

poniedziałek, 31 marca 2014 | aktualizacja raportu

Work Service: kupuj (podwyższona)

WSE PW; WSE.WA | Inne, Polska

Wzrost wyników i ambitne plany na przyszłość

Dzięki silnemu popytowi na usługi pracy tymczasowej i outsourcingu na rynku polskim, średnioterminowa perspektywa dla wyników organicznych Work Service prezentuje się lepiej niż oczekiwaliśmy. Niska penetracja pracy tymczasowej w Polsce (1% vs. 1,6% średnia dla UE-27) oraz najwyższy w Europie odsetek pracujących w oparciu o umowę na czas określony, pozwalają nam zakładać, że w 2014 r. wysoki wzrost obrotów na rynku polskim będzie utrzymany. Istotna korelacja przepracowanych godzin przez pracowników tymczasowych i dynamiki PKB jest dodatkowym argumentem wspierającym. Pozostajemy pozytywni także wobec działalności M&A realizowanej przez Spółkę. EBIT pro forma generowany przez cztery spółki jest na poziomie 32,4 mln PLN (vs. 27,9 mln PLN nasze wcześniejsze założenia). Skonsolidowane wyniki Work Service implikują $P/E'14=15,6x$, tj. 21% dyskonto do spółek porównywalnych. Biorąc pod uwagę CAGR EPS Work Service w okresie 2014-2016 na poziomie 30% vs. 19% w spółkach porównywalnych, dyskonto jest nieuzasadnione. Podnosimy nasze zlecenie inwestycyjne do kupuj z trzymaj oraz naszą cenę docelową do 18,63 PLN z 14,40 PLN.

Wyniki za 4Q'13: solidny wzrost biznesu organicznego

Work Service zaraportował wzrost obrotów R/R o 43,8%. Grupa wygenerowała w ostatnim kwartale blisko 30% rocznego obrotu dzięki dobremu wynikowi rynku polskiego. Grupa zachowała marżę EBIT (po oczyszczeniu o jednorazowe koszty badań akwizycyjnych) na poziomie 7,5% i osiągnęła solidny CFO w wysokości 28,4 mln PLN, częściowo dzięki zapowiadanej ściąganiu gotówki z kapitału obrotowego. W całym 2013 r. spółka wygenerowała 47,9 mln PLN zysku EBIT vs. 44,9 mln PLN nasze oczekiwania. Zakładamy, że grupa osiągnie w 2014 r. 94,3 mln PLN dzięki: (1) wysokiej dynamice przychodów organicznych, (2) konsolidacji wyników przejętych spółek (akwizycja niemiecka konsolidowana od 3Q'14). Zwracamy uwagę na zmianę struktury obrotu w kierunku outsourcingu, co wspiera rentowność.

Emisja akcji na kolejne przejęcia

Work Service może pozyskać we wrześniu do 100 mln PLN z procesu SPO, po osiągnięciu przez Spółkę kapitalizacji większej niż 1 mld PLN. Work Service na koniec 3Q'14 powinien wykazywać dług netto/EBITDA pro forma LTM na poziomie $>1,5x$, wykorzystując w istotnym stopniu faktoring. Spodziewamy się więc, że kolejne akwizycje pochłoną istotnie więcej niż 100 mln PLN i że Work Service zwiększy wielkość swojej dźwigni. Stąd emisja jest naszym zdaniem uzasadniona. WACC w okresie naszej prognozy na poziomie 10% pozwala nam traktować kolejne przejęcia pozytywnie, jeśli odbyłyby się one po wskaźnikach podobnych do ostatnich czterech transakcji (ok. 7,0x-8,0x). Wskazujemy na obecność PineBridge w akcjonariacie. Doświadczenie funduszu na rynku M&A, stabilne zaplecze kapitałowe oraz bogata sieć kontaktów to główne argumenty za wsparciem ze strony funduszu, który bez wątpienia przyczynił się do realizacji czterech przejęć, zgodnie z zapowiedziami Work Service sprzed roku.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	727,4	918,4	1 681,0	2 021,9	2 236,8
EBITDA	43,3	52,8	101,0	125,4	139,4
marża EBITDA	6,0%	5,7%	6,0%	6,2%	6,2%
EBIT	39,1	48,0	94,3	117,2	130,1
Zysk netto	20,4	26,5	58,5	78,5	98,3
P/E	45,0	34,6	15,6	11,7	9,3
EV/EBITDA	23,7	18,9	10,8	8,8	8,0
EV/EBIT	26,2	20,8	11,6	9,4	8,6
EV/S	1,4	1,1	0,6	0,5	0,5
Dyield	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	8,6%

Cena bieżąca	14,90 PLN
Cena docelowa	18,63 PLN
Kapitalizacja	893 mln PLN
Free float	252 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,91 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Prologistics UK LLP	32,4%
WorkSource Investments S.à r.l.	22,9%
Doyon Holdings LTD	5,1%
Mizyak Investment Fund LTD	13,5%
Pozostali akcjonariusze	26,1%

Strategia dotycząca sektora

Usługi personalne są branżą cykliczną powiązaną ze wzrostem PKB i poziomem bezrobocia. Spółki z sektora charakteryzuje niska dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i wzrostu bezrobocia, jesteśmy optymistyczni co do rozwoju rynku w długim okresie. W Polsce wskaźnik penetracji pracą tymczasową jest niższy niż średnia w UE.

Profil spółki

Grupa Kapitałowa Work Service S.A. jest liderem z ugruntowaną pozycją na rynku usług personalnych w Polsce. Spółka oferuje szeroką gamę usług w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi, głównie w zakresie pracy tymczasowej i outsourcingu. Gros przychodów jest generowane w Polsce i w Rosji.

Kurs akcji WSE na tle WIG



Analitik:

Paweł Szpigielski
+48 22 697 49 64
pawel.szpigielski@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Work Service

rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2014-01-15	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	12,45	14,30
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	52216,05

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliszcz@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigiel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigiel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybala

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybala@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl