natomiast wzrost zysków zagranicznych spółek porównywalnych mieści się w przedziale 5,6-33,3%). Uważamy, że wyróżnia to spółkę Integer.pl spośród zagranicznych odpowiedników, co w naszej opinii jest argumentem za tym, aby Integer.pl był notowany z premią do zagranicy.

Wycena DCF

Nasza wycena (DCF) ustala bieżącą wartość spółki Integer.pl. Wycena uwzględnia wpływy netto z emisji akcji w ramach oferty publicznej (IPO), w kwocie 22,7 mln zł (objęcie maksymalnej liczby akcji w górnej granicy widełek cenowych).

Do konstrukcji modelu DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost rezydualny na poziomie 1,5%;
- beta niezadłużona na poziomie 1,1;
- premia za ryzyko rynku akcji na poziomie 4,5%.

Oszacowany przez nas średni ważony koszt kapitału (WACC) w okresie dokładnych prognoz oscyluje wokół 11,2%, a w okresie rezydualnym wynosi 9,8%, w związku z zakładanym spadkiem stopy wolnej od ryzyka z poziomu 6,5% (w okresie dokładnych prognoz), do poziomu 5% (w okresie rezydualnym).

W wyniku zastosowania metody DCF wyceniliśmy Spółkę na 101,8 zł, co daje 17,1 zł na akcję.

Tabela 3. Wycena Spółki metodą DCF

(PLN m)		2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	>2016
Przychody ze sprzedaży		44,8	64,6	89,1	106,0	124,6	144,5	166,2	176,1	184,6	192,9	201,6	
Marża operacyjna	<i>zmiana rok-na-rok</i>	n.m.	44,3%	37,9%	19,0%	17,5%	16,0%	15,0%	6,0%	4,8%	4,5%	4,5%	
Zysk operacyjny		4,1%	7,8%	9,3%	9,8%	9,8%	9,8%	9,2%	8,6%	7,1%	5,5%	4,8%	
	<i>zmiana rok-na-rok</i>	n.m.	1,8	5,0	8,3	10,4	12,2	14,2	15,1	13,1	10,6	9,7	
Efektywna stopa podatkowa (T)		31%	22%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Zysk operacyjny * (1-T)	<i>zmiana rok-na-rok</i>	n.m.	1,3	3,9	6,7	8,4	9,9	11,5	12,4	10,6	8,6	7,8	
EBITDA		2,0	5,3	9,2	11,7	13,8	16,1	17,4	17,4	15,5	13,1	12,4	
	<i>zmiana rok-na-rok</i>	n.m.	171,6%	74,4%	26,3%	18,6%	16,0%	8,1%	0,0%	-10,9%	-15,1%	-5,8%	
Marża EBITDA		4,4%	8,2%	10,4%	11,0%	11,1%	11,1%	10,4%	9,9%	8,4%	6,8%	6,1%	
Amortyzacja		0,1	0,3	1,0	1,3	1,6	1,9	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	
Zysk operacyjny * (1-T) + Amortyzacja	<i>zmiana rok-na-rok</i>	n.m.	1,4	4,2	7,7	9,7	11,5	13,4	14,5	13,0	11,1	10,5	
Nakłady inwestycyjne		-3,6	-8,0	-6,8	-6,0	-5,0	-3,0	-2,2	-2,3	-2,4	-2,6	-2,8	
Zmiana kapitału pracującego		-1,7	-0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	0,2	-0,3	
Wpływ z emisji akcji		0,0	22,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (PLN m)		-3,9	18,7	0,7	3,0	5,7	10,1	12,1	11,9	10,7	8,7	7,4	
Koszt kapitału własnego													
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji		4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta oddłużona		1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta skorygowana o bieżący poziom zadłużenia spółki		1,12	1,16	1,17	1,17	1,17	1,17	1,16	1,17	1,17	1,18	1,17	1,17
Szacowany koszt kapitału własnego		11,5%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	10,3%
Koszt długu													
Koszt długu przed opodatkowaniem		5,7%	6,6%	6,3%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Efektywna stopa podatkowa		0,31	0,22	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Koszt długu po opodatkowaniu		3,9%	5,1%	5,1%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)		11,4%	11,3%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Składana stopa dyskontowa		1,00	1,03	1,14	1,27	1,42	1,58	1,75	1,95	2,17	2,41	2,68	
Współczynnik dyskonta		1,00	0,97	0,87	0,79	0,71	0,63	0,57	0,51	0,46	0,41	0,37	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych			18,2	0,6	2,4	4,0	6,4	6,9	6,1	4,9	3,6	2,8	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych													56,0
Waga długu w okresie rezydualnym													7,6%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym													92,4%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz													11,7%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz													11,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym													9,8%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych													1,5%
Wartość rezydualna													90,5
Wartość bieżąca wartości rezydualnej													33,8
Wartość działalności Integer.pl			89,7										
Dług netto			-12,0										
Wartość spółki Integer.pl			101,8										
Liczba akcji			5,9										
Wartość spółki Integer.pl na akcję			17,1										

