



Dom Maklerski BDM S.A.

COMARCH

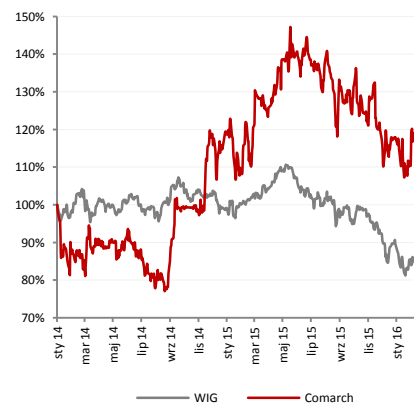
RAPORT ANALITYCZNY

Dzięki systematycznemu zwiększaniu portfela zamówień w segmencie handlowo-usługowym Comarch powinien już w 2H'16 wrócić do wzrostowej ścieżki wynikowej. Dodatkowo rezultaty powinny być wspierane przez segment medycyna, który generuje coraz wyższe przychody, a koszty związane z działalnością w tym obszarze przez kolejne kwartały powinny pozostać na stabilnym poziomie. W 2017 roku do generowania lepszych wyników może przyczynić się segment administracji publicznej oraz telekomunikacja, gdzie spółka upatruje dużych szans zwłaszcza na rynkach wschodzących. Istotne zwiększenie zatrudnienia jakie miało miejsce w 3Q'15 daje spółce okazję do pełnego wykorzystania szans jakie w kolejnych okresach pojawią się na rynku. Dlatego dostrzegając perspektywę istotnej poprawy EBITDA w latach 2017 – 2018 decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji dla Comarchu od zalecenia Kupuj z ceną docelową 139,0 PLN.

Jak deklarują władze spółki, osiągnięcie przez nowych pracowników w Comarchu pełnej produktywności zajmuje od 6 do 12 miesięcy, przez co w trakcie trwającego spowolnienia w branży informatycznej spółka może przekierować swoje zasoby na wyszkolenie nowych kadr. Tym bardziej, że ma bardzo dobrą pozycję gotówkową (w tym roku Comarch nie wypłacił dywidendy) do prowadzenia znacznych nakładów inwestycyjnych. Oczekujemy, że nowe zasoby ludzkie spółki będą gotowe gdy ruszą przetargi z nowej perspektywy finansowej UE, na które może nałożyć się dynamicznie rosnąca liczba zleceń z sektora handlowo – usługowego. Ponadto szansą na poprawę wyników jest osiągnięcie dodatniej rentowności przez segment medycyna, co może nastąpić już w 2017 roku w wyniku komercjalizacji rozwiązań z zakresu telemedycyny.

Spodziewamy się, że czynniki, które mogą mieć negatywne odzwierciedlenie w wynikach Comarchu, takie jak skokowy wzrost zatrudnienia przy jednoczesnym spadku przychodów powinny mieć odzwierciedlenie w rezultatach za 1Q'16 i 2Q'16. Naszym zdaniem słabsze wyniki są już uwzględnione w cenach, gdyż zarząd sygnalizował wcześniej, że 2H'15 oraz 1H'16 będą dla spółki wymagające. Na 4Q'15 prognozujemy przychody na poziomie 365,2 mln PLN, co oznacza wzrost o 0,4% r/r. Natomiast w przypadku EBITDA i zysku netto spodziewamy się nieco słabszych odczytów wywołanych większymi kosztami zatrudnienia i rozbudową struktur sprzedażowych. Dlatego według naszych założeń EBITDA i zysk netto Comarchu za 4Q'15 wyniosą odpowiednio 54,8 mln PLN i 30,5 mln PLN. Z powodu słabego 2H'15 również w całym 2015 roku spółce pomimo wzrostu obrotów może być bardzo trudno powtórzyć rezultaty z 2014 roku. Powrót do wzrostowej ścieżki wynikowej powinien być możliwy już od 2H'16 roku dzięki wyraźnie lepszemu portfelowi zamówień, na który zgodnie z zapowiedziami spółki składają się głównie duże kontrakty z obszaru rozwiązań dla podmiotów handlowo-usługowych. Ze strony Comarchu pojawiły się także sygnały dotyczące możliwego upublicznienia niektórych podmiotów zależnych, co odciążałoby spółkę z nakładów inwestycyjnych i pozwoliło na wypłaty dywidend.

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	939,2	1 038,4	1 094,1	1 106,0	1 225,7	1 288,4
EBITDA [mln PLN]	93,8	152,9	143,4	134,7	180,0	196,5
EBIT [mln PLN]	29,4	98,5	89,2	76,2	113,6	126,3
Wynik netto [mln PLN]	23,7	68,9	67,0	51,1	85,3	96,9
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
P/E	39,8	13,7	14,1	18,4	11,1	9,7
EV/EBITDA	9,7	5,6	6,3	6,7	4,9	4,3
EV/EBIT	30,8	8,7	10,2	11,8	7,8	6,6



KUPUJ (RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 139,0 PLN

24 lutego 2016

Wycena DCF [PLN]	141,4
Wycena porównawcza [PLN]	133,3
Wycena końcowa [PLN]	139,0
Potencjał do wzrostu / spadku	20,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	115,00
Kapitalizacja [mln PLN]	934,4
Ilość akcji [mln szt.]	8,1

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	131,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	103,70

Stopa zwrotu za 3 mc	-3,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-10,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-12,5%

Struktura akcjonariatu:

Janusz Filipiak	32,8%
Elżbieta Filipiak	10,4%
Pozostali	56,8%

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

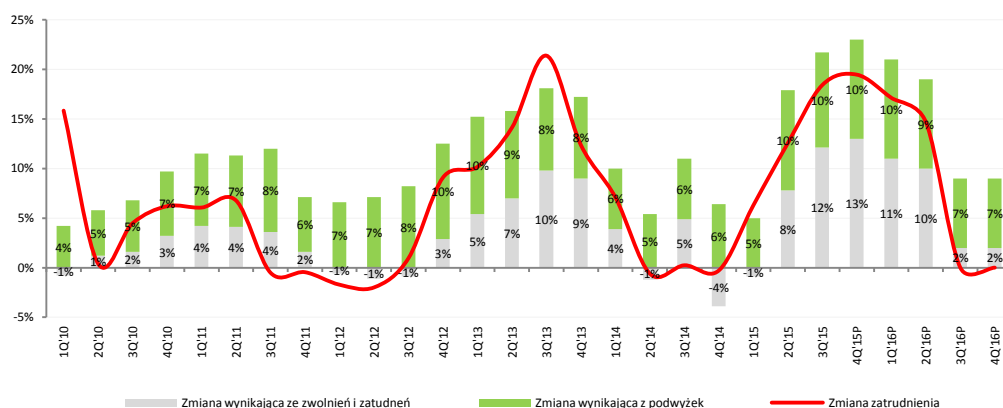
SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI ZA 3Q'15.....	8
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	12
PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY	13
INFORMACJE O SPÓŁCE.....	16
PROGRAM INWESTYCYJNY	27
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	29

PODSUMOWANIE

Spodziewamy się, że już od 2H'16 w wynikach spółki będzie widać odbudowę marż w relacji r/r. Wpłynąć ma na to rozbudowywany portfel zleceń w obszarze handlowo-usługowym oraz niska baza z 2H'15, ponadto oczekujemy generowania coraz lepszych wyników przez segment medycyna. Dzięki komercjalizacji rozwiązań z zakresu telemedycyny i teleradiologii oraz wdrażania elektronicznej dokumentacji medycznej we wszystkich placówkach medycznych, ten segment powinien być obok telekomunikacji i handlu głównym motorem poprawy wyników Comarchu. Rozwój usług z obszaru e-zdrowia znajduje się w jednej z osi priorytetowych Programu Operacyjnego Polska Cyfrowa, na którą ma być przeznaczonych 950 mln EUR ze środków unijnych. Końcem roku spodziewamy się uruchomienia środków z nowej perspektywy finansowej UE, co może wymagać zaangażowania przez spółkę dodatkowych zasobów potrzebnych do realizacji zamówień publicznych. Osiągnięcie pełnej wydajności przez nowych pracowników zajmuje od 6 do 12 miesięcy, dlatego pozytywnie oceniamy dynamiczne zwiększenie zatrudnienia w 3Q'15, gdyż pozwoli ono na pełne wykorzystanie szans jakie mogą stanąć przed spółką w kolejnych okresach.

Wpływ zatrudnienia na fundusz płac



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spodziewamy się, że czynniki, które mogą mieć negatywne odzwierciedlenie w wynikach Comarchu, takie jak skokowy wzrost zatrudnienia przy jednoczesnym spadku przychodów mogą odbić się na rezultatach za 1H'16. (4Q'15 powinien być zbliżony wynikowo do 4Q'14) Naszym zdaniem słabsze rezultaty są już uwzględnione w cenach, gdyż zarząd sygnalizował wcześniej, że rok 2015 może być dla spółki wymagający. Na 4Q'15 prognozujemy przychody na poziomie 365,2 mln PLN, co oznacza wzrost o 0,4% r/r. Natomiast na poziomie wyniku EBITDA i zysku netto spodziewamy się słabszych odczytów wywołanych większymi kosztami zatrudnienia i rozbudową struktur sprzedażowych. Dlatego według naszych założeń EBITDA i zysk netto Comarchu za 4Q'15 wyniosą odpowiednio 54,8 mln PLN i 30,5 mln PLN. Z powodu słabego 2H'15 również w całym 2015 roku spółce pomimo wzrostu obrotów może być bardzo trudno powtórzyć rezultaty z 2014 roku.

Wyceny Comarchu dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2016 - 2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 133,3 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 141,4 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 139,0 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena
Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	70%	141,4
Wycena 1 akcji metodą porównawczą [PLN]	30%	133,3
Ostateczna wycena 1 akcji [PLN]		139,0

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

- Zakładamy, że w kolejnych latach spółka będzie w stanie utrzymać wysoka dynamikę sprzedaży na rynkach zagranicznych, co pozwoli na utrzymanie dotychczasowej dynamiki skonsolidowanych przychodów. Dodatkowo w kolejnych latach na znaczny wzrost obrotów w segmencie handlowo-usługowym może nałożyć się efekt przetargów publicznych z nowej perspektywy UE. Uważamy, że wpłynie to zarówno na dynamiczny wzrost sprzedaży do podmiotów z sektora publicznego oraz rozwiązań dla małych i średnich, które wydatki na systemy informatyczne często finansują ze środków unijnych.
- Spółka przedstawiła niedawno plany upublicznienia niektórych podmiotów na giełdzie w celu zmniejszenia ciężaru ponoszenia nakładów badawczo rozwojowych, co powinno mieć pozytywny wpływ na wycenę Comachu. W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Przyjęliśmy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Poziom zapasów oraz zobowiązań i należności handlowych obliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2%.
- Premia za ryzyko systematyczne wyrażona współczynnikiem beta wynosi 1,0.
- Premia za ryzyko rynkowe wynosi 5%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 8,1 mln akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 29 lutego 2016.

Wycena jednej akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 141,4 PLN

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	1106,0	1225,7	1288,4	1324,5	1357,4	1388,9	1419,5	1448,4	1475,1	1502,3
EBIT [mln PLN]	76,2	113,6	126,3	129,6	130,5	133,4	136,9	139,6	142,1	144,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	14,5	21,6	24,0	24,6	24,8	25,4	26,0	26,5	27,0	27,5
NOPLAT[mln PLN]	61,7	92,1	102,3	105,0	105,7	108,1	110,9	113,1	115,1	117,2
Amortyzacja [mln PLN]	54,2	58,5	66,3	70,2	72,6	75,1	76,7	78,0	79,4	80,3
CAPEX [mln PLN]	-102,8	-98,1	-90,2	-92,7	-88,2	-87,5	-89,4	-86,9	-88,5	-82,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,7	-2,6	-9,2	-12,9	-7,4	-6,8	-6,5	-6,3	-5,9	-5,5
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]	13,8	49,9	69,2	69,5	82,7	88,9	91,6	97,9	100,1	109,4
DFCF [mln PLN]	12,9	43,0	54,9	50,8	55,6	54,9	52,0	51,0	47,8	47,9
Suma DFCF [mln PLN]	470,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1627,8									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	654,5	Wzrost w okresie rezydualnym				+2,0%				
Wartość firmy EV [mln PLN]	1125,3									
Dług netto [mln PLN]	-36,3									
Udział mniejszości [mln PLN]	12,7									
Wartość kapitału akcyjnego mln [PLN]	1148,9									
liczba akcji [mln szt.]	8,1									
Wartość na akcje [PLN]	141,4									

Przychody zmiana r/r	1,1%	10,8%	5,1%	2,8%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-14,6%	49,1%	11,1%	2,6%	0,7%	2,3%	2,6%	2,0%	1,8%	1,8%
FCF zmiana r/r	-50,7%	261,7%	38,7%	0,5%	18,9%	7,5%	3,1%	6,9%	2,2%	9,3%
Marża EBITDA	11,8%	14,0%	14,9%	15,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Marża EBIT	6,9%	9,3%	9,8%	9,8%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Marża NOPLAT	5,6%	7,5%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
CAPEX / Przychody	9,3%	8,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,3%	6,3%	6,0%	6,0%	5,5%
CAPEX / Amortyzacja	189,7%	167,6%	136,0%	132,1%	121,5%	116,6%	116,6%	111,4%	111,5%	102,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,2%	0,7%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,5%	2,2%	14,7%	35,7%	22,5%	21,4%	21,2%	21,8%	22,2%	20,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

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	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
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	87,7%	89,8%	91,7%	93,3%	94,7%	96,1%	97,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	12,3%	10,2%	8,3%	6,7%	5,3%	3,9%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	8,3%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%
Współczynnik dyskonta	1,07	1,16	1,26	1,37	1,49	1,62	1,76	1,92	2,09	2,28

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Beta	0,7	124,3	131,2	139,7	150,4	164,5	183,7	211,4	255,0	333,4
	0,8	117,4	123,4	130,7	139,8	151,6	167,2	189,1	221,9	276,7
	0,9	111,2	116,4	122,7	130,5	140,4	153,3	170,9	196,3	236,2
	1	105,5	110,1	115,6	122,3	130,6	141,4	155,7	175,8	205,9
	1,1	100,4	104,4	109,2	114,9	122,1	131,1	143,0	159,1	182,4
	1,2	95,6	99,2	103,4	108,4	114,5	122,2	132,1	145,2	163,7
	1,3	91,3	94,4	98,1	102,5	107,8	114,4	122,7	133,5	148,4

