



Dom Maklerski BDM S.A.

COMP

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 69,5 PLN

23 WRZEŚNIA 2015

Uważamy, że obecne słabsze zachowanie kursu wywołane pogorszeniem wyników Compu za 2Q'15 jest dobrą okazją do zwiększenia zaangażowania w walory spółki. Wyceniamy akcje Compu na 69,5 PLN i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia KUPUJ. Należy mieć na uwadze, że baza porównawcza dla spółki była w 2Q'15 bardzo wymagająca w obszarze Retail, a perspektywy dla grupy na kolejne lata są wg nas budujące. W całym 2015 roku słabsze dane prawdopodobnie pokaże segment Retail (brak istotnych nowych fiskalizacji). Jednocześnie zwracamy uwagę, że w 2015 roku zdecydowanej poprawie powinien ulec wynik segmentu IT, w którym spółka zaprezentowała rekordowy portfel zamówień. Tym samym spodziewamy się, że EBITDA za 2015 rok wyniesie ok. 64,3 mln PLN i będzie porównywalna r/r. Zakładamy, że w kolejnych okresach wpływ na poprawę wyników grupy będzie miał segment Retail, gdyż liczymy na kolejne fazy fiskalizacji w poszczególnych krajach (pozostawiamy sobie pole do korekty w górę w kolejnych raportach) oraz wdrożenie Zintegrowanej Platformy Sprzedaży Usług, która zgodnie z zapowiedziami ma się stać jedną ze strategicznych linii biznesowych.

Pogorszenie wyników w 2Q'15 było spowodowane brakiem większych fiskalizacji zarówno w Polsce jak i w innych krajach, w których Comp jest obecny ze swoimi produktami. W efekcie pomimo wzrostu przychodów o 6,7% r/r do poziomu 161,1 mln PLN, zarówno wynik EBITDA jak i wynik netto okazały się słabsze względem 2Q'14 o odpowiednio 24,5% i 36,9% i wyniosły 13,6 mln PLN oraz 6,5 mln PLN. Spadek marż przy jednoczesnym wzroście przychodów jest skutkiem większego udziału segmentu IT w obrotach, który charakteryzuje się wyraźnie słabszymi marżami w porównaniu z segmentem Retail, który dość mocno odczuł brak dużych fiskalizacji. W całym 2015 roku prognozujemy wzrost przychodów Compu do poziomu 630,2 mln PLN, co oznacza wzrost o 8,3% relacji r/r. W przypadku wyniku EBITDA zakładamy odczyt na poziomie 64,0 mln PLN (-2,6% r/r), wynik netto z racji pozytywnej kontrybucji PayTela powinien ulec poprawie i wynieść 29,9 mln PLN (+13,4%). Nieznaczny spadek wyniku EBITDA pomimo wyraźnie większych obrotów może wynikać z większego udziału segmentu IT, który charakteryzuje się słabszymi marżami niż segment Retail. Czynnikiem, który mógłby wpłynąć na podniesienie naszych założeń co do wyników Compu w 2015 roku, jest drugi etap fiskalizacji na Węgrzech, pierwotnie zapowiedziany na 4Q'15.

Zwracamy uwagę, że spółka ogłosiła skup akcji własnych po cenie 64,3 PLN za sztukę. Oferta obejmuje 154,640 tys. szt. walorów. Obecny skup akcji odbywa się na podstawie uchwały WZA z 30 czerwca 2014 roku, która upoważnia zarząd do nabywania akcji własnych w liczbie nie większej niż 1,184 mln szt. po cenie w przedziale 30 PLN – 100 PLN za szt. do końca 2017 roku.

Wycena DCF [PLN]	75,0
Wycena porównawcza [PLN]	69,5
Wycena końcowa [PLN]	69,5
Potencjał do wzrostu / spadku	26,3%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	55,00
Kapitalizacja [mln PLN]	325,5
Ilość akcji [mln szt.]	5,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	73,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	51,50
Stopa zwrotu za 3 mc	-23,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	1,0%
Struktura akcjonariatu:	
Comp S.A.	16,5%
MetLife OFE	14,8%
Jacek Papaj	13,8%
Aviva OFE	9,8%
AEGON OFE	9,7%
ING OFE	8,5%
Pozostali	26,9%

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435

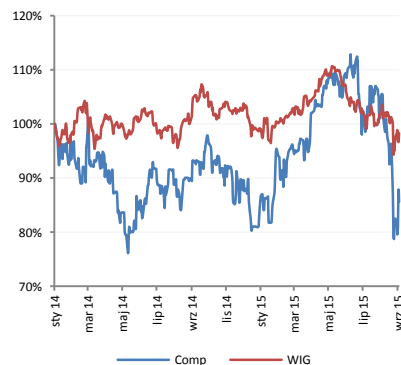
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	523,3	581,8	630,2	641,7	655,6	684,2
EBITDA [mln PLN]	64,1	65,7	64,3	77,0	82,9	89,2
EBIT [mln PLN]	49,4	49,0	46,0	52,5	54,1	60,3
Wynik netto [mln PLN]	34,1	26,4	29,9	33,6	34,3	39,9
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
P/E	10,2	14,9	11,8	10,7	10,6	9,2
EV/EBITDA	6,1	7,1	8,0	6,9	6,2	5,5
EV/EBITDA (skorygowany)*	5,3	6,2	7,1	6,2	5,6	4,9
EV/EBIT	7,9	9,5	11,1	10,2	9,5	8,2
EV/EBIT (skorygowany)*	6,9	8,4	10,0	9,1	8,5	7,3

*Wartości skorygowane o akcje własne



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI COMPU ZA 1Q'15	9
PERSPEKTYWY NA 2Q'15 I KOLEJNE OKRESY.....	12
OPIS RYZYK	14
INFORMACJE O SPÓŁCE.....	15
STRUKTURA GRUPY KAPITAŁOWEJ COMP.....	16
OBSZARY DZIAŁALNOŚCI COMPU	18
STRUKTURA WYNIKÓW COMPU	20
STRATEGIA ROZWOJU	22
ELZAB W GRUPIE KAPITAŁOWEJ COMP	23
RYNEK URZĄDZEŃ FISKALNYCH.....	28
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	32

PODSUMOWANIE

Wyceniamy akcje Compu na 69,5 PLN i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia KUPUJ. Uważamy, że obecne słabsze zachowanie kursu wywołane pogorszeniem wyników Compu za 2Q'15 jest dobrą okazją do zwiększenia zaangażowania w akcje spółki. W kolejnych okresach do poprawy rezultatów osiąganych przez spółkę powinien przyczynić się wzrost w segmencie IT, który według naszych założeń może być najlepiej odczuwalny w 4Q'15. Dodatkowo w najbliższych kwartałach powinna rozstrzygnąć się kwestia drugiego etapu fiskalizacji na Węgrzech pierwotnie planowanego na 2015 rok, jednak ze względu na obecne problemy tamtejszego rządu z imigrantami kwestia fiskalizacji może zejść na dalszy plan i zakładamy jej przeprowadzenie dopiero w 2016 roku. Spodziewamy się, że w przyszłym roku kolejnym czynnikiem wspierającym wyniki Compu będzie rozwój Zintegrowanej Platformy Sprzedaży usług, której pilotaż powinien ruszyć jeszcze w 4Q'15.

W całym 2015 roku prognozujemy wzrost przychodów Compu do poziomu 630,2 mln PLN, co oznacza poprawę o 8,3% relacji r/r. W przypadku wyniku EBITDA zakładamy odczyt na poziomie 64,0 mln PLN (-2,6%), a wynik netto z racji pozytywnej kontrybucji PayTela powinien być lepszy o (+13,4% r/r) i wynieść 29,9 mln PLN. W nieco dalszej perspektywie znaczenie mogą mieć duże fiskalizacje w innych krajach europejskich, które powinny być skutkiem walki z deficytami finansów publicznych oraz chęcią poprawy ściągalności podatków. Przykładem takiego rynku jest Grecja, gdzie Comp sprzedaje już swoje kasy fiskalne, a tamtejszy rząd zobowiązał się do naprawy finansów publicznych. W 2016 również jest szansa na fiskalizację w Turcji, gdzie obecnie trwają dopiero rozmowy nad możliwym kształtem tego procesu.

W następnych okresach oprócz kolejnych rynków eksportowych spółka pokłada duże nadzieje w nowej platformie do sprzedaży usług. Jest to projekt bardzo intensywnie rozwijany w ostatnich latach. W październiku powinien ruszyć pilotaż tego projektu, a w 1H'16 zaplanowano uruchomienie nowej usługi na 10 tys. urządzeń produkowanych przez Comp. Oczekujemy, że pierwsze efekty wynikające z wdrożenia nowego produktu powinny być widoczne już w 2016 roku. Z racji tego, że nowa usługa będzie opierała się na istniejących już urządzeniach działających pod markami „Novitus” i „Elzab” oraz na software własnym Compu, udana komercjalizacja może mieć istotne przełożenia na przyszłe wyniki.

Wyceny Compu dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2015 -2017 dała cenę jednej akcji na poziomie 75,0 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 56,6 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 69,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	70%	75,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	30%	56,6
Wycena spółki [PLN]		69,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- W 2015 roku spodziewamy się zbliżonych wyników do tych osiągniętych w roku 2014, co powinno mieć związek z wyraźnie lepszym wynikiem segmentu IT. Jednak z uwagi na niższą rentowność tego biznesu w porównaniu do segmentu Retail, zakładamy płaski wynik EBIDTA r/r mimo wyraźnie wyższych przychodów na poziomie skonsolidowanym.
- W latach 2016-2019 spodziewamy się systematycznej poprawy dynamiki wzrostu przychodów, co powinno być skutkiem uruchomienia Zintegrowanej Platformy Sprzedaży Usług. W związku z rozwojem nowego produktu zakładamy coraz większy udział segmentu Retail w biznesie spółki, dlatego w długim terminie zakładamy utrzymanie marży brutto na poziomie powyżej 30%.
- W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 5,9 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 25 września 2015.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 75,0 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	630,2	641,7	655,6	684,2	699,0	714,2	729,8	745,8	762,2	779,0
EBIT[mln PLN]	46,0	52,5	54,1	60,3	66,7	67,1	66,6	68,1	69,6	71,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	8,7	10,0	10,3	11,5	12,7	12,7	12,7	12,9	13,2	13,5
NOPLAT[mln PLN]	37,2	42,5	43,8	48,8	54,0	54,3	54,0	55,2	56,4	57,6
Amortyzacja [mln PLN]	18,0	20,8	22,6	23,9	25,2	25,7	26,3	26,8	27,4	28,0
CAPEX [mln PLN]	-25,9	-35,3	-29,5	-30,8	-28,0	-28,6	-29,2	-29,8	-30,5	-31,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-10,3	-11,5	-3,3	-6,8	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	19,0	16,5	33,6	35,2	47,8	47,9	47,4	48,4	49,4	50,5
DFCF [mln PLN]	18,6	15,0	28,2	27,4	34,3	31,8	28,9	27,2	25,5	23,9
Suma DFCF [mln PLN]	260,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	782,1									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	339,4		Wzrost w okresie rezydualnym				2,0%			
Wartość firmy EV [mln PLN]	600,2									
Dług netto [mln PLN]	138,6									
Akcje własne [mln PLN]	52,8									
Dług netto pomniejszony o akcje własne [mln PLN]	85,8									
Dywidenda [mln PLN]	5,4									
Wartość kapitału akcyjnego [mln PLN]	509,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]	65,0									
Skorygowana wartość kapitału akcyjnego [mln PLN]	444,0									
liczba akcji [mln szt.]	5,9									
Wartość na akcje [PLN]	75,0									

Przychody zmiana r/r	8,3%	1,8%	2,2%	4,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EBIT zmiana r/r	-6,2%	14,2%	3,0%	11,5%	10,6%	0,6%	-0,7%	2,2%	2,2%	2,2%
FCF zmiana r/r	-43,3%	-13,0%	103,2%	4,8%	35,7%	0,3%	-1,1%	2,1%	2,1%	2,2%
Marża EBITDA	10,2%	11,4%	11,7%	12,3%	13,1%	13,0%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Marża EBIT	7,3%	8,2%	8,2%	8,8%	9,5%	9,4%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Marża NOPLAT	5,9%	6,6%	6,7%	7,1%	7,7%	7,6%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
CAPEX / Przychody	4,1%	5,5%	4,5%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CAPEX / Amortyzacja	143,8%	169,8%	130,6%	128,8%	110,9%	111,0%	111,1%	111,2%	111,2%	111,3%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	1,8%	0,5%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	21,4%	99,4%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	74,6%	75,5%	78,0%	80,6%	83,2%	85,7%	90,0%	94,4%	98,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	25,4%	24,5%	22,0%	19,4%	16,8%	14,3%	10,0%	5,6%	1,2%	0,0%
WACC	7,8%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,7%	8,9%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Beta		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
	0,7	61,5	66,4	72,3	79,8	89,7	103,1	122,5	153,0	207,8
	0,8	57,1	61,3	66,5	72,9	81,2	92,2	107,6	130,7	169,2
	0,9	53,1	56,8	61,3	66,8	73,8	82,9	95,4	113,4	141,6
	1	49,5	52,7	56,6	61,4	67,4	75,0	85,2	99,5	121,0
	1,1	46,1	49,0	52,4	56,6	61,7	68,2	76,7	88,2	104,9
	1,2	43,1	45,6	48,6	52,3	56,7	62,2	69,3	78,8	92,1
	1,3	40,2	42,5	45,2	48,3	52,2	56,9	63,0	70,8	81,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
	3%	66,4	72,0	78,9	87,8	99,6	116,3	141,2	182,7	265,8
	4%	57,1	61,3	66,5	72,9	81,2	92,2	107,6	130,7	169,2
	5%	49,5	52,7	56,6	61,4	67,4	75,0	85,2	99,5	121,0
	6%	43,1	45,6	48,6	52,3	56,7	62,2	69,3	78,8	92,1
	7%	37,6	39,6	42,0	44,8	48,2	52,3	57,4	64,0	72,8
	8%	32,9	34,5	36,4	38,6	41,2	44,4	48,2	53,0	59,1
	9%	28,8	30,2	31,7	33,4	35,5	37,9	40,8	44,4	48,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	148,1	136,0	132,5	116,3	108,1	106,9	94,2	88,3	82,9
	4%	122,3	110,7	101,4	92,2	84,7	78,7	72,2	66,9	62,2
	5%	103,1	92,2	83,5	75,0	68,2	62,7	56,9	52,3	48,1
	6%	88,3	78,0	69,9	62,2	56,0	51,0	45,8	41,6	37,9
	7%	76,5	66,9	59,3	52,3	46,6	42,0	37,3	33,6	30,2
	8%	66,9	58,0	50,9	44,4	39,1	34,8	30,7	27,2	24,2
	9%	59,0	50,6	43,9	37,9	33,1	29,1	25,3	22,1	19,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2015 -2017 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe oraz zagraniczne, które również oferują rozwiązania wspierające handel detaliczny. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E i EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 33%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 33% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje cenę jednej akcji na poziomie 56,6 PLN

Na GPW nie jest notowany żaden podmiot, którego charakter działalności byłby bardzo zbliżony do Compu, gdyż za większość przychodów spółki odpowiada produkcja i sprzedaż urządzeń wspierających handel detaliczny, która stanowi ponad połowę przychodów spółki i zdecydowaną większość wyniku operacyjnego. Działalność zbliżoną do działalności Compu prowadzą natomiast podmioty zagraniczne, które działają globalnie, jednak w większym stopniu koncentrują się rozwiązaniach dla dużych sieci detalicznych (systemy POS). Udział tych spółek w segmencie kas fiskalnych dla małych przedsiębiorców w dalszym ciągu pozostaje niewielki.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
Asseco Poland	13,2	12,7	12,0	4,4	4,1	3,8	Mnożniki podmiotów krajowych
Comarch	12,9	10,3	9,9	6,5	5,1	4,5	
Qumak	8,3	16,1	11,1	5,6	7,5	6,2	
Sygnity	13,7	30,0	25,7	4,8	5,5	5,6	
Wasko	9,6	14,8	13,2	4,4	4,7	4,3	
Mediana podmioty krajowe	12,9	16,1	11,1	5,6	5,5	5,6	Mnożniki podmiotów zagranicznych
CASIO	17,9	15,7	14,4	9,9	8,5	7,5	
IBM	9,3	9,4	8,9	7,6	7,4	6,8	
NCR	10,1	9,1	7,5	8,0	6,4	-	
NEC	14,0	11,8	10,6	6,5	6,2	6,1	
Wincor Nixdorf	157,7	19,1	12,0	13,3	8,4	6,1	
Mediana podmioty zagraniczne	12,1	10,6	9,7	7,8	6,9	6,8	
Mediana (podmioty krajowe + zagraniczne)	13,1	13,8	11,5	6,5	6,3	6,1	
Comp	11,8	10,5	10,4	7,8	6,8	6,3	
Premia/dyskonto do mediany	-9,6%	-23,6%	-9,5%	21,0%	9,0%	4,4%	
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	-8,5%	-34,6%	-5,7%	39,3%	23,7%	14,0%	
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	-2,1%	-1,2%	6,9%	0,1%	-0,5%	-6,3%	
Wycena wg wskaźnika	60,8	72,0	60,8	40,3	48,0	51,5	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	
Wycena wg wskaźników		64,5			46,6		
Waga wskaźnika		50%			50%		

Wycena 1 akcji [PLN] 55,6

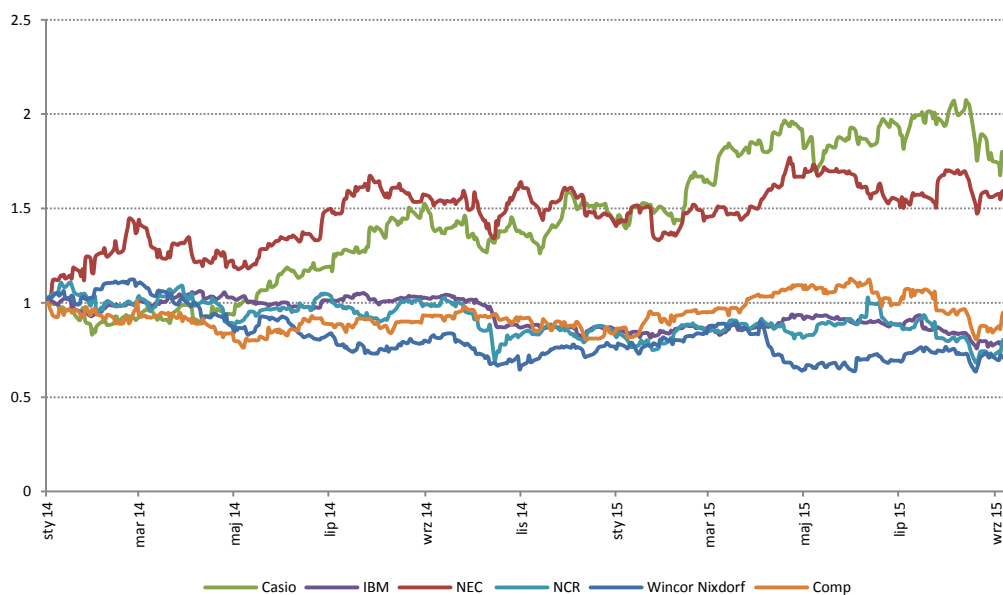
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki

Zachowanie kursu Compu na tle WIG i WIG INFORMATYKA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Compu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI COMPU ZA 2Q'15

W ostatnich kwartałach Comp prezentował bardzo dobre wyniki, co było związane zarówno z fiskalizacją na Węgrzech jak i z objęciem obowiązkiem posiadania kas fiskalnych nowych grup podatników w Polsce. Te czynniki miały odzwierciedlenie w wynikach spółki jeszcze w 1Q'15. W 2Q'15 natomiast segment Retail opierał się głównie na popycie odtworzeniowym i jego EBITDA skurczyła się o ponad połowę w relacji r/r. Zwracamy uwagę na zdecydowaną poprawę wyników w segmencie IT, w którym spółce udało się wyraźnie poprawić obroty, co miało związek z licznymi przesunięciami w realizacji kontraktów. Przychody segmentu wzrosły w 2Q'15 o 77,2% r/r, a wynik EBITDA, który w 2Q'14 był ujemny wyniósł 7,5 mln PLN.

Wyraźna poprawa w segmencie IT przełożyła się na wzrost przychodów całej grupy w 2Q'15 do poziomu 161,1 mln PLN (+6,7%). Jednak z racji wyraźnie słabszych marż jakie osiąga segment IT w porównaniu do segmentu Retail wynik EBITDA skurczył się o 24,4% i wyniósł 13,6 mln PLN.

Skonsolidowane wyniki Compu za 1Q'15

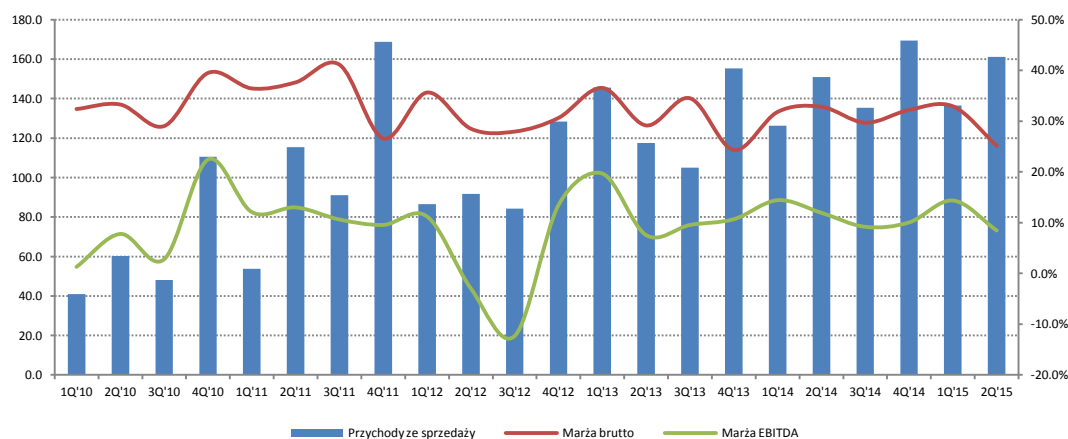
	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	151,0	161,1	6,7%	537,5	602,2	12,0%
Koszt własny sprzedaży	101,4	120,6	18,9%	373,6	422,0	12,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	49,6	40,5	-18,3%	163,8	180,3	10,0%
EBITDA	18,0	13,6	-24,4%	62,8	62,7	-0,3%
EBIT	13,6	9,2	-32,3%	46,9	45,6	-2,6%
Wynik brutto	11,9	7,7	-35,2%	41,4	35,5	-14,3%
Wynik netto	10,3	8,1	-21,2%	33,4	24,0	-27,9%
Wynik netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej	9,4	7,6	-19,1%	32,0	20,1	-37,4%
Marża brutto	32,9%	25,2%		30,5%	29,9%	
Marża EBITDA	11,9%	8,5%		11,7%	10,4%	
Marża EBIT	9,0%	5,7%		8,7%	7,6%	
Marża netto	6,8%	5,0%		7,7%	5,9%	

Segment Retail	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	98,4	66,3	-32,6%	306,5	330,8	7,9%
EBITDA	22,5	10,0	-55,7%	60,1	66,8	11,1%
EBIT	20,1	7,6	-62,2%	51,2	57,8	12,9%
Marża EBITDA	22,9%	15,1%		19,6%	20,2%	
Marża EBIT	20,4%	11,4%		16,7%	17,5%	

Segment IT	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	55,3	97,9	77,2%	242,4	293,0	20,9%
EBITDA	-1,0	7,5	-	15,4	12,3	-20,6%
EBIT	-3,0	5,5	-	9,4	4,4	-53,7%
Marża EBITDA	-1,8%	7,7%		6,4%	4,2%	
Marża EBIT	-5,4%	5,6%		3,9%	1,5%	

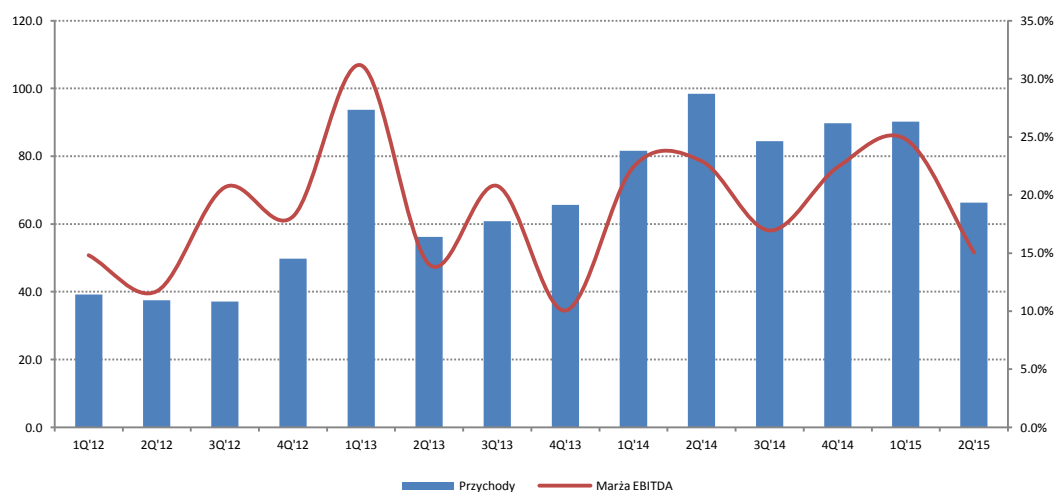
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



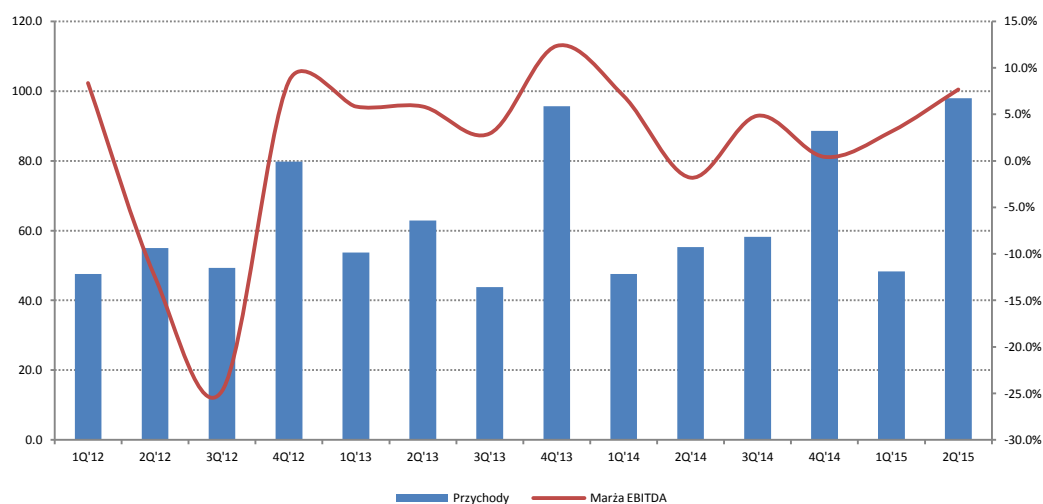
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu Retail w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu IT w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skonsolidowane wyniki Compu [mln PLN]

	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody ze sprzedaży	105,0	155,3	126,2	151,0	135,3	169,4	136,5	161,1	390,8	523,3	581,8
Koszt własny sprzedaży	68,8	117,5	86,0	101,4	95,1	114,8	91,5	120,6	270,9	361,8	397,3
Zysk brutto ze sprzedaży	36,3	37,8	40,2	49,6	40,2	54,6	45,0	40,5	119,9	161,5	184,6
EBITDA	10,0	16,6	18,2	18,0	12,4	17,0	19,6	13,6	13,9	64,1	65,7
EBIT	6,5	12,6	14,2	13,6	8,1	13,1	15,2	9,2	0,4	49,4	49,0
Wynik brutto	5,5	11,5	12,6	11,9	6,2	9,2	12,4	7,7	-5,5	46,5	39,9
Wynik netto	2,5	12,0	8,6	10,3	4,6	2,9	8,4	8,1	-10,9	34,1	26,4
Marża brutto	34,5%	24,3%	31,8%	32,9%	29,7%	32,2%	32,9%	25,2%	30,7%	30,9%	31,7%
Marża EBITDA	9,5%	10,7%	14,4%	11,9%	9,2%	10,0%	14,4%	8,5%	3,6%	12,2%	11,3%
Marża EBIT	6,2%	8,1%	11,3%	9,0%	6,0%	7,7%	11,2%	5,7%	0,1%	9,4%	8,4%
Marża netto	2,4%	7,7%	6,8%	6,8%	3,4%	1,7%	6,2%	5,0%	-2,8%	6,5%	4,5%

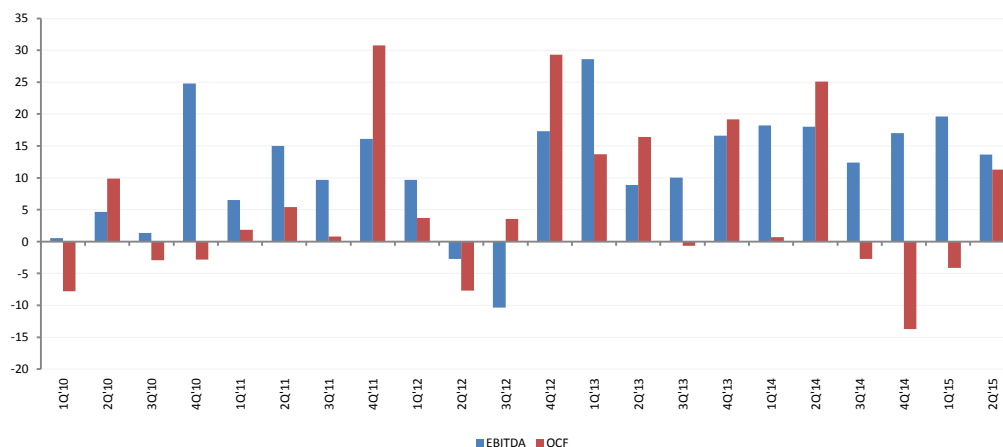
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki w rozbiciu na segmenty

Retail	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	56,2	60,8	65,7	81,6	98,4	84,5	89,7	90,2	66,3	163,5	276,5	354,2
EBITDA	7,9	12,6	6,6	18,3	22,5	14,3	20,1	22,4	10,0	26,9	56,3	75,3
EBIT	5,9	10,4	4,6	16,1	20,1	12,1	18,0	20,0	7,6	19,8	48,0	66,3
Marża EBITDA	14,0%	20,8%	10,1%	22,4%	22,9%	17,0%	22,4%	24,8%	15,1%	16,5%	20,4%	21,3%
Marża EBIT	10,5%	17,0%	7,0%	19,8%	20,4%	14,4%	20,1%	22,2%	11,4%	12,1%	17,4%	18,7%
IT	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	62,9	43,9	95,6	47,6	55,3	58,2	88,6	48,3	97,9	231,7	256,1	249,7
EBITDA	3,7	1,3	11,8	3,3	-1,0	2,8	0,4	1,5	7,5	13,9	19,9	5,5
EBIT	2,1	-0,2	11,0	1,6	-3,0	0,8	-1,5	-0,5	5,5	-13,7	14,6	-2,0
Marża EBITDA	5,8%	2,9%	12,4%	7,0%	-1,8%	4,9%	0,4%	3,2%	7,7%	6,0%	7,8%	2,2%
Marża EBIT	3,4%	-0,5%	11,5%	3,4%	-5,4%	1,4%	-1,7%	-0,9%	5,6%	-5,9%	5,7%	-0,8%
Pozostałe	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	-1,6	0,3	-6,0	-3,0	-2,7	-7,4	-8,9	-2,0	-3,2	-4,5	-9,2	-22,0
EBIT	-2,7	-3,6	-3,0	-3,5	-3,5	-4,8	-3,4	-4,3	-3,9	-5,8	-13,1	-15,3

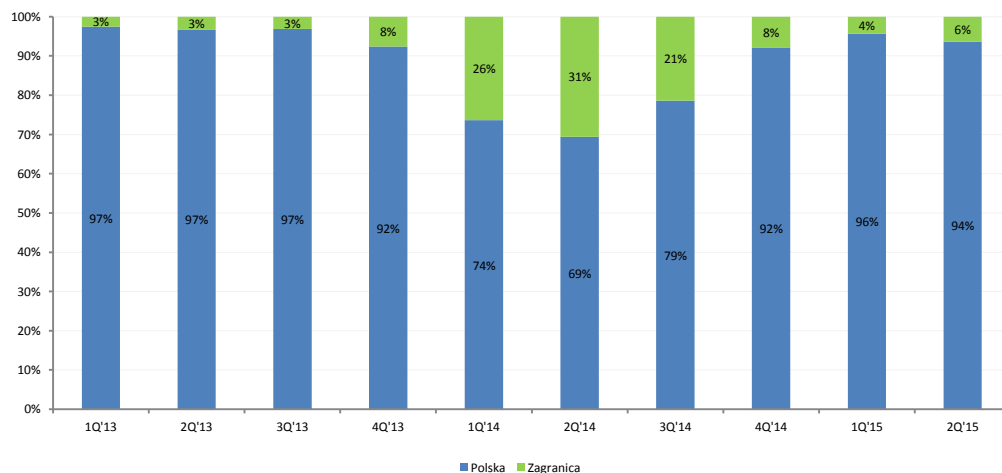
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie wyniku EBITDA i przepływów operacyjnych w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Geograficzna struktura sprzedaży w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY NA 3Q'15 I KOLEJNE OKRESY

Prognozujemy, że 3Q'15 może być nieco słabszy na poziomie wyniku EBITDA względem 3Q'14. Zakładamy przychody na poziomie 136,9 mln PLN, co oznacza wzrost o 1,2% r/r, a EBITDA i zysk netto na poziomie odpowiednio 11,2 mln PLN i 3,4 mln PLN. Może to wynikać ze słabszych rezultatów osiągniętych przez segment Retail, spowodowanymi brakiem większych fiskalizacji zarówno w Polsce jak i zagranicą. Oczekujemy, że podobnie jak w 2Q'15 segment IT powinien pozytywnie kontrybuować do wyniku spółki, jednak rentowność tego segmentu jest wyraźnie niższa niż segmentu Retail, dlatego pomimo zakładanego wzrostu przychodów w relacji r/r prognozujemy spadek wyniku EBITDA o 9,9% r/r. Podobnej tendencji oczekujemy w całym 2015 roku, przychody powinny wzrosnąć o 8,3% do 630,2 mln PLN, a wynik EBITDA, prognozujemy na poziomie 64,0 mln PLN, czyli zbliżonym do tego z 2014 roku. Wyraźnej poprawy oczekujemy natomiast w przypadku wyniku netto, co wiąże się ze spodziewaną dodatnią kontrybucją PayTela do skonsolidowanych wyników, gdzie w zeszłym roku zawiązano rezerwę w wysokości 2,2 mln PLN z tytułu sporu z Urzędem Skarbowym. Czynnikiem, który może wpłynąć na zrewidowanie w górę naszych prognoz dla skonsolidowanych wyników Compu za 2015 rok, może być przeprowadzenie fiskalizacji na Węgrzech jeszcze w 4Q'15.

W kolejnych latach głównym źródłem poprawy wyników Compu oprócz sprzedaży kas fiskalnych do innych krajów może być rozwój Zintegrowanej Platformy Sprzedaży Usług. Na 2H'15 jest zaplanowana budowa sieci sprzedaży opartej na urządzeniach podpiętych do nowej platformy, która powinna być uruchomiona do końca 2015. Zarząd spółki spodziewa się, że przychody ze sprzedaży nowej platformy powinny być widoczne w wynikach już od przyszłego roku. Źródłem przychodów Compu mają być opłaty za instalowanie aplikacji do sprzedaży usług oraz prowizje ze sprzedaży tych usług za pośrednictwem oprogramowania produkowanego przez spółkę. Potencjał tego rynku jest szacowany na około 0,5 mln punktów handlowych wyposażonych w urządzenia Compu. Do końca 2015 mają być gotowe takie usługi jak: sprzedaż mikropożyczek, polis ubezpieczeniowych, czy płatności rachunków. Zakładamy, że uruchomienie ZPSU jeszcze w 2015 roku, może w 2016 skutkować dodatkowymi 6 mln PLN do wyniku operacyjnego przy założeniu utrzymania tempa rozwoju sieci na poziomie 5 tys. punktów na kwartał. W zestawieniu z zapowiedziami zarządu spółki odnośnie ZPSU nasze założenia wydają się ostrożne i w przypadku udanej i szybkiej komercjalizacji mogą być jeszcze podniesione.

Prognoza dla segmentu IT

Spodziewamy się bardzo udanego 2015 roku dla segmentu IT, co powinno być skutkiem bardzo dobrego portfela zamówień zaprezentowanego przez spółkę. Rekordowy backlog, który na koniec sierpnia wynosił 255 mln PLN, okazał się o ponad 30% wyższy w stosunku do roku ubiegłego. Największym kontraktem jest umowa na budowę Platformy Biomedycznej IP-Biomed we Wrocławiu, który realizowany jest w konsorcjum z Orange Polska. Wartość kontraktu wynosi 100,7 mln PLN z czego na Comp przypada około 20% – 30%. Spółka buduje również system firewall dla Instytutu Chemii Bioorganicznej PAN za 29,4 mln PLN oraz dostarcza sprzęt dla Małopolskiej Sieci Szerokopasmowej za 18 mln PLN.

W związku z wyraźną sezonowością obserwowaną w sektorze usług informatycznych uważamy, że poprawa w tym obszarze będzie najlepiej widoczna dopiero w 4Q'15. Dlatego spodziewamy się, że 3Q'15 może być słabszy wynikowo w relacji q/q, ale i tak powinien przynieść poprawę względem 3Q'14. Prognozujemy wzrost przychodów o (15% r/r) do 66,9 mln PLN, a wyniku EBITDA do 3,4 mln PLN (+21,1% r/r). W całym 2015 roku zakładamy przychody i wynik EBITDA na poziomie odpowiednio 328,4 ml PLN (+31,5% r/r) i 22,8 mln PLN czyli trzykrotnie więcej niż w 2014 roku.

Prognoza dla segmentu Retail

W 3Q'15 nie ma miejsca żadna większej fiskalizacja na tych rynkach, na których obecny jest Comp, co może skutkować słabszymi wynikami w porównaniu z 3Q'14. Dlatego w ujęciu r/r prognozujemy spadek przychodów i wyniku EBITDA do poziomów odpowiednio 73,5 mln PLN i 11,3 mln PLN. W całym 2015 roku również oczekujemy słabszych odczytów, co powinno skutkować spadkiem przychodów do 315,9 mln PLN, a wyniku EBITDA do 56,6 mln PLN.

Czynnikiem, który może wpłynąć na podniesienie naszych założeń dla wyników segmentu Retail w 2015 roku może być drugi etap fiskalizacji na Węgrzech, pierwotnie planowany na 4Q'15. Potencjał tego etapu jest szacowany na około 50 – 90 tys. urzędów, co przy 40% udziału w rynku sugerowałoby sprzedaż na poziomie 20 – 40 tys. urzędów. Gdyby wspomniana fiskalizacja doszła do skutku to połączeniu z popytem odtworzeniowym i objęciem obowiązkiem posiadania kas przez nowe grupy podatników w Polsce Comp mógłby liczyć na sprzedaż około 150 tys. urzędów w całym 2015 roku, czyli na zbliżonym poziomie jak w 2014 roku. Jednak z racji ciągle odkładanych decyzji w tym zakresie oraz obecnych problemów Węgier z uchodźcami, istnieje ryzyko przeprowadzenia tej fiskalizacji dopiero w 2016 roku.

Oczekujemy, że w związku z rosnącymi problemami finansów publicznych w krajach europejskich, rządy będą podejmowały działania zmierzające do poprawy ściągłości należności podatkowych. Zakładamy, że obecne otoczenie rynkowe powinno być szansą dla Compu do poprawy wyników w kolejnych latach. Dzięki udanemu wejściu na rynek węgierski i zdobytych tam referencji spółka może chcieć zaistnieć na innych rynkach europejskich, co według naszych założeń powinno przełożyć się na wyniki już w 2016 roku. Podczas konferencji wynikowej, zarząd przedstawił założenia, wg których w przypadku przeprowadzenia fiskalizacji w dużym kraju europejskim dodatkowy popyt na urządzenia fiskalne jest szacowany na około 1,5 – 2 mln szt.

Prognozy wyników [mln PLN]

	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15P	4Q'15P	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	151,0	135,3	169,4	136,5	161,1	136,9	195,7	581,8	630,2	641,7	655,6
Retail	81,6	98,4	84,5	90,2	90,2	66,3	73,5	354,7	313,9	353,1	364,8
IT	55,3	58,2	88,7	48,3	97,9	66,9	115,3	249,8	328,4	303,8	306,8
Zysk brutto ze sprzedaży	49,6	40,2	54,6	45,0	40,5	37,0	60,8	184,6	183,2	195,1	174,6
EBITDA	18,0	12,4	17,0	19,6	13,6	11,2	19,6	65,7	64,0	73,3	76,6
Retail	22,5	14,3	20,1	22,4	10,0	11,3	12,8	75,3	56,5	69,5	73,3
IT	-1,0	2,8	0,3	1,5	7,5	3,4	10,2	5,4	22,7	19,0	19,3
EBIT	13,6	8,1	13,1	15,2	9,2	6,7	14,9	49,0	46,0	52,5	54,1
Retail	20,1	12,1	18,0	20,0	7,6	8,8	10,3	66,3	46,8	57,7	59,8
IT	-3,0	0,8	-1,5	-0,5	5,5	1,3	8,1	-2,0	14,5	10,0	10,3
Wynik brutto	11,9	6,2	9,2	12,4	7,7	4,1	12,4	39,9	36,6	42,0	44,1
Wynik netto	10,3	4,6	2,9	8,4	8,1	3,4	10,1	26,4	29,9	34,0	34,9
Marża brutto	32,9%	29,7%	32,2%	32,9%	25,2%	27,0%	31,1%	31,7%	29,1%	30,4%	26,6%
Marża EBITDA	11,9%	9,2%	10,0%	14,4%	8,5%	8,2%	10,0%	11,3%	10,2%	11,4%	11,7%
Retail	27,6%	14,6%	23,8%	24,8%	11,1%	17,0%	17,5%	21,2%	18,0%	19,7%	20,1%
IT	-1,8%	4,9%	0,3%	3,2%	7,7%	5,1%	8,9%	2,2%	6,9%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	9,0%	6,0%	7,7%	11,2%	5,7%	4,9%	7,6%	8,4%	7,3%	8,2%	8,2%
Retail	24,6%	12,3%	21,3%	22,2%	8,4%	13,3%	14,1%	18,7%	14,9%	16,3%	16,4%
IT	-5,4%	1,4%	-1,7%	-0,9%	5,6%	2,0%	7,0%	-0,8%	4,4%	3,3%	3,4%
Marża netto	6,8%	3,4%	1,7%	6,2%	5,0%	2,5%	5,1%	4,5%	4,8%	5,3%	5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka

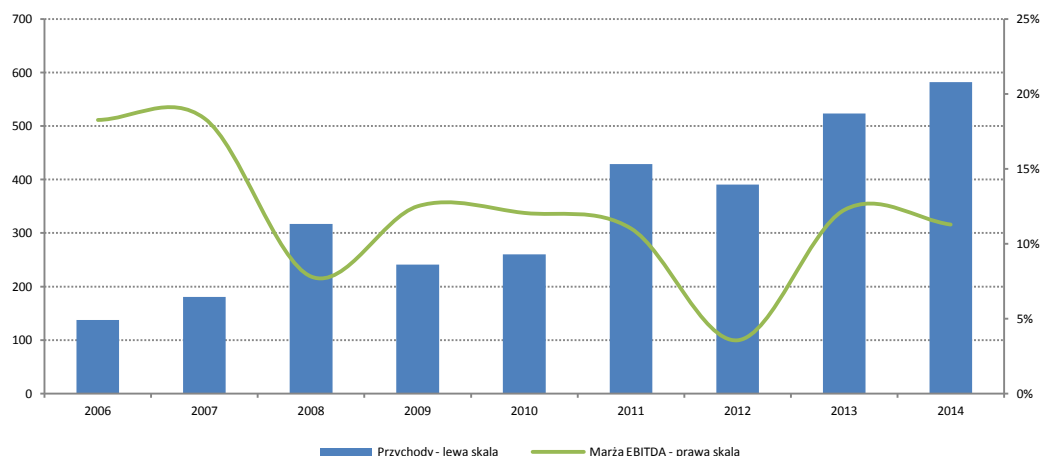
OPIS RYZYK

- **Ryzyko zmian prawnych.** Popyt na główny produkt spółki czyli kasy fiskalne jest ściśle uzależniony od zmian w przepisach podatkowych krajów, do których Comp dostarcza swoje produkty, przez co wyniki osiągnięte przez spółkę w różnych okresach mogą się od siebie wyraźnie różnić.
- **Ryzyko polityczne.** Bieżąca sytuacja geopolityczna może istotnie wpływać na kierunki i tempo zmian legislacyjnych w krajach, gdzie spółka prowadzi swoją działalność. Zwracamy tutaj uwagę na Węgry, w których ze względu na problem uchodźców istnieje ryzyko przesunięcia w czasie prac nad kolejnym etapem fiskalizacji, co skutkowałoby przeprowadzeniem jej dopiero w 2016 roku, zamiast tak jak oczekiwano wcześniej w 4Q'15.
- **Rosnąca presja płacowa w sektorze IT.** Presja na płace powoduje ciągłe zwiększanie się kosztów wynagrodzeń w spółkach z branży IT, co może negatywnie odbijać się na marżach realizowanych przez spółkę. Ponadto na tym rynku w związku z deficytem wykwalifikowanej kadry występuje wysoka konkurencja między firmami o pracowników, co stwarza ryzyko niepozyskania wystarczającej liczby pracowników potrzebnych do realizacji kontraktów.
- **Ryzyko utraty kluczowych pracowników.** Produkty oferowane przez spółkę oparte są o doświadczenie i know-how pracowników. W związku z dużym popytem na pracowników w branży IT istnieje ryzyko odejścia kluczowej kadry i obniżenie konkurencyjności grupy Comp na rynku.
- **Niedobór wykwalifikowanej kadry na rynku pracy.** Spółka prowadzi bardzo elastyczną politykę zatrudnienia dzięki, której jest w stanie dostosowywać swoje moce produkcyjne do bieżących potrzeb. Większość procesu produkcyjnego mieści się wewnątrz struktur grupy kapitałowej, co powoduje duże zapotrzebowanie na wykwalifikowanych specjalistów. W przypadku pozyskania bardzo dużych zamówień spółka może mieć problemy z pozyskaniem w krótkim czasie wystarczającej liczby pracowników, co stwarza ryzyko niepełnego wykorzystania możliwości jakie mogą płynąć z fiskalizacji w dużych krajach Europy.
- **Ryzyko walutowe.** Comp dostarcza swoje rozwiązania poza granice kraju, jak również planuje dalszy rozwój na rynkach zagraniczny, więc jest przez to narażony na negatywny wpływ kursu walut.
- **Ryzyko poniesienia kar.** Niewłaściwe działanie systemów informatycznych stosowanych przez spółkę może skutkować koniecznością zapłaty kar bądź gwarancji.
- **Spór z Urzędem Skarbowym.** PayTel będący spółką zależną Comp otrzymał decyzję od Naczelnika Drugiego Urzędu Skarbowego w Warszawie w sprawie zaległego podatku VAT wraz z odsetkami w wysokości 2,2 mln PLN. Kwota została ujęta w sprawozdaniu finansowym Compu za 2014 rok obciążając wynik z działalności zaniechanej. Spółka nie zgadza się z decyzją i będzie dochodzić swoich racji drogą sądową, jednak patrząc na dotychczasowe orzecznictwo w podobnych sprawach istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo zapłacenia kary.
- **Podaż akcji w wyniku rozliczenia zakupu JNJ Poland.** Jedną z form płatności za nabyte udziały w JNJ Poland są akcje Compu wycenione na 74,63 PLN. Ostateczny wybór formy płatności o należy do Dica Holdings, od której Comp nabył udziały w JNJ Poland. Obecnie spółce pozostało ok. 36,9 mln zobowiązań z tego tytułu.
- **Zintegrowana Platforma Sprzedaży Usług.** Nad tym projektem Comp pracuje już od dłuższego czasu i w związku z nim poniósł znaczne nakłady inwestycyjne. Zgodnie ze strategią spółki nowa platforma ma zostać kluczową linią biznesową, jednak topień złożoności tego przedsięwzięcia stwarza ryzyko opóźnień jego przy realizacji, co może skutkować słabszymi wynikami od pierwotnych założeń. Ponadto projekt jest na tak wczesnym etapie rozwoju, że prognozy wyników jakie Comp może osiągnąć dzięki niemu są obciążone wysokim błędem.

