

wtorek, 7 października 2014 | aktualizacja raportu

Work Service: kupuj (podwyższona)

WSE PW; WSE.WA | Inne, Polska

Cross-selling i wzrost rentowności

Work Service zakończył z sukcesem proces czterech przejęć i zdobył pozycję lidera rynku usług personalnych w regionie CEE. W kolejnych latach spodziewamy się dalszego wzrostu obrotów przez cross selling wysokomarżowych produktów zagranicą (zwłaszcza w zakresie doradztwa personalnego oraz outsourcingu specjalistów z sektorów IT, finanse oraz marchindising i sprzedaż) oraz wykorzystanie istotnych niedoborów pracowników na rynku niemieckim. Przełoży się to na spadek udziału pracy tymczasowej w strukturze obrotów i na wzrost sprzedaży zagranicznej, co przyniesie poprawę rentowności operacyjnej Work Service z 4,7% w 2014 r. do 6,4% w 2018 r. Wyjście z Polski przełoży się także na skrócenie cyklu konwersji gotówki oraz obniżenie się ekspozycji na ryzyko zmian regulacyjnych. Work Service jest notowany z blisko 27% premią na wskaźnikach EV/EBITDA'15 i P/E'15, która spada do odpowiednio 4% i 0% w roku następnym. Sądzymy, że wycena porównawcza nie jest wymagająca biorąc pod uwagę, że CAGR 13-16 zysku netto dla Work Service jest na poziomie blisko trzykrotnie wyższym niż średnia dla spółek porównywalnych (55,8% vs. 19,1%). Podwyższamy naszą wycenę do 22,50 PLN i zlecenie inwestycyjne z akumuluj do kupuj.

Korzystne trendy w wynikach 1H'14

W 1H'14 struktura sprzedaży Work Service z wyłączeniem przejęć uległa poprawie: praca tymczasowa spadła z 65,4% R/R do 63,9%. Z kolei obroty krajowe w całości sprzedaży spadły do 67,8% vs. 79,4%, na co wpływ miała konsolidacja węgierskiego podmiotu Prohuman. Dwa trendy będą wspierać w długim okresie poziom rentowności Work Service.

Popyt na pracę z Niemiec

Niedobory pracowników w Niemczech zostały zidentyfikowane w 19 branżach. Sektory najpilniej potrzebujące specjalistów to: handel (34,7 tys. wakatów), przemysł metalowy (32,4 tys. wakatów), energetyka i elektryka (30,6 tys. wakatów), motoryzacja (29 tys. wakatów), medycyna (28,8 tys. wakatów) oraz logistyka (27,0 tys. wakatów). Sądzymy, że częściowo popyt może zostać obsłużony przez Work Service, który przejął jednego z polskich liderów wymiany transgranicznej - Work Express i dysponuje istotną bazą pracowników tymczasowych z regionu CEE.

Emisja akcji

Work Service może pozyskać w październiku ok. 100 mln PLN. Zakładamy, że część kwoty będzie spożytkowana na zakup spółki zajmującej się pracą tymczasową w Rumunii, co przyniesie wzrost bazy pracowników tymczasowych oraz dosprzedaży outsourcingu. W naszym modelu zakładamy przejęcie niezadłużonego podmiotu na wskaźniku 7,5x EV/EBIT z przychodami na poziomie 160 mln PLN. Z perspektywy bilansu akcji jest naszym zdaniem właściwym posunięciem patrząc na 2,4x długu netto/EBITDA (1,7x wyłączając faktoring) oraz potrzeby gotówkowe związane z kapitałem obrotowym oraz płatnością za 50% Prohuman (zakładamy 86 mln PLN w połowie 2015r.). Ze względu na udaną realizację 4 przejęć w trakcie ostatniego roku, Work Service zasługuje na kredyt zaufania na polu M&A, zwłaszcza przy obecności PineBridge w akcjonariacie.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	727,4	918,4	1 783,3	2 360,9	2 824,4
EBITDA	43,3	52,8	91,2	134,4	175,8
marża EBITDA	6,0%	5,7%	5,1%	5,7%	6,2%
EBIT	39,1	48,0	84,1	121,9	161,1
Zysk netto	20,4	26,5	40,4	66,6	99,9
P/E	56,4	43,4	31,2	18,9	12,6
EV/EBITDA	29,1	23,4	14,9	10,9	8,0
EV/EBIT	32,2	25,7	16,6	12,1	8,8
EV/S	1,7	1,3	0,8	0,6	0,5
DYield	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	18,70 PLN
Cena docelowa	22,50 PLN
Kapitalizacja	1,12 mld PLN
Free float	0,29 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,21 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%

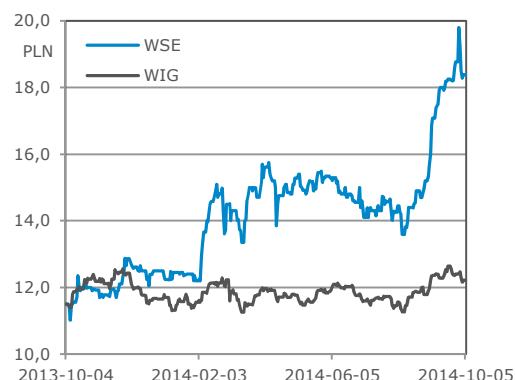
Strategia dotycząca sektora

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:

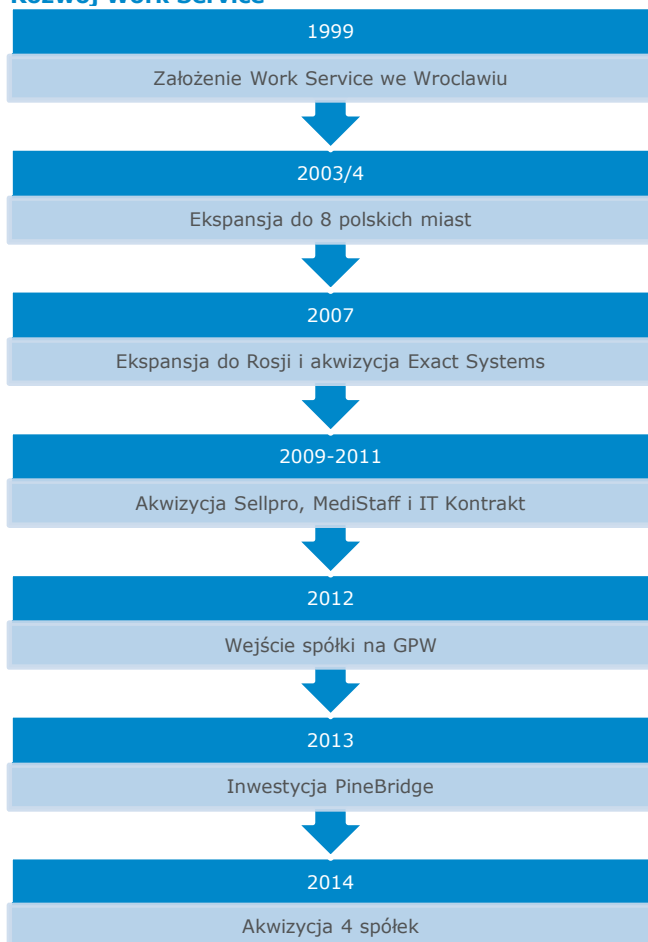
Paweł Szpigieli
+48 22 438 24 06
pawel.szpigieli@mdm.pl

Podsumowanie Inwestycyjne

O Spółce

Spółka Work Service została założona w 1999 roku, dziś jest liderem rynku CEE. W początkowym okresie działalności Spółka postawiła na merchandising i branżę motoryzacyjną, jednak portfolio klientów z różnych branż szybko się powiększało. Work Service w piątym roku działalności rozpoczął ekspansję międzynarodową na rynek czeski i rosyjski. W 2005 r. poszerzył działalność o rynek niemiecki, w 2007 r. – o rynek ukraiński i rumuński. W 2007 r. Spółka rozpoczęła cykl akwizycji podmiotów z rynku pracy tymczasowej i outsourcingu, nabywając pakiet kontrolny w Exact Systems, liderze w dziedzinie outsourcingu kontroli jakości w Polsce, Niemczech, Czechach, Rosji i na Słowacji. W 2008 r. nabyła spółkę Proservice w Rosji, lidera w zakresie outsourcingu funkcji logistycznych oraz usług merchandisingu i promocji, zaś w 2009 r. – spółkę Sellpro. Work Service poszerzył zakres oferty o rozwiązania dla sektora finansowego i medycznego. W 2012 r. przejęto spółkę IT Kontrakt realizującą usługi outsourcingu w sektorze IT.

Rozwój Work Service



Źródło: Work Service

W dniu 26 kwietnia 2012 r. akcje serii L Work Service zadebiutowały na rynku podstawowym GPW. W 2013 r. podpisano umowę inwestycyjną z funduszem PineBridge. Na mocy porozumienia fundusz objął akcje nowej emisji Work Service o wartości 105 mln PLN. Work Service jeszcze w 2013 r. rozpoczął akwizycję 4 spółek, poszerzając portfolio oferowanych produktów o wysokomarżowe usługi doradztwa personalnego,

umacniając pozycję na rynku polskim oraz rozszerzając obecność o Węgry. W lutym 2014 r. Work Service zawarł umowę ze spółką Fiege Logistik, której celem jest utworzenie joint-venture. Spółka ma być podstawą do rozwoju na rynku niemieckim, korzystając z popytu na pracowników z Europy Środkowo-Wschodniej. Obecnie Work Service ma 40 biur w 8 europejskich krajach, działalność wspiera także 300 mobilnymi assessment center. Work Service zatrudnia ok. 300 tys. osób rocznie, dziennie w ramach Work Service jest zatrudnionych ok. 50 tys. osób.