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								
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Premia za ryzyko	3%	131,9	139,9	149,8	162,6	179,7	203,6	239,5	299,2	418,7
	4%	117,4	123,4	130,7	139,8	151,6	167,2	189,1	221,9	276,7
	5%	105,5	110,1	115,6	122,3	130,6	141,4	155,7	175,8	205,9
	6%	95,6	99,2	103,4	108,4	114,5	122,2	132,1	145,2	163,7
	7%	87,3	90,0	93,3	97,1	101,8	107,4	114,5	123,5	135,6
	8%	80,1	82,3	84,9	87,9	91,4	95,7	100,9	107,3	115,7
	9%	73,9	75,7	77,8	80,1	82,9	86,1	90,0	94,8	100,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	251,9	233,6	227,7	203,6	191,2	188,9	170,3	161,4	153,3
	4%	212,8	195,2	181,1	167,2	155,9	146,9	-2,7	129,3	122,2
	5%	183,7	167,2	154,0	141,4	131,1	122,9	114,9	107,4	101,2
	6%	161,4	145,9	133,7	122,2	112,9	105,4	82,0	91,6	86,1
	7%	143,6	129,3	117,9	107,4	98,9	92,1	86,9	79,7	74,8
	8%	129,3	115,8	105,3	95,7	87,9	81,6	77,1	70,5	66,0
	9%	117,4	104,8	95,0	86,1	79,0	73,2	69,2	63,1	59,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

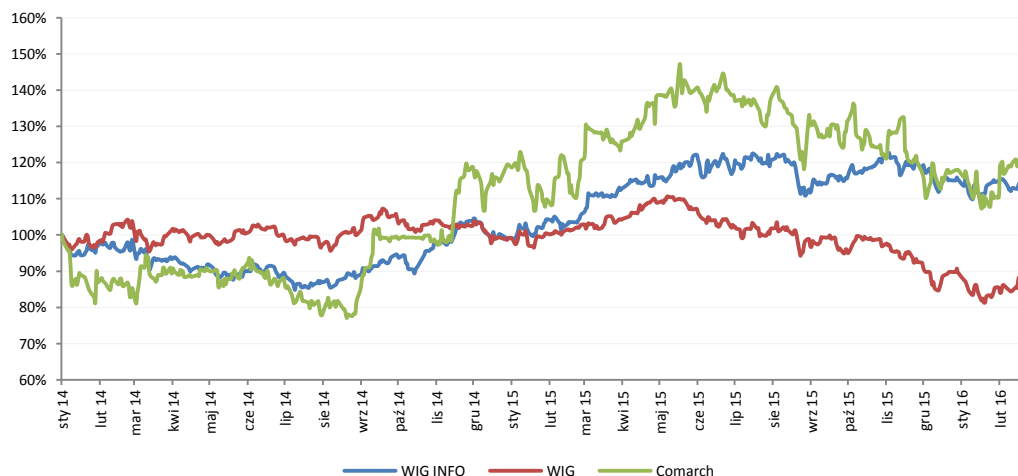
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2018 dla wybranych spółek z branży informatycznej. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Comarchu. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA. Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 33% wagę poszczególnych lat. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 133,3 PLN

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Atende	10,2	7,9	7,7	4,4	3,9	3,7
Asseco BS	13,6	13,4	13,1	8,0	7,7	7,5
Comp	11,2	8,9	7,0	7,5	6,2	5,2
Qumak	14,7	10,6	9,9	7,5	7,1	6,5
Sygnity	19,4	7,0	6,7	5,3	4,0	2,7
Wasko	11,6	8,2	7,9	3,7	3,3	3,1
Asseco Poland	13,0	12,3	12,0	4,2	4,0	3,5
Wincor Nixdorf	17,6	12,4	10,4	8,5	6,9	6,7
IBM	9,9	9,8	9,1	8,0	7,9	7,4
SAP	17,5	16,6	15,2	11,5	10,7	9,8
Microsoft	18,3	16,7	14,8	9,9	9,0	7,6
Capgemini	14,0	12,6	11,4	8,3	7,2	6,1
Oracle	13,7	13,0	12,3	8,5	8,2	7,7
Indra Sistemas	12,4	9,1	7,4	8,7	6,6	5,3
Software AG	15,1	14,3	13,1	8,8	7,9	6,9
Mediana wszystkie powyższe spółki	13,7	12,3	10,4	8,0	7,1	6,5
Mediana Podmioty krajowe	13,0	8,9	7,9	5,3	4,0	3,7
Mediana podmioty zagraniczne	14,6	12,8	11,9	8,6	7,9	7,2
Comarch	18,4	11,1	9,7	6,7	4,9	4,3
Premia/dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)	34,8%	-10,1%	-6,7%	-16,8%	-30,4%	-34,1%
Premia dyskonto do podmiotów krajowych	42,3%	23,9%	22,4%	26,0%	21,8%	15,2%
Premia dyskonto do podmiotów zagranicznych	26,6%	-13,8%	-18,0%	-22,3%	-38,2%	-40,5%
Wycena wg wskaźnika	85,0	128,0	123,5	138,3	163,5	169,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		111,0			155,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	133,3					

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

Zachowanie kursu Comarchu na tle indeksu WIG i WIG-INFORMATYKA



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 3Q'15

Zgodnie z tym, co spółka sygnalizowała już wcześniej, okres 3Q'15 okazał się wyraźnie słabszy niż 3Q'14 zarówno przychodowo oraz ze względu na marżę. Nałożyły się na to trzy główne czynniki. Pierwszym z nich jest wyraźne spowolnienie w administracji publicznej, które było odczuwalne zwłaszcza w minionym kwartale, na co nałożyła się wysoka baza z 3Q'14, przez co spadek w ujęciu r/r był tutaj szczególnie widoczny. Spowolnienie w sektorze publicznym ma związek z przesunięciem rozpisywania nowych przetargów z nowej puli środków unijnych.

Wyraźny spadek marż w znacznej mierze wywołany jest przez dynamiczny wzrost zatrudnienia, które w 2015 roku zwiększyło się o ponad 800 osób, co jest 19% wzrostem w porównaniu ze stanem na koniec 2014 roku. Znaczna część wzrostu zatrudnienia przypadła na 3Q'15, gdyż po 1H'15 zatrudnienie zwiększyło się o ponad 175 osób. Chęć zwiększania zatrudnienia była zapowiadana przez przedstawicieli Comarchu już od początku 2015 roku jednak pierwotnie planowano zatrudnić dodatkowe 400 – 500 osób w całym 2015 roku. Tak dynamiczny wzrost spółka tłumaczy spodziewanym popytem na swoje usługi w związku z dynamicznie rosnącą kontraktacją w sektorze handlowo – usługowym oraz ewentualnymi przetargami z nowej perspektywy finansowej UE.

Dynamiczny rozwój na rynkach eksportowych wymógł na spółce rozbudowę struktur sprzedażowych za granicą. W 1-3Q'15 liczba pracowników zatrudnionych poza Polską zwiększyła się o prawie 90 osób na co składa się głównie kadra odpowiedzialna za sprzedaż. Ten czynnik w znacznej mierze wpłynął wyraźnie większe koszty sprzedaży i koszty ogólnego zarządu, przełożyło się to również na wyraźną stratę w regionie geograficznym pozostałe, która na poziomie wyniku netto za 3Q'15 wyniosła 13,4 mln PLN.

Wyniki Comarchu za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	244,8	223,4	-8,7%	674,4	728,9	8,1%	988,5	1092,8	10,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	80,6	81,7	1,3%	177,3	202,4	14,1%	265,1	332,4	25,4%
EBITDA	46,3	19,1	-58,8%	93,6	88,6	-5,4%	138,8	147,8	6,5%
EBIT	33,0	4,5	-86,5%	53,9	48,8	-9,4%	83,2	93,5	12,4%
Wynik brutto	30,3	2,9	-90,5%	50,4	46,9	-7,0%	80,8	89,0	10,2%
Wynik netto	21,4	0,2	-99,1%	35,4	36,5	3,1%	58,0	70,0	20,6%
Marża brutto	32,9%	36,6%		26,3%	27,8%		26,8%	30,4%	
Marża EBITDA	18,9%	8,5%		13,9%	12,1%		14,0%	13,5%	
Marża EBIT	13,5%	2,0%		8,0%	6,7%		8,4%	8,6%	
Marża netto	12,4%	1,3%		7,5%	6,4%		8,2%	8,1%	

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody wg grup odbiorców [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Telco, media, IT	50,4	52,4	3,9%	160,8	198,8	23,6%	235,2	301,4	28,2%
Finanse i Bankowość	33,1	34,2	3,3%	94,8	95,5	0,8%	140,9	139,5	-1,0%
Handel i Usługi	31,7	34,2	7,9%	85,1	107,0	25,7%	121,0	139,8	15,5%
Przemysł i Utilities	22,2	30,3	36,3%	62,9	72,1	14,6%	90,7	103,2	13,8%
Sektor Publiczny	53,8	17,8	-66,9%	102,3	75,7	-26,0%	150,3	145,4	-3,3%
MISP	46,2	44,3	-4,2%	138,3	142,1	2,8%	201,3	205,6	2,2%
Sektor medycyna	2,9	5,0	74,3%	15,6	22,5	44,7%	15,6	38,0	144,3%
Pozostali klienci	4,3	5,2	19,4%	14,8	15,3	3,0%	33,5	20,0	-40,4%

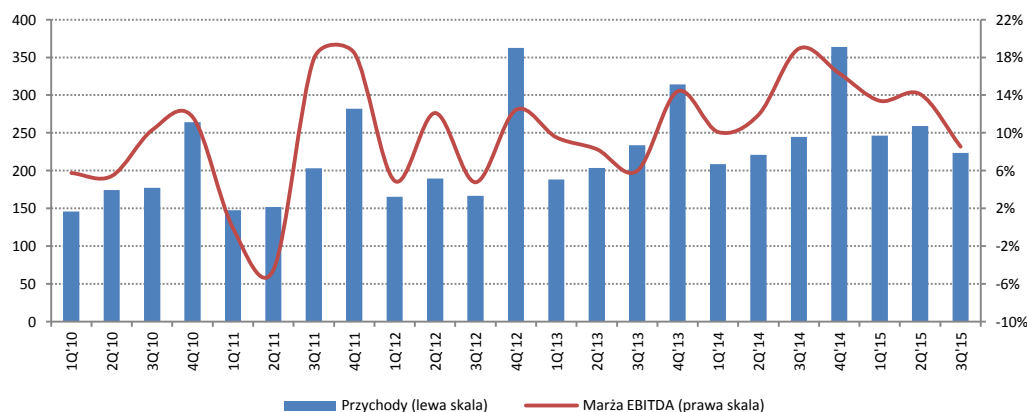
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki poszczególnych segmentów geograficznych [mln PLN]

Polska	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	159,1	128,8	-19,1%	410,4	440,1	7,2%	619,5	662,9	7,0%
EBITDA	34,5	23,4	-32,1%	69,7	90,4	29,7%	100,7	123,6	22,8%
EBIT	27,0	13,2	-51,1%	47,3	65,5	38,3%	70,6	91,3	29,3%
Wynik netto	21,2	12,1	-42,9%	40,6	60,2	48,5%	58,9	82,7	40,4%
Marża EBITDA	21,7%	18,2%		17,0%	20,6%		16,3%	18,7%	
Marża EBIT	17,0%	10,3%		11,5%	14,9%		11,4%	13,8%	
Marża netto	13,3%	9,4%		9,9%	13,7%		9,5%	12,5%	
DACH	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	44,9	51,7	15,2%	145,3	157,9	8,7%	202,9	237,6	17,1%
EBITDA	4,8	12,4	159,1%	19,9	28,7	44,3%	28,9	38,2	32,2%
EBIT	1,0	8,6	764,9%	9,0	18,8	109,4%	12,0	23,5	95,5%
Wynik netto	1,2	6,5	433,4%	6,4	14,2	121,5%	10,3	17,1	66,3%
Marża EBITDA	10,6%	23,9%		13,7%	18,2%		14,2%	16,1%	
Marża EBIT	2,2%	16,6%		6,2%	11,9%		5,9%	9,9%	
Marża netto	2,7%	12,5%		4,4%	9,0%		5,1%	7,2%	
Pozostałe	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	34,1	35,4	4,0%	95,6	107,1	12,1%	132,9	159,7	20,2%
EBITDA	6,9	-12,8	-284,2%	9,4	-18,4	-294,8%	18,2	-3,4	-118,5%
EBIT	6,8	-13,1	-292,4%	9,0	-19,1	-312,9%	18,1	-4,6	-125,4%
Wynik netto	4,6	-13,4	-389,0%	3,9	-22,3	-667,9%	10,8	-12,0	-210,9%
Marża EBITDA	20,3%	-36,1%		9,9%	-17,1%		13,7%	-2,1%	
Marża EBIT	20,0%	-36,9%		9,4%	-17,9%		13,7%	-2,9%	
Marża netto	13,6%	-37,9%		4,1%	-20,9%		8,1%	-7,5%	
Inwestycje	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	0,1	0,1	34,5%	0,2	0,2	27,6%	0,3	0,6	123,1%
EBITDA	-0,4	-0,7	55,2%	-0,9	-1,7	94,0%	-2,7	-1,6	-39,3%
EBIT	-0,6	-0,8	22,9%	-1,5	-2,2	48,3%	-3,6	-2,4	-33,4%
Wynik netto	-0,2	-0,4	103,1%	-1,2	-1,6	36,2%	-3,2	-1,5	-54,2%
Marża EBITDA	-727,6%	-839,7%		-465,4%	-707,6%		-1030,8%	-280,5%	
Marża EBIT	-1093,1%	-998,7%		-809,2%	-940,7%		-1378,5%	-411,7%	
Marża netto	-331,0%	-500,0%		-634,6%	-677,5%		-1233,8%	-253,3%	
Sport	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	3,8	4,4	14,4%	13,1	13,4	2,3%	17,9	17,6	-1,3%
EBITDA	0,0	-0,1	-372,5%	2,4	0,7	-69,8%	1,9	1,5	-21,2%
EBIT	-0,2	-0,4	121,1%	1,3	0,0	-101,2%	0,3	0,5	80,5%
Wynik netto	-0,3	-0,9	157,7%	1,2	0,0	-99,9%	-0,1	0,9	-849,2%
Marża EBITDA	1,1%	-2,5%		18,3%	5,4%		10,5%	8,4%	
Marża EBIT	-4,7%	-9,1%		9,7%	-0,1%		1,5%	2,7%	
Marża netto	-9,0%	-20,3%		9,3%	0,0%		-0,7%	5,1%	
Medycyna	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	1Q'-3Q'14	1Q'-3Q'15	zmiana r/r	4Q'13 - 3Q'14	3Q'14 - 4Q'15	zmiana r/r
Przychody	2,8	3,1	9,1%	9,8	10,1	2,6%	15,1	14,3	-5,0%
EBITDA	-2,8	-3,3	17,9%	-12,4	-11,4	-7,5%	-14,0	-13,3	-4,7%
EBIT	-5,3	-3,3	-38,4%	-16,7	-14,3	-14,2%	-19,8	-17,7	-10,3%
Wynik netto	-5,1	-3,7	-28,4%	-15,6	-14,0	-9,9%	-18,6	-17,3	-6,7%
Marża EBITDA	-99,6%	-107,7%		-125,9%	-113,5%		-92,7%	-93,0%	
Marża EBIT	-185,6%	-104,8%		-170,2%	-142,3%		-131,0%	-123,8%	
Marża netto	-179,9%	-118,1%		-158,8%	-139,4%		-123,0%	-120,9%	