Źródło: Spółka, szacunki DM IDMSA

W naszej ostatecznej wycenie uwzględniliśmy wycenę metodą DCF oraz wycenę metodą porównawczą (do polskich odpowiedników), obie z wagą 50%. Nasza ostateczna wycena spółki Integer.pl zawiera się w przedziale od 101,8 mln zł (wycena metodą DCF) do 114,5 mln zł (wycena metodą porównawczą), w związku powyższym, wartość Spółki na jedną akcję kształtuje się w przedziale 17,1 – 19,3 zł. Na podstawie średnich wartości obu wycen, wyceniamy wartość 1 akcji spółki Integer.pl na 18,2 zł.

WYCENA OSTATECZNA

Za ostateczne oszacowanie wartości 1 akcji Spółki przyjmujemy średnią ważoną z wyceny komparatywnej i wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (z wagą 50%).

Przyjmując za dobre przybliżenie fair value, wycenę metodą porównawczą oraz metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych otrzymujemy wartość jednej akcji Spółki INTEGER.PL S.A. na poziomie 18,2 zł.

Dom Maklerski IDMSA

Adrian Kyrzcz

a.kyrzcz@idmsa.pl

Pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA a Integer.pl S.A. występują następujące umowy i powiązania:

- umowa z dnia 1 października 2007 r. o prowadzenie funkcji sponsora emisji;
- umowa z InPost Sp. z o.o. o świadczenie usług pocztowych;
- umowa z dnia 3 listopada 2006 r. o prowadzenie depozytu akcji;
- umowa z dnia 3 listopada 2006 r. o przeprowadzenie publicznej oferty akcji;
- umowa z dnia 3 listopada 2006 r. pomiędzy IDMSA.PL Doradztwo Finansowe a Integer.pl S.A. o doradztwo w procesie IPO;
- Wiceprezes DM IDMSA Pan Rafał Abratański jest członkiem Rady Nadzorczej Spółki Integer.pl S.A.;
- DM IDMSA jest akcjonariuszem Integer.pl S.A., jego udział w kapitale i głosach na WZ Integer.pl S.A. wynosi poniżej 5%.

DM IDMSA jest oferującym i koordynatorem publicznej emisji Spółki Integer.pl S.A. DM IDMSA jest powiązany z Emitentem w rozumieniu rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców w zakresie wynikającym z umowy o przeprowadzenie publicznej oferty akcji i wprowadzenie Akcji Emitenta do obrotu na rynku regulowanym oraz posiadania Akcji Emitenta. Inwestorzy powinni zakładać, iż Pełniąc funkcję Oferującego oraz posiadając akcje, DM IDMSA może być zainteresowany uzyskaniem jak największej liczby objętych Akcji Oferowanych. Inwestorzy powinni zakładać, iż pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA i Integer.pl S.A. mogą w przyszłości wystąpić umowy i porozumienia w zakresie dalszej współpracy.

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Dom Maklerski IDMSA przypomina, iż jedynym prawnym wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest Prospekt Emisyjny. Raport analityczny został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak DM IDMSA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść przedstawioną w niniejszym opracowaniu.

DM IDMSA wycenia akcje analizowanych spółek wybranymi metodami wyceny, w tym: metodą porównawczą oraz DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wycena porównawcza w zestawieniu z spółkami zagranicznymi obarczona jest ponadto trudnymi w identyfikacji i kwantyfikacji różnicami związanymi z ryzykiem walutowym, odmiennością rynków, stóp procentowych i panującej aktualnie koniunktury oraz odmiennymi zasadami rachunkowości. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona uniezależniona od bieżącej sytuacji rynkowej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pomimo swoich ograniczeń ww. metody cieszą się szerokim uznaniem.