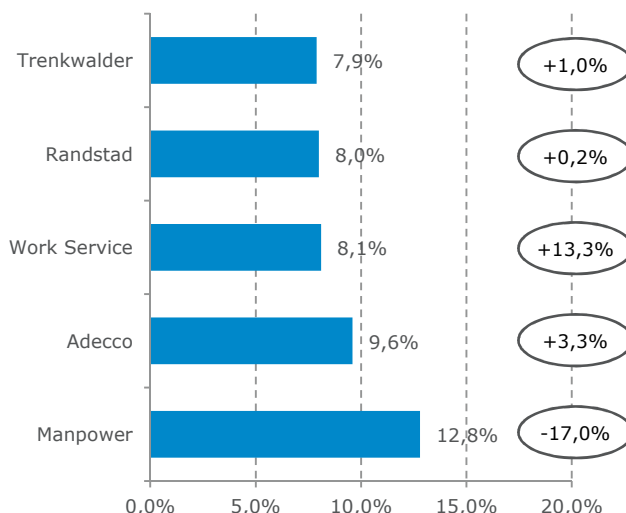
Obecność Work Service



Źródło: Work Service

W 2013 r. Work Service był trzecim największym podmiotem na rynku pracy tymczasowej w regionie Europy Środkowo-Wschodniej z udziałem w rynku na poziomie 8,1%. Spółka w 2014 r. po konsolidacji wyników niemieckiej spółki Fiege zdobędzie pozycję lidera rynkowego.

Udział Work Service i największych konkurentów w rynku regionalnym w 2013 r. oraz zmiany R/R



Źródło: Temporary Staffing in CEE 5 2014, IC Market Tracking

Grupa prowadzi działalności na trzech płaszczyznach: oferuje usługi pracy tymczasowej (72,9% obrotu w 1H'14), outsourcingu (25,5% obrotu w 1H'14) oraz doradztwa personalnego (1,6% obrotu w 1H'14). Work Service w ciągu ostatnich lat zbudował relacje z wieloma klientami przekładające się na wieloletnie kontrakty. Spółka ma bazę ponad 3000 klientów, w tym najbardziej znane przedsiębiorstwa takie jak: Orange, Volkswagen, Reckitt-Benckiser, Canal+, Allianz, General Motors, Kraft. Spółka nie jest uzależniona od kontrahentów. Żaden z klientów nie generuje więcej niż 5% przychodów ze sprzedaży Spółki.

Wybrane referencje Work Service

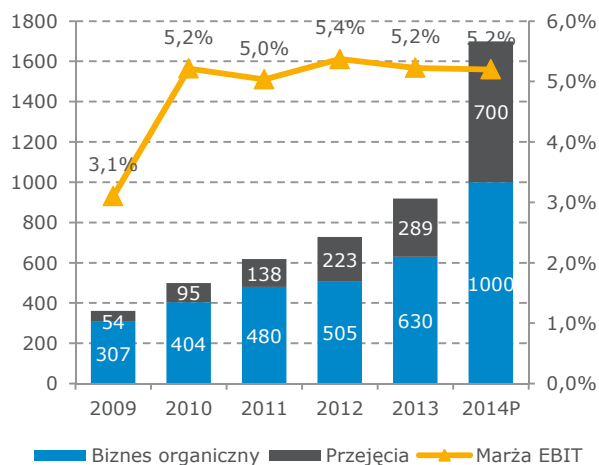


Źródło: Work Service

Wyniki finansowe

Dzięki wzrostowi organicznemu oraz akwizycjom przychody Work Service rosły w średnim rocznym tempie na poziomie 36%, w tym 26,6% w ramach rozwoju organicznego. Od 2010 spółka utrzymuje stabilną marżę EBIT oscylującą wokół poziomu 5,2%. Obecnie Polska pozostaje głównym rynkiem działalności Work Service z udziałem w obrotach 67,8% (uwzględniając akwizycje Antal International, Prohuman i Work Express). Drugą pozycję zajmuje Rosja z udziałem na poziomie 6,3%, a trzecią Niemcy z udziałem 4,3%. Sądzymy, że po konsolidacji wyników spółki holdingowej Niemcy będą stanowić drugi rynek Work Service i rozwijać się w przyszłości w najwyższym tempie spośród rynków geograficznych.

Przychody Work Service i marża EBIT

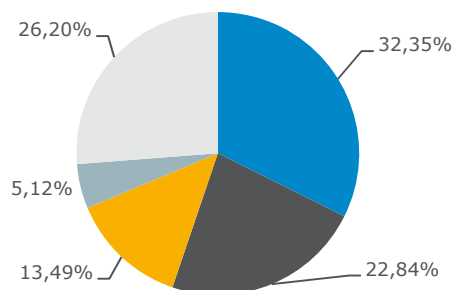


Źródło: Work Service

Inwestycja Pinebridge

W styczniu 2013 Work Service fundusz PineBridge podpisał umowę dotyczącą zasad dokonania przez fundusz inwestycji w akcje Spółki. PineBridge objął 12 mln PLN akcji po cenie 8,75 PLN za łączną kwotę 105 mln PLN reprezentujących 20,02% kapitału zakładowego Spółki. Obecnie fundusz, po sukcesywnym dokupywaniu akcji, posiada 22,84% kapitału zakładowego. Pozytywnie podchodzimy do obecności PineBridge w akcjonariacie przez doświadczenie funduszu na rynku akwizycyjnym, pomoc w efektywnym zarządzaniu Spółką na rynkach wielu krajów w Europie Środkowo-Wschodniej, globalne knowhow, stabilne zaplecze kapitałowe oraz bogatą sieć kontaktów. Sądzymy, że realizacja 4 przejęć w szybkim tempie w 2013 r. była możliwa częściowo dzięki współpracy z funduszem.

Obecna struktura akcjonariatu Work Service



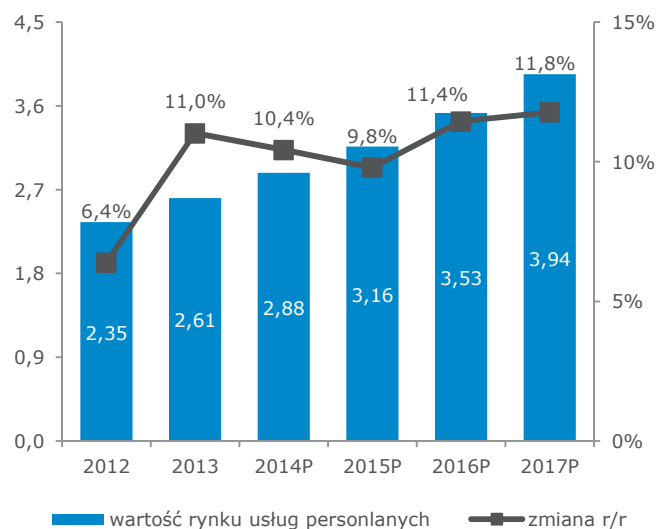
- ProLogics
- WorkSource Investments
- Mizyak Investment
- Doyon Holdings
- Pozostali

Źródło: www.gpwinfostrefa.pl

Rosnący rynek

Work Service korzysta ze wzrostu rynku usług personalnych, chociaż rozwija się ponad dwukrotnie szybciej niż rynek (tempo wzrostu przychodów w 2013 r. było na poziomie 26,2% vs. 11% rynek). Rynek usług personalnych rozwija się w Europie Środkowo-Wschodniej w tempie ponad 10-11% rocznie. W 2012 r. wartość rynku usług personalnych wyniosła 2,35 mld EUR („Temporary Staffing in CEE-5”). Według badań IC Consulting, rynek usług personalnych będzie rosnąć w regionie w tempie 10,8% rocznie w okresie 2013-2017. Gros wzrostu będzie pochodzić z tytułu większej ilości pracowników tymczasowych (ich liczba w tym okresie będzie wzrastać średnio o 6,7% R/R). Największe zapotrzebowanie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej będzie pochodzić od call centers, budownictwa i branży sprzedażowo-marketingowej.

Rynek usług personalnych w Europie Środkowo-Wschodniej (mld EUR)



Źródło: Temporary Staffing in CEE 5 2014, IC Market Tracking

Rozwój przez akwizycje

Work Service zapowiedział, że do końca 2015 r. planuje przeznaczyć łącznie ok. 250 mln PLN na przejęcia.

Podsumowanie przejęć

Od tamtej pory Work Service nabył udział większościowy w czterech podmiotach: polskiej spółce specjalizującej się w doradztwie rekrutacji specjalistów i menedżerów oraz doradztwie HR Antal International, polskiej agencji pracy tymczasowej Work Express, węgierskiej agencji pracy tymczasowej Prohuman i spółce niemieckiej (do której zostały wniesione udziały przez Fiege), przez co rozszerzył znacznie obecność geograficzną w Europie oraz zdobył pozycję lidera na rynku usług personalnych w Europie Środkowo-Wschodniej. Wartość tych przejęć estymujemy na 228 mln PLN, tj. ponad 90% zapowiadanej wcześniej kwoty. Zwracamy uwagę na (1) szybkie tempo przeprowadzania procesów akwizycyjnych (spółka Antal International jest konsolidowana od 4Q'13, spółki Prohuman i Work Express od początku 2014 r., a niemiecka spółka ma być konsolidowana od 3Q'14) oraz na (2) zgodność mnożników transakcyjnych z wcześniej zapowiadany poziomem 7,0-7,5x EV/EBIT. Daje nam podstawy do założenia podobnego pułapu ceny w akwizycji spółki rumuńskiej oraz szybkiego tempa przeprowadzenia akwizycji (zakładamy konsolidację od 3Q'15).

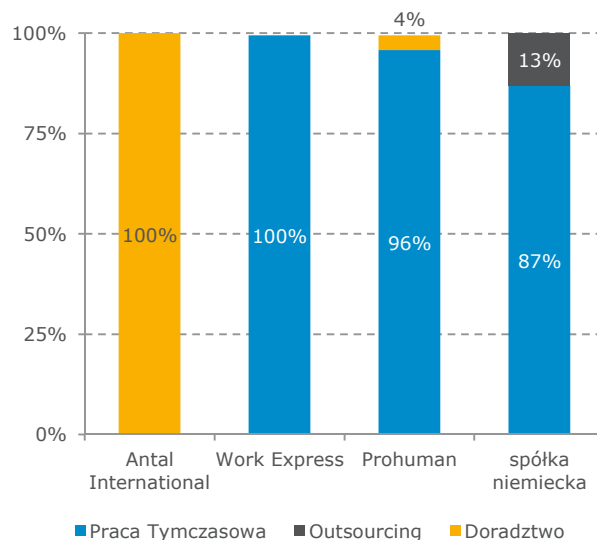
Podsumowanie przejęć

	Antal International	Work Express	Prohuman
Kraj	Polska	Polska	Węgry
Cena zakupu (mln PLN)	25,8	47,7	126,2
Pakiet	100,0%	80,1%	75,0%
Oplacone na koniec 2Q'14	25,8	45,6	126,2
Przychody LTM 2Q'14	25,8	214,8	175,1
EBIT LTM 2Q'14	3,7	6,6	16,4
Marża EBIT LTM 2Q'14	14,3%	3,1%	9,4%
Implikowane EV/EBITDA LTM	7,0x	7,2x	7,7x

Źródło: Work Service, Dom Maklerski mBanku

Strategia akwizycyjna Work Service zakłada przejęcia podmiotów w dwóch podstawowych celach. Pierwszym jest szybkie wejście na rynek, zdobycie lub wzmocnienie istotnej pozycji oraz poszerzenie bazy pracowników tymczasowych i nowych klientów, co Work Service udowodnił przejmując Work Express i Prohuman – obie spółki to w większości agencja pracy tymczasowej, znane na lokalnych rynkach. Obie spółki nie wymagały dokapitalizowania (gotówka netto w momencie przejęcia) ani znacznych inwestycji. Struktury obu transakcji zakładały pozostawienie części przedsiębiorstwa w rękach byłych właścicieli. Earnoutowa struktura przejęć redukuje ryzyko odejścia kluczowych pracowników i motywuje obecnych menedżerów do zwiększania wyników, co oceniamy pozytywnie, pomimo że wysokie wzrosty wyników spółek przejmowanych w 1H'14 R/R zachęcają do przejmowania większych pakietów w przyszłości.

Mix produktowy w spółkach przejętych



Źródło: Work Service

Drugim celem przejęć Work Service jest pozyskiwanie nowych kompetencji do Grupy. Przykładem jest tutaj Antal International, jeden z liderów doradztwa HR w Polsce. Także przejęcie Work Express zwiększyło kompetencje Grupy o transgraniczną wymianę pracowników. Pozytywnie

oceniamy brak zainteresowania Work Service podmiotami oferującymi outsourcing. Spółka posiada kompetencje w Grupie i chce dynamicznie rozwijać je na nowych rynkach.

Przejęcia w Rumunii

Spółka poinformowała, że jednym z celów emisji akcji może być akwizycja rumuńskiej agencji pracy tymczasowej. Do przejęcia podchodzimy pozytywnie. Sądzymy, że spółka rumuńska wpisuje się dobrze w model biznesowy Work Service. Zwracamy uwagę, że 31 grudnia 2013 r. upłynął termin obowiązywania ograniczeń w dostępie do rynków pracy dla obywateli Bułgarii i Rumunii w dziewięciu państwach Unii Europejskiej – Austrii, Belgii, Francji, Hiszpanii, Holandii, Luksemburgu, Malcie, Niemczech oraz Wielkiej Brytanii. Rodzi to szanse dla Work Service w ramach transgranicznej wymiany pracowników. Spółka planuje na szeroką skalę wysłać pracowników rumuńskich do Niemiec, a w dalszej kolejności do Austrii. W naszym modelu wyceny przyjmujemy założenie o przejęciu za 30 mln PLN 51% podmiotu rumuńskiego bez długu netto za cenę odpowiadającą 7,5x EV/EBIT, co implikuje roczny EBIT na poziomie 7,8 mln PLN. Przyjmujemy założenie o marży EBIT na poziomie 5%. Sądzymy, że w 2H'15 spółka rumuńska wygeneruje dla Work Service 86,3 mln PLN przychodu i 4,3 mln PLN EBIT. Przyjmujemy założenie o rotacji składników majątku obrotowego Spółki na poziomie rotacji dla Work Service.

Wpływ przejęć na Work Service

Strategia akwizycyjna będzie naszym zdaniem wspierać rentowność Work Service w średnim i długim okresie ze względu na: (1) zmianę mixu produktowego oraz (2) wzrost udziału obrotów z zagranicy vs. Polska. Work Service odniesie korzyści także ze skrócenia cyklu konwersji gotówki, rozszerzenia bazy pracowników tymczasowych, redukcji ryzyka zmian legislacyjnych, możliwości obsługi większych, międzynarodowych klientów, rozszerzonej znajomości marki wśród klientów i pracowników.

Zmiana mixu produktowego

Po realizacji czterech przejęć Work Service posiada szereg kompetencji, które może duplikować na kolejnych rynkach. Spółka chce w pierwszym etapie koncentrować się na:

- (1) Rozwoju wysokomarżowych usług doradztwa personalnego na pozostałych rynkach;
- (2) Poszerzeniu działalności IT Kontrakt, zajmującej się outsourcingiem specjalistów IT w Czechach, na Słowacji i na Węgrzech;
- (3) Rozwoju FinanceCare, zajmującej się specjalistami z zakresu finansów i bankowości w Czechach, na Słowacji i na Węgrzech;
- (4) Zwiększaniu obrotów z outsourcingu pracowników zajmujących się merchandisingiem i sprzedażą w Rosji i na Węgrzech.

Kompetencje Work Service obecnie

Linia biznesowa	Marka	PL	RU	CZ	SK	DE	HU	RO	TR
Praca tymczasowa		X	X	X	X	X	X		
Rekrutacje		X	x	x	x				
Transgraniczna wysyłka pracowników		X		x		X	x		
Outsourcing QC		X	X	X	X	X		x	x
Outsourcing IT		X					x		
Outsourcing FC		X							
Outsourcing M&P		X	X					X	
Outsourcing CLEANING		X							
BABY & CARE		X							
Doradztwo HR		X							
Pomoc w redukcji bezrobocia		X							
Masowe rekrutacje		X	X				X		

Źródło: Work Service

Kompetencje Work Service w przyszłości

Linia biznesowa	Marka	PL	RU	CZ	SK	DE	HU	RO	TR
Praca tymczasowa		X	X	X	X	X	X		
Rekrutacje		X	X	X	X	X	X		
Transgraniczna wysyłka pracowników		X		X	X	X	X		
Outsourcing QC		X	X	X	X	X	X	x	x
Outsourcing IT		X		X	X	x	X		
Outsourcing FC		X		X	X		X		
Outsourcing M&P		X	X				X	X	
Outsourcing CLEANING		X							
BABY & CARE		X							
Doradztwo HR		X							
Pomoc w redukcji bezrobocia		X							
Masowe rekrutacje		X	X				X		

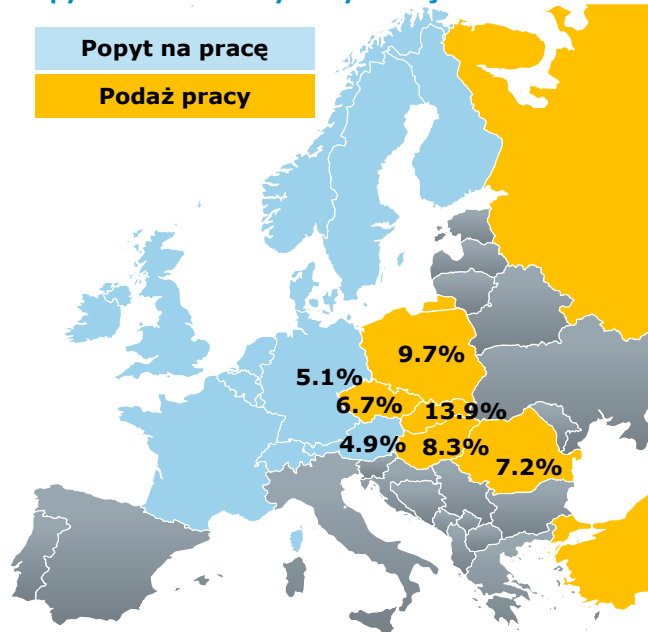
Źródło: Work Service

Marże w outsourcingu są wyraźnie wyższe od rentowności pracy tymczasowej (dla przykładu na rynku polskim marże handlowe są około trzykrotnie wyższe), czym argumentujemy swoje założenie o wzroście rentowności Work Service w najbliższych latach.

Wzrost udziału zagranicy vs. Polska w strukturze sprzedaży

Work Service chce istotnie zwiększyć działalność spółki Work Express zajmującej się transgraniczną wysyłką pracowników z Polski, Czech, Słowacji, Węgier i Rumunii w kierunku Niemiec i Austrii. Sądzymy, że może się to udać patrząc na stopę bezrobocia w Niemczech oraz w państwach regionu Europy Środkowo-Wschodniej: w Niemczech stopa wynosi 5,1%, a w Austrii 4,9%. Poziomy te są znacznie niższe niż w krajach CEE.

Stopy bezrobocia w wybranych krajach



Źródło: Work Service

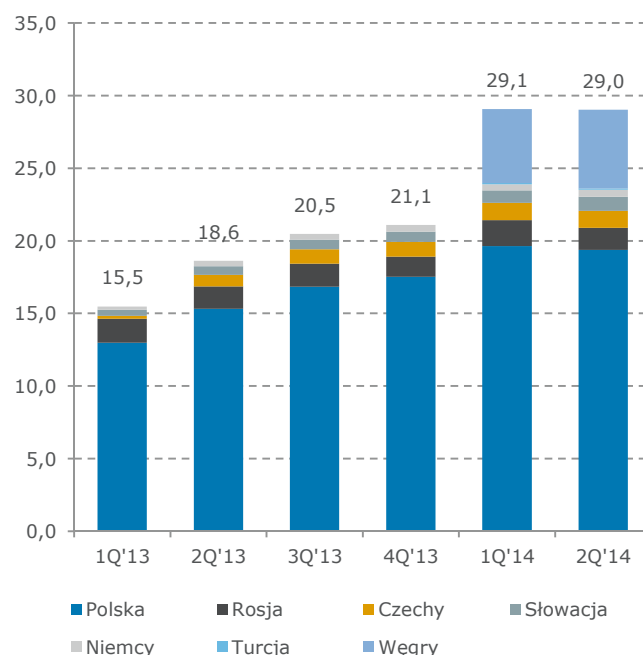
Federalna Agencja Pracy w Niemczech zidentyfikowała sektory, w których najbardziej brakuje pracowników. Niedobory zostały zidentyfikowane w 19 branżach. Sektory najpilniej potrzebujące specjalistów to: handel (34,7 tys. wakatów), przemysł metalowy (32,4 tys. wakatów), energetyka i elektryka (30,6 tys. wakatów), motoryzacja (29 tys. wakatów), medycyna (28,8 tys. wakatów), logistyka (27,0 tys. wakatów), służba zdrowia (24,6 tys. wakatów), turystyka (23,4 tys. wakatów oraz transport (23,4 tys. wakatów). Dodatkowo, niemieccy pracownicy mają najwięcej godzin nadliczbowych w tygodniu spośród wszystkich pracowników w Unii Europejskiej (średnio 11,9 godzin). Sądzymy, że ekspansja zagraniczna przełoży się na wzrost rentowności, jaką Work Service generuje w segmencie pracy tymczasowej. Dla przykładu poziom marży handlowych na rynku polskim estymujemy na ok. 7,0-8,0% vs. 9,5%-10,5% na rynku czeskim i 13,0%-14,0% na rynku niemieckim.

Wyniki za 1H i perspektywy na kolejne lata

Wyniki za 1H'14

Przychody Work Service w 1H'14 wyniosły 735,9 mln PLN i były o 79,4% wyższe R/R. Wysoka dynamika była rezultatem konsolidacji dwóch kolejnych przejętych spółek: węgierskiego podmiotu Prohuman oraz polskiej spółki Work Express (wyniki Antal International konsolidowane były od 4Q'13). W 2Q'14 Work Service zatrudniał 29,03 tys. FTE (full time equivalents), czyli 55,8% więcej niż w 2Q'13.

Liczba FTEs w Work Service



Źródło: Work Service

Marża zysku brutto ze sprzedaży wyniosła 11,4% i wzrosła R/R o 0,4 p.p. Koszty sprzedaży były na poziomie 2,13% obrotów (stabilnie R/R), koszty ogólnego zarządu wniosły 35,6 mln PLN i 33,8 mln PLN po oczyszczeniu o 1,8 mln PLN kosztów jednorazowych związanych z działalnością akwizycyjną, czyli blisko dwukrotnie więcej niż rok wcześniej (17,8 mln PLN). Zysk operacyjny wyniósł 32,4 mln PLN (+83,8% R/R). Po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe marża zysku EBIT wyniosła 4,7% (stabilnie R/R).

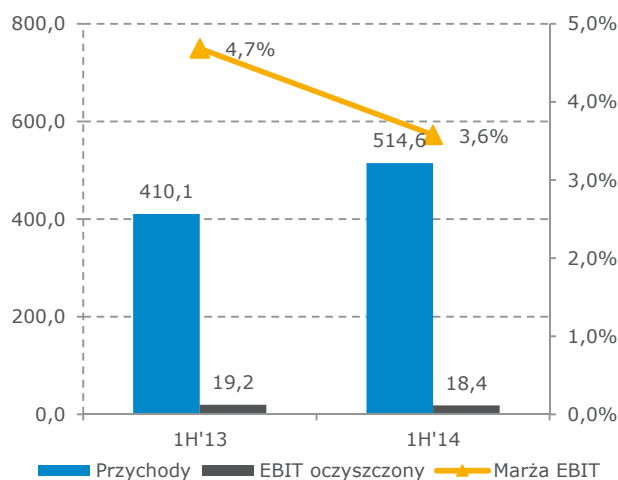
Wyniki kwartalne Work Service

(mln PLN)	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14
Przychody	189	221	239	269	346	390
Koszt własny sprzedaży	168	197	215	225	306	346
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	20,8	24,2	23,6	44,3	39,5	44,4
Koszty sprzedaży	3,9	4,8	3,8	4,2	7,0	8,6
Koszty ogólnego zarządu	8,2	9,5	8,6	20,4	15,7	19,9
Zysk (strata) ze sprzedaży	8,6	9,8	11,1	19,7	16,7	15,9
Pozostała działal. operacyjna	0,5	-1,3	0,1	-0,6	-0,5	0,3
EBIT	9,1	8,5	11,2	19,2	16,2	16,2
Marża	4,8%	3,9%	4,7%	7,1%	4,7%	4,1%
Koszty finansowe netto	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
Zysk brutto	6,6	4,3	6,2	15,9	15,9	7,6
Podatek dochodowy	0,6	0,5	1,0	1,4	1,6	2,3
Efektywna stopa podatkowa	8,5%	10,7%	15,7%	9,0%	10,3%	30,8%
Udziały niekontrolujące	0,3	1,3	0,7	0,7	2,8	2,1
Zysk netto	5,7	4,1	6,0	14,9	9,5	7,0

Źródło: Work Service

Zwracamy uwagę, że przychody w 1H'14 można podzielić na wynik biznesu organicznego oraz 3 przejmowane spółki. Work Service wygenerował 514,6 mln PLN (tj. 25,5% więcej R/R z organiki oraz 221,3 mln PLN z przejęć. Z kolei EBIT w rozbiu przedstawia się: 16,6 mln PLN z biznesu organicznego oraz 15,8 mln PLN z przejęć. Po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe zysk EBIT organiki spadł z poziomu 19,2 mln PLN do 18,4 mln PLN (-4,1% R/R), co wynika głównie z rozbudowy struktur sprzedażowych Work Service na rynkach zagranicznych. Spadek marży EBITu organicznego z 4,7% do 3,6% powinien być naszym zdaniem zatrzymany w kolejnych kwartałach, kiedy przychody z wysokomarżowego outsourcingu na rynkach zagranicznych nabiorą odpowiedniej skali.

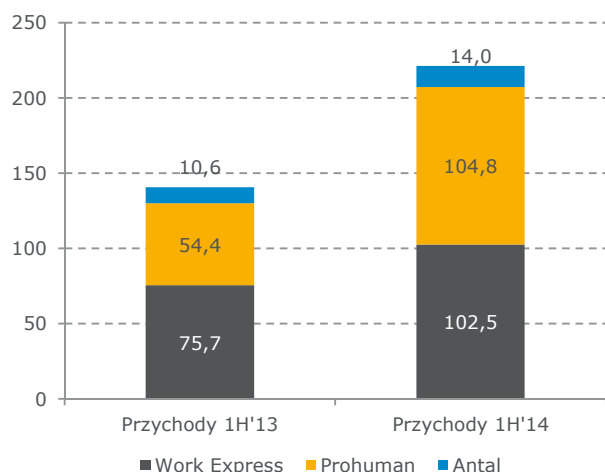
Wyniki organicznego biznesu Work Service w 1H'14 (mln PLN)



Źródło: Work Service, Dom Maklerski mBanku

Wyniki spółek przejmowanych okazały się pozytywnym zaskoczeniem. Antal International zanotował 32% dynamikę obrotów i poprawił marżę EBIT o 0,7 p.p. do poziomu 16,0%. Work Express także zanotował duży wzrost (o 36% R/R), jednak ze względu na wzrost zatrudnienia (głównie do obsługi przysiężnej wymiany transgranicznej pracowników na linii Polska – Niemcy) stracił 0,6 p.p. rentowności EBIT, która wyniosła 3,8%. Największym zaskoczeniem był Prohuman, który odnotował 92,6% wzrostu obrotów i poprawę marży EBIT z 8,4% w 1H'13 do 9,2% w 1H'14.

Wyniki spółek przejętych w 1H'14 (mln PLN)

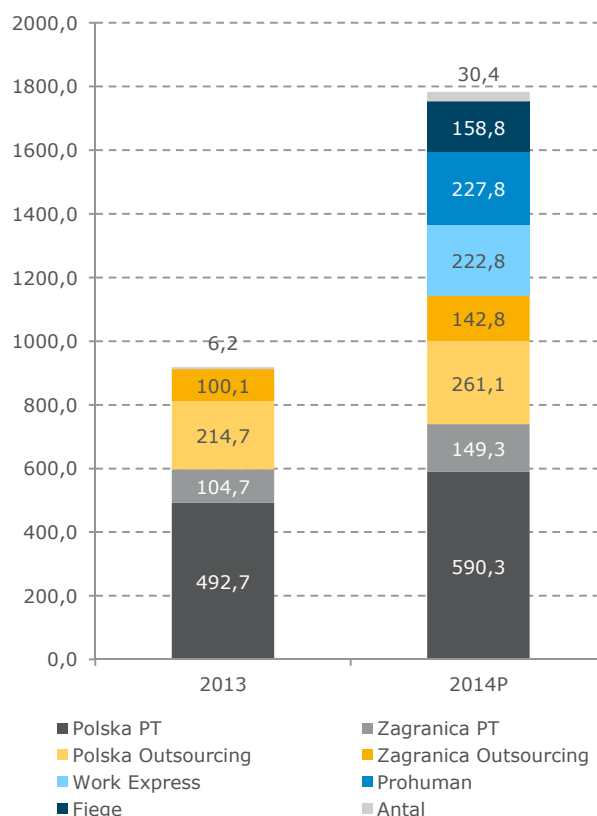


Źródło: Work Service, Dom Maklerski mBanku

Prognozy wyników na 2014 r.

W 2014 r. spodziewamy się, że Work Service wygeneruje 1,78 mld PLN obrotów. Szacujemy, że część organiczna wygeneruje 1,14 mld PLN obrotów, tj. 24,2% więcej R/R. Główny generatorem przychodów będzie w 2H'14 rynek polski. Marża brutto ze sprzedaży powinna stopniowo się poprawiać ze względu na szybsze tempo wzrostu sprzedaży outsourcingu vs. pracy tymczasowej (szacujemy 21,6% R/R i 17,6% R/R dla pracy tymczasowej). Nasze główne argumenty dla niesłabnącej wysokiej dynamiki rynku polskiego to: (1) wysoki odsetek pracujących w oparciu o umowę na czas określony w całości pracowników najemnych, wskazujący na poszukiwanie elastyczności przez pracodawców w zakresie kosztów pracy, (2) niższy wskaźnik penetracji usługami pracy tymczasowej w Polsce vs. w Europie, (3) wysoka korelacja godzin przepracowanych przez pracowników tymczasowych i dynamiki PKB. Decyzje o korzystaniu z usług Work Service powinien wspierać fakt, że (4) przedsiębiorstwa korzystające z pracy tymczasowej wykazują wyższe wyniki w czasie dużych zmian w otoczeniu ekonomicznym. W 2H'14 spodziewamy się pierwszych efektów strategii przenoszenia kompetencji z rynku polskiego (zwłaszcza w zakresie outsourcingu specjalistów w IT oraz w finansach i bankowości) oraz wynikającej z nich wysokiej dynamiki sprzedaży R/R w Czechach oraz na Słowacji.

Prognoza przychodów Work Service na 2014 r. (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

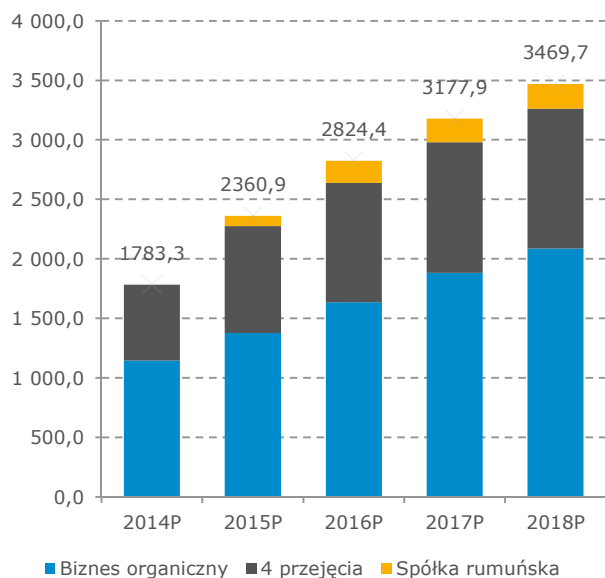
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu estymujemy na 70,8 mln PLN (vs. 51,3 mln PLN w 1H'14), co uwzględnia konsolidację spółki niemieckiej, dalszą rozbudowę struktur sprzedażowych oraz szybki wzrost obrotów. EBIT powinien wynieść 84,1 mln PLN. W całym 2014 r. spodziewamy się 20,9 mln PLN kosztów finansowych (zakładając wzrost użycia faktoringu z 60 mln PLN na koniec 2Q'14 do 90 mln

PLN na koniec 4Q'14). Koszty finansowe w 1H'14 wyniosły 10,3 mln PLN, jednak nasza prognoza na 2H'14 nie powinna wydawać się zbyt niska. Zwracamy uwagę, że w 1H'14 Spółka poniosła 5,5 mln PLN kosztów odsetek od zadłużenia oraz 1,5 mln PLN kosztów faktoringu. Na pozostałe 3,3 mln PLN składają się zdarzenia jednorazowe, m.in. 0,8 mln PLN wyceny IRS, 0,4 mln PLN ujemnych różnic kursowych, 0,5 mln PLN prowizji bankowych oraz kosztów dot. emisji obligacji rozliczanych w czasie.

Perspektywy na kolejne lata

W kolejnych latach spodziewamy się wysokiej dynamiki wzrostu sprzedaży i kontynuacji trendów z 2H'14: budowania obrotów z outsourcingu na rynkach zagranicznych oraz masowe dostarczenia pracowników na linii Niemcy – państwa Europy Środkowo-Wschodniej. W okresie 2014-18 przychody powinny rosnąć w średnim tempie 18,1%. Od 2H'15 zakładamy konsolidację wyników spółki rumuńskiej.

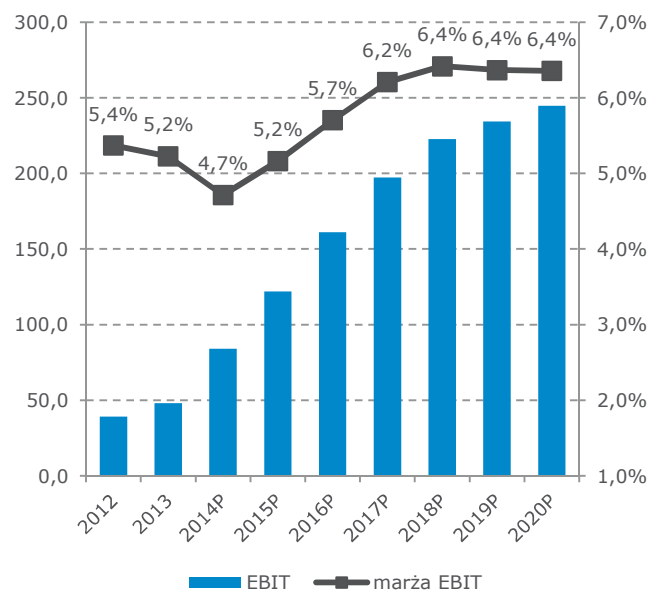
Prognoza przychodów Work Service (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

W naszym modelu zakładamy wzrost marży operacyjnej z 4,7% w 2014 r. do 6,4% w 2018 r. i stagnację marży do 2023 r. Wzrost rentowności będzie naszym zdaniem wynikać głównie ze (1) zmiany mixu produktowego w kierunku outsourcingu oraz (2) wzrostu sprzedaży zagranicznej. Spółka udowodniła dwa trendy wynikami za 1H'14.

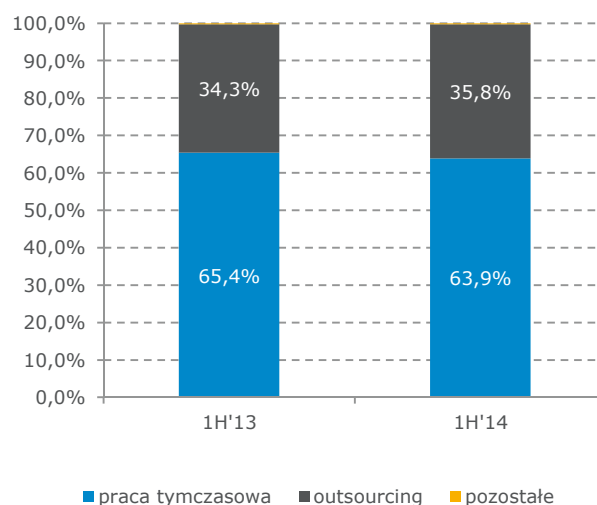
Prognoza wyniku operacyjnego Work Service (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

W 1H'14 okresie struktura produktowa w Work Service uległa pozornie pogorszeniu: praca tymczasowa miała 72,9% udziału w obrocie vs. 65,4% w 1H'13, outsourcing 25,5% vs. 34,3% R/R. Udział usług pozostałych wzrósł R/R do 1,6% w 1H'14 z 0,3% w 1H'13. Nie należy jednak interpretować tych wyników negatywnie: Work Service w ostatnim półroczu rozpoczął konsolidację Work Express z 100% udziałem pracy tymczasowej w strukturze sprzedaży oraz Pruhumana, gdzie praca tymczasowa stanowiła 96% mixu produktowego (dane za 2013 r.). Po oczyszczeniu wyników dochodzimy do wniosku, że udział pracy tymczasowej w 1H'14 w biznesie organicznym spadł do 63,9%.