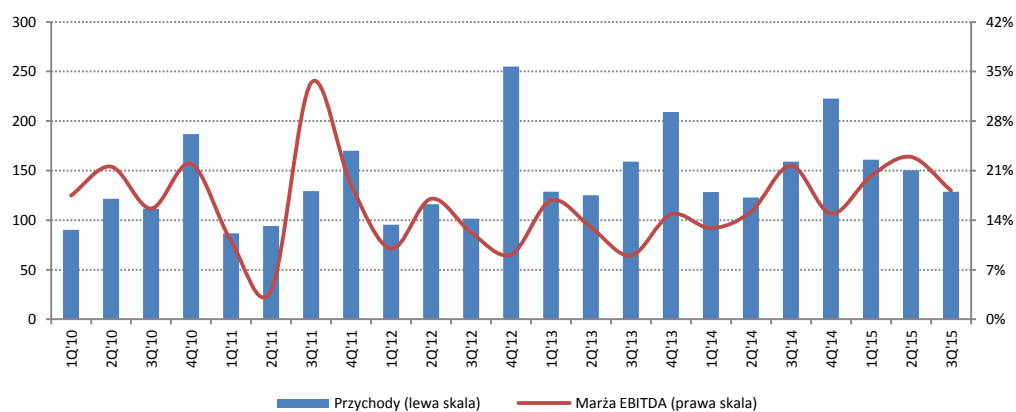
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki spółki kwartalnie [mln PLN]



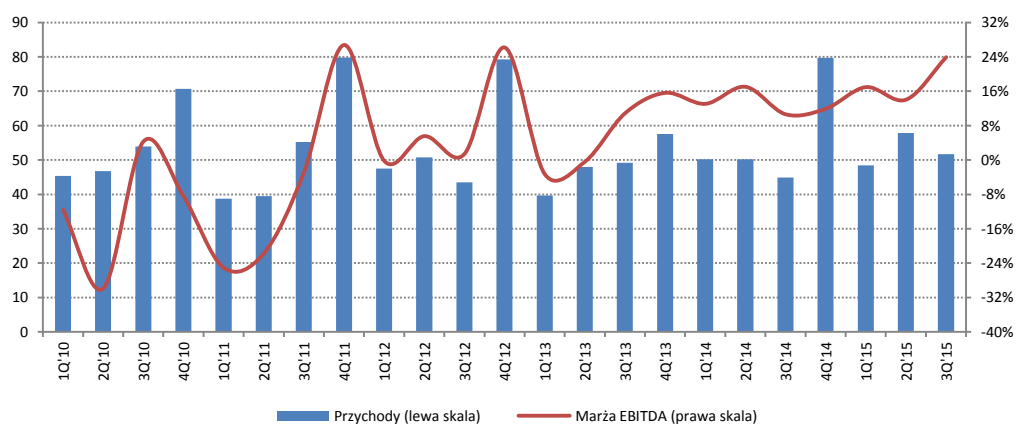
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu Polska [mln PLN]



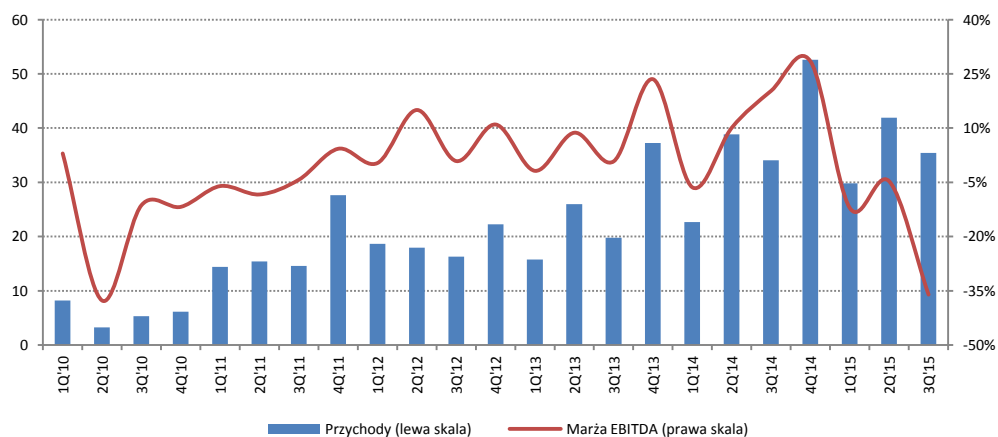
Źródło: Spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki segmentu DACH [mln PLN]



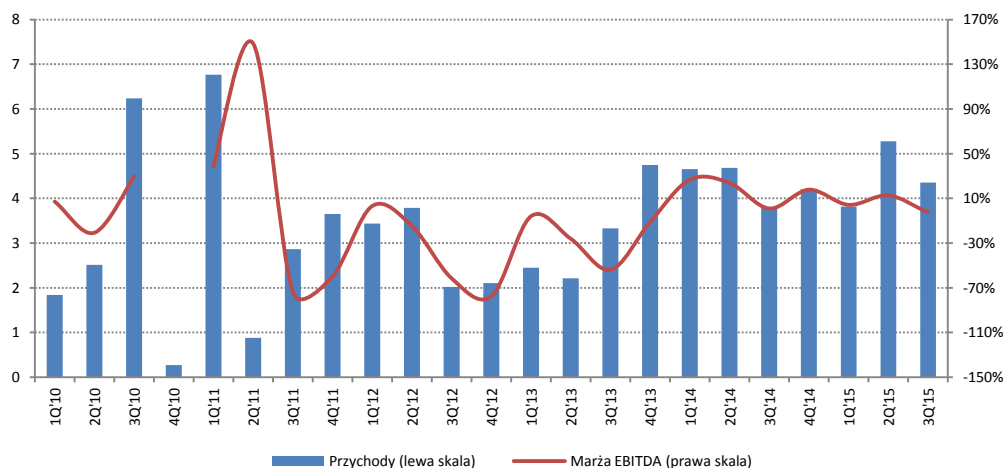
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki Segmentu Pozostałe [mln PLN]



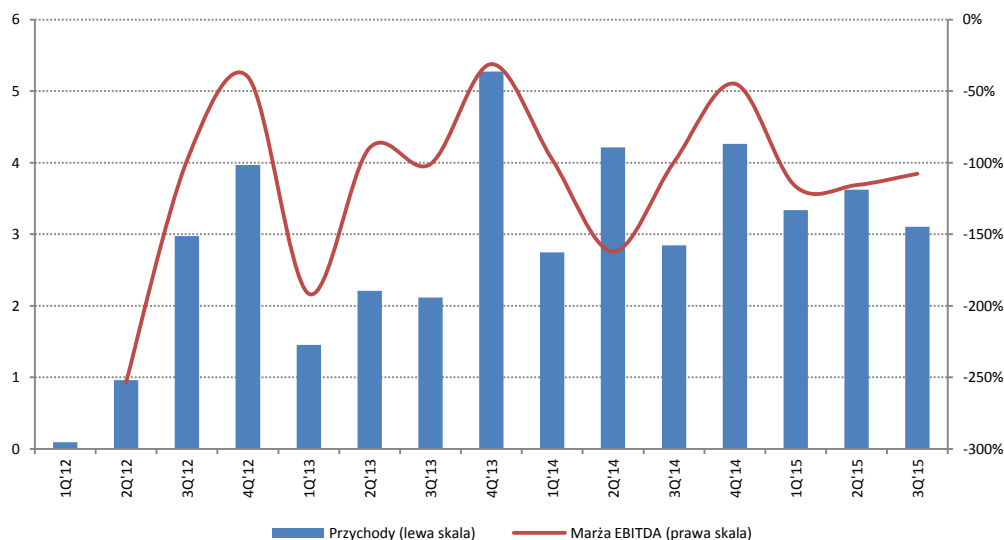
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu sport [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu Medycyna [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Niedobór wykwalifikowanej kadry.** W związku ze zmniejszającą się ilością absolwentów szkół wyższych oraz nasilającą się konkurencją na rynku pracy pomiędzy firmami informatycznymi, można zauważyć wysoką presję na wzrost płac w sektorze IT. Powoduje to ryzyko wysokiej rotacji personelu oraz ryzyko braku możliwości zatrudnienia odpowiedniej ilości pracowników. W najbliższym czasie ten trend będzie się utrzymywał, co związane jest z niedoborem informatyków w Europie oraz z wyrównywaniem się poziomu płac pracowników IT w Polsce i Europie zachodniej. Dodatkowo wysoka presja płacowa powoduje wyraźny wzrost kosztów wynagrodzeń odpowiadających za około 2/3 kosztów wytworzenia produktów.
- **Wysoka konkurencja.** Rosnąca konkurencja pomiędzy firmami na rynku IT powoduje coraz większą presję na ceny oferowanych produktów, a przez to na marże możliwe do uzyskania przez producentów oprogramowania. Producenci rozwiązań informatycznych chcący utrzymać swoją pozycję rynkową zmuszeni są przez to ponosić znaczne wydatki na badania i rozwój.
- **Ryzyko prawne i polityczne.** Comarch działa w 24 krajach, przez co musi się stale dostosowywać do często zmieniających się i różnych od siebie systemów prawnych. Ponadto wchodząc na nowe rynki spółka i jej pracownicy mogą napotykać wiele barier związanych z różnicami kulturowymi, bądź z niestabilną sytuacją polityczną.
- **Ryzyko kredytowe.** Jest ono związane z kondycją finansową kontrahentów spółki i jest redukowane dzięki dużej dywersyfikacji przychodów pod względem geograficznym oraz sektorowym.
- **Ryzyko walutowe.** W związku z międzynarodowym charakterem działalności spółka jest wystawiona na ryzyko walutowe, szczególnie w odniesieniu do EUR/PLN. Ponad 20% przychodów realizowane jest w regionie DACH, jednak większość kredytów także jest zaciągana w EUR, przez co Comarch ma ekspozycję na tą walutę zarówno po stronie kosztowej jak i przychodowej. Również dywersyfikacja geograficzna pozwala redukować silną deprecjację walut z rynków wschodzących np. BRL jest neutralizowana przez aprecjację USD.
- **Ryzyka związane z procesami badawczo-rozwojowymi.** Jako producent oprogramowania Comarch w celu utrzymania konkurencyjności musi prowadzić liczne prace badawczo-rozwojowe. W rezultacie niektóre z projektów mogą się okazać nietrafione i przyczynić się do generowania znacznych kosztów.
- **Ryzyko długoterminowych kontraktów.** Comarch realizuje również dla swoich klientów projekty o dużej złożoności, przez co mogą wystąpić opóźnienia w ich realizacji bądź niepoprawne działanie niektórych ich elementów. Spółka jest przez to narażona na ryzyko poniesienia ewentualnych kar bądź większych kosztów realizacji.
- **Cykliczność przetargów publicznych.** Spółki IT na rynku krajowym realizują znaczną ilość kontraktów z administracją publiczną, uzależnionych od finansowania z Unii Europejskiej. Dzięki zdywersyfikowanej działalności Comarch nie powinien odczuć zbyt mocno wyczerpania się środków ze starej perspektywy finansowej UE. Niemniej jednak mniejsza liczba zamówień z sektora publicznego może mieć odzwierciedlenie w wynikach segmentu Polska, zwłaszcza w 2H'15.
- **Spór z Agencją Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa.** W styczniu 2015 roku spółka otrzymała od ARIMR pozew sądowy wzywający do zapłaty tytułem kar umownych 34,5 mln PLN. Pozew jest związany z notą księgową wystawioną w maju 2014 roku na kwotę 32,4 mln PLN. Spór ma związek z kontraktem podpisanym w kwietniu 2013 roku na modyfikację i utrzymanie systemu OFSA. Kara wynika z nieutrzymania jednego z poziomów systemu przez miesiąc, jednak w opinii spółki roszczenie ARiMR jest całkowicie niewspółmierne do miesięcznego wynagrodzenia Comarchu z tytułu realizacji umowy, przekraczając je 100 krotnie. Spółka zawiązała z tego tytułu rezerwy w wysokości 2,3 mln PLN, które obciążą wynik za 2013 rok i nie przewiduje dalszego ich zwiększenia.

PERSPEKTYWY NA KOLEJNE OKRESY

Pomimo trudnej sytuacji w branży IT wywołanej opóźnieniem w rozpisywaniu przetargów z nowej perspektywy finansowej UE, Comarchowi udało się zwiększyć portfel zamówień o 10% w relacji r/r. Spodziewamy się jednak, że 4Q'15 może okazać się wynikowo słabszy w ujęciu r/r, ponieważ w zeszłym roku widoczny był wpływ zwiększonej sprzedaży do administracji publicznej, który w 4Q'15 już może występować. Dodatkowo do słabszych rezultatów powinno przyczynić się zwiększone zatrudnienie. Comarch od początku 2015 roku zatrudnił ponad 800 osób, co oznacza wzrost zatrudnienia o 19% (nie uwzględniając pracowników MKS Cracovia).

Na 4Q'15 prognozujemy przychody na poziomie 365,2 mln PLN (+0,4% r/r), a w przypadku EBITDA spółka powinna odnotować wyraźny spadek do poziomu 54,8 mln PLN (- 7,5% r/r) w związku z mniejszą liczbą zamówień z sektora publicznego i wspomnianym już większym zatrudnieniem. Jeśli chodzi o wyniki za cały 2015 rok, to przy obecnych warunkach rynkowych powtórzenie wyniku z 2014 roku pomimo spodziewanego wzrostu sprzedaży może być trudne do osiągnięcia. Może mieć to związek zarówno z większymi kosztami zatrudnienia jak i ze słabszym portfelem zamówień na 2H'15. W 1H'15 obroty wyraźnie wzrosły w stosunku do analogicznego okresu również ze względu na dużą jednorazową dostawę oprogramowania trzeciego do jednej z polskich firm telekomunikacyjnych. Dlatego w całym 2015 roku spodziewamy się spadku wyniku EBITDA do poziomu 143,4 mln PLN (-6,2% r/r) przy wzroście przychodów o 5,4% r/r do poziomu 1094,1 mln PLN.