INFORMACJE O SPÓŁCE

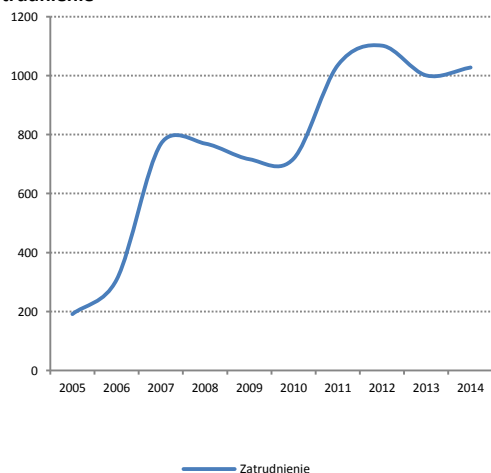
Comp jest firmą informatyczną działającą w obszarze bezpieczeństwa IT i bezpieczeństwa sieciowego (segment IT) oraz rozwiązań dedykowanych dla rynku handlu i usług (segment Retail). Od momentu przejęcia kontroli nad Novitusem i Elzabem spółka koncentruje się na rozwoju w segmencie Retail, który odpowiada za większość przychodów. Znaczną część sprzedaży w segmencie Retail stanowią kasy fiskalne sprzedawane pod markami „Novitus” i „Elzab”, obie te marki stanowią około połowę polskiego rynku nowych kas fiskalnych.

Historyczne wyniki Compu w ujęciu rocznym [mln PLN]



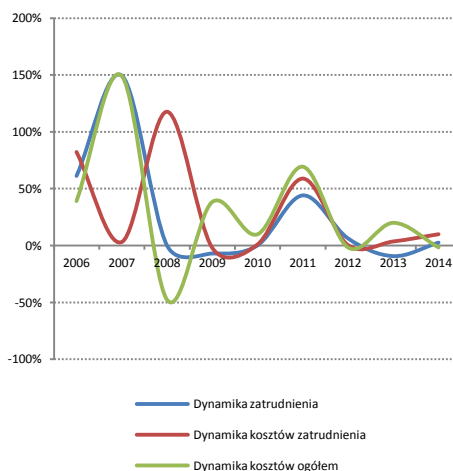
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zatrudnienie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wpływ zatrudnienia na koszty



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura akcjonariatu na koniec 2Q'15

	Liczba akcji	% akcji	Liczba głosów na WZ	% głosów
Comp S.A.	977,6	16,5%	0,0	0,0%
MetLife OFE	877,8	14,8%	877,8	17,8%
Jacek Papaj	817,8	13,8%	817,8	16,6%
Aviva OFE	579,2	9,8%	579,2	11,7%
AEGON OFE	571,9	9,7%	571,9	11,6%
ING OFE	500,0	8,5%	500,0	10,1%
Pozostali	1517,0	26,9%	1517,0	32,3%

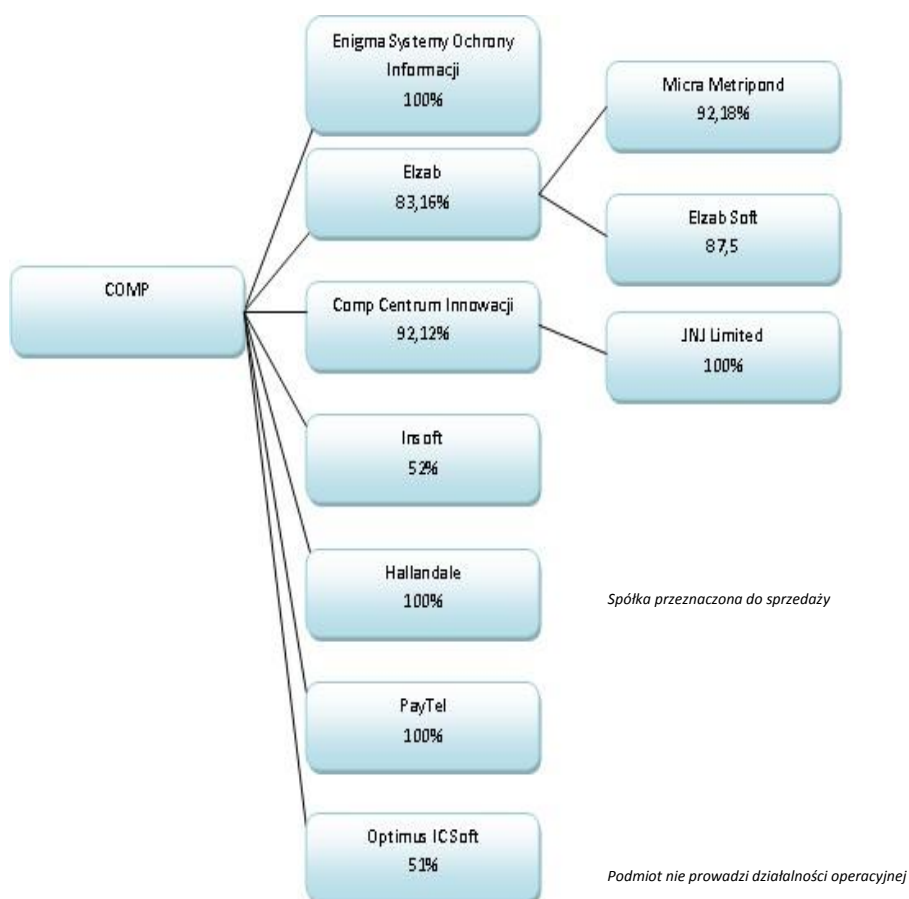
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

AKCJE WŁACENE COMP

Comp wraz ze spółką zależną Comp Centrum Innowacji jest w posiadaniu 977,6 tys. szt. akcji własnych dających 16,5% udziałów w kapitale zakładowym. Za taki stan rzeczy odpowiadają zarówno programy skupu akcji oraz fuzja z Novitusem, który w momencie połączenia z Compem w 2011 roku posiadał ponad 8% udziałów w jego kapitale zakładowym. Pierwszy program skupu akcji został uchwalony na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w 2009 roku i upoważniło zarząd do nabycia 569,7 tys. szt. akcji do końca 2010 roku, spółce udało się nabyć 332,3 tys. szt. akcji po cenie 70 PLN za szt. W wyniku wspomnianej już fuzji Comp do końca 2011 roku zwiększył ilość akcji własnych do 714,1 tys. szt., co dawało 12,07% udziałów w kapitale zakładowym. W 2013 roku spółka nabyła kolejne 149 tys. szt. akcji po średniej cenie 67 PLN za szt. WZA z 30 czerwca 2014 roku upoważniło zarząd do nabycia 1,2 mln szt. akcji do końca 2017 roku, na dzień 30 czerwca 2015 Comp posiadał 977,6 tys. szt. akcji własnych, a 2 września złożył ofertę zakupu 158,6 tys. szt. po 64,3PLN stanowiących 2,68% udziałów w kapitale zakładowym. Celem nabywania akcji jest finansowanie ewentualnych przejęć za pomocą akcji własnych.

STRUKTURA GRUPY KAPITAŁOWEJ COMP

Struktura Grupy Kapitałowej Comp na koniec 1Q'15



Źródło: spółka

Enigma Systemy Ochrony Informacji

Przedmiotem działalności Enigma Systemy Ochrony Informacji jest projektowanie i produkcja specjalistycznych urządzeń elektronicznych i kryptograficznych, ponadto ESOI oferuje usługi doradcze, wdrożeniowe i analityczne z zakresu ochrony informacji. Rozwiązania oferowane przez spółkę posiadają certyfikację wyspecjalizowanych komórek służb ochrony państwa.

Wyniki Enigma Systemy Ochrony Informacji [mln PLN]

	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	0,9	5,8	3,7	7,2	5,4	16,6	5,3	4,0	8,0	14,2	1,9	28,3	14,9	32,9	31,5
EBIT	-3,3	1,1	0,1	0,6	1,0	4,1	0,1	-0,8	0,9	5,9	-2,6	3,5	-1,3	5,8	6,1
Zysk netto	-3,7	0,8	0,0	0,5	1,0	4,2	0,0	-1,3	0,5	4,9	-2,7	3,0	-2,3	5,7	4,1
Marża EBIT	-364,9%	18,4%	2,0%	8,0%	18,6%	24,7%	1,9%	-19,7%	11,1%	41,4%	-131,7%	12,2%	-8,9%	17,5%	19,3%
Marża netto	-404,3%	13,4%	0,1%	6,4%	18,8%	25,4%	0,2%	-32,5%	6,0%	34,4%	-140,7%	10,7%	-15,5%	17,4%	13,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Elzab

Elzab jest producentem urządzeń i systemów wspomagania sprzedaży detalicznej. Spółka specjalizuje się w projektowaniu i produkcji szerokiej gamy urządzeń i systemów kasowych, peryferii i akcesoriów służących do rejestracji i zarządzania sprzedażą, takich jak: wagi elektroniczne, sprawdzarki cen, drukarki etykiet, szuflady kasowe, modemy kasowe i multipleksery.

Micra Metripod

Podmiot prowadzi sprzedaż urządzeń fiskalnych produkowanych przez Elzab i Comp, głównie na rynku węgierskim.

Elzab Soft

Spółka świadczy usługi informatyczne oraz dostarcza oprogramowanie do kas fiskalnych produkowanych przez Elzab. Działalność Elzab Soft obejmuje również produkcję urządzeń dla gitarzystów pod marką GLAB.

Comp Centrum Innowacji

Comp Centrum Innowacji zarządza innowacyjnymi projektami w ramach grupy kapitałowej Comp, poprzez zarządzanie innymi podmiotami (działalność holdingowa) oraz zasobami produkcyjnymi i konw-how. Comp Centrum Innowacji działa zarówno na rynku krajowym jak i za granicą, głównymi projektami, które obecnie realizuje przez CCI są: system dozoru elektronicznego, samoobsługowe kioski do nadawania przesyłek pocztowych oraz Zintegrowana Platforma Sprzedaży Usług. Comp posiada ogółem 92,12% udziałów w CCI, a bezpośrednio jest to 53,22%. Udziały były nabywane poprzez wniesienie aportem akcji własnych Compu, których obecnie 679 639 sztuk znajduje się w posiadaniu CCI.

JNJ Limited

Podmiot prowadzi w ramach grupy Comp Centrum Innowacji działalność handlową z zakresu informatyki w Azji, Afryce i Europie. Spółka wchodziła w skład grupy kapitałowej JNJ Poland, która po przejęciu przez CCI została z nią zintegrowana operacyjnie. Przejęcie JNJ Poland jest związane z zamiarem rozwijania sprzedaży zagranicznej przez Comp. Łączna ostateczna cena nabycia wyniosła 54,3 mln PLN i składa się na nią kwota transakcji z marca 2014 oraz suma zobowiązań wynikających z dopłat dodatkowych związanych z dodatkowymi warunkami zawartymi w umowie nabycia udziałów. Transakcja powinna być zamknięta na przełomie 3Q'/4Q'15, jej rozliczenie może nastąpić gotówkowo albo akcjami Compu po cenie 74,63 PLN za sztukę. Wybór formy płatności leży po stronie sprzedającego czyli Dica Holdings Limited.

Wyniki grupy Comp Centrum Innowacji [mln PLN]

	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	0,0	0,0	0,2	0,2	0,9	0,1	2,0	13,3	2,6	7,8	2,0	4,9	0,0	1,4	25,7
EBIT	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,9	1,3	6,2	0,6	1,3	-2,3	-0,6	-0,4	-1,1	9,4
Zysk netto	-0,4	0,1	0,0	-0,4	0,1	-1,0	0,8	6,2	-0,2	0,0	-3,7	-0,2	-0,26	-1,3	6,9
Marża EBIT			-1,8%	-170,0%	14,4%	-1007,8%	65,4%	46,3%	24,7%	16,8%	-113,9%	-11,6%		-83,9%	36,6%
Marża netto			-2,4%	-170,0%	9,0%	-1088,9%	42,8%	46,8%	-6,7%	-0,4%	-184,6%	-4,4%		-92,9%	26,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Insoft

Przedmiotem działalności Insoft jest produkcja i wdrażanie oprogramowania wspomagającego działalność handlową. Spółka specjalizuje się w systemach sprzedaży detalicznej i systemach CRM wspomagających obsługę klienta. Oprogramowanie systemów sprzedaży projektowane w Insoft jest komplementarne wobec urządzeń oferowanych przez Comp i umożliwia dostarczanie klientom z sektora handlu i usług kompleksowych rozwiązań.

Wyniki Insoft [mln PLN]

	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	0,9	1,2	0,8	1,2	1,6	1,5	0,9	1,0	1,0	1,4	1,2	1,2	4,0	5,2	4,3
EBIT	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	1,4	0,9
Zysk netto	0,1	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	1,2	0,8
Marża EBIT	8,5%	28,2%	13,6%	25,1%	32,1%	30,4%	17,6%	11,9%	24,2%	30,3%	21,7%	13,9%	8,4%	27,0%	21,9%
Marża netto	8,1%	23,2%	12,2%	21,3%	26,5%	24,5%	15,4%	9,6%	21,4%	24,3%	18,6%	12,0%	7,5%	22,4%	18,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PayTel

PayTel posiada status instytucji płatniczej i został kupiony od Telekomunikacji Polskiej w 2012 roku z zamiarem przeprowadzenia restrukturyzacji i późniejszej odsprzedaży. W sprawozdaniu za 1Q'15 PayTel widniał w bilansie jako aktywo przeznaczone do sprzedaży. Warunkiem ewentualnego zbycia spółki było osiągnięcie dodatniego wyniku EBITDA, co udało się pod koniec 2014 roku, dlatego istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo sprzedaży spółki jeszcze w 2015 roku.

Wyniki PayTel [mln PLN]

	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	2012	2013	2014
Przychody	11,6	4,2	4,2	4,4	4,8	4,8	10,5	-0,8	4,5	4,1	6,0	4,4	15,813	18,2	18,3
EBIT	-4,3	-1,9	-1,2	-1,0	-1,1	-1,3	-0,9	-0,7	-0,5	0,9	1,3	-0,3	-6,205	-4,6	-1,3
Zysk netto	-2,0	-1,7	-1,2	-0,7	-0,9	-1,9	-0,8	-0,6	-0,4	0,7	1,0	-0,2	-5,332	-4,8	-1,2
Marża EBIT	-37,0%	-45,4%	-27,9%	-23,1%	-22,9%	-27,8%	-9,0%	89,8%	-10,7%	22,4%	22,0%	-7,3%	-39,2%	-25,4%	-6,9%
Marża netto	-17,0%	-40,4%	-29,1%	-15,0%	-19,4%	-40,5%	-7,8%	78,0%	-9,6%	17,7%	16,7%	-5,1%	-33,7%	-26,2%	-6,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OBSZARY DZIAŁALNOŚCI COMPU

Segment Retail

Od czasu przejęcia kontroli nad Novitusem i Elzabem, rynek urządzeń wspierających handel detaliczny stanowi podstawową oś rozwoju grupy. W tym obszarze działalności Comp oferuje zarówno urządzenia fiskalne jak i нефiskalne. Wśród urządzeń fiskalnych oferowanych przez spółkę można wyróżnić:

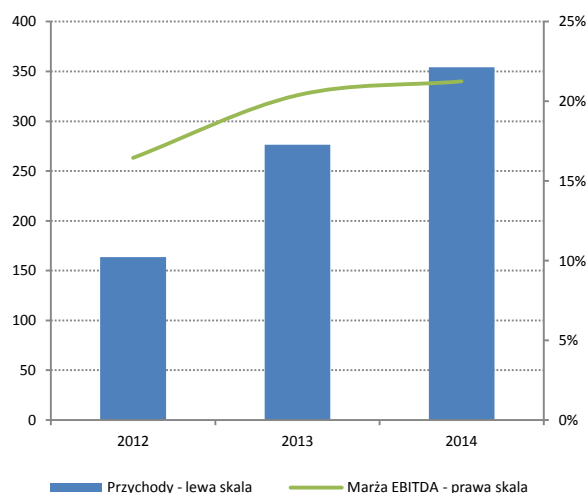
- Kasy fiskalne – urządzenia służące do rejestrowania sprzedaży oraz wydruku paragonów. W ofercie Compu znajdują się zarówno kasy systemowe przeznaczone dla dużych punktów handlowych oraz sieci supermarketów, jak i mobilne kasy przeznaczone do małych punktów handlowych i usługowych.
- Kasy systemowe – specjalne kasy przeznaczone dla taksówek oraz do samoobsługowej sprzedaży paliw.
- Drukarki fiskalne – urządzenie przeznaczone do rejestracji i wydruków paragonów działające w ramach terminali komputerowych.