Zmiana mixu produktowego R/R w biznesie organicznym Work Service



Źródło: Work Service

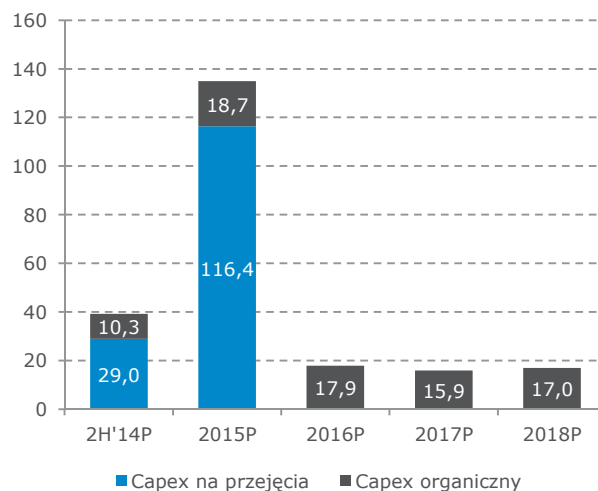
Dzięki konsolidacji spółki Prohuman, Work Service rozpoczął realizację zapowiadanego wyjścia z Polski. Obroty krajowe stanowiły 67,8% całkowitych vs. 79,4% w 1H'13. Work Service uniezależnia się od polskiego rynku pracy, co ma istotne znaczenie zwłaszcza w zakresie zmian

regulacyjnych w polskim prawie pracy. Podkreślamy także poziom marż dla pracy tymczasowej na różnych rynkach: w Polsce i na Słowacji nie przekracza on zazwyczaj 9%, podczas gdy Rosja i Niemcy wykazują dwucyfrowe marże. W naszym modelu finansowym zakładamy refinansowanie zadłużenia Work Service na początku 2015 r., spadek marży kredytowej o 75% R/R i w wyniku tego spadek średniego kosztu finansowania dłużnego do poziomu średnio 6,0%.

Sytuacja bilansowa i CAPEX

Na koniec 2Q'14 wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł 1,66x (2,41x przy uwzględnieniu faktoringu), poziom gotówki był równy 50,4 mln PLN, a całkowite zadłużenie wyniosło 184,8 mln PLN. W 2H'14 spodziewamy się płatności za zwiększenie udziału w niemieckiej spółce na podstawie umowy z Fiege Logistik Stiftung & Co w wysokości 29 mln PLN. Do końca roku uwzględniamy w prognozach środki z emisji akcji w wysokości 100 mln PLN oraz zapotrzebowania na kapitał obrotowy w wysokości 34,1 mln PLN. Zakładamy wzrost użycia faktoringu do 90 mln PLN na koniec 2014 r. (o 30 mln PLN w 2H'14). W 2H'14 zakładamy dodatkowy CAPEX na poziomie 10,3 mln PLN. Grupa powinna w 2H'14 wygenerować przepływ pieniężny w wysokości 67 mln PLN i zakończyć rok obrotowy z poziomem zadłużenia netto/EBITDA poniżej 1,0x (poniżej 2,0x uwzględniając faktoring). W 2015 r. zakładamy opłatność w wysokości 86,3 mln PLN za 50% spółki Prohuman oraz 30 mln PLN na nabycie spółki rumuńskiej.

Prognoza CAPEXu (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki Work Service szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji Work Service szacujemy w perspektywie 9 m-cy na poziomie 22,50 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	20%	17,29
Wycena DCF	80%	23,47
	cena wynikowa	20,89
	cena docelowa za 9 m-cy	22,50

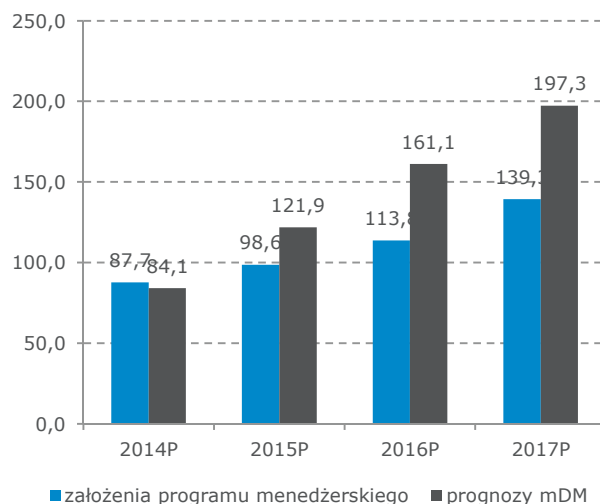
Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę opieramy na prognozie wyników Work Service w okresie od 2014 do 2023 roku, przy czym wartość EBIT spółek przejmowanych dla poszczególnych lat korygujemy proporcjonalnie do wielkości udziału posiadanego przez Work Service w danym roku (różnica w okresie rezydualnym dotyczy spółek Prohuman i Fiege). Analogicznie korygujemy wysokość kapitału obrotowego.
- W okresie prognozy zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,25%.
- Wyznaczamy tempo wzrostu FCF po okresie prognozy do poziomu 2,0%.
- Stosujemy poziom długu netto z końca 2013.
- Stosujemy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

- W wycenie zakładamy liczbę akcji w wysokości 61,4 mln, tj. w scenariuszu maksymalnego rozwodnienia akcjonariatu w wyniku realizacji programu opcji menedżerskich (1,5 mln sztuk) powiększoną o 5,9 mln PLN akcji nowej emisji.

Prognoza zysku operacyjnego Work Service vs. cele w programie motywacyjnym



Źródło: Work Service, Dom Maklerski mBanku

Oszacowanie parametru Beta dla Work Service

Spółki porównywalne	Dług netto	Kapitalizacja rynkowa	Współczynnik Beta z dźwignią finansową	Stawka podatkowa	Wskaźnik D/E	Współczynnik Beta bez dźwigni finansowej
MANPOWERGROUP INC	-219,7	5 902,8	1,63	35%	-4%	1,67
RANDSTAD HOLDING NV	761,0	6 854,1	1,33	25%	11%	1,23
ADECCO SA-REG	1 096,0	11 936,0	1,30	20%	9%	1,21
BRUNEL INTERNATIONAL	-89,7	907,4	0,92	25%	-10%	0,99
KELLY SERVICES INC -A	-97,4	613,6	1,15	35%	-16%	1,28
CPL RESOURCES PLC	-27,9	167,2	0,15	13%	-17%	0,18
HAYS PLC	62,7	1 670,7	1,38	21%	4%	1,34
ROBERT HALF INTL INC	-274,3	6 934,1	1,21	35%	-4%	1,25
MICHAEL PAGE INTERNATIONAL	-85,4	1 349,3	1,24	35%	-6%	1,29
MEDIANA			1,24		-4%	1,25
Mediana wskaźnika D/E	[%]	-4%				
Mediana współczynnika Beta bez dźwigni finansowej		1,25				
Efektywna stopa opodatkowania Work Service	[%]	11%				
Współczynnik beta z dźwignią finansową		1,20				

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Porównanie założeń wyceny

założenie	04'2014	10'2014
Beta	1,30	1,20
RFR	4,40%	4,25%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%
Wzrost rezydualny	2,0%	2,0%
Przychody'14 (mln PLN)	1 681,0	1 783,3
EBIT'14 (mln PLN)	94,3	84,1
Przychody'15 (mln PLN)	2 021,9	2 360,9
EBIT'15 (mln PLN)	106,6	121,9

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023+
Przychody ze sprzedaży	1783	2361	2824	3178	3470	3682	3848	4001	4141	4269	
zmiana	26,2%	94,2%	32,4%	19,6%	12,5%	9,2%	6,1%	4,5%	4,0%	3,5%	
EBIT skorygowany	77,8	105,1	135,9	169,5	192,9	202,8	211,5	220,0	228,5	236,5	
marża EBIT skorygowany	4,4%	4,5%	4,8%	5,3%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Opodatkowanie EBIT	12,2	14,1	15,3	19,5	22,7	24,5	26,1	27,8	29,5	31,2	
NOPLAT	65,6	91,0	120,7	150,0	170,1	178,3	185,4	192,2	199,0	205,3	

Amortyzacja	9,6	12,5	14,7	15,9	17,0	17,7	18,1	18,5	18,7	18,9	
CAPEX	-127,0	-135,0	-17,9	-15,9	-17,0	-17,7	-18,1	-18,5	-18,7	-18,9	
Kapitał obrotowy	-49,2	-15,9	-34,6	-30,5	-25,4	-18,4	-14,5	-13,3	-12,1	-11,2	

FCF	-101,0	-47,4	82,9	119,5	144,7	159,9	170,9	178,9	186,9	194,1	194,1
WACC	9,9%	9,7%	10,0%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%
współczynnik dyskonta	97,4%	88,0%	79,3%	71,4%	64,3%	57,9%	52,1%	47,0%	42,3%	38,1%	38,1%
PV FCF	-98,6	-42,2	67,1	87,8	96,6	97,0	94,3	89,7	85,2	80,4	994,9