Na poprawę ścieżki wynikowej w dłuższym terminie istotny wpływ powinien mieć wspomniany już lepszy portfel zleceń. Spółka podczas konferencji wynikowych zwracała uwagę na to, że udaje się jej podpisywać znaczną liczbę długoterminowych kontraktów w obszarze handlu i usług, jednak mogą one nie być widoczne w wynikach za 2015 rok. Według przedstawicieli Comarchu w 2016 w powinna być widoczna wysoka dynamika sprzedaży systemów ERP, co powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki segmentu Małe i Średnie Przedsiębiorstwa. Oczekujemy jednak, że wzrost ten pozostanie jednocyfrowy. Wiąże się to z częściowym uzależnieniem inwestycji w systemy IT przez małych przedsiębiorców od dotacji unijnych. W 2016 roku oczekujemy także wyraźnego wpływu na wyniki większej sprzedaży komercjalizowanych obecnie rozwiązań z zakresu teleradiologii i telemedycyny. Są to rozwiązania stworzone w ramach nowego sektora jakim jest segment medycyna, który w ostatnich latach był intensywnie rozwijany i zgodnie ze strategią spółki w przyszłości powinien stać się jednym ze głównych źródeł przychodów.

Nieco odrębnym tematem są przetargi rozpisywane z nowej puli środków unijnych. Tutaj w efekcie ich przesunięcia oczekujemy pozytywnej kontrybucji do wyników dopiero w 2H'16. Comarch niedawno informował o podpisaniu listu intencyjnego z Polską Grupą Zbrojeniową, dzięki której oba podmioty mogą współpracować przy realizacji projektów związanych z Programem Modernizacji Technicznej Sił Zbrojnych. Pierwsze rozstrzygnięcia przetargów z tego obszaru są spodziewane w 2016 i 2017 roku.

Prognozy wyników [mln PLN]

	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	363,9	246,3	259,1	223,4	365,2	215,8	245,4	237,1	407,7	1038,4	1094,1	1106,0	1225,7
Zysk brutto ze sprzedaży	130,1	63,5	81,7	57,2	108,1	49,2	62,1	66,0	130,9	307,4	310,5	308,2	363,2
EBITDA	59,3	33,0	36,5	19,1	54,8	19,5	22,7	27,9	64,7	152,9	143,4	134,7	180,0
<i>Polska</i>	33,2	32,5	34,5	23,4	31,7	16,1	19,7	23,8	44,2	102,9	122,1	103,9	129,4
<i>DACH</i>	9,5	8,2	8,1	12,4	20,2	8,7	9,6	9,7	17,1	29,4	48,9	45,1	39,7
<i>Pozostale</i>	15,0	-3,6	-2,0	-12,8	5,0	-3,2	-4,6	-4,1	4,5	24,4	-13,3	-7,4	12,0
<i>Inwestycje</i>	0,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,8	-2,0	-1,5	-1,5
<i>Sport</i>	0,7	0,2	0,7	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	3,2	1,0	1,2	1,3
<i>Medycyna</i>	-1,9	-3,9	-4,2	-3,3	0,0	0,0	0,1	0,5	1,1	-14,3	-11,4	1,7	8,3
EBIT	44,7	18,9	25,4	4,5	40,4	5,2	8,2	13,2	49,7	98,5	89,2	76,2	113,6
Wynik brutto	42,1	22,4	21,6	2,9	37,6	0,5	5,8	10,2	46,7	92,6	84,5	63,1	105,3
Wynik netto	33,5	18,8	17,5	0,2	30,5	0,4	4,7	8,2	37,8	68,9	67,0	51,1	85,3
Marża brutto	35,7%	25,8%	31,5%	25,6%	29,6%	22,8%	25,3%	27,8%	32,1%	29,6%	28,4%	27,9%	29,6%
Marża EBITDA	16,3%	13,4%	14,1%	8,5%	15,0%	9,0%	9,2%	11,8%	15,9%	14,7%	13,1%	12,2%	14,7%
<i>Polska</i>	14,9%	20,2%	22,9%	18,2%	16,1%	13,2%	14,4%	17,6%	19,6%	16,3%	19,2%	16,8%	18,7%
<i>DACH</i>	11,9%	16,9%	14,0%	23,9%	22,1%	17,4%	19,6%	19,7%	19,4%	13,0%	19,6%	19,1%	17,6%
<i>Pozostale</i>	28,5%	-12,1%	-4,7%	-36,1%	7,5%	-9,1%	-9,4%	-9,3%	5,4%	16,5%	-7,6%	-3,5%	4,5%
<i>Inwestycje</i>	12,5%	-563,2%	-715,9%	-839,7%	-483,9%	-484,6%	-483,0%	-480,7%	-478,2%	-154,6%	-652,0%	-481,6%	-582,6%
<i>Sport</i>	17,8%	4,3%	12,7%	-2,5%	5,4%	7,1%	5,4%	7,3%	5,6%	18,2%	5,3%	6,2%	7,3%
<i>Medycyna</i>	-44,7%	-116,6%	-115,6%	-107,7%	-0,1%	-0,3%	1,9%	11,4%	20,1%	-101,3%	-79,8%	9,0%	34,3%
Marża EBIT	12,3%	7,7%	9,8%	2,0%	11,1%	2,4%	3,3%	5,5%	12,2%	9,5%	8,2%	6,9%	9,3%
Marża netto	11,6%	9,1%	8,3%	1,3%	10,3%	0,2%	2,4%	4,3%	11,5%	8,9%	7,7%	5,7%	8,6%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PERSPEKTYWY SEGMENTÓW WEDŁUG GRUP ODBIORCÓW

Prognozy wyników według grup odbiorców [mln PLN]

	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P	2017P
Telekomunikacja, Media, IT	102,5	74,8	71,6	52,4	125,7	53,0	58,4	53,9	133,7	263,3	324,5	299,0	303,5
Finanse i Bankowość	44,0	25,4	35,9	34,2	44,5	25,9	36,4	34,6	45,1	138,7	140,0	142,0	143,9
Handel i Usługi	32,8	31,6	41,2	34,2	39,5	36,4	47,5	39,8	46,6	117,9	146,5	170,3	209,5
Przemysł i Utilities	31,1	19,1	22,6	30,3	32,1	19,7	23,4	31,3	33,0	94,0	104,1	107,4	109,7
Sektor Publiczny	69,7	34,6	23,2	17,8	35,3	17,4	16,3	17,8	52,5	172,0	111,0	104,1	155,1
MISP	63,6	51,8	46,0	44,3	66,7	53,3	47,8	48,2	73,2	201,8	208,8	222,6	236,1
Sektor Medycyna	15,5	4,7	12,8	5,0	15,8	5,7	9,8	6,8	18,0	31,0	38,3	40,3	48,1
Pozostali klienci	4,7	4,3	5,8	5,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,2	19,5	15,4	1,5	1,5

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Telekomunikacja, Media, IT

Dojrzałość rynku telekomunikacyjnego w regionie DACH i w Polsce oraz konsolidacja sektora w dłuższym terminie może negatywnie wpływać na sprzedaż rozwiązań przeznaczonych dla podmiotów z branży telekomunikacyjnej. Obecny wyraźny wzrost sprzedaży do podmiotów z segmentu w regionie DACH jest rezultatem dużej fuzji na rynku telekomunikacyjnym w Niemczech. Oczekujemy, że w kolejnych okresach efekt dodatkowych zleceń wynikający z tej operacji będzie coraz mniejszy i w rezultacie spodziewamy się ujemnej dynamiki w tym segmencie w krajach DACH. Również w Polsce w kolejnych latach przychody z sektora telekomunikacyjnego mogą okazać się niższe niż te osiągnięte w 2015 roku, gdyż w 1Q'15 miała miejsce jednorazowa dostawa oprogramowania firm trzecich, która istotnie wpłynęła na wyniki w tym okresie.

Spodziewamy się, że w najbliższych latach spadek przychodów w regionie DACH, może być rekompensowany wzrostem rynku telekomunikacyjnego w krajach rozwijających się oraz wchodzeniem z ofertą na nowe rynki.

Finanse i Bankowość

Na rynku krajowym Comarch ma relatywnie słabą pozycję, zwłaszcza na rynku bankowych systemów centralnych. Działania spółki w najbliższych okresach powinny koncentrować się na utrzymaniu sprzedaży na rynku krajowym i nieznaczemu jej zwiększaniu na rynkach zagranicznych.

Handel i Usługi

Jest to jeden ze strategicznych sektorów, na którym powinien opierać się dynamiczny wzrost sprzedaży w najbliższych latach. To właśnie głównie za sprawą długoterminowych kontraktów z tego obszaru wzrost portfela zamówień wzrósł o 10% r/r, co było niedawno komunikowane przez spółkę. Specyfika tych projektów powoduje, że wyraźny wzrost sprzedaży powinien być notowany nie tylko w 2016 roku ale i w kolejnych okresach. Dlatego na najbliższe lata zakładamy mocno dwucyfrowy wzrost sprzedaży zwłaszcza na rynkach zagranicznych.

Dokonane niedawno przejęcie udziałów w operatorze programów lojalnościowych dla lotnisk w Ameryce Północnej ma rozszerzyć kompetencje Comarchu w tym obszarze. Zgodnie ze strategią spółka oprócz dostarczania rozwiązań informatycznych do tych programów chce je kompleksowo obsługiwać także od strony marketingowej i logistycznej. Powodzenie we wdrażaniu nowej strategii może przynieść dynamikę wzrostu na rynkach zagranicznych podobną do tej z 2014. Może się to przyczynić do podniesienia naszych założeń co do przyszłych wyników Comarchu.

Przemysł i Utilities

Do podmiotów z tego sektora Comarch dostarcza głównie rozwiązania firm trzecich. Dlatego spółka nie traktuje tego segmentu jako strategicznego i zakładamy raczej utrzymanie się poziomu sprzedaży na dotychczasowym poziomie.

Sektor Publiczny

Segment ten jest mocno uzależniony od finansowania ze środków unijnych. Z racji przesunięcia rozpisywania przetargów z nowej perspektywy UE, zakładamy silną erozję przychodów z tego sektora zarówno w 4Q'15 jak i na początku 2016 roku. Pierwszych oznak ożywienia oczekujemy dopiero na przełomie 2016 i 2017 roku. Na ten okres powinny przypaść również pierwsze rozstrzygnięcia dotyczące zleceń dla wojska, przy których Comarch zamierza współpracować z Polską Grupą Zbrojeniową.

Małe i Średnie Przedsiębiorstwa

Przedstawiciele spółki komunikowali rynkowi, że w 2015 oraz 2016 roku oczekują dwucyfrowego wzrostu w segmencie systemów ERP. Zaznaczamy jednak, że Comarch ma duże udziały w segmencie małych przedsiębiorców, a podmioty z tego sektora często decydują się na inwestycje w tego typu systemy dzięki ich finansowaniu ze środków unijnych. Należy zwrócić uwagę na to, że w wyniku opóźnień w uruchomieniu finansowania z nowej perspektywy UE popyt ze strony małych przedsiębiorstw na zaawansowane rozwiązania informatyczne może być mniejszy niż pierwotnie zakładano. Niemniej jednak małe podmioty powinny najmocniej skorzystać na ożywieniu gospodarczym dlatego w najbliższych okresach Comarch powinien odnotowywać wzrost sprzedaży w tym obszarze.

Medycyna

Medycyna jest obszarem, który w najbliższych latach powinien stać się jedną ze strategicznych linii biznesowych Comarchu. Dotychczas były ponoszone znaczne nakłady finansowe (około 30 mln PLN rocznie) na rozwiązania z zakresu telemedycyny. Te produkty zaczęły być komercjalizowane w połowie 2015 roku, dlatego w kolejnych okresach powinny być widoczne pierwsze pozytywne efekty działalności spółki w tym obszarze.

Segment ten może być atrakcyjny dla Comarchu również ze względu na nowe regulacje, według których lekarze będą zobowiązani do prowadzenia elektronicznej dokumentacji medycznej. Dotyczyć to ma zarówno szpitale publicznych jak i prywatnych placówek oraz indywidualnych praktyk lekarskich.

Rozwiązania z zakresu telemedycyny i teleradiologii również wydają się mocno perspektywiczne, gdyż mogą ułatwić dostęp do diagnostyki pacjentom z mniejszych miejscowości. Zastosowanie tych technologii umożliwi wykonanie kompleksowych badań oraz diagnostyki bez konieczności przebywania lekarza specjalisty w miejscu badania. Usługi telemedyczne zgodnie z ogólnym trendem panującym w informatyce mają być świadczone w modelu usługowym.

Pozostałe grupy odbiorców

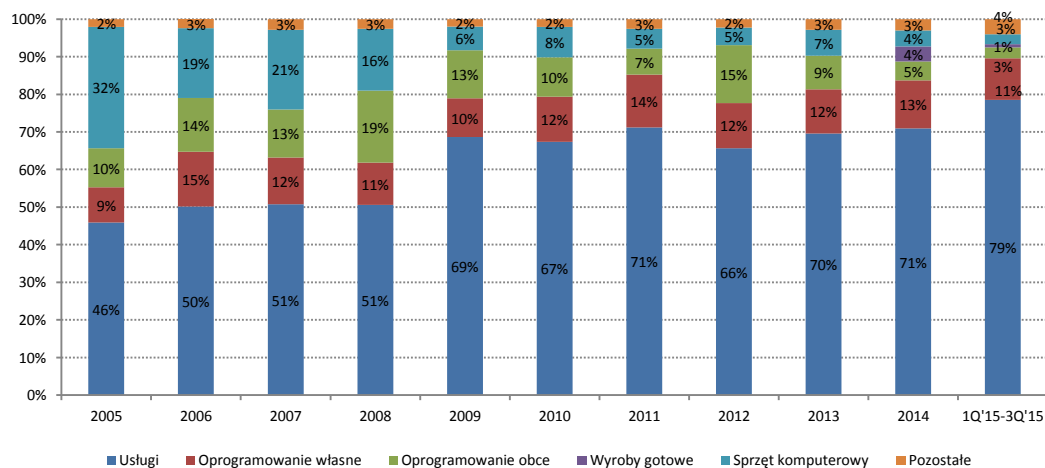
Segment ten obejmuje między innymi działalność inwestycyjną i sportową Comarchu. Które dotychczas negatywnie kontrybuowały do skonsolidowanych wyników. Jednak ze względu na skalę działalności ten wpływ był nieznaczny. W ostatnich okresach działalność sportowa pozytywnie wpływała na wyniki Comarchu. Obejmuje ona głównie funkcjonowanie MKS Cracovia, a wyraźna poprawa rezultatów widoczna od 2014 roku wiąże się z grą klubu piłkarskiego w Ekstraklasie. Hobbystyczny charakter tego typu działalności powoduje, że w dłuższym okresie zakładamy neutralny wpływ tego segmentu do skonsolidowanych wyników.