Rekomendacja została sporządzona na podstawie publicznie dostępnych informacji. Przy sporządzaniu niniejszego opracowania, rekomendujący korzystał ze źródeł informacji dostępnych ogółowi inwestorów w postaci raportów bieżących i okresowych. W opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które DM IDMSA uważa za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny.

Pomiędzy analitykami DM IDMSA przygotowującymi niniejszy raport a Spółką, której dotyczy opracowanie nie występują inne niż wymienione wcześniej powiązania pomiędzy DM IDMSA i Integer.pl S.A. Analitycy sporządzający niniejszy raport wydali własną, niezależną opinię i nie posiadają akcji Emitenta oraz innych spółek w nim opisywanych.

SŁOWNICZEK POJEĆ:

Współczynnik <i>beta</i>	Współczynnik określający zależność stopy zwrotu akcji od przeciętnej stopy zwrotu obserwowanej na rynku; współczynnik <i>beta</i> większy od 1 oznacza, że dana akcja charakteryzuje się dużą wrażliwością na zmiany na rynku.
BVPS	<i>Book Value Per Share</i> – wartość księgową na jedną akcję
DPS	<i>Dividend Per Share</i> – wysokość dywidendy przypadająca na jedną akcję
EBIT	<i>Earnings Before Interest And Taxes</i> - zysk operacyjny
EBITDA	<i>Earnings Before Interest,, Taxes, Depreciation and Amortization</i> - zysk operacyjny plus amortyzacja
EPS	<i>Earnings Per Share</i> - zysk netto na akcję
EPS-D	<i>Earnings Per Share – Diluted</i> – Rozwodniony zysk na jedną akcję liczony dla akcji aktualnie znajdujących się w obrocie i mogących trafić do obrotu na skutek realizacji wyemitowanych opcji, warrantów i praw poboru lub konwersji zamiennych papierów wartościowych
EUR	Euro, waluta Unii Europejskiej
EV	<i>Enterprise Value</i> - wartość przedsiębiorstwa jako kapitalizacja plus dług netto
EV/ EBITDA	Wartości przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego plus amortyzacja
FCF	<i>Free Cash Flows</i> – wolne przepływy gotówkowe
Free float (%)	Procentowy udział akcji firmy będący w swobodnym obrocie
Kapitalizacja	Wartość rynkowa kapitału własnego firmy, liczba wszystkich akcji przemnożona przez cenę rynkową
Marża brutto na sprzedaży	Zysk brutto ze sprzedaży odniesiony do przychodów ze sprzedaży netto
Marża EBIT	EBIT odniesiony do przychodów netto ze sprzedaży
Marża EBITDA	EBITDA odniesiona do przychodów netto ze sprzedaży
NOPLAT	<i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes</i> - zysk operacyjny firmy pomniejszony o hipotetyczny podatek dochodowy, jaki powinien być naliczony od tego zysku
P/BV	<i>Price to Book value</i> - cena jednej akcji do wartości księgowej przypadającej na akcję
P/E	<i>Price to Earnings</i> – cena jednej akcji do zysku przypadającego na jedną akcję
PLN, zł	Złoty polski
PV FCF	<i>Present Value of Free Cash Flows</i> - wartość bieżąca wolnych przepływów gotówkowych
Rentowność netto	zysk netto odniesiony do przychodów netto ze sprzedaży
ROA	<i>Return On Assets</i> - stopa zwrotu z aktywów - zysk netto w relacji do średniego stanu aktywów (na początek i koniec okresu)
ROE	<i>Return On Equity</i> - stopa zwrotu z kapitałów własnych – zysk netto w relacji do średniego stanu kapitałów własnych (na początek i koniec okresu)
ROS	<i>Return On Sales</i> – rentowność sprzedaży brutto
Sprzedaż / aktywa	Wskaźnik przychodów netto ze sprzedaży do średniego stanu aktywów (na początek i koniec okresu)
Stopa wolna od ryzyka	Stopa procentowa papierów dłużnych o krótkim terminie do wykupu (poniżej 1 roku) emitowanych przez Skarb Państwa
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> - średni ważony koszt kapitału
Wskaźnik sezonowości	Wskaźnik podawany dla spółek sezonowych; pokazuje, o ile przychody spółki w danym kwartale są wyższe/niższe od średniej przychodów