Wśród urządzeń нефiskalnych w ofercie Compu znajdują się takie rozwiązania jak:

- Systemy POS – w ramach systemów POS (point of sale) spółka oferuje komputery POS wraz z zestawem akcesoriów (drukarki, klawiatury) oraz dedykowanym oprogramowaniem.
- Wagi elektroniczne,
- Sprawdzarki cen,
- Szuflady kasowe,
- Czytniki kodów kreskowych,
- Drukarki etykiet.

Około ¾ sprzedaży w ramach segmentu Retail stanowią urządzenia fiskalne z czego ponad 2/3 to kasy fiskalne. Comp produkuje kasy fiskalne pod markami „Novitus” i „Elzab”, które stanowią około połowę kas fiskalnych sprzedawanych w Polsce. Najpopularniejszą marką z około 28% udziałem w rynku jest „Novitus” drugi jest konkurencyjny Posnet z 27% udziałem, a kasy Elzabu stanowią około 21% polskiego rynku.

Wyniki segmentu Retail w ujęciu rocznym [mln PLN]



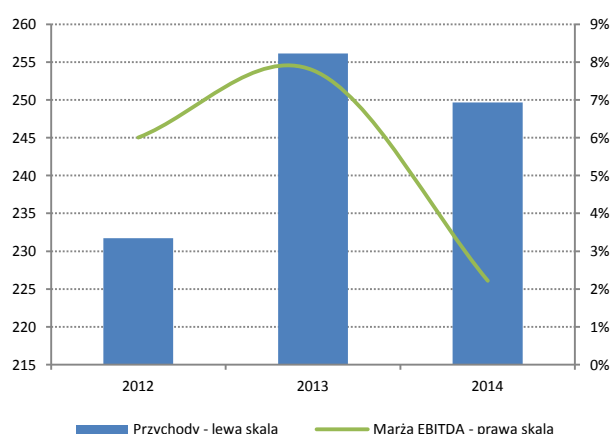
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment IT

W ramach segmentu IT Comp oferuje rozwiązania dotyczące bezpieczeństwa infrastruktury sieciowej oraz usługi związane z projektowaniem, i wdrażaniem rozwiązań informatycznych. Oferta spółki obejmuje takie obszary jak:

- Bezpieczeństwo korporacyjne sieci – obejmuje projektowanie, budowę sieci komputerowych i telekomunikacyjnych oraz ochronę zasobów sieciowych i ciągłość ich działania.
- Rozwiązania systemowe – budowanie systemów informatycznych w warstwie aplikacyjnej i infrastrukturalnej.
- Urządzenia kryptograficzne.
- Centrum usług IT – oferuje serwis i zarządzanie infrastrukturą IT, Outsourcing IT oraz usługi integratorskie i konsultingowe.

Wyniki segmentu IT w ujęciu rocznym [mln PLN]

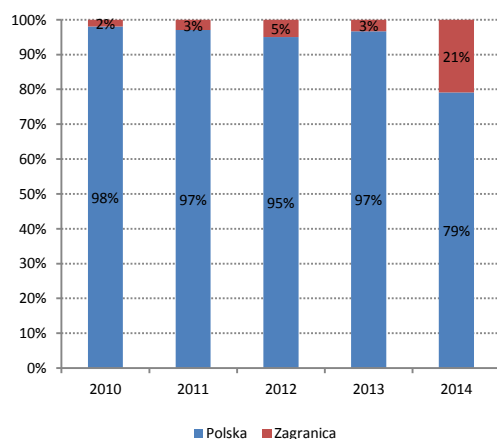


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

STRUKTURA WYNIKÓW COMPU

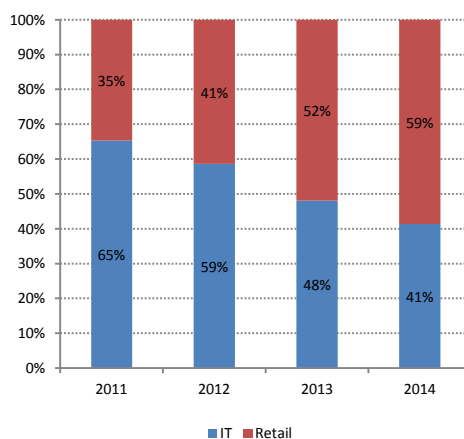
W ostatnich latach większość przychodów Comp realizował ze sprzedaży na rynku krajowym. W 2014 roku było to ponad ¾ obrotu, a w latach wcześniejszych nawet powyżej 95%. Jednak spółka coraz większą uwagę skupia na rynkach zagranicznych gdzie przychody mają systematycznie rosnąć w kolejnych latach. Pierwszym efektem ekspansji zagranicznej Compu było wejście na rynek węgierski, gdzie udało się zdobyć około 40% rynku uzyskując pozycję lidera i skutkowało wzrostem udziału sprzedaży zagranicznej w przychodach z 5% do 21%. Spółka jest również obecna na innych rynkach europejskich, jednak sprzedaż na tych rynkach pomimo systematycznego wzrostu pozostaje niewielka. Szansą mogą być duże fiskalizacje, które dają okazję do intensywnej ekspansji w krótkim czasie, jak miało to miejsce na Węgrzech.

Geograficzna struktura sprzedaży w ujęciu rocznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

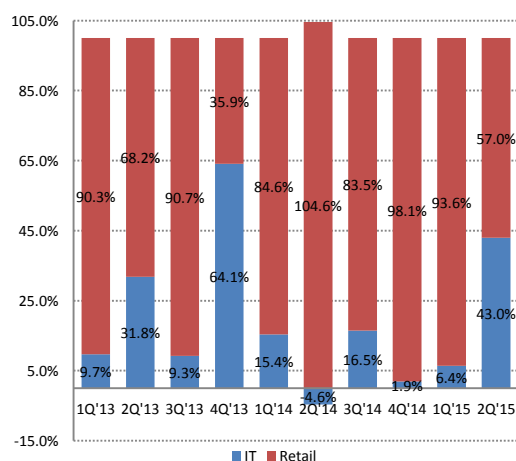
Sprzedaż wg segmentów w ujęciu rocznym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

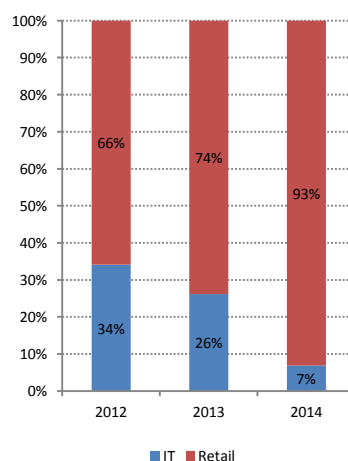
Od momentu przejścia kontroli nad Novitusem i Elzabem coraz większe znaczenie dla biznesu Compu ma segment Retail, który odpowiada za ponad połowę przychodów spółki oraz ponad 90% wyniku EBITDA. Również w ramach segmentu Retail spółka realizuje swoją sprzedaż zagraniczną, dzięki której udział tego segmentu w całkowitych przychodach wzrósł w 2014 roku.

Kontrybucja poszczególnych segmentów do wyniku EBITDA w ujęciu kwartalnym



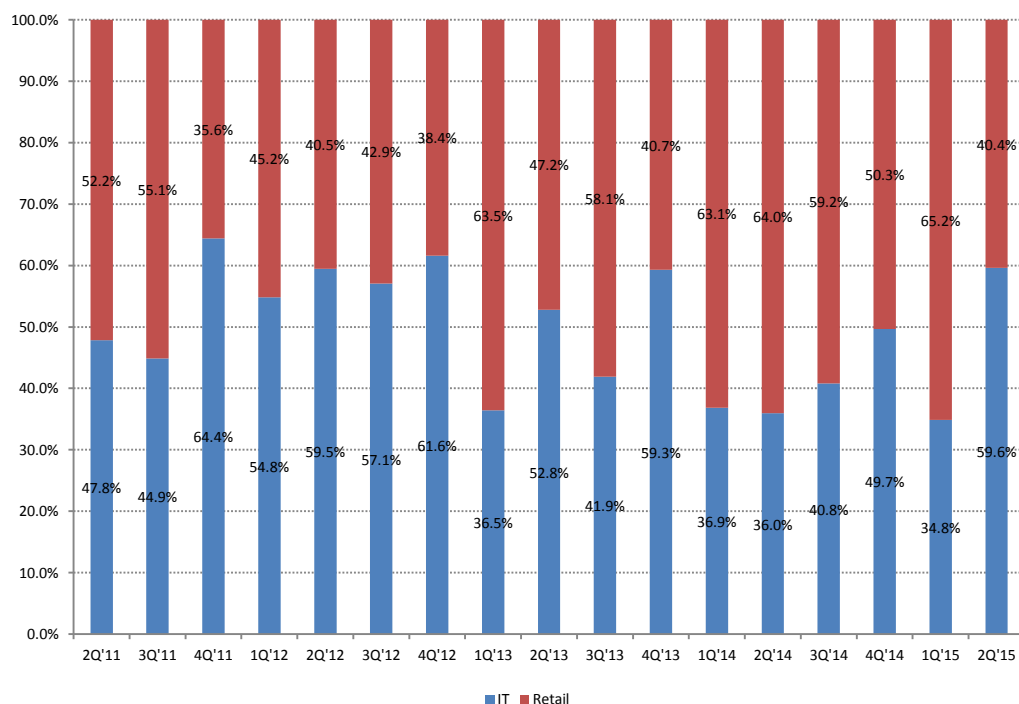
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrybucja poszczególnych segmentów do wyniku EBITDA w ujęciu rocznym



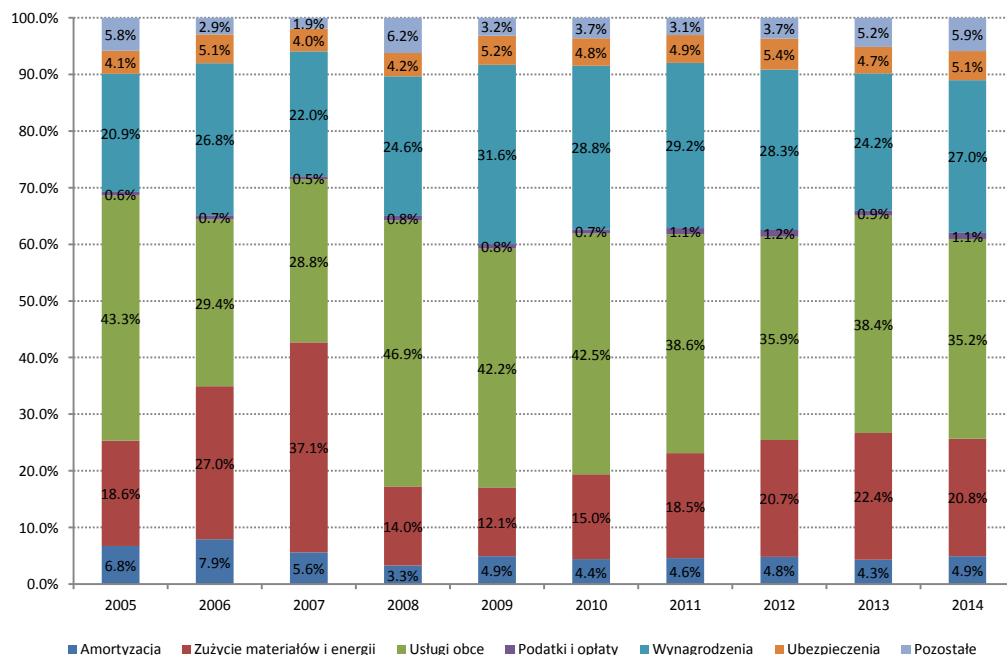
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów rodzajowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział kosztów wynagrodzeń w kosztach całkowitych Compu pozostaje stosunkowo niewielki w porównaniu do innych spółek IT, gdzie fundusz płac przekracza połowę ogółu kosztów. Jest to związane z charakterem działalności spółki, która koncentruje się głównie na produkcji urządzeń wspierających handel detaliczny, a nie na produkcji oprogramowania.

STRATEGIA ROZWOJU

Przejmując kontrolę nad Novitusem oraz Elzabem zarząd Compu zdecydował o rozwoju w nowej gałęzi biznesowej, jaką jest segment produkcji rozwiązań wspierających handel detaliczny. Od tamtej pory udział segmentu Retail w wynikach systematycznie rośnie, a źródłem poprawy wyników w kolejnych latach powinno być systematyczne zwiększanie sprzedaży urządzeń za granicą oraz rozwój Zintegrowanej Platformy Sprzedaży Usług.

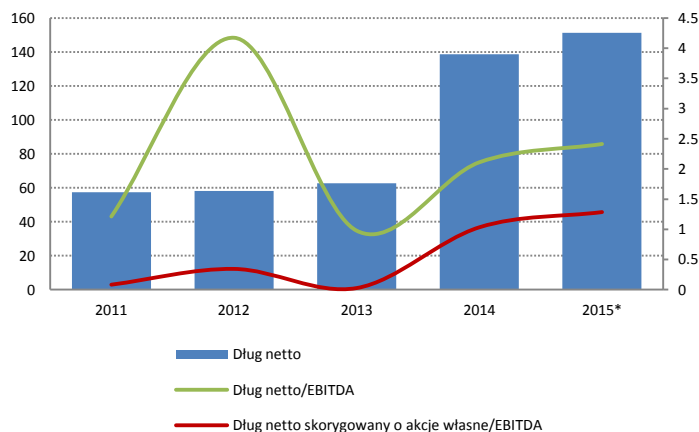
Zintegrowana Platforma Sprzedaży Usług

Podczas konferencji wynikowej za 2014 rok zarząd Compu przedstawił projekt, który docelowo powinien stać się nową strategiczną linią biznesową spółki. Głównym założeniem ZPSU jest wykorzystanie istniejącej już infrastruktury urządzeń sprzedawanych zarówno przez Elzab jak i pod marką „Novitus” do sprzedaży dodatkowych usług, przez punkty handlowo-usługowe posiadające te urządzenia, takich jak: mikro pożyczki lub płatności rachunków. ZPSU może być również wykorzystywane do zarządzania sprzedażą w małych sieciach handlowych oraz do zbierania dokładnych danych analitycznych z całego kraju, które mogą być kluczowe z punktu widzenia np. firm z branży FMCG. Nowa platforma jest już gotowa do wdrożenia i jeszcze w październiku powinien ruszyć pilotaż projektu. Zyski spółki mają powstawać dzięki prowizjom od usług sprzedawanych za pośrednictwem ZPSU, a pierwsze efekty wdrożenia nowego produktu powinny być widoczne w wynikach Compu już w 2016 roku. Projekt może wymagać jeszcze około 20 mln PLN nakładów inwestycyjnych, jednak mają one rozłożyć się w czasie. Osiągnięcie pełnej funkcjonalności ZPSU wynikającej z jej potencjału jest planowane na 1H'18 roku.

Nakłady inwestycyjne

Największym projektem, który w najbliższym czasie powinien zostać wdrożony jest właśnie Zintegrowana Platforma Sprzedaży Usług. Do tej pory nakłady na ten projekt wyniosły około 20 mln PLN, a do uzyskania pełnej funkcjonalności przez nową platformę może być potrzebne kolejne 20 mln PLN. Zarząd spółki podejmuje również aktywne działania zmierzające do zwiększania sprzedaży zagranicą. W związku z nakładami inwestycyjnymi Compu systematycznie rośnie zadłużenie spółki, jednak uwzględniając posiadane akcje własne wskaźnik dług netto/EBITDA jest utrzymywany na bezpiecznym poziomie w okolicach 1,0x. Ostatnie emisje obligacji (Compu na 50 mln PLN, Elzabu na 25 mln PLN) mają głównie na celu zmianę struktury pasywów, dzięki której większość zadłużenia powinny stanowić zobowiązania długoterminowe.

Zadłużenie Compu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ELZAB W GRUPIE KAPITAŁOWEJ COMP

Elzab

W 2006 roku Comp dokonał przejęcia kontroli na Novitusie, co było motywowane chęcią rozwoju poprzez ekspansję w niszowych branżach, w których Comp nie był dotychczas obecny. W 2007 w wyniku emisji akcji dokonanej przez Novitus kontrola została utracona, jednak Comp dokonywał systematycznych zakupów pakietów akcji dzięki czemu w 2011 ponownie przejął kontrolę nad tą spółką oraz Elzabem wchodzącym już wtedy w skład grupy kapitałowej Novitus. Po przejęciu nastąpiła operacyjna integracja Compu i Novitusa, natomiast Elzab pozostał spółką zależną od Compu. Podstawowym przedmiotem działalności Elzabu jest segment Retail, w ramach pozostałej działalności spółka produkuje na zlecenie firm zewnętrznych obudowy oraz mechanikę do urządzeń wykorzystywanych w różnych gałęziach przemysłu. Ponadto Elzab zajmuje się produkcją sprzętu dla gitarzystów pod marką GLAB, jednak ta działalność nie stanowi istotnego udziału w przychodach spółki i odpowiada za najwyżej kilka procent obrotów.