INFORMACJE O SPÓŁCE

Comarch jest firmą działającą w sektorze IT oferującą rozwiązania informatyczne dla bankowości, administracji publicznej, dużych sieci handlowych, firm telekomunikacyjnych oraz systemy ERP dla małych i średnich przedsiębiorstw. Początki spółki sięgają 1993 roku kiedy to obecny prezes i główny akcjonariusz prof. Janusz Filipiak wraz z grupą studentów stworzył na AGH w Krakowie system bilingowy dla TP SA. Obecnie Comarch jest firmą o zasięgu międzynarodowym, która zatrudnia ponad 5000 pracowników i około 50% swoich przychodów realizuje za granicą.

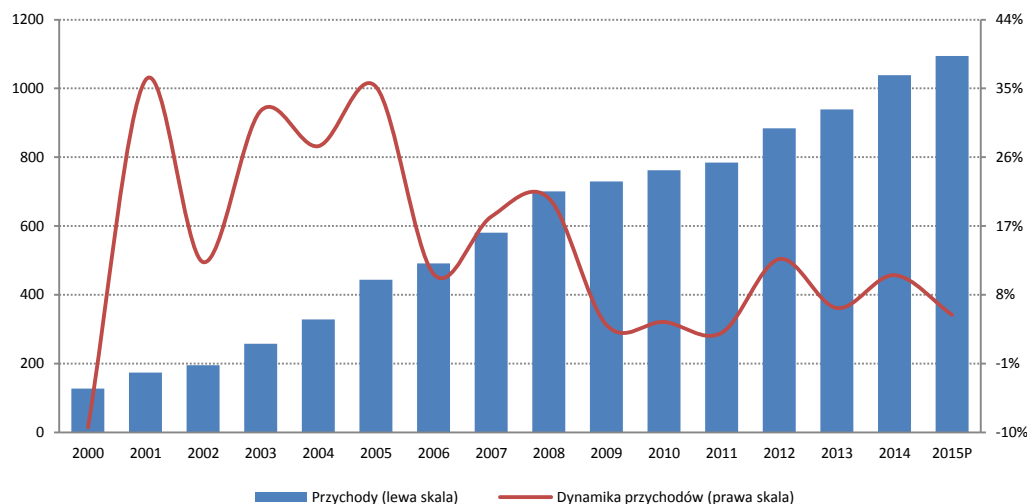
Większość sprzedaży Comarchu stanowi oprogramowanie i usługi własne, które odpowiadają za ponad 80% przychodów, co pozwala realizować wysokie marże. Na przestrzeni lat można zauważyć stopniowe zmniejszanie udziału sprzętu oraz oprogramowania firm trzecich w ogólnej sprzedaży Comarchu, co jest trendem zdecydowanie pozytywnym. Warto odnotować również fakt, że w wyniku zachodzących zmian i nowych trendów w sektorze informatycznym, producenci oprogramowania coraz częściej sprzedają swoje produkty w modelu usługowym także poprzez rozwiązania chmurowe.

Struktura przychodów według produktów



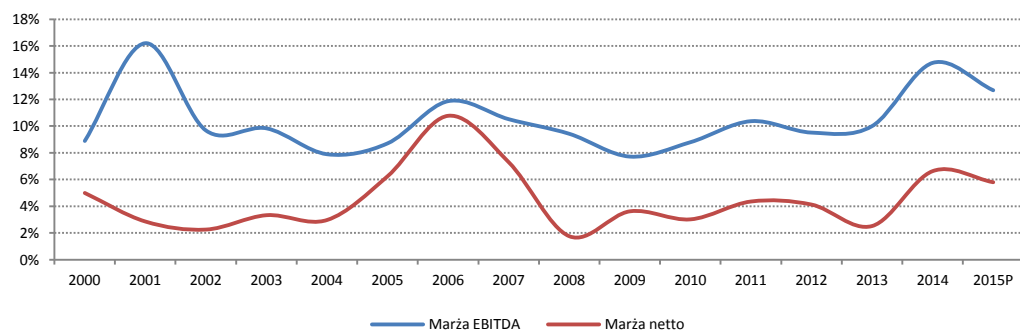
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Comarchu historycznie [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne marże realizowane przez Comarch*

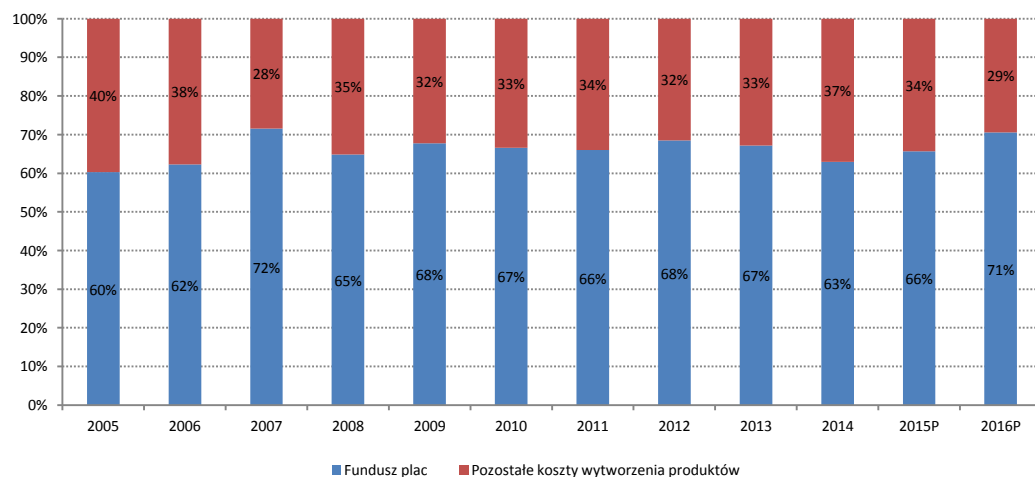


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Dane oczyszczone o 188,9 mln PLN zysku na sprzedaży INTERIA.PL w 2008 roku

STRUKTURA KOSZTÓW

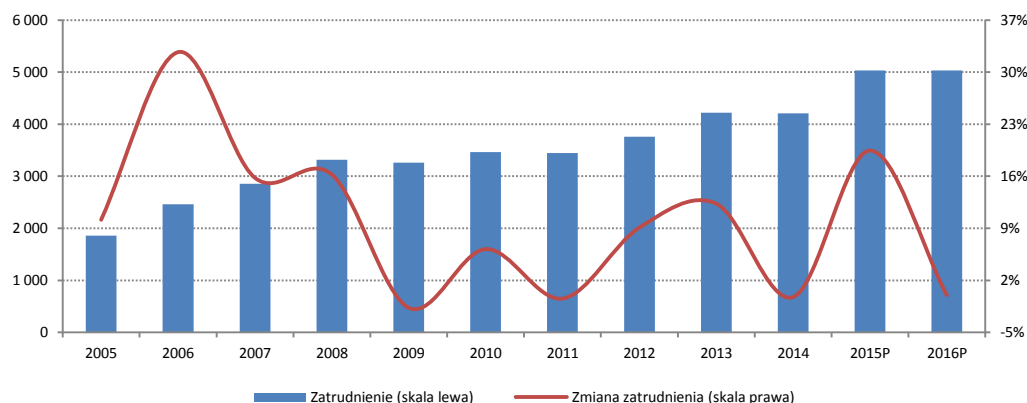
Strategicznym aktywem Comarchu są pracownicy, będący w większości programistami. Ma to szczególne odzwierciedlenie w strukturze kosztów, gdzie fundusz płac stanowi około 2/3 ich ogółu. Jest to też związane z wysoką presją na podwyżki wynagrodzeń, która powoduje w Comarchu średnioroczny wzrost kosztów wynagrodzeń powyżej 5% r/r.

Struktura kosztów ponoszonych przez Comarch bez kosztu sprzedanych towarów.



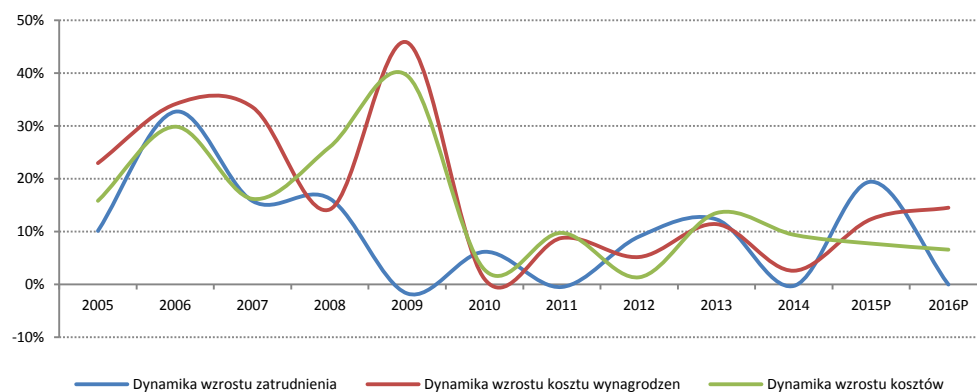
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika zatrudnienia



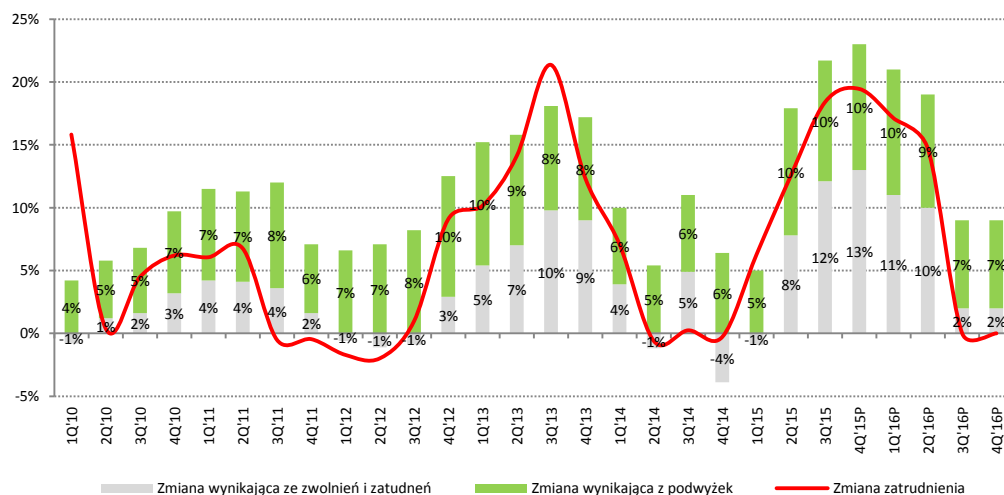
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wpływ zatrudnienia na koszt wytworzenia produktów



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wpływ zatrudnienia na fundusz płac

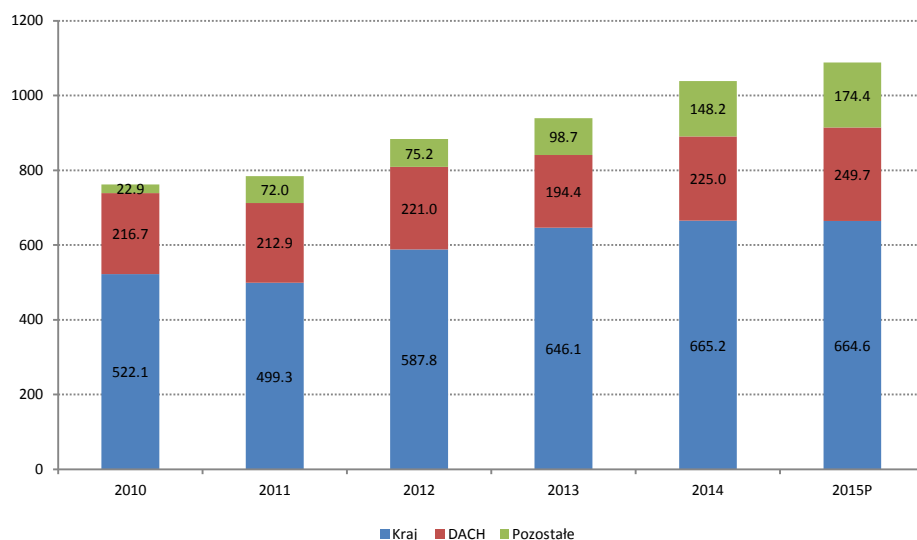


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENTY GEOGRAFICZNE

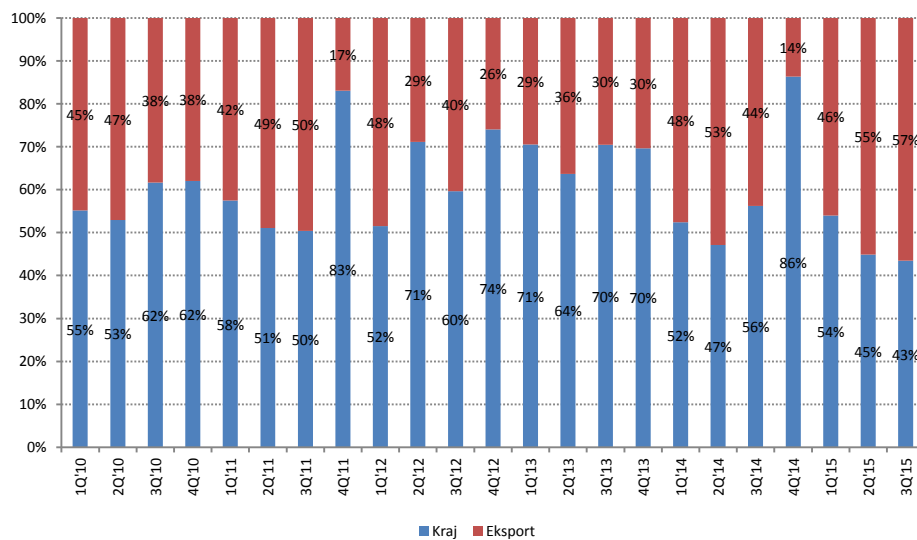
Pod kątem geograficznym Comarch wyodrębnia trzy segmenty: Polska, DACH oraz Pozostałe, które obejmują obszar IT. Spółka prowadzi również działalność nie związaną ze swoim podstawowym profilem prezentując ją w obrębie segmentów: Inwestycje, Sport i Medycyna. Sprzedaż w tych segmentach realizowana jest na rynku krajowym, który w zeszłym roku odpowiadał za ponad połowę przychodów.