WACC	9,9%	9,7%	10,0%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%
Koszt długu	7,8%	6,0%	6,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Premia za ryzyko	3,5%	1,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Efektywna stopa podatkowa	15,7%	13,5%	11,2%	11,5%	11,8%	12,1%	12,3%	12,6%	12,9%	13,2%	13,2%
Dług netto / EV	7,5%	10,6%	4,9%	3,0%	3,5%	4,4%	4,7%	4,7%	4,2%	3,3%	3,3%

Koszt kapitału własnego	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%	10,22%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,00%	Analiza wrażliwości					
Wartość rezydualna (TV)	2403,6		Wzrost FCF w nieskończoności				
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	994,9		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	557,3	WACC + 1,0 p.p.	20,3	20,9	21,7	22,5	23,4
Wartość firmy (EV)	1552,1	WACC + 0,5 p.p.	20,9	21,7	22,5	23,4	24,5
Dług netto (koniec 2012)	72,6	WACC	21,7	22,5	23,4	24,5	25,7
Udziałowcy mniejszościowi	11,4	WACC - 0,5 p.p.	22,5	23,4	24,5	25,7	27,0
Wartość firmy	1468,2	WACC - 1,0 p.p.	23,4	24,5	25,7	27,0	28,6
Liczba akcji (mln)	67,4						
Wartość firmy na akcję (PLN)	21,80						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,67%						
Cena docelowa	23,47						
P/E('14) dla ceny docelowej	39,1						
Udział TV w EV	64%						

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą opieramy na wskaźnikach EV/EBITDA oraz P/E dla zagranicznych spółek

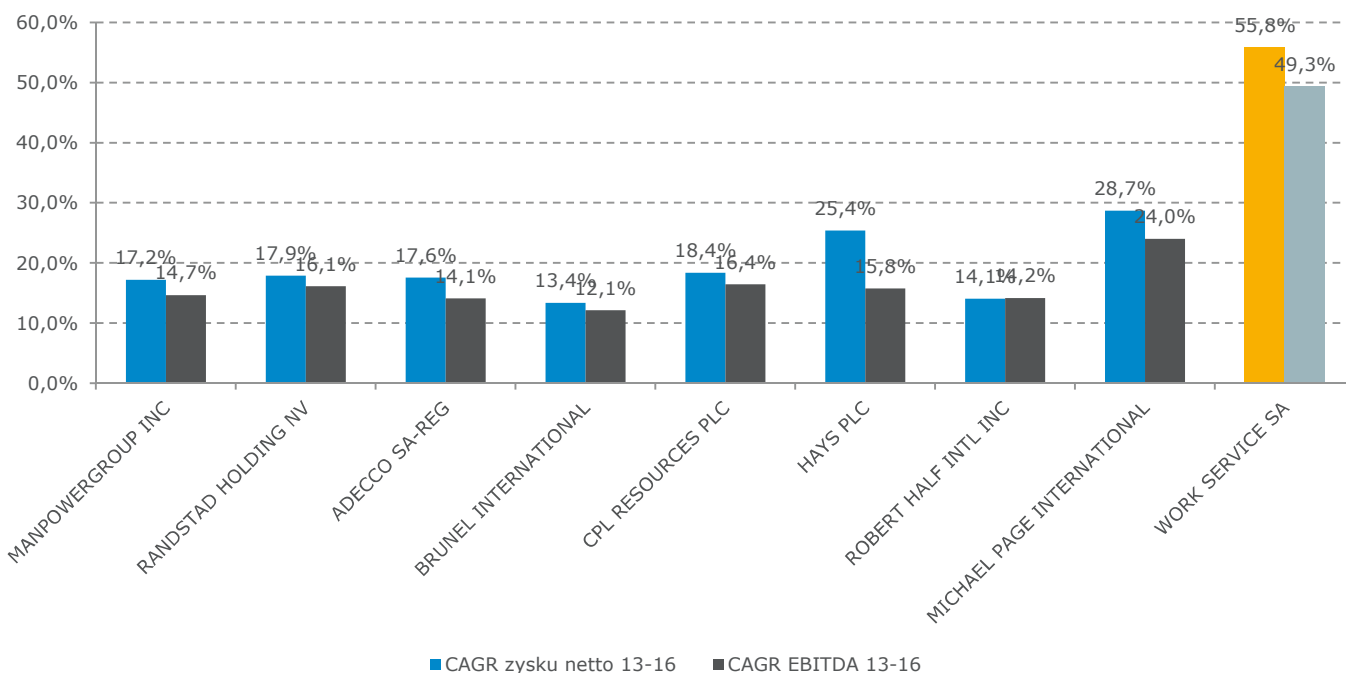
telewizyjnych na lata 2014-2016. Dla trzech okresów przyjmujemy odpowiednio wagi: 0%, 50% i 50%.

Analiza porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Manpowergroup Inc	7,0	6,3	5,7	14,1	12,6	11,6
Randstad Holding Nv	10,0	8,3	7,3	14,7	12,2	10,6
Adecco Sa-Reg	10,1	8,7	7,9	14,3	12,1	10,8
Brunel International	9,5	8,5	7,5	16,6	14,8	13,0
Kelly Services Inc -A	9,2	5,6	-	23,9	9,7	-
Cpl Resources Plc	13,0	11,4	9,8	16,9	14,7	12,7
Hays Plc	10,6	9,2	7,6	19,5	15,9	12,4
Robert Half Intl Inc	12,4	10,8	10,0	23,3	20,0	18,3
Michael Page International	12,9	10,2	8,1	25,0	18,6	14,3
Maksimum	13,0	11,4	10,0	25,0	20,0	18,3
Minimum	7,0	5,6	5,7	14,1	9,7	10,6
Mediana	10,1	8,7	7,8	16,9	14,7	12,6
Work Service	14,9	10,9	8,0	31,2	18,9	12,6
premia / dyskonto	47,8%	26,1%	3,7%	84,8%	28,4%	0,3%

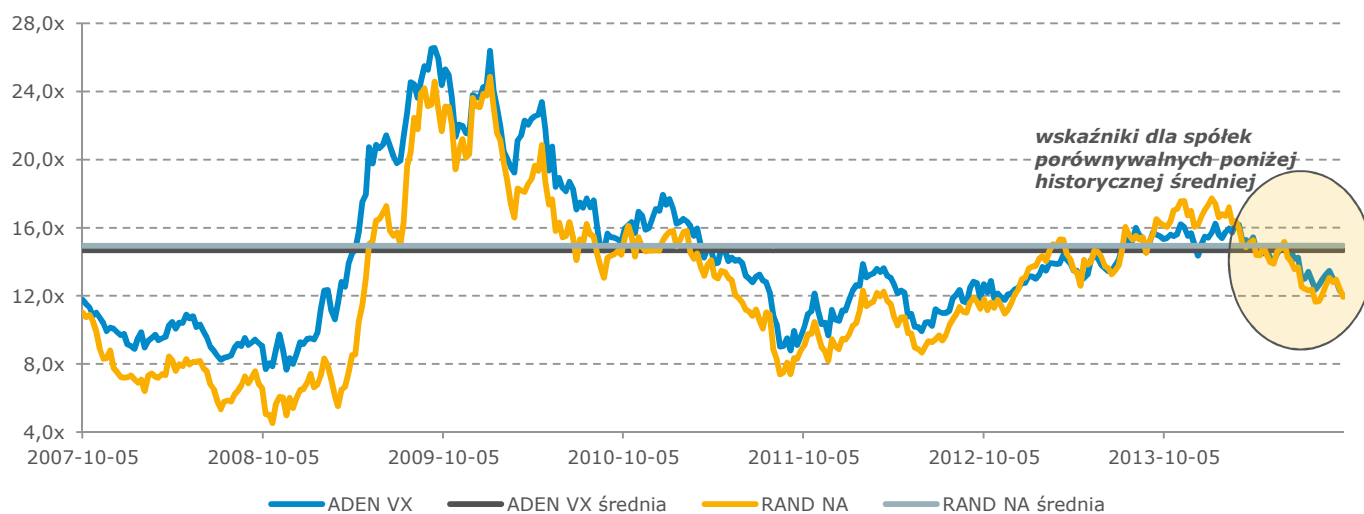
Źródło: Bloomberg, szacunki własne Domu Maklerskiego mBanku