Od momentu przejęcia przez Comp nakłady na modernizację parku maszynowego oraz fabryki w Zabrze, wyniosły około 8 mln PLN. Unowocześnienie fabryki w połączeniu z dynamicznym wzrostem sprzedaży skutkowało poprawą marży operacyjnej z 2,7% w 2011 roku do 14,9% w roku ubiegłym. Z punktu widzenia akcjonariuszy Compu inwestycja w Elzab okazała się udana, gdyż w momencie przejmowania kontroli nad spółką Comp zapłacił około 34 mln PLN za pakiet akcji dający 66,6% udziału w kapitale zakładowym Elzabu. Obecnie spółka posiada 75,9% (nie uwzględniając akcji własnych) udziałów w Elzabie o wartości 189,4 mln PLN. W tym roku pierwszy raz od momentu przejęcia przez Comp spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 13,3 mln PLN, co dało 0,89 PLN na akcję.

Elzab czynnie partycypuje w pracach rozwojowych prowadzonych przez grupę kapitałową Comp, przez co dopiero w tym roku wypłacił pierwszą dywidendę od momentu przejęcia. Spółka udzielała pożyczek oraz obejmowała obligacje emitowane przez Comp Centrum Innowacji, które jest zapleczem rozwojowym nowych projektów min. Zintegrowanej Platformy Sprzedaży Usług. Końcem 2014 roku wierzytelności przysługujące Elzabowi względem CCI zostały przekonwertowane na 46,78% udziałów w kapitale zakładowym CCI. Łączna wartość skonwertowanych wierzytelności została wyceniona na 52,1 mln PLN. W związku z intensywnym rozwojem ZPSU możliwe jest dalsze zwiększanie zaangażowania Elzabu w CCI.

Wyniki Elzabu w 2014 i 1H'15

W 2014 roku Elzab zaraportował rekordowe wyniki, co wynikało z wejścia na rynek węgierski oraz objęcia obowiązkiem posiadania kas fiskalnych przez nowe grupy podatników w Polsce. Sprzedaż Elzabu odpowiada za około 40% sprzedaży całego segmentu Retail w grupie kapitałowej Comp, jednak w zeszłym roku te proporcje chwilowo się zmieniły na korzyść zabrzańskie spółki. Wynikało to z tego, że zdecydowaną większość eksportu do Węgier stanowiły kasy fiskalne produkowane w Elzabie, dzięki temu spółce udało się osiągnąć rekordowe wyniki. Również w przypadku wyniku EBITDA Elzab w istotnym stopniu kontrybuuje do wyników całej Grupy Kapitałowej jak i samego segmentu Retail gdzie EBITDA Elzabu stanowi zwykle około 30% - 40% kwartalnego wyniku segmentu. W wyniku wspomnianej już fiskalizacji na Węgrzech, na początku 2014 roku kontrybucja Elzabu do wyniku EBITDA całej grupy kapitałowej przekroczyła 50%. Podobna sytuacja miała miejsce również w ramach całego segmentu Retail Compu.

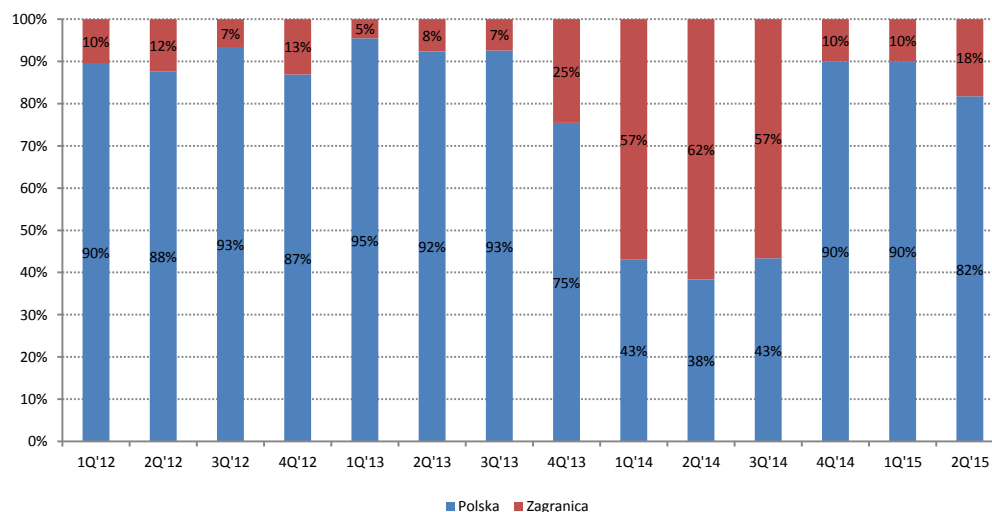
W całym 2014 roku sprzedaż Elzabu wyniosła 187 mln PLN (+68% r/r), a EBITDA i zysk netto wzrosły do poziomów odpowiednio 31,9 mln PLN (+ 67% r/r) i 24,2 mln PLN (+89% r/r). Okres 1H'15 nie był już tak udany, co było efektem braku dużych fiskalizacji za granicą. Co prawda do marca 2015 w kasy fiskalne musieli zaopatrzyć się lekarze, prawnicy, mechanicy samochodowi i kosmetyczki bez względu na wielkość osiąganych przychodów, jednak spółka odczuła to tylko w 4Q'14 i 1Q'15. W 2Q'15 przychody Elzabu opierały się głównie na rynku odtworzeniowym, którego potencjał wynosi około 11 tys. urządzeń kwartalnie. W porównaniu do 1Q' wzrosła sprzedaż zagraniczna, co było skutkiem większej sprzedaży na Węgrzech i w Grecji.

Skonsolidowane wyniki Elzabu [mln PLN]

	2Q'14	2Q'15	zmiana r/r	1H'14	1H'15P	zmiana r/r	3Q'13-2Q'14	3Q'14-2Q'15	zmiana r/r
Przychody	55,2	27,5	-50,1%	104,2	66,7	-36,0%	158,7	149,5	-5,8%
Zysk brutto na sprzedaży	19,1	9,3	-51,4%	34,3	22,9	-33,3%	51,8	50,5	-2,6%
EBITDA	8,4	4,2	-50,3%	18,5	13,1	-29,4%	25,4	26,5	4,3%
EBIT	7,3	3,1	-57,7%	16,3	11,0	-32,4%	21,2	22,6	6,5%
Zysk brutto	7,3	2,7	-63,3%	16,3	9,1	-44,2%	21,5	22,3	3,7%
Zysk netto	6,2	2,4	-62,1%	13,6	7,2	-47,0%	17,8	18,0	1,5%
Marża brutto	34,6%	33,7%		32,9%	34,3%		32,7%	33,8%	
Marża EBITDA	15,2%	15,2%		17,8%	19,6%		16,0%	17,7%	
Marża EBIT	13,2%	11,2%		15,6%	16,5%		13,4%	15,1%	
Marża netto	11,3%	8,6%		13,0%	10,8%		11,2%	12,1%	

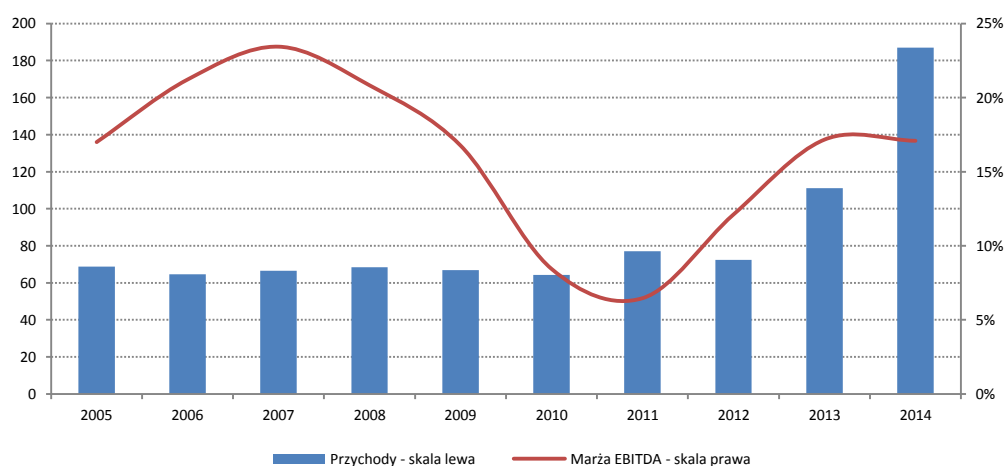
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura sprzedaży Elzabu w ujęciu geograficznym



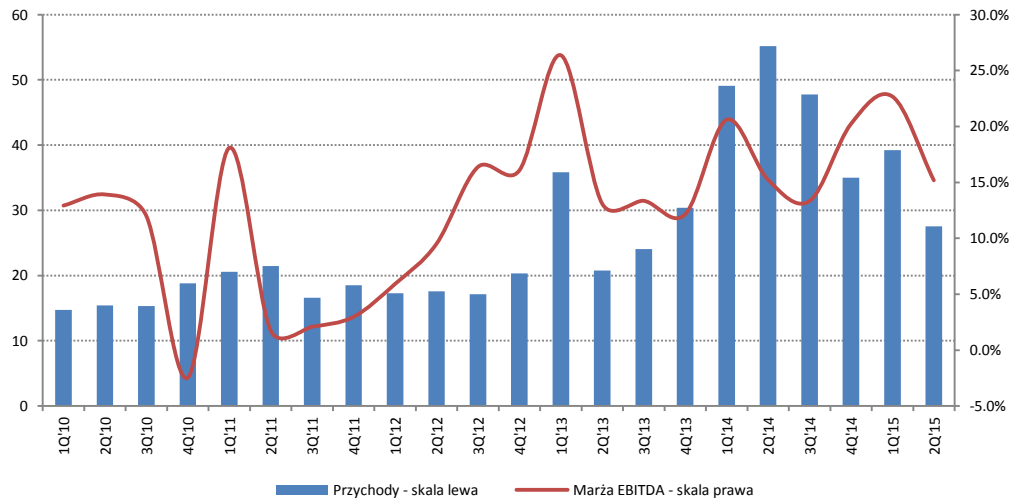
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne wyniki Elzabu w ujęciu rocznym [mln PLN]



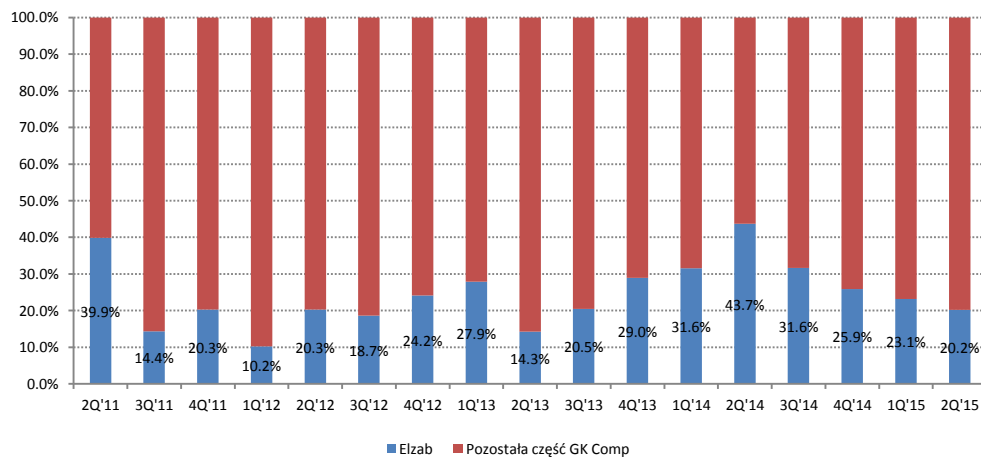
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne wyniki Elzabu w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



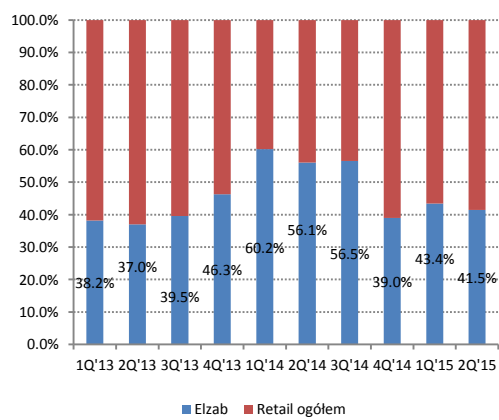
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział przychodów Elzabu w przychodach GK Comp



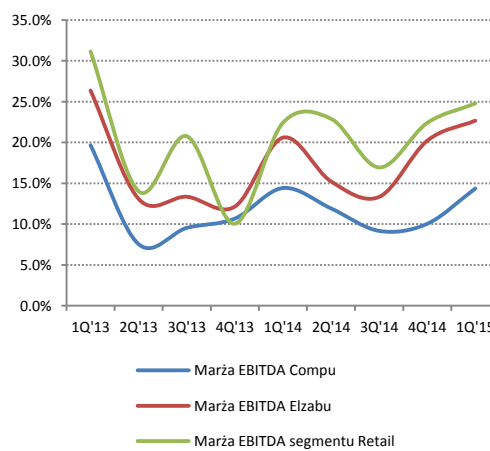
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Elzabu w przychodach segmentu Retail



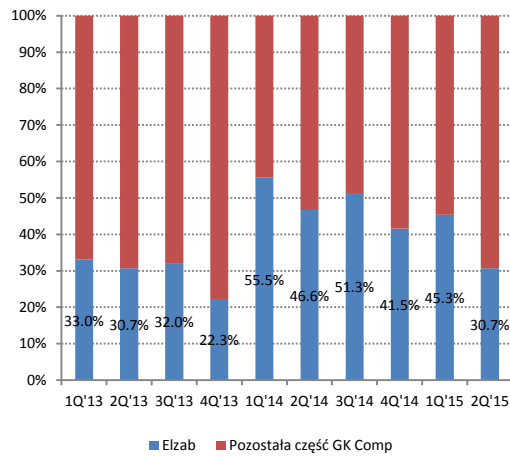
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie marż EBIT w ujęciu kwartalnym



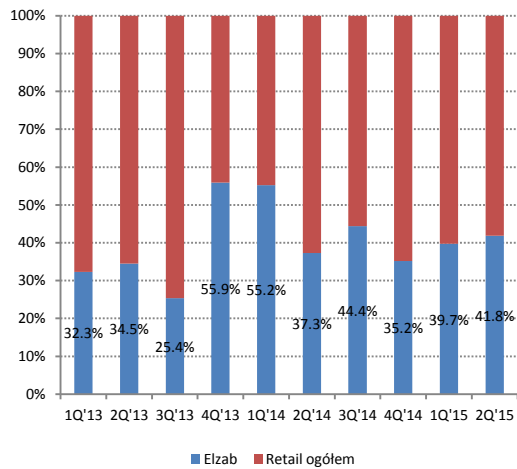
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Elzabu w wyniku EBITDA GK Comp



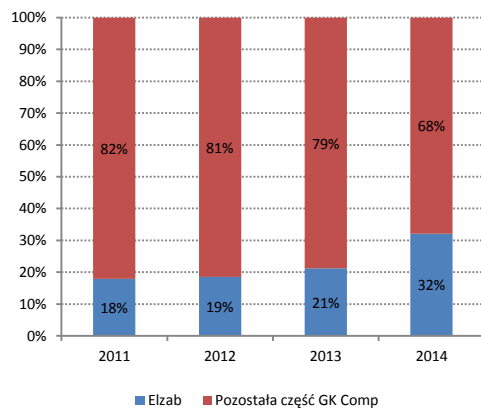
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Elzabu w wyniku EBITDA segmentu Retail



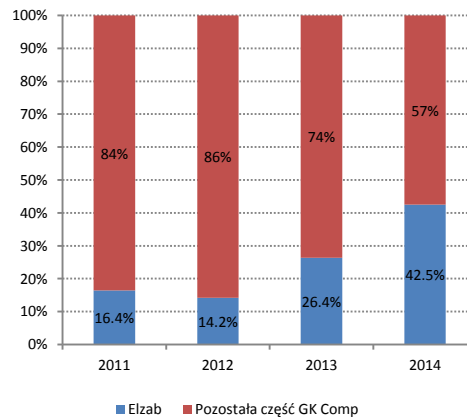
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Elzabu w rocznych przychodach GK Comp