Geograficzna struktura sprzedaży Comarchu [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów Comarchu w ujęciu kwartalnym

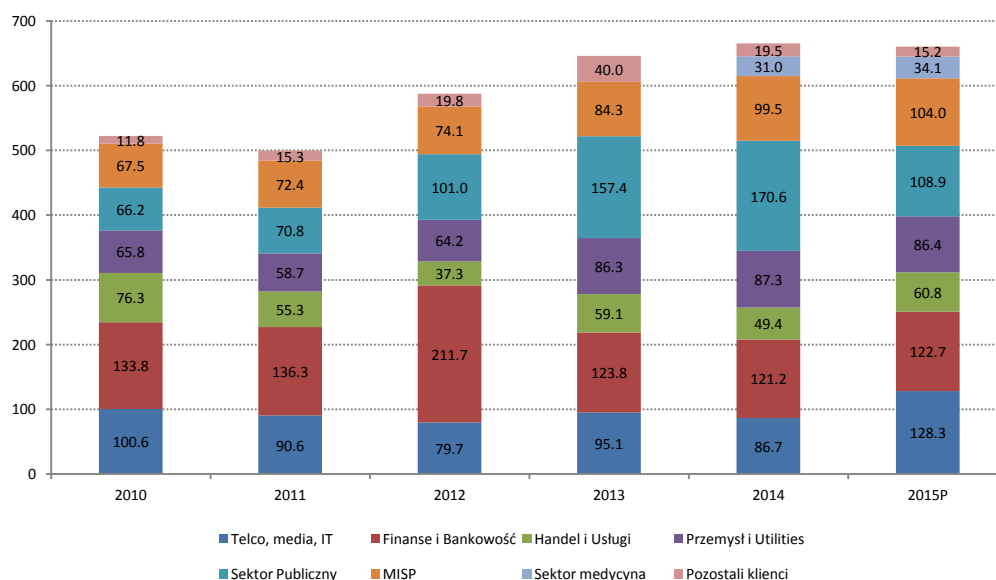


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Polska

W ostatnich 2 latach wiodący udział w przychodach Comarchu na terenie Polski miał Sektor Publiczny, który odpowiadał za ¼ przychodów. Ta sytuacja zmieniła się już w 1H'15 z powodu kończących się zleceń ze starej perspektywy finansowej UE i spodziewamy się nasilenia tej tendencji w kolejnych okresach. Na rynku krajowym mocną pozycję mają również segmenty małych i średnich przedsiębiorstw oraz finansowo bankowy. Według raportu IDC Comarch posiada ponad 50% rynku oprogramowania dla małych przedsiębiorstw, do których sprzedaje głównie systemy ERP.

Struktura sprzedaży na rynku krajowym [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DACH

Rynek DACH obejmuje kraje niemieckojęzyczne czyli Austrię, Niemcy i Szwajcarię. W tym regionie geograficznym Comarch realizuje sprzedaż głównie do podmiotów z dwóch segmentów, którymi są sektor telekomunikacyjny oraz małe i średnie przedsiębiorstwa. Z racji sporego nasycenia rynku dynamika przychodów w tym segmencie jest stabilna, poprawa rentowności jaka była raportowana w 2014 roku i w 1H'15 wynika z udanej restrukturyzacji spółek Comarch Software Und Beratung AG i Comarch Swiss AG.

Struktura sprzedaży w krajach niemieckojęzycznych [mln PLN]

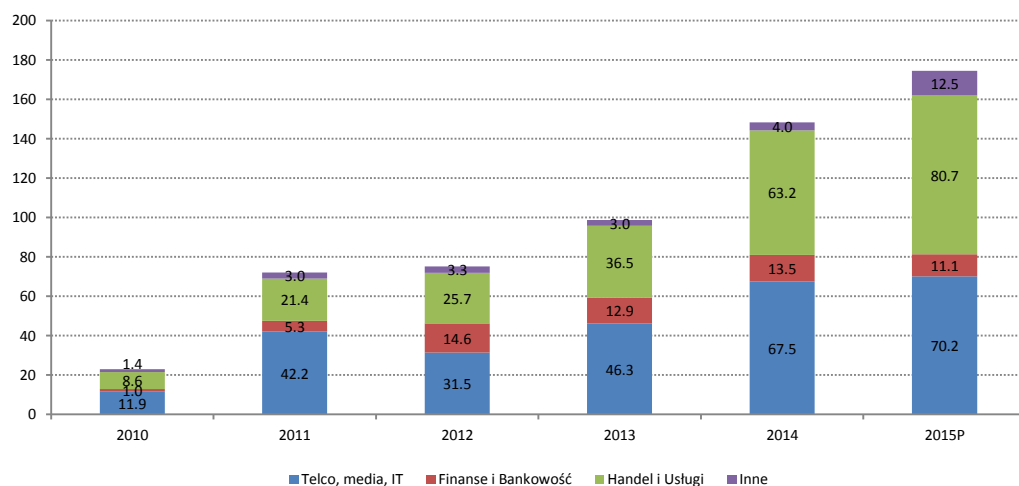


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Pozostałe

Segment Pozostałe obejmuje wszystkie rynki zagraniczne spoza krajów niemieckojęzycznych. Dotychczas był to najdynamiczniej rozwijający się segment Comarchu z racji pozyskiwania nowych klientów oraz wchodzenia na kolejne rynki. W tym obszarze spółka działa głównie w dwóch branżach jakimi są telekomunikacja oraz handel i usługi. To właśnie ten drugi sektor ma być dynamicznie rozwijany w kolejnych okresach i odpowiadać za wzrost przychodów w kolejnych latach. Comarch w ramach rozwiązań dla sektora handlowo-usługowego zagranicą zbudował silną pozycję w segmencie programów lojalnościowych, a w 3Q'15 dokonał akwizycji podmiotu, który obsługuje programy lojalnościowe prowadzone przez lotniska w Ameryce Północnej. Nabycie 42,5% udziałów w spółce Thanks Again LLC za 8 mln PLN nastąpiło za pośrednictwem podmiotu zależnego Comarch Pointshub Inc.

Struktura sprzedaży w segmencie pozostałe [mln PLN]

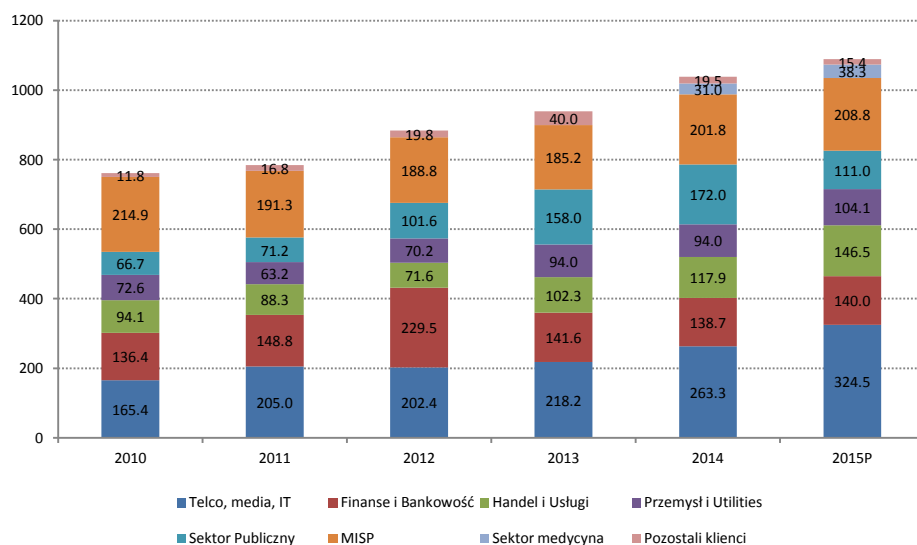


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SEGMENTY WEDŁUG GRUP ODBIORCÓW

Ze względu na podział według grup odbiorców Comarch posiada zdywersyfikowany portfel klientów. W 2014 roku tylko sektor telekomunikacyjny odpowiadał za więcej niż 20% przychodów, co ma związek z silną marką jaką spółka posiada wśród podmiotów z tego sektora. Pozostałe segmenty odpowiadały za co najwyżej kilkanaście procent sprzedaży. W nadchodzących okresach powinien wyraźnie rosnąć udział segmentu medycyna oraz segmentu handel i usługi. Wiąże się to ze strategią Comarchu według której sektor ochrony zdrowia powinien stać się jednym z kluczowych segmentów operacyjnych. Z kolei w przypadku podmiotów handlowo-usługowych spółka już od jakiegoś czasu odczuwa poprawę wyników, a w związku dobrą kontraktacją spodziewa się kontynuacji tej tendencji również w przyszłości.

Udział poszczególnych grup odbiorców w przychodach Comarchu. [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

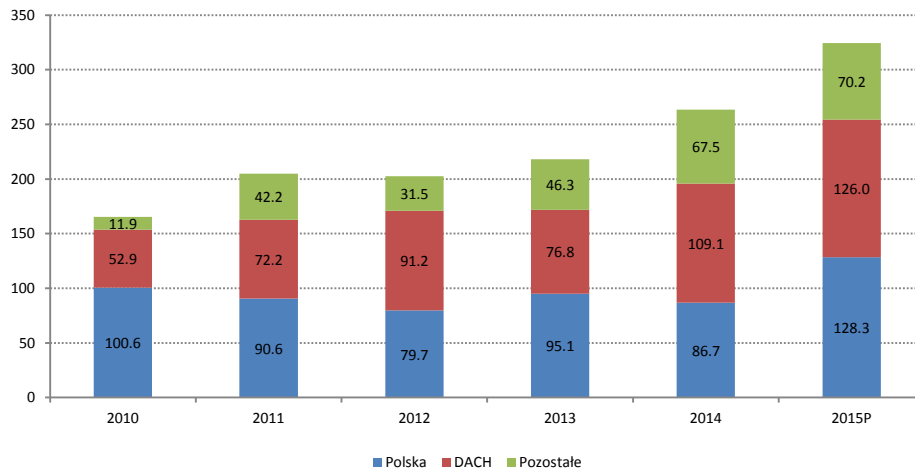
Telekomunikacja, Media, IT

Sektor telekomunikacyjny to branża, w której Comarch obecny jest od początku swojej działalności, dzięki czemu posiada ugruntowaną pozycję w tym sektorze zarówno w Polsce jak i na świecie. Pierwszymi rozwiązaniami oferowanymi do podmiotów z sektora telekomunikacyjnego były systemy bilingowe. Obecnie oprócz nich są to:

- Systemy do zarządzania relacjami z klientami.
- Systemy do zarządzania siecią.
- Rozwiązania pozwalające na kontrolę jakości usług i szybkie wykrywanie problemów w sieciach.
- Systemy wspierające tworzenie usług telekomunikacyjnych.

Obecnie Comarch świadczy usługi w tym obszarze dla klientów na 4 kontynentach, intensywnie rozwijając sprzedaż na nowych rynkach. To właśnie wchodzenie na do nowych krajów oraz rozwój usług telekomunikacyjnych w gospodarkach wschodzących jest głównym źródłem wzrostu sprzedaży w tym segmencie.

Struktura przychodów w segmencie Telekomunikacja, Media, IT [mln PLN]



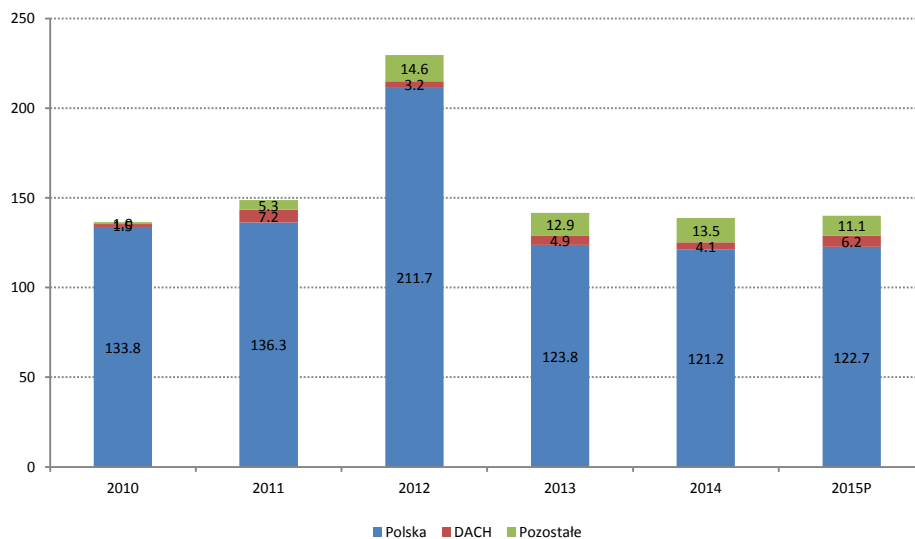
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Finanse i Bankowość

Comarch jest również producentem zaawansowanych rozwiązań informatycznych dla sektora finansowego wspierające ich procesy operacyjne. W ofercie znajduje się również tzw. system centralny, który pierwotnie był przeznaczony dla banków spółdzielczych oraz start-upów bankowych, może być również implementowany w bankach komercyjnych. Centralne systemy bankowe służą w obsłudze rachunków bieżących, depozytów, kredytów, a także obsługi kasowej klientów. Oprócz systemu centralnego w ofercie Comarchu znajdują się takie rozwiązania jak:

- Systemy wspierające proces zarządzania aktywami.
- Oprogramowanie wspierające obsługę i procesy zarządzania relacjami z klientami.
- Systemy do bankowości internetowej i mobilnej.
- System do obsługi usług faktoringowych.
- Oprogramowanie do obsługi ubezpieczeń majątkowych i ubezpieczeń na życie.