Profil wzrostu dla Work Service i spółek porównywalnych



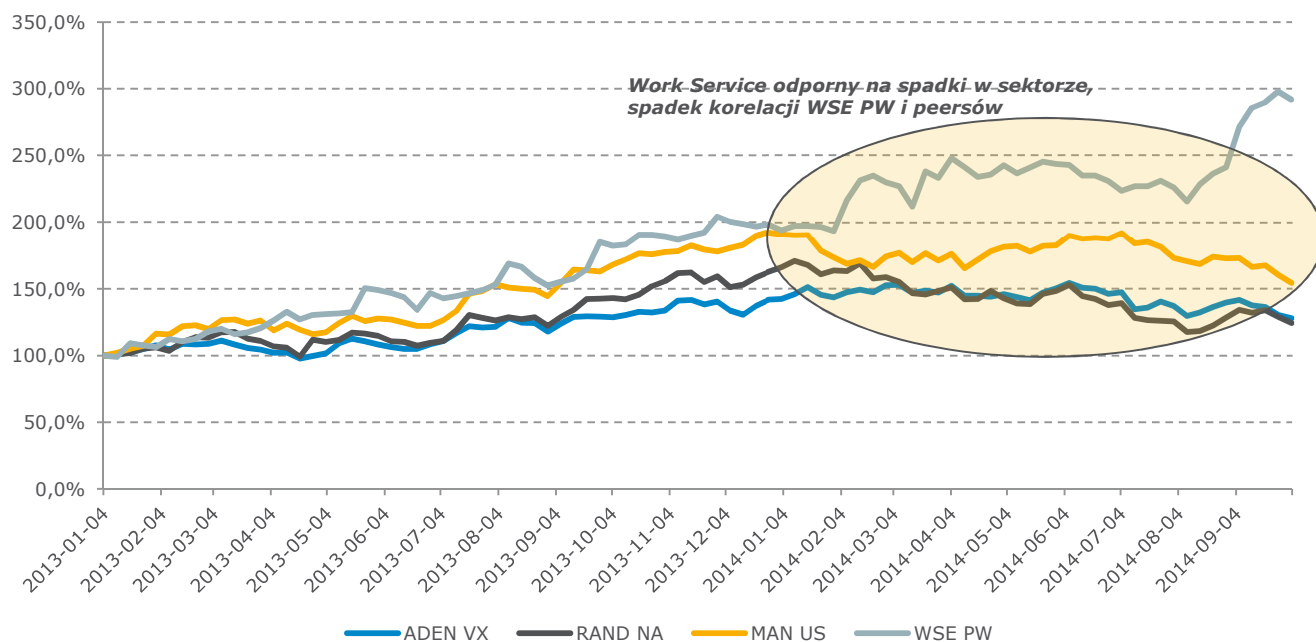
Źródło: Bloomberg, szacunki własne Domu Maklerskiego mBanku

Historyczne P/E dla Addeco i Randstad



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Performance Work Service na tle Addeco, Randstad i Manpower od początku 2013 r.



Źródło: Bloomberg

Rachunek wyników

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	727,4	918,4	1 783,3	2 360,9	2 824,4	3 177,9	3 469,7
zmiana	17,7%	26,2%	94,2%	32,4%	19,6%	12,5%	9,2%
Koszt własny sprzedaży	-652,1	-805,6	-1 576,9	-2 073,6	-2 459,7	-2 745,1	-2 983,0
Koszty sprzedaży	-10,7	-16,8	-38,7	-51,2	-61,3	-69,0	-75,3
Koszty ogólnego zarządu	-25,7	-46,8	-83,4	-114,2	-142,3	-166,5	-188,7
Pozostała działalność operacyjna	0,1	-1,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	39,1	48,0	84,1	121,9	161,1	197,3	222,6
zmiana	22,8%	75,2%	45,0%	32,2%	22,4%	12,9%	5,3%
marża	5,4%	5,2%	4,7%	5,2%	5,7%	6,2%	6,4%
Wynik na działalności finansowej	-14,2	-15,1	-19,7	-17,9	-13,1	-14,0	-14,0
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Zysk brutto	24,8	32,9	64,4	104,0	148,0	183,3	208,6
Podatek dochodowy	-1,8	-3,4	-10,1	-14,0	-16,6	-21,1	-24,6
Udziałowcy mniejszościowi	-2,7	-3,0	-13,9	-23,3	-31,4	-35,7	-40,0
Zysk netto	20,4	26,5	40,4	66,6	99,9	126,5	144,0
zmiana	-5,9%	30,0%	52,7%	64,9%	50,0%	26,6%	13,8%
marża	2,8%	2,9%	2,3%	2,8%	3,5%	4,0%	4,2%
Amortyzacja	4,2	4,8	7,1	12,5	14,7	15,9	17,0
EBITDA	43,3	52,8	91,2	134,4	175,8	213,2	239,6
zmiana	25,9%	21,9%	77,4%	43,4%	30,8%	21,2%	12,4%
marża	6,0%	5,7%	5,1%	5,7%	6,2%	6,7%	6,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4
EPS	0,30	0,39	0,60	0,99	1,48	1,88	2,14
ROAE	20,2%	14,8%	12,9%	15,3%	18,3%	19,7%	21,0%
ROAA	6,5%	6,4%	5,7%	6,6%	9,1%	10,8%	11,5%

Bilans

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	355,4	470,4	946,3	1 064,0	1 123,8	1 225,3	1 277,3
Majątek trwały	184,8	219,4	408,7	531,2	534,4	534,4	534,4
Wartości niematerialne	5,2	29,4	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1
Wartość firmy	155,9	164,0	344,8	461,2	461,2	461,2	461,2
Rzeczowe aktywa trwałe	14,9	17,0	23,3	29,4	32,6	32,6	32,6
Inne aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe długoterminowe aktywa finansowe	2,2	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	6,3	8,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Majątek obrotowy	170,6	251,0	537,6	532,8	589,4	690,9	742,9
Zapasy	5,3	6,7	13,8	15,3	17,5	19,7	21,5
Należności handlowe oraz pozostałe należności	123,7	176,1	367,3	412,6	490,1	562,6	622,6
Inne aktywa finansowe	13,0	11,0	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8,8	38,3	109,3	57,7	34,7	61,4	51,7
Rozliczenia międzyokresowe	19,8	18,9	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7
(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	355,4	470,4	946,3	1 064,0	1 123,8	1 225,3	1 277,3
Kapitał własny	122,5	235,5	391,1	481,1	612,4	674,7	694,3
Zobowiązania długoterminowe	232,9	234,9	555,2	582,9	511,3	550,6	583,0
Długoterminowe pożyczki i kredyty	14,3	19,2	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,6	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i inne obciążenia	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inne zobowiązania	28,8	57,1	133,6	133,6	133,6	133,6	133,6
Zobowiązania krótkoterminowe	189,1	157,6	406,4	434,1	362,5	401,7	434,1
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	137,0	118,8	293,5	321,2	359,8	399,1	431,5
Krótkoterminowe pożyczki i kredyty	50,5	36,7	110,3	110,3	0,0	0,0	0,0
Rezerwy na pozostałe zobowiązania i inne obciążenia	1,5	2,1	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Dług	109,0	114,3	213,8	213,8	103,6	103,6	103,6
Dług netto	100,2	76,0	104,5	156,1	68,9	42,1	51,9
(Dług netto / Kapitał własny)	82%	32%	27%	32%	11%	6%	7%
(Dług netto / EBITDA)	2,3	1,4	1,1	1,2	0,4	0,2	0,2
BVPS	1,8	3,5	5,8	7,1	9,1	10,0	10,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	6,8	-12,0	18,9	101,3	118,2	156,6	185,7
Zysk (strata) netto	20,4	26,5	40,4	66,6	99,9	126,5	144,0
Korekty razem	-13,6	-38,5	-21,5	34,7	18,3	30,0	41,7
Amortyzacja	4,2	4,8	9,6	12,5	14,7	15,9	17,0
Dział finansowa	10,8	8,0	19,7	17,9	13,1	14,0	14,0
Zmiana stanu rezerw	0,7	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu zapasów	-3,6	-1,4	-7,1	-1,5	-2,2	-2,2	-1,8
Zmiana stanów należności z wyjątkiem należności	10,9	-40,9	-126,1	-45,3	-77,5	-72,6	-59,9
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	-20,9	1,7	82,6	27,7	38,6	39,2	32,4
Inne	-15,7	-11,2	0,0	23,3	31,4	35,7	40,0
Przepływy inwestycyjne	-53,1	-44,9	-126,1	-135,0	-17,9	-15,9	-17,0
CAPEX	-7,9	-47,9	-14,1	-135,0	-17,9	-15,9	-17,0
Inwestycje kapitałowe	-38,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe (nie gotówkowe)	-6,5	3,0	-112,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	49,8	86,4	178,3	-17,9	-123,4	-113,9	-178,5
Dług	18,1	-55,4	98,0	0,0	-110,3	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-99,9	-164,5
Dział. Finansowa	-12,4	-7,8	-16,3	-18,8	-13,6	-14,5	-14,6
Inne	48,9	149,6	96,6	0,8	0,5	0,5	0,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	3,5	29,4	71,0	-51,6	-23,0	26,7	-9,8
Środki pieniężne na koniec okresu	8,8	38,3	109,3	57,7	34,7	61,4	51,7

Wskaźniki rynkowe

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	56,4	43,4	31,2	18,9	12,6	10,0	8,7
P/EBITDA	26,5	21,8	13,4	9,4	7,2	5,9	5,3
P/EBITDA	29,4	23,9	15,0	10,3	7,8	6,4	5,7
P/S	1,6	1,3	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4
FCF/EV	-3,7%	-4,6%	-7,7%	-2,3%	7,1%	9,9%	11,4%
EV/EBITDA	29,1	23,4	14,9	10,9	8,0	6,7	6,1
EV/EBIT	32,2	25,7	16,6	12,1	8,8	7,2	6,6
EV/S	1,7	1,3	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4
DYield	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,9%	13,1%
Cena (PLN)	18,70	18,70	18,70	18,70	18,70	18,70	18,70
Liczba akcji na koniec roku (mln)	61,4	61,4	67,4	67,4	67,4	67,4	67,4
MC (mln PLN)	1 149,1	1 149,1	1 259,6	1 259,6	1 259,6	1 259,6	1 259,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	9,6	11,4	31,5	54,9	86,3	122,0	162,0
EV (mln PLN)	1 258,8	1 233,0	1 395,6	1 470,6	1 414,8	1 423,8	1 473,6

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 księgowa**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 księgowa) - 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:

KUPUJ - 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. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

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	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2014-01-15	2014-03-06	2014-03-31	2014-09-08
kurs z dnia rekomendacji	12,45	14,30	14,70	17,08
WIG w dniu rekomendacji	50605,74	52216,05	51831,67	54412,52

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
wicedyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 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