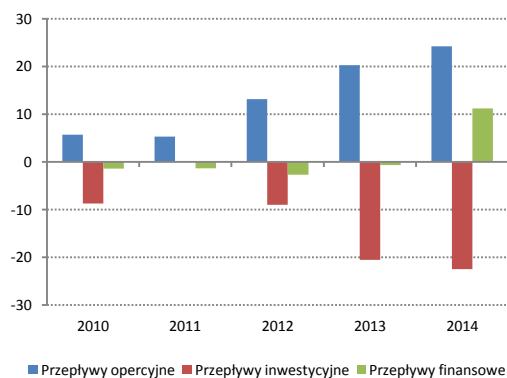
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział Elzabu w rocznej marży brutto GK Comp



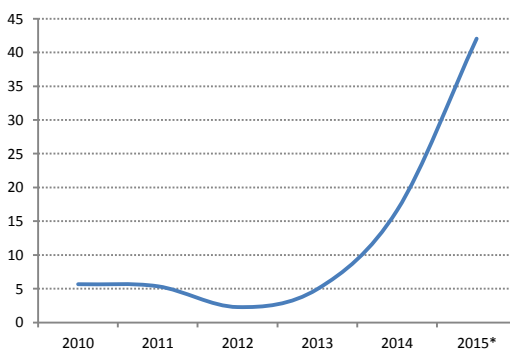
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne Elzabu [mln PLN]



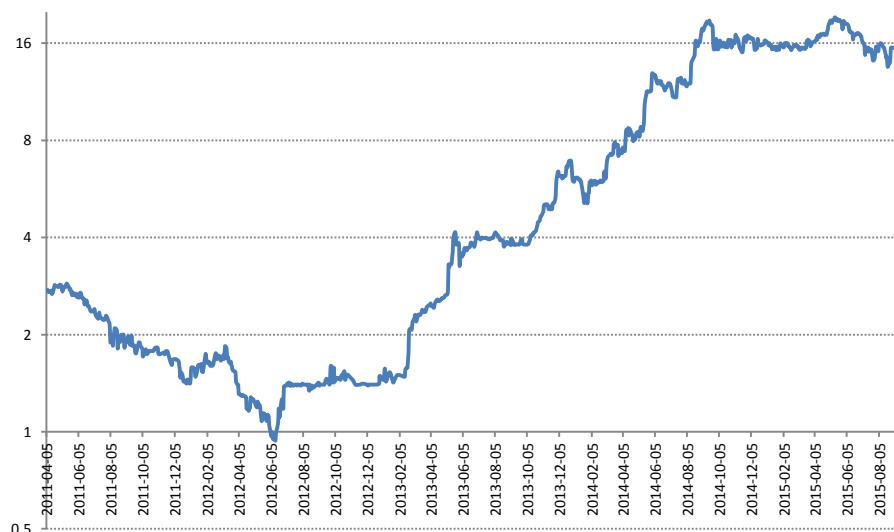
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zadłużenie finansowe Elzabu [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Dane za 1H'15

Kurs akcji Elzabu od momentu przejścia kontroli przez Comp [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Perspektywy Elzabu na kolejne okresy

Z racji braku perspektyw na dodatkowy popyt na urządzenia fiskalne wynikający z wprowadzania obowiązku posiadania kas fiskalnych w Polsce, zakładamy, że 3Q'15 porównywalny do 2Q'15. Ewentualna poprawa możliwa jest dopiero w 4Q'15 i może być uzależniona od przeprowadzenia II etapu fiskalizacji na Węgrzech, który jest planowany właśnie na koniec tego roku. Zakładamy jednak, że nawet jeśli by doszło do tego doszło, to tym razem Elzab skorzysta w mniejszym stopniu niż miało to miejsce w zeszłym roku. Może to wynikać z tego, że ten etap będzie obejmował głównie punkty usługowe, do których lepiej przystosowane są urządzenia produkowane pod marką „Novitus”, przez co efekt tej fiskalizacji w większym stopniu powinien być odczuwalny w skali całej Grupy Kapitałowej Comp niż w samym Elzabie. Dlatego na cały 2015 rok prognozujemy spadek przychodów do 123,1 mln PLN (-34,2% r/r) oraz spadek zysku EBITDA i zysku netto do poziomów odpowiednio 21,5 mln PLN (-32,6% r/r) i 12,1 mln PLN (-50,4% r/r). W nieco dalszej perspektywie wyniki Elzabu powinny być wspierane przez wprowadzenie Zintegrowanej Platformy Sprzedaży Usług, której efekt w wynikach powinien być widoczny już w 2016 roku. Za ten projekt odpowiedzialna jest spółka Comp Centrum innowacji, w której Elzab posiada blisko 47% udziałów.

Nabycie udziałów nastąpiło w wyniku potrącenia wierzytelności powstałych w wyniku emisji obligacji CCI będących w posiadaniu Elzabu o wartości 28,5 mln PLN, pożyczki o wartości 2,1 mln PLN oraz sprzedaży praw autorskich do oprogramowania komputerowego składającego się na platformę sprzedażowo-transakcyjną w kwocie 21,3 mln PLN. Objęcie tych udziałów jest związane z rozwojem ZPSU, gdzie ciężar związany z nakładami inwestycyjnymi również przyjmuje na siebie Elzab, dlatego podobnych transakcji również należy się spodziewać w przyszłości. Obecnie spółka posiada obligacje wyemitowane przez Comp Centrum Innowacji o wartości 15 mln PLN

Prognoza wyników Elzabu [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15P	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r	2016P	zmiana r/r
Przychody	47,7	27,9	-41,6%	152,0	94,6	-37,7%	187,0	123,1	-34,2%	137,9	12,1%
Zysk brutto na sprzedaży	15,5	8,9	-42,3%	49,8	31,8	-36,1%	61,9	41,2	-33,4%	45,5	10,4%
EBITDA	6,4	4,2	-33,5%	24,9	17,3	-30,4%	31,9	21,5	-32,6%	22,8	5,8%
EBIT	5,5	3,2	-41,7%	21,7	14,2	-34,7%	27,9	17,3	-37,9%	18,3	5,7%
Zysk brutto	5,7	3,0	-48,4%	22,0	12,2	-44,5%	29,5	15,1	-48,8%	17,5	15,8%
Zysk netto	5,2	2,4	-53,7%	18,8	9,7	-48,0%	24,4	12,1	-50,4%	14,2	17,1%
Marża brutto	32,4%	32,0%		32,8%	33,6%		33,1%	33,5%		31,7%	
Marża EBITDA	13,3%	15,2%		16,4%	18,3%		17,1%	17,5%		16,5%	
Marża EBIT	11,4%	11,4%		14,3%	15,0%		14,9%	14,1%		13,3%	
Marża netto	10,8%	8,6%		12,3%	10,3%		13,1%	9,8%		10,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

RYNEK URZĄDZEŃ FISKALNYCH

Specyfika działalności Compu powoduje, że jego obroty w segmencie Retail są mocno uzależnione od zmian w przepisach prawnych w poszczególnych krajach. W Polsce kwestię posiadania kas fiskalnych reguluje ustawa z 11 marca 2004 o podatku od towarów i usług, która nakłada obowiązek posiadania kasy fiskalnej na przedsiębiorców, którzy prowadzą sprzedaż na rzecz osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej. Kluczową kwestią dla producentów kas fiskalnych są czasowe zwolnienia z obowiązku posiadania kasy fiskalnej, które są regulowane przez ministra finansów drogą rozporządzenia. Z chwilą wydawania nowych rozporządzeń pewne grupy podatników przestają korzystać z przywileju zwolnienia z obowiązku posiadania kasy fiskalnej, co generuje dodatkowy popyt na te urządzenia. Obecne rozporządzenia ministra finansów weszło w życie 1 stycznia 2015 i będzie obowiązywało do 31 grudnia 2016.

Oprócz popytu ze strony tzw. nowych podatników producenci kas fiskalnych mogą liczyć na popyt odtworzeniowy, który wynika z konieczności wymiany urządzenia spowodowanej zapewnieniem się modułu fiskalnego. Moduł ten jest pamięcią kasy, w której zapisywane są informacje na temat dokonanych transakcji, średnio wypełnia się on co 5-7 lat.

Wyposażenie fiskalne detalicznego punktu sprzedaży

Terminal komputerowy POS w sieciach sprzedaży



Duże sieci handlowe używają terminali komputerowych POS z dostępem on-line, które są zintegrowane z drukarką fiskalną i innymi komponentami takimi jak np. czytniki kart. W Polsce działa około 300 tys. tego typu urządzeń, a rynek jest zdominowany przez globalnych graczy, takich jak: IBM, Wincor-Nixdorf, NCR. Dostawcy tych rozwiązań zarabiają na wgrywaniu aplikacji służących do sprzedaży usług oraz na prowizjach z ich sprzedaży klientom detalicznym.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Małe i średnie punkty handlowe



Małe punkty sprzedaży używają kas fiskalnych, które również mogą być wyposażone w moduł komunikacji on-line. Według ministerstwa finansów w Polsce zarejestrowanych jest około 1,9 mln kas fiskalnych, jednak szacunki Compu są ostrożniejsze i mówią o około 1,2 mln urządzeń z czego połowa pochodzi od spółek z grupy Comp. Specyfika rynku kas fiskalnych powoduje, że istnieje bardzo duża lojalność klientów względem producentów kas fiskalnych, przez co przy wymianie kasy decydują się na produkt tej samej marki. Dzięki temu Comp może liczyć na wymianę kas na te wyposażone w możliwość zainstalowania nowej platformy we wszystkich 0,5 mln punktów handlowych.

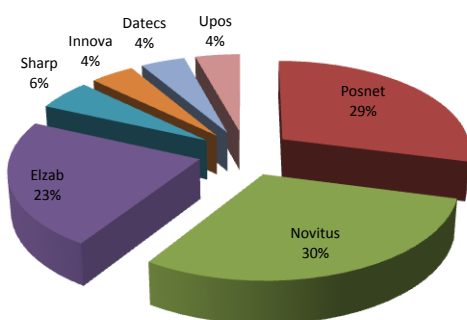
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek krajowy

W minionej turze fiskalizacji obowiązkiem posiadania kas fiskalnych zostali objęci min.: lekarze, fryzjerzy, prawnicy i mechanicy samochodowi, bez względu na wysokość przychodów. W 2013 obowiązek ten zaczął dotyczyć tych, którzy osiągnęli przychód wyższy niż 20 tys. PLN, wcześniej był to próg 40 tys. PLN. Na lata 2015 – 2017 spodziewana jest również „górką” związana z popytem odtworzeniowym ze strony taksówkarzy, którzy byli obejmowani obowiązkiem fiskalnym w latach 2003 - 2004. Odbiorcami produktów Compu są zarówno duże sieci handlowe jak i mali oraz mikro przedsiębiorcy. Właśnie z tą drugą grupą odbiorców spółka wiąże spore nadzieje rozwijając Zintegrowaną Platformę Sprzedaży Usług.

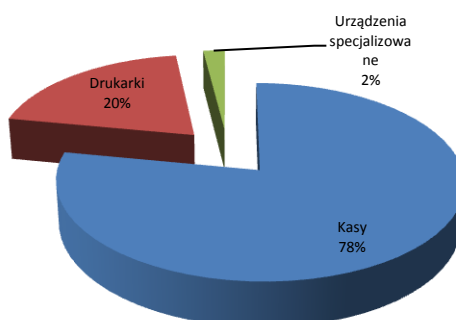
Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów na koniec 2014 roku było zarejestrowanych ponad 1,9 mln kas rejestrujących, co w perspektywie 7 lat może dać spółce potencjał dla popytu odtworzeniowego na poziomie 140 tys. kas fiskalnych rocznie. Uwzględniając 7-letni cykl wymiany kas, stan kas fiskalnych z 2008 oraz około 50% udział w rynku, Comp powinien sprzedać w 2015 ponad 100 tys. kas z tytułu samego popytu odtworzeniowego. W zeszłym roku spółce udało się sprzedać około 150 tys. kas fiskalnych, na co złożył się właśnie popyt odtworzeniowy oraz fiskalizacja w Polsce i na Węgrzech. Zaznaczamy, że już w 2016 może pojawić się „górką” związana z wymianą kas przez lekarzy i prawników, którzy zostali objęci obowiązkiem posiadania kasy fiskalnej w 2011 roku. Dwa lata później popyt odtworzeniowy może być zdecydowanie większy, bo związany będzie z przedsiębiorcami, którzy musieli dokonać zakupu kas w wyniku obniżenia progu powodującego obowiązek posiadania kasy z 40 tys. PLN do 20 tys. PLN

Udział w polskim rynku urządzeń fiskalnych



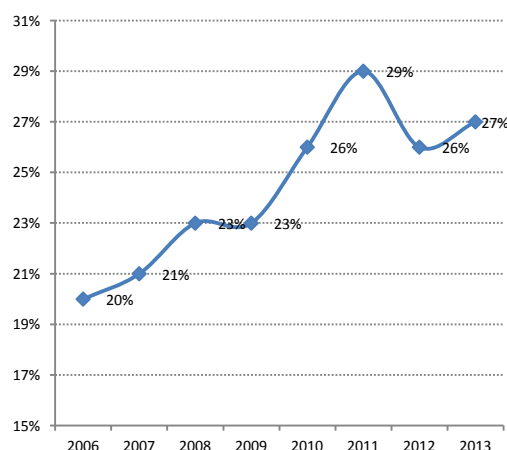
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura rynku urządzeń fiskalnych



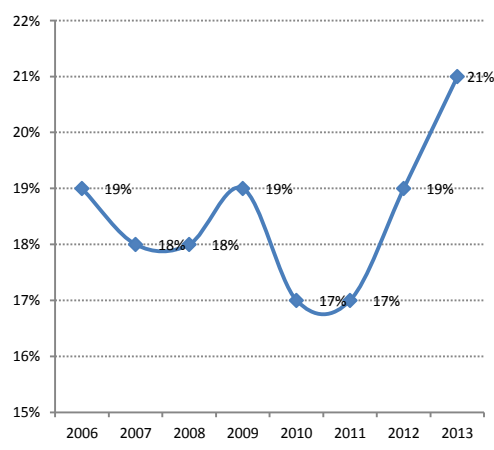
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział w rynku Novitusa



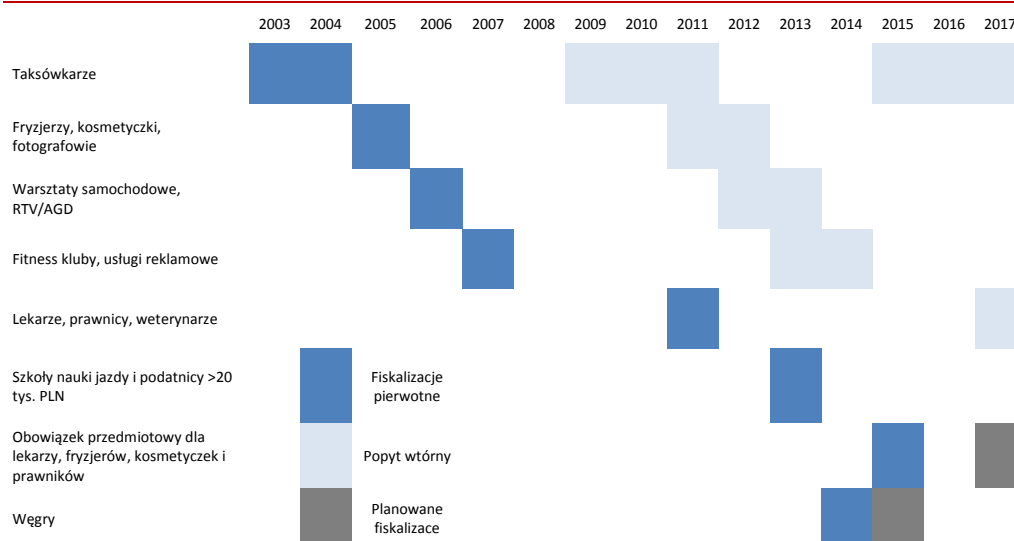
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział w rynku Elzabu



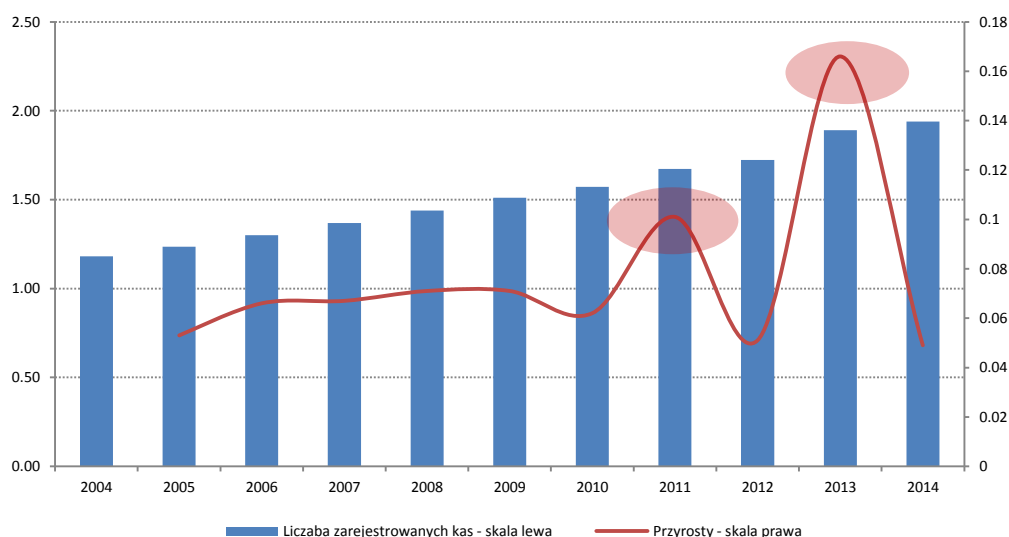
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Popyt na urządzenia fiskalne przez wybrane grupy podatników



Źródło: spółka

Liczba zarejestrowanych kas fiskalnych w Polsce [mln szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Ministerstwo Finansów

Rynki zagraniczne

Comp jest również obecny na rynkach zagranicznych, jednak silną pozycję udało mu się wywalczyć tylko na Węgrzech, co jest skutkiem dużej fiskalizacji, jaka miała miejsce na tamtejszym rynku w zeszłym roku. Rynek kas fiskalnych w Europie ciągle ma szansę się rozwijać, gdyż spośród krajów starej UE obowiązek posiadania kas fiskalnych istnieje tylko w Holandii, Szwecji, Włoszech i Grecji. Obecnie istnieją plany przeprowadzenia powszechnej fiskalizacji w Turcji, jednak projekt jest dopiero na etapie rozmów nad kształtem fiskalnego systemu centralnego.