Struktura przychodów w segmencie Finanse i Bankowość [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Handel i Usługi

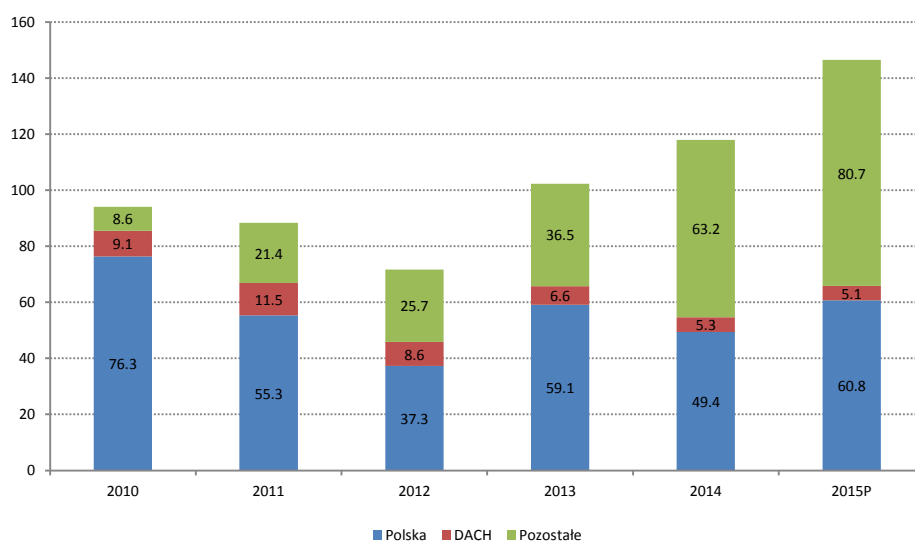
Jest to jeden z segmentów, na który spółka zwraca szczególną uwagę. Wynika to z ugruntowanej pozycji w niektórych obszarach tego rynku jak np. programy lojalnościowe, gdzie Comarch stał się graczem globalnym. W ostatnich latach segment bardzo dynamicznie się rozwijał zwłaszcza na rynkach zagranicznych, gdzie realizowana jest większość sprzedaży związanej z firmami handlowo-usługowymi. W kolejnych okresach to właśnie ten segment powinien w znacznej mierze odpowiadać za wzrost skonsolidowanych przychodów. Przedstawiciele Comarchu sygnalizowali wcześniej przy okazji konferencji wynikowych o dynamicznie rosnącym portfelu zamówień w tym obszarze. Ma to odzwierciedlenie w większym o 10% r/r back logu na lata kolejne.

Dokonana niedawno akwizycja powinna wzmocnić pozycję spółki w tym segmencie. Dotychczas Comarch koncentrował się głównie na dostarczaniu zaplecza informatycznego do obsługi programów lojalnościowych i obecne kontrakty również opierają się na tym modelu biznesowym. Jednak w przyszłości istnieją plany kompleksowej obsługi tych programów. To znaczy, że oprócz dostarczenia rozwiązań informatycznych Comarch zamierza obsługiwać całe zaplecze logistyczne z marketingiem włącznie.

Oprócz rozwiązań służących do obsługi programów lojalnościowych Comarch dostarcza takie rozwiązania jak:

- Systemy do zarządzania kampaniami marketingowymi.
- Wsparcie w analizie i zarządzaniu bazami danych.
- Systemy ERP.
- Systemy SFA do wspierania procesów sprzedażowych.
- Usługi Data Center.
- Usługi utrzymania sieci.
- Oprogramowanie wspierające relacje z klientami.

Struktura przychodów w segmencie Handel i Usługi [mln PLN]

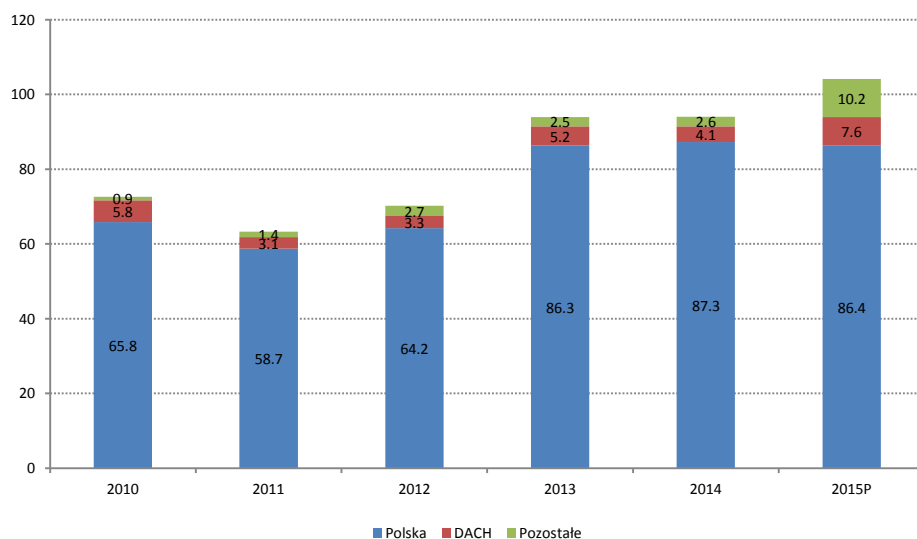


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przemysł i Utilities

Ten segment nie zalicza się do strategicznych obszarów działalności spółki. Jest to spowodowane dostarczaniem przez Comarch głównie rozwiązań firm trzecich do podmiotów z tego sektora, przez co z punktu widzenia długoterminowej strategii nie jest to szczególnie atrakcyjny dla spółki segment rynku. Przychody z tej branży utrzymują się na zbliżonym poziomie i koncentrują się głównie na rynku polskim skąd pochodzi ponad 90% sprzedaży w tym segmencie.

Struktura przychodów w segmencie Przemysł i Utilities [mln PLN]



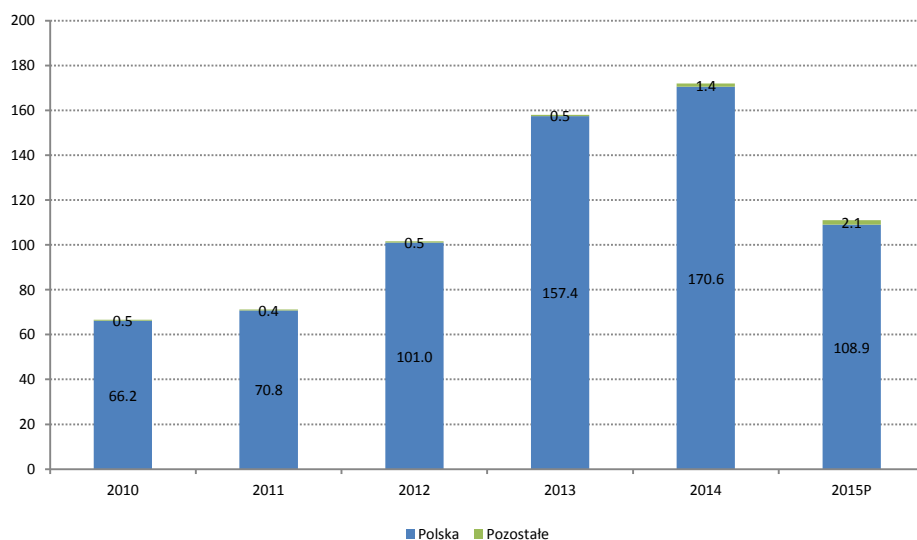
Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sektor Publiczny

Prawie całość sprzedaży do sektora publicznego realizowana jest w Polsce. Segment ten w 2014 roku odpowiadał za 17% ogółu przychodów, a w 1H'15 było to już tylko 11%. Dzięki niewielkiemu udziałowi tego sektora w skonsolidowanych przychodach spółka nie powinna zbyt mocno odczuć wyraźnego spowolnienia wywołanego opóźnieniem rozpisywania przetargów z nowej perspektywy UE. Swoje rozwiązania Comarch kieruje do takich podmiotów jak szkoły, uczelnie, agencje rządowe, samorządy i ochrona zdrowia.

W listopadzie 2015 pojawił się komunikat prasowy, w którym Comarch informował o podpisaniu listu intencyjnego z Polską Grupą Zbrojeniową dotyczącego współpracy podczas realizacji projektów w ramach Programu Modernizacji Technicznej Sił Zbrojnych. Pierwsze przetargi w tym obszarze mogą ruszyć w latach 2016 – 2017, a współpraca tych dwóch podmiotów ma dotyczyć: rozpoznania, command and control, cyberbezpieczeństwa, kryptografii, a także logistyki i ochrony danych osobowych. Comarch od dwóch lat prowadzi badania nad rozwiązaniami dla przemysłu zbrojeniowego i są one już testowane pod kątem wdrożenia ich do wojska.

Struktura przychodów w segmencie publicznym [mln PLN]

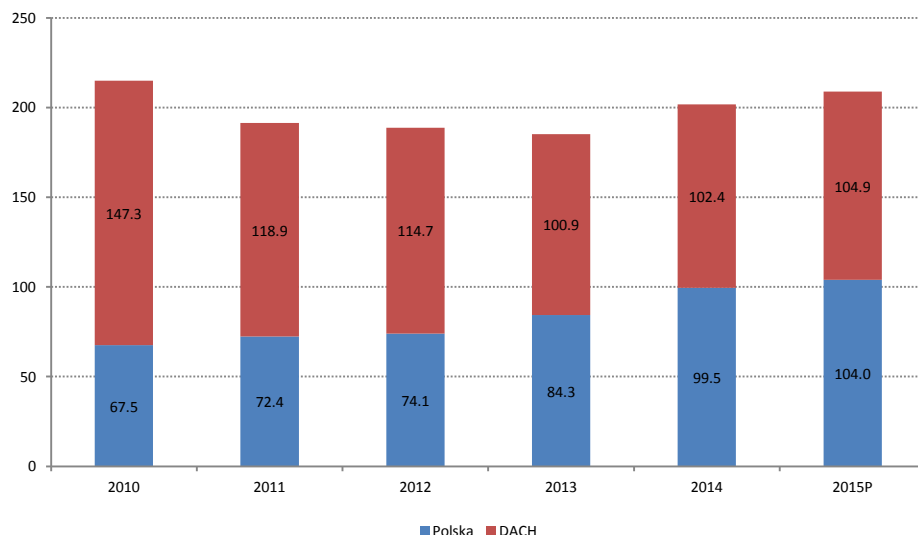


Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Małe i Średnie Przedsiębiorstwa

W tym segmencie oferowane są głównie programy klasy ERP. W całym rynku systemów ERP w Polsce Comarch zajmuje drugie miejsce z 14% udziałem. W ramach tego sektora spółka działa na rynku polskim jak i w krajach niemieckojęzycznych, przychody z tych dwóch regionów geograficznych w 2014 były prawie takie same. Jeśli chodzi o udział w polskim rynku oprogramowania dla małych firm to według raportu IDC spółka jest zdecydowanym liderem z ponad 50% udziałem.

Struktura przychodów w segmencie Małe i Średnie Przedsiębiorstwa [mln PLN]



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Medycyna

Podmiotem prowadzącym działalność związaną z sektorem ochrony zdrowia w ramach całej grupy kapitałowej jest Comarch Healthcare, który powstał z połączenia spółki iMed24 i ESAProjekt. W ramach tego segmentu prowadzone jest min. centrum medyczne działające w Krakowie, które zatrudnia około 100 lekarzy. Ponadto Comarch oferuje rozwiązania informatyczne dla sektora medycznego takie jak oprogramowanie do zarządzania dokumentacją medyczną, systemy do komunikacji z pacjentem oraz systemy do zarządzania szpitalami. Działalność Comarch Healthcare obejmuje również produkcję urządzeń oraz świadczenie usług związanych z telemedycyną i teleradiologią.

Sport/Inwestycje

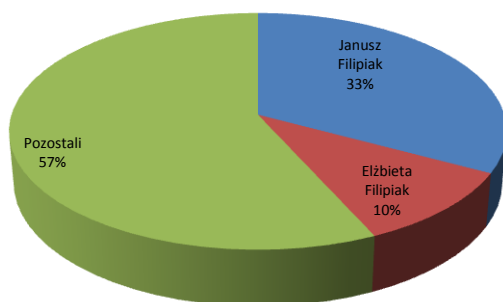
Działalność sportowa obejmuje Miejski Klub Sportowy Cracovia, którego najważniejszą sekcją jest drużyna piłkarska. Dzięki temu, że Cracovia kolejny już sezon występuje w ekstraklasie spółka jest w stanie raportować dodatni wynik finansowy. Jednak ze względu na specyfikę działalności klubów sportowych w dłuższym terminie zakładamy neutralną kontrybucję Cracovii do wyniku.

Segment inwestycje pokazuje wyniki osiągane dzięki zarządzaniu nieruchomościami należącymi do spółki oraz z wynajmu powierzchni biurowych.

AKCJONARIAT

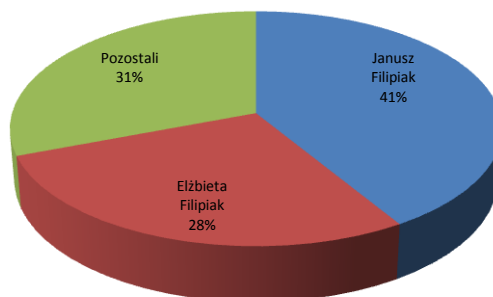
Głównym akcjonariuszem spółki pozostaje Janusz Filipiak – prezes i założyciel Comarchu który posiada 41% głosów na WZA. Druga w kolejności jest jego żona – Elżbieta Filipiak, z 28% udziałem w głosach. Akcje pozostałych pozostałych inwestorów w tym instytucjonalnych nie dają im więcej niż 5% ogółu wszystkich głosów na WZA.

Struktura udziału w kapitale zakładowym na dzień 16 listopada 2015



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura udziału w głosach w WZA na dzień 16 listopada 2015



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGRAM INWESTYCYJNY

Comarch około 10% swoich przychodów przeznacza na prace rozwojowe. Nie wszystkie wydatki na R&D są jednak widoczne w sprawozdaniach finansowych, gdyż znaczna część kosztów związanych z pracami badawczo rozwojowymi jest ponoszona w ramach projektów realizowanych na zlecenie klientów spółki. W ostatnich latach Comarch bardzo mocno inwestował w rozwiązania IT dla sektora ochrony zdrowia oraz usługi oparte na własnym hardware (Internet of Things).

W sektorze ochrony zdrowia spółka oferuje systemy do zarządzania dokumentacją medyczną oraz usługi związane z teleradiologią oraz telemedycyną. Większość nakładów inwestycyjnych związanych z segmentem medycznym zostało już poniesione, do tej pory w ten obszar było inwestowane około 30 mln PLN rocznie. Obecnie Comarch mocno koncentruje się na komercjalizowaniu swoich rozwiązań w tym obszarze, jednak w przyszłości w celu utrzymania przewag konkurencyjnych i rozwijania kolejnych produktów może się okazać konieczne ponownie zwiększenie inwestycji badawczo rozwojowych w segmencie medycznym. Z tego powodu istnieje możliwość pozyskania przez Comarch Healthcare dodatkowych środków na rozwój poprzez publiczną emisję akcji oraz debiut na GPW. Tej możliwości w perspektywie kilku lat nie wyklucza prezes i główny akcjonariusz Comarchu Prof. Janusz Filipiak. Takie posunięcie pozwoliłoby uniknąć znacznego obciążenia spółki przez nakłady inwestycyjne i w dłuższym terminie ograniczenie ich do obecnego poziomu bądź nawet nieznacznie obniżyć.