Kasy fiskalne przeznaczone na polski rynek muszą być wyposażone w moduł fiskalny zapisujący dane transakcji, natomiast nie ma konieczności wyposażania tych kas w moduły do przesyłu danych z racji braku centralnego systemu fiskalnego. Dzięki pracom rozwojowym nad Zintegrowaną Platformą Sprzedaży Usług, Comp jest również w stanie produkować kasy fiskalne do krajów, w których taki system centralny istnieje oraz stworzyć taki system. Przykładem kraju w którym istnieje system centralny są Węgry. Kasy sprzedawane na Węgrzech zostały dodatkowo wyposażone w moduły TCU, umożliwiające przysyłanie danych na temat transakcji w czasie rzeczywistym do Urzędu Skarbowego. Zastosowanie tego rozwiązania ułatwia kontrolę skarbową, którą można przeprowadzić porównując liczbę klientów odwiedzających sklep z ilością paragonów zarejestrowanych w systemie centralnym.

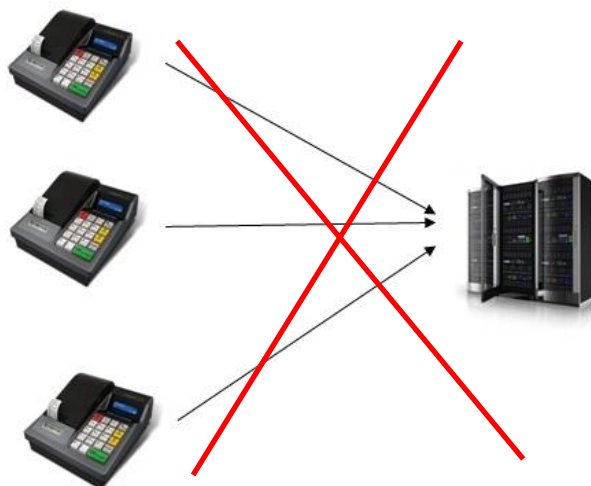
Model fiskalizacji na Węgrzech



Fiskalizacja na Węgrzech polegała zarówno na obowiązku wyposażenia się przedsiębiorców w kasy fiskalne oraz budowie centralnego systemu fiskalnego. Dzięki wyposażeniu kas fiskalnych w moduły umożliwiające przesył danych, informacje na temat transakcji są zapisywane zarówno w pamięci kasy oraz na serwerach tamtejszego fiskusa. Ewentualne fiskalizacje w innych krajach europejskich również powinny się opierać na systemach centralnych, przez co referencje Compu z rynku węgierskiego mogą się okazać kluczowe w pozyskiwaniu nowych rynków.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Model fiskalizacji stosowany w Polsce



W Polsce kasy fiskalne nie muszą być wyposażane w moduł do przesyłu danych, gdyż wszystkie transakcje są zapisywane w pamięci kasy nazywanej modułem fiskalnym. Jest to spowodowane brakiem centralnego systemu fiskalnego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Comp do tej pory w niewielkim stopniu rywalizował z dużymi globalnymi graczami na rynku IT, co jest związane z niszowością segmentu kas fiskalnych, który jest bardzo uzależniony od lokalnego prawa podatkowego i często różnych od siebie centralnych systemów fiskalnych. Duży gracz w zasadzie zdominował rynek skomputeryzowanych punktów sprzedaży (Point of Sale), dzięki czemu czerpią z tego korzyści instalując na swoich systemach aplikacje do sprzedaży usług czerpiąc przychody zarówno z wgrywania aplikacji jak i z prowizji od sprzedaży usług. Postępująca miniaturyzacja i popularyzowanie rozwiązań mobilnych może stworzyć w przyszłości poważną konkurencję dla Compu zwłaszcza w zakresie rozwoju Zintegrowanej Platformy Sprzedaży usług. Mowa tu chociażby o systemie POS na urządzenia mobilne dla małych przedsiębiorców stworzonym przez NCR, który ma podobne funkcjonalności co ZPSU wdrażane przez Comp.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	373,5	455,0	469,2	483,7	490,6	497,5	500,2	503,0	506,0	509,0	512,0	515,2
Wartości niematerialne i prawne	306,5	386,8	396,1	409,0	414,1	419,4	422,4	425,5	428,7	431,9	435,2	438,6
Rzeczowe aktywa trwałe	45,0	49,7	54,0	55,6	57,3	59,0	58,7	58,4	58,2	57,9	57,7	57,4
Pozostałe aktywa trwałe	21,9	18,6	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
Aktywa obrotowe	266,5	348,3	361,0	374,6	374,3	381,6	395,1	408,1	401,9	398,1	396,1	414,0
Zapasy	57,9	52,8	70,0	71,3	72,8	76,0	77,7	79,4	81,1	82,9	84,7	86,6
Należności handlowe	106,9	168,7	157,5	169,3	173,0	180,6	184,5	188,5	192,6	196,8	201,1	205,6
Aktywa z tytułu niezakończonych umów	10,6	5,3	11,3	11,6	11,9	12,7	13,1	13,5	13,9	14,3	14,8	15,2
środki pieniężne	23,1	37,4	35,1	35,4	29,5	25,3	32,9	39,8	27,3	17,0	8,5	19,7
Pozostałe aktywa obrotowe	68,0	84,1	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1
Aktywa razem	640,0	803,3	830,2	858,3	864,9	879,1	895,3	911,2	907,8	907,0	908,1	929,2
Kapitały własne	411,3	439,5	456,8	483,3	508,0	538,1	572,4	606,1	640,6	677,6	716,4	745,6
Zobowiązania długoterminowe	23,0	56,7	130,0	130,0	130,0	130,0	122,4	122,4	102,2	62,2	22,2	11,7
Zobowiązania Finansowa	16,4	47,5	118,2	118,2	118,2	118,2	110,6	110,6	90,5	50,5	10,5	0,0
Pozostałe zobowiązania	371,9	335,4	208,6	235,1	259,8	290,0	339,4	373,1	447,9	564,9	683,7	733,9
Zobowiązania krótko terminowe	205,7	307,1	243,5	245,1	227,0	211,0	200,6	182,7	165,1	167,3	169,6	171,9
Zobowiązania Finansowe	69,3	128,6	92,2	92,2	72,2	52,2	39,8	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	71,2	91,8	87,5	89,1	91,1	95,0	97,1	99,2	101,4	103,6	105,9	108,2
Pozostałe zobowiązania	65,1	86,7	63,7	63,7	63,7	63,7	63,7	63,7	63,7	63,7	63,7	63,7
Pasywa razem	640,0	803,3	830,2	858,3	864,9	879,1	895,3	911,2	907,8	907,0	908,1	929,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	523,3	581,8	630,2	641,7	655,6	684,2	699,0	714,2	729,8	745,8	762,2	779,0
Koszt własny sprzedaży	361,8	397,3	446,9	446,6	481,0	474,5	479,6	490,6	526,6	513,6	524,9	536,3
Zysk brutto ze sprzedaży	161,5	184,6	183,2	195,1	174,6	209,7	219,4	223,6	203,2	232,2	237,3	242,7
Koszty sprzedaży i marketingu	66,7	61,5	63,4	69,8	71,3	74,4	76,0	77,7	79,4	81,1	82,9	84,7
Koszty ogólnego zarządu	49,2	73,0	72,7	72,8	49,2	73,0	72,7	72,8	49,2	73,0	72,7	72,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,8	-1,2	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	64,1	65,7	64,0	73,3	76,6	84,2	91,9	92,8	92,9	94,9	97,0	99,2
EBIT	49,4	49,0	46,0	52,5	54,1	60,3	66,7	67,1	66,6	68,1	69,6	71,2
Saldo działalności finansowej	-2,9	-9,1	-9,3	-10,5	-10,0	-9,0	-8,0	-6,9	-5,0	-2,9	-1,0	0,1
Wynik brutto	46,5	39,9	36,6	42,0	44,1	51,3	58,7	60,2	61,7	65,2	68,6	71,3
Wynik netto	34,1	26,4	29,9	34,0	34,9	40,6	46,4	47,7	48,8	51,6	54,3	56,4
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	48,6	9,4	11,6	53,5	63,8	66,0	75,8	76,3	76,0	77,1	78,4	79,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-32,5	-28,7	-39,1	-35,3	-29,5	-30,8	-28,0	-28,6	-29,2	-29,8	-30,5	-31,2
Przepływy z działalności finansowej	-27,9	33,5	25,2	-18,0	-40,2	-39,4	-40,2	-40,8	-59,3	-57,5	-56,5	-37,5
Przepływy pieniężne netto	-11,7	14,3	-2,3	0,2	-5,9	-4,2	7,6	6,9	-12,5	-10,2	-8,6	11,2
Środki pieniężne na początek okresu	16,7	38,9	53,4	35,1	35,4	29,5	25,3	32,9	39,8	27,3	17,0	8,5
Środki pieniężne na koniec okresu	23,1	37,4	35,1	35,4	29,5	25,3	32,9	39,8	27,3	17,0	8,5	19,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	33,9%	11,2%	8,3%	1,8%	2,2%	4,4%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
EBITDA zmiana r/r	360,6%	2,4%	-2,6%	14,5%	4,6%	9,9%	9,1%	1,0%	0,1%	2,2%	2,2%	2,2%
EBIT zmiana r/r	13481,0%	-0,9%	-6,2%	14,2%	3,0%	11,5%	10,6%	0,6%	-0,7%	2,2%	2,2%	2,2%
Zysk netto zmiana r/r	-411,7%	-22,6%	13,4%	13,7%	2,5%	16,4%	14,3%	2,7%	2,4%	5,8%	5,2%	3,9%
Marża brutto na sprzedaży	30,9%	31,7%	29,1%	30,4%	26,6%	30,6%	31,4%	31,3%	27,8%	31,1%	31,1%	31,2%
Marża EBITDA	12,2%	11,3%	10,2%	11,4%	11,7%	12,3%	13,1%	13,0%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Marża EBIT	9,4%	8,4%	7,3%	8,2%	8,2%	8,8%	9,5%	9,4%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Marża netto	6,5%	4,5%	4,8%	5,3%	5,3%	5,9%	6,6%	6,7%	6,7%	6,9%	7,1%	7,2%
COGS/przychody	69,1%	68,3%	70,9%	69,6%	73,4%	69,4%	68,6%	68,7%	72,2%	68,9%	68,9%	68,8%
SG&A/ przychody	22,2%	23,1%	21,6%	22,2%	18,4%	21,5%	21,3%	21,1%	17,6%	20,7%	20,4%	20,2%
SG&A/COGS	22,2%	23,1%	21,6%	22,2%	18,4%	21,5%	21,3%	21,1%	17,6%	20,7%	20,4%	20,2%
ROE	8,3%	6,0%	6,6%	7,0%	6,9%	7,5%	8,1%	7,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
ROA	5,3%	3,3%	3,6%	4,0%	4,0%	4,6%	5,2%	5,2%	5,4%	5,7%	6,0%	6,1%
Dług	85,8	176,1	210,5	210,5	190,5	170,5	150,5	130,5	90,5	50,5	10,5	0,0
D/(D+E)	17,3%	28,6%	31,5%	30,3%	27,3%	24,1%	20,8%	17,7%	12,4%	6,9%	1,4%	0,0%
D/E	20,8%	40,1%	46,1%	43,5%	37,5%	31,7%	26,3%	21,5%	14,1%	7,4%	1,5%	0,0%
Odsetki/EBIT	8,0%	7,9%	16,1%	20,0%	18,4%	14,8%	12,0%	10,2%	7,5%	4,2%	1,5%	-0,1%
Dług netto	62,6	138,6	175,3	175,1	161,0	145,2	117,6	90,7	63,2	33,4	2,0	-19,7
Dług netto / Kapitał własny	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	1,0	2,1	2,7	2,4	2,1	1,7	1,3	1,0	0,7	0,4	0,0	-0,2
Dług netto / EBIT	1,3	2,8	3,8	3,3	3,0	2,4	1,8	1,4	0,9	0,5	0,0	-0,3
EV	388,1	464,1	500,8	500,6	486,5	470,7	443,1	416,2	388,7	358,9	327,5	305,8
Dług / EV	22,1%	37,9%	42,0%	42,0%	39,2%	36,2%	34,0%	31,3%	23,3%	14,1%	3,2%	0,0%
CAPEX/Przychody	4,5%	3,9%	4,1%	5,5%	4,5%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CAPEX/Amortyzacja	159,6%	137,1%	144,6%	169,8%	130,6%	128,8%	110,9%	111,0%	111,1%	111,2%	111,2%	111,3%
Amortyzacja/Przychody	2,8%	2,9%	2,9%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Zmiana KO/Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P.E	10,2	14,9	11,8	10,5	10,4	9,1	8,0	7,8	7,6	6,9	6,6	6,4
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
P/CE	7,0	8,4	7,1	6,3	6,0	5,4	4,9	4,8	4,7	4,4	4,2	4,1
EV/EBITDA*	6,1	7,1	7,8	6,8	6,3	5,6	4,8	4,5	4,2	3,8	3,4	3,1
EV/EBIT*	7,9	9,5	10,9	9,5	9,0	7,8	6,6	6,2	5,8	5,3	4,7	4,3
EV/S*	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
BVPS	67,5	71,0	73,9	78,4	82,6	87,7	93,5	99,2	105,0	111,3	117,8	122,8
EPS	5,4	3,7	4,7	5,2	5,3	6,1	6,9	7,0	7,3	7,9	8,4	8,6
CEPS	7,9	6,5	7,7	8,7	9,1	10,1	11,1	11,4	11,7	12,5	13,0	13,4
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	5,4	7,5	10,2	10,5	12,2	13,9	14,3	14,6	15,5	27,1
DPS	0,0	0,0	1,1	1,5	2,1	2,1	2,5	2,8	2,9	3,0	3,1	5,5
Dyield	0,0%	0,0%	2,0%	2,8%	3,8%	3,9%	4,5%	5,1%	5,3%	5,4%	5,7%	10,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	19,7%	24,2%	32,7%	29,1%	30,0%	33,5%	33,2%	31,1%	31,3%	53,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Spółka *Do obliczeń nie uwzględniono akcji własnych

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	69.5	---	---	23.09.2015	55	50 525

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'15:

Kupuj	2	13%
Akumuluj	6	40%
Trzymaj	2	13%
Redukuj	4	27%
Sprzedaj	1	7%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 23.09.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.09.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 23.09.2015 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełni funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.