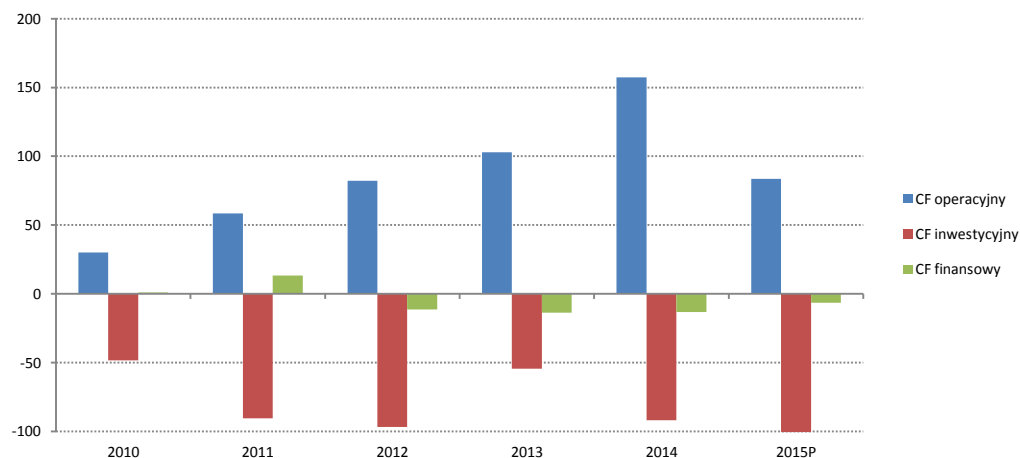
Innym podmiotem zależnym Comarchu, który obecnie ponosi znaczne nakłady na rozwój, a w przyszłości mógłby pozyskać środki na inwestycje z giełdy jest Comarch Technologies. Działalność tej spółki obejmuje projektowanie i krótkoseryjną produkcję urządzeń elektronicznych oraz oprogramowania z nimi związanego. W 2015 roku Comarch wydał około 10 mln PLN na wyposażenie fabryki tych urządzeń na terenie Specjalnej Strefy Ekonomicznej w Krakowie. W zakładzie będą powstawały urządzenia, na których mają być oparte rozwiązania Comarchu takie jak np. beaконы wykorzystywane do aplikacji mobilnych, mogące na bieżąco komunikować się z klientami np. sieci handlowych.

Kolejne inwestycje związane są z budową nowych powierzchni biurowych oraz data center. W 3Q'15 został oddany do użytku budynek na terenie SSE w Krakowie, w którym znajdzie się nowe data center oraz powierzchnie biurowe. Koszt budowy budynku wyniósł 64,9 mln PLN. W czerwcu '15 rozpoczęła się budowa podobnego budynku w Łodzi, która powinna zakończyć się pod koniec 2016, a jej koszt ma wynieść 38,8 mln PLN.

Prowadzone są również prace projektowe nad zaadaptowaniem powierzchni magazynowych w Lille pod kolejne data center. Tak intensywne inwestycje w tego typu obiekty związane są z nowym trendem w informatyce, zgodnie z którym rozwiązania informatyczne dostarczane są w modelu usługowym. Dzięki temu odbiorcy tych usług nie muszą angażować dużych środków w rozwój własnej infrastruktury IT oraz umożliwia im dzierżawę oprogramowania zamiast kupowania licencji. Na lata 2016 – 2017 planowana jest kolejna duża inwestycja na terenie krakowskiej SSE, która będzie jednak mieściła same pomieszczenia biurowe.

Comarch nie wyklucza również akwizycji, zwłaszcza w obszarach w których mógłby rozszerzyć posiadane już kompetencje bądź pozyskać nowe kanały sprzedaży. Przykładem takiej transakcji może być niedawne przejęcie Thanks Again, które jest operatorem programów lojalnościowych dla lotnisk w Ameryce Północnej. Comarch liczy, że dzięki tej inwestycji będzie mógł świadczyć bardziej kompleksowe usługi w obszarze, który traktuje jako strategiczny i spodziewa się, że w najbliższych latach obok medycyny będzie on głównym motorem wzrostu sprzedaży. Przejęcia 42,5% udziałów za kwotę 8 mln USD dokonał podmiot zależny spółki - Comarch Pointshub, który po osiągnięciu odpowiedniej skali działalności również może trafić na giełdę.

CAPEX i cash flow Comarchu



Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktywa Trwałe	551,5	617,0	661,3	693,0	713,0	733,1	746,3	757,1	768,5	776,0	784,2	785,5
Wartości niematerialne i prawne	111,1	111,0	117,2	121,1	123,2	125,4	126,5	127,3	128,2	128,5	128,9	128,4
Rzeczowe aktywa trwałe	391,0	429,0	467,1	495,0	512,8	530,7	542,7	552,8	563,3	570,5	578,3	580,2
Pozostałe aktywa trwałe	49,5	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
Aktywa obrotowe	665,1	618,9	627,4	664,8	709,1	727,1	725,5	728,1	731,1	720,8	746,7	780,3
Zapasy	47,9	48,6	49,2	54,5	57,3	58,9	60,3	61,7	63,1	64,4	65,6	70,9
Należności handlowe	381,6	363,3	366,6	399,9	417,3	427,3	436,4	445,2	453,7	461,7	469,1	476,7
środkii pieniężne	232,5	194,6	199,2	198,0	222,2	228,5	216,3	208,7	201,9	182,3	199,6	220,2
Pozostałe aktywa obrotowe	3,1	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Aktywa razem	1216,6	1235,9	1288,7	1357,8	1422,2	1460,2	1471,8	1485,2	1499,7	1496,8	1530,9	1565,8
Kapitały własne	700,7	766,4	817,5	890,0	965,6	1018,7	1045,7	1074,7	1104,9	1136,3	1166,8	1197,9
Zobowiązania długoterminowe	161,5	152,6	152,6	132,6	112,6	92,6	72,6	52,6	52,6	37,5	37,5	37,5
Zobowiązania finansowe	121,7	115,1	115,1	95,1	75,1	55,1	35,1	15,1	15,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	39,8	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5
Zobowiązania krótko terminowe	354,3	316,9	318,6	335,2	343,9	348,9	353,5	357,9	342,1	323,0	326,7	330,5
Zobowiązania finansowe	20,9	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	23,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	188,7	169,9	171,5	188,1	196,9	201,9	206,4	210,8	215,1	219,1	204,9	208,7
Pozostałe zobowiązania	165,6	147,0	147,0	147,0	147,0	147,0	147,0	147,0	127,0	103,9	121,8	121,8
Pasywa razem	1216,6	1235,9	1288,7	1357,8	1422,2	1460,2	1471,8	1485,2	1499,7	1496,8	1530,9	1565,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	1038,4	1094,1	1106,0	1225,7	1288,4	1324,5	1357,4	1388,9	1419,5	1448,4	1475,1	1502,3
EBITDA	152,9	143,4	134,7	180,0	196,5	202,2	205,5	210,1	214,9	219,0	222,4	226,0
<i>Polska</i>	102,9	122,1	103,9	129,4	134,2	137,7	140,8	143,4	145,8	148,3	150,3	152,4
<i>DACH</i>	29,4	48,9	45,1	39,7	38,1	34,0	32,6	33,2	33,7	34,2	34,6	35,0
<i>Pozostałe</i>	24,4	-13,3	-7,4	12,0	20,0	27,7	28,5	29,3	30,2	31,1	32,0	32,9
<i>Inwestycje</i>	-0,8	-2,0	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8
<i>Sport</i>	3,2	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
<i>Medycyna</i>	-14,3	-11,4	1,7	8,3	14,1	13,1	14,2	15,0	16,2	16,7	17,0	17,3
EBIT	98,5	89,2	76,2	113,6	126,3	129,6	130,5	133,4	136,9	139,6	142,1	144,7
Saldo działalności finansowej	-6,0	-4,7	-13,1	-8,4	-6,6	-4,3	-3,2	-2,1	-1,1	1,0	0,9	1,0
Wynik brutto	92,6	84,5	63,1	105,3	119,7	125,3	127,3	131,3	135,8	140,6	143,0	145,7
Wynik netto	68,9	67,0	51,1	85,3	96,9	101,5	103,1	106,4	110,0	113,9	115,9	118,0
CF [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przepływy z działalności operacyjnej	157,4	83,5	115,2	136,4	161,1	171,8	175,3	179,4	183,5	187,0	190,4	189,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-79,0	-114,9	-101,8	-97,2	-89,2	-91,6	-87,1	-86,4	-88,4	-85,9	-87,6	-81,6
Przepływy z działalności finansowej	-13,2	-6,5	-8,7	-40,4	-47,8	-73,9	-100,4	-100,5	-101,9	-120,8	-85,4	-86,9
Przepływy pieniężne netto	65,2	-37,9	4,7	-1,2	24,1	6,3	-12,2	-7,6	-6,8	-19,7	17,3	20,6
Środki pieniężne na początek okresu	167,2	232,4	194,6	199,2	198,0	222,2	228,5	216,3	208,7	201,9	182,3	199,6
Środki pieniężne na koniec okresu	232,5	194,6	199,2	198,0	222,2	228,5	216,3	208,7	201,9	182,3	199,6	220,2

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody zmiana r/r	10,6%	5,4%	1,1%	10,8%	5,1%	2,8%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	1,8%	1,8%
EBITDA zmiana r/r	63,0%	-6,2%	-6,0%	33,6%	9,2%	2,9%	1,6%	2,2%	2,3%	1,9%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	235,2%	-9,5%	-14,6%	49,1%	11,1%	2,6%	0,7%	2,3%	2,6%	2,0%	1,8%	1,8%
Zysk netto zmiana r/r	190,9%	-2,8%	-23,7%	66,8%	13,7%	4,7%	1,6%	3,1%	3,4%	3,6%	1,7%	1,8%
Marża brutto na sprzedaży	29,6%	28,4%	27,9%	29,6%	30,0%	29,9%	29,8%	29,8%	29,8%	29,9%	29,9%	29,9%
Marża EBITDA	14,7%	13,1%	12,2%	14,7%	15,3%	15,3%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,0%
Marża EBIT	9,5%	8,2%	6,9%	9,3%	9,8%	9,8%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Marża netto	6,5%	6,1%	4,6%	7,0%	7,5%	7,7%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%
COGS/przychody	70,4%	71,6%	72,1%	70,4%	70,0%	70,1%	70,2%	70,2%	70,2%	70,1%	70,1%	70,1%
SG&A/ przychody	18,0%	20,7%	21,0%	20,4%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,3%	20,3%
SG&A/COGS	25,6%	28,9%	29,1%	28,9%	28,8%	28,8%	28,7%	28,7%	28,8%	28,8%	28,9%	29,0%
ROE	9,8%	8,7%	6,3%	9,6%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%
ROA	5,7%	5,4%	4,0%	6,3%	6,8%	7,0%	7,0%	7,2%	7,3%	7,6%	7,6%	7,5%
Dług	142,5	158,2	158,2	138,2	118,2	98,2	78,2	58,2	38,2	0,0	0,0	0,0
D/(D+E)	16,9%	17,1%	16,2%	13,4%	10,9%	8,8%	7,0%	5,1%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%
D/E	20,3%	20,6%	19,4%	15,5%	12,2%	9,6%	7,5%	5,4%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki/EBIT	3,0%	4,5%	11,4%	6,7%	5,1%	4,2%	3,3%	2,4%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-90,0	-36,3	-41,0	-59,8	-103,9	-130,3	-138,1	-150,5	-163,7	-182,3	-199,6	-220,2
Dług netto / Kapitał własny	-12,8%	-4,7%	-5,0%	-6,7%	-10,8%	-12,8%	-13,2%	-14,0%	-14,8%	-16,0%	-17,1%	-18,4%
Dług netto / EBITDA	-58,8%	-25,3%	-30,4%	-33,2%	-52,9%	-64,4%	-67,2%	-71,6%	-76,2%	-83,2%	-89,7%	-97,4%
Dług netto / EBIT	-91,3%	-40,7%	-53,8%	-52,6%	-82,3%	-100,5%	-105,8%	-112,8%	-119,6%	-130,5%	-140,4%	-152,2%
EV	852,6	906,2	901,6	882,7	838,6	812,3	804,5	792,1	778,9	760,3	743,0	722,3
Dług / EV	16,7%	17,5%	17,6%	15,7%	14,1%	12,1%	9,7%	7,4%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	8,8%	9,2%	9,3%	8,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,3%	6,3%	6,0%	6,0%	5,5%
CAPEX/Amortyzacja	169,0%	185,3%	175,6%	147,9%	128,5%	127,7%	117,5%	114,1%	114,7%	109,5%	110,2%	101,6%
Amortyzacja/Przychody	5,2%	5,0%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%
Zmiana KO/Przychody	2,0%	-0,1%	0,2%	0,8%	1,0%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,7%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	20,5%	-1,2%	21,9%	7,7%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	35,9%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MC/S	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/E	13,7	14,1	18,4	11,1	9,7	9,3	9,1	8,9	8,6	8,3	8,1	8,0
P/CE	7,6	7,8	8,6	6,2	5,6	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7
EV/EBITDA	5,6	6,3	6,7	4,9	4,3	4,0	3,9	3,8	3,6	3,5	3,3	3,2
EV/EBIT	8,7	10,2	11,8	7,8	6,6	6,3	6,2	5,9	5,7	5,4	5,2	5,0
EV/S	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
BVPS	84,7	92,8	99,0	108,0	117,3	123,8	127,1	130,7	134,4	138,3	142,0	145,9
EPS	8,5	8,2	6,3	10,5	11,9	12,5	12,7	13,1	13,5	14,0	14,3	14,5
CEPS	15,2	14,9	13,5	18,7	20,6	21,4	21,9	22,5	23,1	23,8	24,1	24,5
Dywidenda [mln PLN]	12,2	0,0	0,0	12,8	21,3	48,5	76,1	77,3	79,8	82,5	85,4	86,9
DPS	1,5	0,0	0,0	1,6	2,6	6,0	9,4	9,5	9,8	10,2	10,5	10,7
Dyield	1,3%	0,0%	0,0%	1,4%	2,3%	5,1%	8,1%	8,2%	8,5%	8,8%	9,1%	9,2%
Payout ratio	51,5%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	50,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło, Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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	139,0	-	-	24.02.2016	115,0	45 335

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	5	42%
Akumuluj	4	33%
Trzymaj	2	17%
Redukuj	1	8%
Sprzedaj	0	0%

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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 (bazując 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 instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 24.02.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.02.2016 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 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.

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.

Analityk (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.

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 24.02.2016 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 pełnią 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.